

ECOEMERGING

2^e trimestre 2023

Avril 2023

EMERGING MARKETS

by Media

Revenues from ongoing businesses⁽¹⁾

by Type

by Geographic Area



• Electronic, software & services
• Print



• Recurring • Non-recurring



• Americas • EMEA • AS

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

- 3** États-Unis et Chine : le spectre du découplage structurel
Le scénario d'un ralentissement de la croissance du PIB dans les économies émergentes en 2023 repose sur deux hypothèses : le ralentissement du commerce mondial et l'impact récessif du diptyque inflation/resserments monétaires. La première hypothèse n'en est plus une.

CHINE

- 4** Redémarrage en côte

INDE

- 6** Banques et entreprises plus solides qu'en 2019

PAKISTAN

- 8** Le risque de défaut reste très élevé

CORÉE DU SUD

- 10** Des risques de crédit potentiels mais limités

POLOGNE

- 12** Résilience

BRÉSIL

- 14** Querelle au sommet

MEXIQUE

- 16** Une opportunité à saisir

ARGENTINE

- 18** Bis repetita

ARABIE SAOUDITE

- 20** L'investissement, moteur de la croissance

EGYPTE

- 21** Navigation à vue

ALGÉRIE

- 23** Effet d'aubaine

AFRIQUE DU SUD

- 25** Une économie paralysée par les délestages électriques



ÉTATS-UNIS ET CHINE : LE SPECTRE DU DÉCOUPLAGE STRUCTUREL

Le scénario d'un ralentissement de la croissance du PIB dans les économies émergentes en 2023 repose sur deux hypothèses : le ralentissement du commerce mondial et l'impact récessif du diptyque inflation/resserments monétaires. La première hypothèse n'en est plus une : les exportations se sont bel et bien contractées au cours des derniers mois pour les pays avancés comme pour les pays émergents. Les causes sont pour partie circonstancielles et on peut espérer que le coup de froid sur le commerce mondial ne soit que conjoncturel. Mais il est possible que le découplage États-Unis/Chine en matière de politique commerciale et technologique y contribue.

Pour la très grande majorité des pays avancés comme émergents, le scénario d'un ralentissement de la croissance pour 2023 repose sur deux hypothèses : le ralentissement du commerce mondial et l'impact récessif du diptyque inflation/resserments monétaires. Ce dernier reste à venir car, d'une part, l'épargne accumulée durant la pandémie de Covid-19 et les mesures de soutien aux revenus des ménages ont permis à la consommation de résister à l'érosion inflationniste, d'autre part l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur le crédit est encore peu visible.

En revanche, les exportations ont déjà bel et bien commencé à diminuer. D'après les estimations du *Centraal Planbureau* hollandais, si on compare la moyenne novembre 2022-janvier 2023 et celle des trois mois précédents, on observe une contraction en volume de 10,5% en rythme annualisé (-7,4% pour les économies avancées et -16% pour les économies émergentes), alors qu'elles progressaient encore de 3% par an mi-2022 (respectivement 2% et 5,2%). Les enquêtes Markit, réalisées durant les premiers mois de 2023 auprès des entreprises, confirment ce recul, les indices de diffusion relatifs à l'évolution des carnets de commandes à l'exportation étant en moyenne sensiblement inférieurs à 50, valeur-frontière entre la zone de contraction et celle d'expansion. S'agissant des pays émergents, la baisse de ces indices depuis la mi-2022 est plus marquée pour les pays non exportateurs de matières premières que pour les autres.

Le repli des exportations est particulièrement marqué pour les pays d'Asie hors Chine (-19%) et s'explique *a priori* par les évolutions très erratiques de l'activité chinoise depuis le dernier trimestre 2022 et par le retournement du cycle électronique mondial. Mais les raisons sont peut-être aussi structurelles et traduisent l'impact du découplage États-Unis/Chine en matière de politique commerciale et technologique.

Depuis le début des hostilités commerciales entre les deux pays en 2017, les échanges extérieurs ont connu une vraie rupture, d'après le *Petersen Institute for International Economics*¹. L'étude du PIIE porte sur les exportations de biens et services américaines à destination de la Chine. À première vue, les exportations totales atteignaient en 2022 le même niveau qu'en 2016. Les raisons sont très circonstancielles : d'une part, la Covid-19 a entraîné une forte hausse des exportations de composants électroniques et de matériel médical ; d'autre part, la hausse des prix des matières premières en 2020 et 2021 a gonflé la valeur des exportations de charbon et d'hydrocarbures américains. Par ailleurs, la trêve conclue en 2020 entre les deux pays s'est traduite par une forte augmentation des exportations de produits agricoles, même si les engagements d'achats de la Chine n'ont pas été complètement tenus.

Pour les autres produits manufacturés, et notamment le matériel de transport terrestre ou aérien, l'effet du découplage est très marqué ; les exportations d'avions et de motorisation ont été divisées par trois entre 2017 et 2022 et les exportations d'automobiles, de camions et de pièces détachées par 2,5. En 2022, la baisse des exportations de composants électroniques et de matériel médical a été deux fois plus sévère que celles de l'ensemble des importations chinoises. Enfin, les exportations de services ont diminué d'environ 30% entre 2017 et 2022.

Les conséquences du découplage structurel entre les États-Unis et la Chine pour les pays émergents sont multiples, avec des effets potentiellement opposés en matière d'évolution des échanges extérieurs de marchandises et de services².

Plus précisément, la rupture partielle des échanges entre les deux puissances, qu'elle résulte de l'augmentation des barrières tarifaires ou des interdictions et restrictions aux échanges, a évidemment un effet négatif sur le commerce extérieur des pays tiers par le jeu du multiplicateur du commerce international. La rupture a également des conséquences liées à la participation des pays tiers aux chaînes de valeur. D'après le FMI, les conséquences sont cependant très différentes selon le statut du pays. Si le pays peut se substituer aux États-Unis ou la Chine comme fournisseur dans les nouvelles chaînes de valeur, il sera gagnant. Au contraire, s'il n'est qu'un simple maillon des chaînes existantes, sans capacité de renforcer sa position parmi les fournisseurs, il subira, au mieux, les répercussions de la hausse des tarifs extérieurs, au pire, il sera évincé des nouvelles chaînes de valeur.

On pourrait penser que les pays les plus industrialisés, disposant d'un appareil productif diversifié et proche géographiquement de la Chine ou des États-Unis, seront parmi les gagnants. Or, l'étude du FMI indique qu'entre 2018 et 2022, la part du Japon et de la Corée du Sud dans les importations chinoises a diminué alors que celles de l'Inde, de la Malaisie et du Vietnam ont augmenté. Au sein des pays asiatiques, il n'y a que Taiwan qui valide ce présupposé. Vis-à-vis des États-Unis, le Mexique pourrait *a priori* tirer son épingle du jeu. Or, entre 2018 et 2012, la part des exportations de produits manufacturés mexicains dans le total des importations américaines (hors pétrole) n'a que modérément augmenté (de 14,8% à 15,6%).

On peut se rassurer en se disant que la contraction générale des exportations au cours des derniers mois est principalement due à des causes conjoncturelles. Néanmoins, jusqu'à présent et même si le sujet nécessite d'être approfondi, l'impact du découplage entre les États-Unis et la Chine n'est pas de nature à arranger les choses.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ Chad P. Bown & Yilin Wang: "Five years into the trade war, China continues its slow decoupling from US exports" *Realtime Economics*. PIIE. Mars 2023

² IMF East Asia and the Pacific Economic Update - section 5.1. Avril 2023



REDÉMARRAGE EN CÔTE

La croissance économique chinoise ré-accélère depuis fin janvier, tirée principalement par les services et la consommation des ménages. Le redressement de l'activité du secteur manufacturier est plus modéré. Dans l'immobilier, la crise s'atténue. Ces améliorations vont se poursuivre à court terme. Les freins à la croissance restent néanmoins importants ; ils découlent de l'affaiblissement de la demande mondiale et des tensions géopolitiques, des difficultés financières des promoteurs immobiliers ainsi que des collectivités locales et de leurs véhicules de financement. Au-delà, c'est la question d'une perte de confiance durable du secteur privé chinois qui se pose.

REDÉMARRAGE POST-COVID DE L'ÉCONOMIE

Après l'abandon de la politique zéro Covid début décembre dernier, la levée de toutes les restrictions à la mobilité et la fin des perturbations causées par la flambée du nombre de contaminations entre décembre et janvier, la croissance économique chinoise a rebondi depuis fin janvier. Le rebond a été principalement tiré par les services, l'amélioration dans l'industrie ayant été plus modeste (Graphique 1).

L'activité dans le secteur des services et la consommation des ménages ont redémarré plus rapidement qu'anticipé. Après plusieurs mois de contraction, les volumes des ventes au détail ont augmenté d'environ +2% en g.a. en janvier-février, et ce malgré le recul des ventes de voitures dû à la fin des incitations fiscales. L'inflation des prix à la consommation reste faible (+1,6% en g.a. en janvier-février après +1,8% au T4 2022).

Dans les secteurs de la construction et de l'immobilier, on observe une atténuation de la crise : les mises en chantiers, les ventes de logements et l'investissement immobilier ont tous continué de se contracter en janvier-février en glissement annuel, mais à des rythmes beaucoup plus lents qu'au cours des mois précédents. De plus, le prix moyen des logements dans les 70 principales villes a très légèrement augmenté en février (+0,1% mois/mois) après 18 mois consécutifs de baisse (la baisse cumulée depuis juillet 2021 a toutefois été limitée à -5,2%).

Dans le secteur manufacturier, le redressement de l'activité se fait plus hésitant. Les indices PMI ont d'ailleurs légèrement reculé en mars après tout juste deux mois d'amélioration. La production totale de véhicules a fortement chuté (mais celle de véhicules à énergie nouvelle a continué d'augmenter vigoureusement) et les secteurs tournés vers l'export font face au repli de la demande mondiale depuis plusieurs mois. Les exportations de marchandises mesurées en dollars ont ainsi diminué de -6% en g.a. en janvier-février 2023, après -6,6% au T4 2022.

Dans ce contexte difficile mais plus rassurant, le Parlement chinois a tenu sa session annuelle début mars à Pékin. Le gouvernement y a notamment annoncé ses principaux objectifs macroéconomiques pour 2023. La cible de croissance a été établie à « environ 5% », ce qui témoigne du réalisme prudent des autorités. En effet, le taux de 5% devrait être facilement atteint, grâce à l'élan donné par les effets de rattrapage post-Covid qui vont se prolonger dans les prochains mois, notamment dans les services.

D'AUTRES CONTRAINTES SUR LA CROISSANCE PERSISTENT

En même temps, en fixant un objectif de croissance peu ambitieux pour 2023, les autorités, d'une part, tablent sur un soutien modéré des politiques budgétaire et monétaire et, d'autre part, reconnaissent l'existence de risques baissiers élevés.

1 Les contrôles ont été renforcés drastiquement par Washington en octobre 2022 : les entreprises américaines du secteur des semi-conducteurs, ainsi que toute entreprise étrangère utilisant leurs composants et équipements, doivent demander une licence spéciale (avec un risque élevé de refus) pour pouvoir vendre à des sociétés chinoises les puces les plus avancées et les outils pour les fabriquer. Sous pression des États-Unis, les Pays-Bas et le Japon ont récemment annoncé la mise en place de restrictions sur les exportations d'équipements de production de semi-conducteurs.

PRÉVISIONS

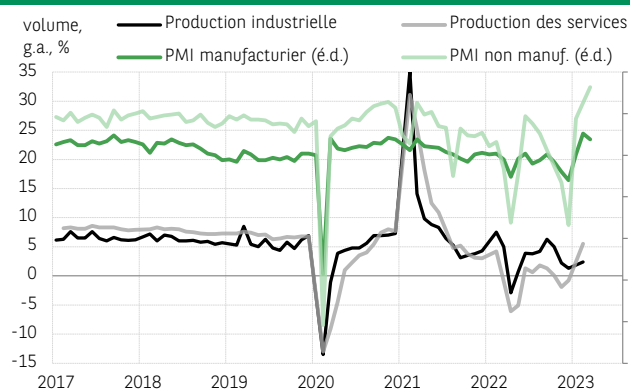
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	8,4	3,0	5,6	5,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	0,9	2,0	2,7	2,5
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	45,9	46,9	50,4	51,6	53,0
Solde courant, % du PIB	1,7	1,8	2,3	1,7	1,2
Dette externe, % du PIB	16,3	15,4	14,4	14,3	14,0
Réserves de change, mds USD	3 217	3 250	3 128	3 050	3 030
Réserves de change, en mois d'imports	16,2	12,6	11,9	11,0	10,0

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

CHINE : RÉCUPÉRATION POST-COVID



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Sur le plan extérieur, le ralentissement économique mondial continuera de peser sur la performance du secteur exportateur. Par ailleurs, le contexte géopolitique, les tensions avec les États-Unis et les contrôles très stricts imposés par Washington sur les ventes de composants électroniques aux entreprises chinoises¹, assombrissent les perspectives d'expansion des industries de haute technologie en Chine – au moins à court et moyen terme, en attendant que la Chine avance dans sa recherche d'autosuffisance technologique.

Alors que l'environnement international se complexifie, la confiance et la demande des entreprises privées pourraient également être dura-



blement affectées par les risques réglementaires accrus qui pèsent sur le marché intérieur (manque de visibilité, contrôle renforcé de l'État et du Parti communiste).

LES COLLECTIVITÉS LOCALES FRAGILISÉES

La crise du secteur immobilier reste une menace pour la croissance à court terme. Les mesures de soutien du gouvernement et la levée des restrictions sanitaires devraient permettre de mettre fin à l'effondrement de l'activité. Néanmoins, les ventes de logements et le démarrage de nouveaux chantiers devraient rester freinés par la confiance toujours dégradée des acheteurs potentiels, les difficultés financières persistantes d'un grand nombre de promoteurs et la lenteur des restructurations de dette.

La fragilité des finances des collectivités locales alimente également des risques sur la croissance, puisqu'elle devrait imposer des efforts de consolidation budgétaire, contraindre le recours des collectivités à l'endettement et donc peser sur les dépenses et l'investissement publics.

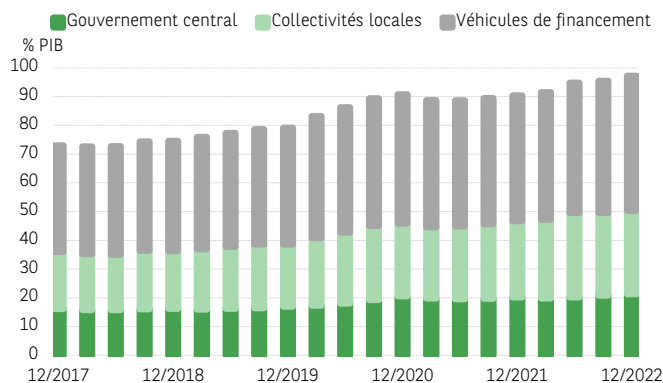
Depuis 2020, les comptes des administrations publiques se sont dégradés. Les collectivités en ont été les plus affectées. Elles ont en effet pris en charge une grande partie des nouvelles dépenses liées à la crise sanitaire, et subi l'affaiblissement de leurs revenus courants (-2% en 2022) du fait du ralentissement de l'activité et des mesures d'aide fiscale. Depuis la mi-2021, elles ont en outre souffert de la forte baisse de leurs recettes foncières (-23% en 2022). Ces recettes, issues de la vente de terrains aux promoteurs, financent les « fonds gouvernementaux », gérés par les collectivités en dehors du budget général officiel et largement dédiés aux projets d'infrastructure².

Entre fin 2019 et fin 2022, la dette explicitement budgétée des collectivités locales a augmenté de 21,6% du PIB à 29%, et celle du gouvernement central est passée de 17% à 21,4% (Graphique 2). Prise dans son ensemble, la dette des collectivités n'est pas excessivement élevée et bénéficie des mêmes conditions favorables que celle de l'État central. Ces conditions assurent la soutenabilité de la dette à moyen terme (profil favorable de la dette, charge d'intérêts modérée, différentiel positif entre taux de croissance du PIB et taux d'intérêt).

Cependant, les situations financières sont très variables d'une région à l'autre et certaines collectivités font face à un service de la dette excessivement lourd. En outre, pour pouvoir couvrir tous leurs besoins (et notamment financer des investissements en infrastructures), de nombreuses collectivités ont continué de recourir à des véhicules de financement (LGFV, ou *local government financing vehicles*). La dette de ces entités est contractée dans un cadre réglementaire parfois encore flou, en dehors du budget officiel, et constitue une dette additionnelle indirecte pour les collectivités. Elle est élevée, principalement composée de prêts bancaires, ainsi que d'obligations (environ un quart du total, principalement émises sur les marchés domestiques) et d'autres financements non bancaires.

Selon les estimations du FMI (Article IV, février 2023), le stock total de dette des LGFV atteignait 47% du PIB fin 2022, contre 40% fin 2019. Le risque de défaut sur cette dette est élevé, notamment parce que les rendements sur les investissements financés sont souvent trop tardifs ou ne suffisent pas à couvrir les remboursements. Il s'agit d'une source de vulnérabilité croissante pour les collectivités locales, alors même que leur capacité de soutien s'est dégradée. Les montants de

CHINE : DETTE DU GOUVERNEMENT ET DES COLLECTIVITÉS LOCALES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

dette obligataire des LGFV arrivant à maturité devraient atteindre un pic en 2023 et rester élevés en 2024. Les risques de liquidité sont considérés comme très élevés dans certaines des provinces les moins développées. Ces risques de crédit devraient fragiliser plus particulièrement certaines banques régionales, qui seraient amenées à couvrir les besoins de liquidité des LGFV via de nouveaux financements et des restructurations de dette.

DES CONSOMMATEURS PRUDENTS

Des incertitudes demeurent au sujet du comportement des ménages chinois au cours de la période post-Covid. Ces derniers pourraient rester très prudents, après avoir souffert d'une progression moindre de leurs revenus depuis 2020 (le revenu disponible par tête a augmenté de +4,4% par an en moyenne en termes réels, contre +6,5% en 2017-2019) et d'une perte de richesse due à la crise du marché immobilier (qui concentre environ les deux tiers des actifs des ménages). L'indice de confiance des consommateurs est resté à des niveaux historiquement faibles depuis le printemps 2022. Il a commencé à s'améliorer depuis décembre, mais sa remontée pourrait être lente. Par conséquent, le surcroît d'épargne accumulé pendant la pandémie, qui a été plutôt modéré, pourrait n'être que partiellement dépensé à court terme³.

L'évolution du sentiment et de la demande des ménages dépendra largement du redressement du marché du travail. Or, celui-ci pourrait être limité, en particulier si le rebond de l'activité dans l'industrie reste modéré et si la confiance des entreprises privées reste fragile. Le taux de chômage urbain a d'ailleurs légèrement ré-augmenté en février 2023, atteignant 5,6% en moyenne dans le pays et 18,1% chez les 16-24 ans (contre respectivement 5,2% et 11,9% en 2019).

Enfin, à ces facteurs baissiers à court terme s'ajoutent les facteurs structurels du ralentissement de la croissance chinoise, en particulier les dynamiques démographiques et le ralentissement de la productivité.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

² Le dérapage budgétaire est peu visible dans les chiffres de déficit « officiel » (-2,8% du PIB en 2022), qui correspond au déficit du gouvernement général, consolidé et ajusté de transferts entre comptes publics. Plus parlant (mais ne couvrant pas non plus l'ensemble des administrations publiques), le déficit du gouvernement général consolidé auquel on ajoute celui des « fonds gouvernementaux » est estimé à 7,4% du PIB en 2022, contre 5,6% en 2019. L'analyse des comptes publics chinois reste compliquée par le manque de données et les nombreux transferts et ajustements comptables.
³ On estime le taux d'épargne des ménages à 39% du revenu disponible en 2022, contre 35% en 2019. La forte hausse des dépôts bancaires en 2022 s'explique en partie par le transfert d'autres actifs financiers et investissements immobiliers vers les dépôts, qui sont moins risqués.

BANQUES ET ENTREPRISES PLUS SOLIDES QU'EN 2019

La croissance économique a ralenti en 2022 mais elle reste solide. Les perspectives pour l'année 2023/2024 sont favorables même si la croissance devrait décélérer d'environ 1 point de pourcentage. À court terme, les principaux risques sur l'activité sont liés à la hausse des prix qui pourrait contraindre la banque centrale à durcir davantage sa politique monétaire. La survenue du phénomène météorologique El Niño pourrait également constituer un facteur négatif. En dépit du ralentissement de la croissance et de la hausse des taux d'intérêt (48% des crédits sont à taux variables), les banques et les entreprises restent bien plus solides qu'à la fin de l'année 2019. Dans ses derniers stress tests, la banque centrale a réaffirmé qu'en dépit de la dégradation de l'environnement économique et financier, les banques publiques n'auraient pas besoin d'injection de capital pour respecter les exigences en fonds propres.

Sur l'ensemble de l'année calendaire 2022, la croissance économique a ralenti à 6,7% contre 8,9% en 2021. La demande intérieure est restée solide, bien qu'elle ait décéléré. En revanche, la contribution des exportations nettes a été négative. Sur la période janvier-mars 2023, le PIB réel devrait progresser d'environ 5% en glissement annuel (g.a.), et de 7% sur l'ensemble de l'année budgétaire 2022/2023 (achevée au 31 mars 2023).

Sur l'année 2023/2024, la croissance devrait ralentir à 6%. Toutes les composantes de la demande devraient décélérer en raison de la hausse des taux d'intérêt, des effets rémanents de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et du ralentissement mondial. À court terme, les principaux risques sont liés à une hausse forte qu'attendu des prix (induite notamment par des prix du pétrole plus élevés). Par ailleurs, les prévisions météorologiques pointent du doigt le risque accru que constitue le phénomène *El Niño* lors de la mousson, avec un impact négatif sur la production agricole et les pressions inflationnistes.

Les prix ont augmenté de 6,7% sur l'ensemble de l'année 2022 contre 5,1% en 2021. Hors énergie et alimentaire, la hausse des prix a atteint 6,1%. Bien qu'ayant ralenti en fin d'année, l'inflation a rebondi sur les premiers mois de l'année 2023 pour atteindre 6,4% en g.a en février. Dans ce contexte inflationniste et de tensions sur la roupie, la banque centrale indienne (*Reserve Bank of India, RBI*) a réhaussé ses taux directeurs de 250 points de base (pb) entre avril 2022 et avril 2023. La transmission de la politique monétaire au reste de l'économie a, jusqu'à présent, été partielle. Les taux moyens des nouveaux crédits bancaires n'ont augmenté que de 100 pb.

LE SECTEUR BANCAIRE SOUTIENDRA L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Le secteur bancaire est aujourd'hui beaucoup plus solide qu'il ne l'était à la veille de l'épidémie de Covid-19 mais aussi en comparaison avec la situation qui prévalait il y a cinq ans. Une hausse des risques de crédit pourrait survenir dans les prochains trimestres en raison de la levée, en mars 2023, des dernières garanties apportées aux micros, petites et moyennes entreprises, de la décélération de l'activité économique et de l'augmentation des taux d'intérêt (48% des crédits sont à taux variables). De plus, en dépit du durcissement monétaire, les banques et les sociétés financières non bancaires n'ont pas réduit leur offre de crédit qui a augmenté de 12,6% sur l'année 2022 (contre 6,6% en 2021). Selon les agences de notation, les PME seraient les plus vulnérables à la hausse des taux d'intérêt. Pour autant, une hausse du ratio de créances douteuses n'est pas l'hypothèse privilégiée par la RBI. De plus, dans le cas où cela se produirait, elle resterait modeste et les banques indiennes seraient en mesure d'y faire face, sans injection de capital de la part du gouvernement.

Le dernier rapport sur la stabilité financière a confirmé la poursuite de la consolidation bancaire entre mars et septembre 2022. La qualité des actifs s'est améliorée, la profitabilité a augmenté et les ratios de

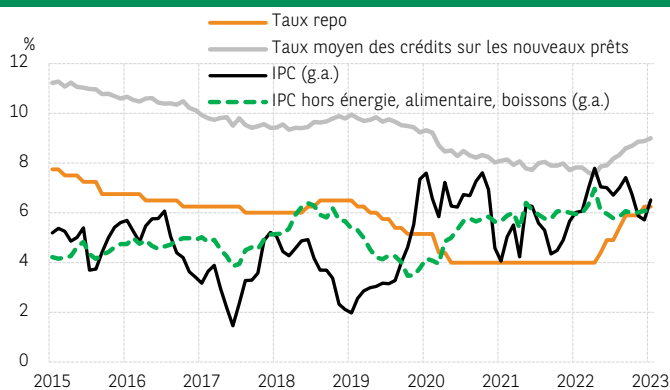
	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	-6,6	8,7	7,0	6,0	6,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,1	5,5	6,7	5,5	4,4
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-13,9	-10,2	-10,0	-9,0	-8,1
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	89,4	84,1	83,5	83,7	83,5
Solde courant, % du PIB (1)	0,9	-1,2	-3,5	-2,8	-2,8
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 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RBI, BNP PARIBAS

liquidité et de solvabilité sont restés supérieurs aux normes réglementaires bien qu'ils aient diminué conjointement à la forte hausse des crédits. Rapporté au PIB, le montant de l'encours du crédit bancaire (hors crédit aux sociétés financières et au gouvernement) a cependant diminué de 0,3 pp sur les douze derniers mois pour s'établir à 50,2% du PIB fin 2022.

En septembre 2022, le ratio des créances douteuses s'élevait à 5%, soit une baisse de 1,9 pp par rapport à la même période un an plus tôt. En outre, même si les banques publiques restaient plus fragiles que les banques privées, leurs ratios de créances douteuses s'étaient eux aussi sensiblement améliorés. Fin septembre, ces dernières ne constituaient



plus que 6,5% de leurs créances totales (contre 8,8% en septembre 2021). La baisse a été particulièrement marquée dans l'industrie, notamment dans le secteur des métaux où le ratio ne s'élevait plus qu'à 6,5% en septembre 2022 (contre 44,5% cinq ans plus tôt). Le secteur de la construction reste le secteur le plus fragile. Le ratio de créances douteuses s'élevait encore à 18,3% en septembre 2022. Les risques pour le secteur bancaire restent néanmoins maîtrisés car les prêts au secteur de la construction ne constituent que 3,4% des crédits octroyés par le secteur bancaire dans son ensemble.

Les micros, petites et moyennes entreprises restent les agents les plus fragiles. Le ratio de créances douteuses, bien qu'en baisse au cours des douze derniers mois, s'élevait encore à 7,7% en septembre 2022. À cette date, 5,2% des crédits étaient encore restructurés dans le cadre du programme mis en place lors de l'épidémie de la Covid-19. Par ailleurs, même si dans l'ensemble du secteur bancaire, les provisions restent insuffisantes, elles couvraient 71,5% des actifs risqués en septembre 2022 contre 68,1% un an plus tôt.

Conjointement à la hausse des crédits bancaires, la liquidité dans le secteur bancaire a diminué au cours des douze derniers mois, mais elle reste confortable. Le ratio de liquidité (*liquidity coverage ratio*) s'élevait à 135,6% en septembre 2022 (141,2% pour les banques publiques).

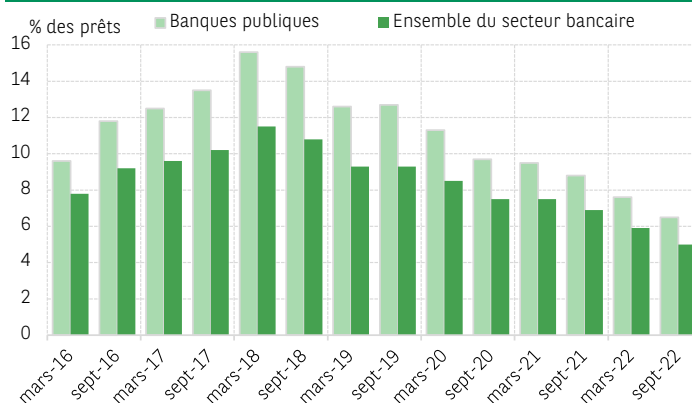
Les ratios de solvabilité sont en recul de 0,7 pp par rapport au mois de mars 2022. Ils restent toutefois suffisamment confortables à 16% dans l'ensemble du secteur bancaire. Cette détérioration, qui s'explique par la très forte accélération du crédit bancaire, s'observe pour toutes Les banques publiques, privées ou étrangères. Cependant, elle a été beaucoup plus marquée pour les banques étrangères. Le ratio de solvabilité des banques publiques (14,5%) restait néanmoins légèrement supérieur au niveau enregistré en septembre 2021 et dépassaient de beaucoup les contraintes réglementaires. Finalement, les profits des banques se sont consolidés grâce à la légère hausse de leur marge d'intérêt (+20 pb entre septembre 2021 et septembre 2022). Le rendement par actif (*Return on Assets*) et la rentabilité des capitaux propres (*Return on Equity*) s'élevaient à 1% et 11,2% respectivement en septembre 2022.

À court terme, hormis une dégradation de l'environnement macroéconomique (inflation, croissance) plus forte qu'anticipé, deux risques pèsent sur le secteur bancaire : i) une détérioration de la situation financière des micros, petites et moyennes entreprises du fait de la hausse des taux d'intérêt, ii) une baisse de la valorisation du portefeuille d'actifs des banques en raison du durcissement monétaire, même si les rendements des obligations du gouvernement sont restés relativement stables depuis le début de l'année 2023 après avoir augmenté de plus de 80 pb en 2022. Fin septembre 2022, les titres du gouvernement constituaient 51% des actifs totaux des banques.

DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES NON BANCAIRES FRAGILES

Les sociétés financières non bancaires au sens large (qui incluent les sociétés de prêts hypothécaires) restent une source importante de financement pour l'économie indienne. Au cours de l'année budgétaire 2021/2022, elles ont octroyé 12,4% des crédits totaux. Elles restent néanmoins structurellement plus fragiles que les banques car, d'une part, elles se financent entièrement par l'emprunt (contrairement aux banques qui ont une base de dépôts) et, d'autre part, elles financent les agents les plus vulnérables face à un ralentissement de l'activité économique. Hormis les crédits aux petites entreprises du secteur de l'industrie (37,5% des crédits totaux), ce sont les individus qui bénéficient le plus des crédits octroyés par les sociétés financières non bancaires (29,5% des crédits totaux). Bien que leur situation se soit globalement consolidée, en particulier depuis la faillite en 2019 d'IL&FS, certaines sociétés financières non bancaires restent fragiles, comme en témoignent les derniers résultats des *stress tests* de la RBI.

INDE : CRÉANCES DOUTEUSES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RBI, BNP PARIBAS

Au cours des douze derniers mois, la qualité de leurs actifs s'est globalement améliorée. Le ratio de créances douteuses a enregistré une baisse de 1,4 pp pour s'établir à 5,1% en septembre 2022. Dans le même temps, bien qu'en baisse, leur ratio de solvabilité a atteint en moyenne 27,4% alors que leur rendement par actif s'est élevé à 2,5%. Cependant, d'après les derniers stress tests de la RBI, neuf d'entre elles (4,7% des crédits octroyés) sur cent cinquante deux sociétés analysées verraient leur ratio de solvabilité baisser sous le seuil réglementaire de 15% au cours de l'année 2023, et treize seraient concernées dans le cas d'un choc sévère (récession, inflation supérieure à 10%). Celui-ci générerait une hausse des créances douteuses de 1,8 pp à 6,9% et réduirait le ratio de solvabilité moyen des sociétés financières non bancaires dans leur ensemble à 22,6%.

LA SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES TOUJOURS PLUS SOLIDE QU'AVANT LA CRISE

La dette du secteur privé (hors sociétés financières) a atteint 87,7% du PIB au T3 2022. Bien que toujours supérieure à son niveau d'avant-crise, la dette des ménages a sensiblement diminué au cours des douze derniers mois. Elle a atteint 35,5% du PIB en septembre 2022 contre un point haut de 40,7% du PIB en mars 2021, selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI). L'essentiel de l'endettement des ménages est constitué de crédits bancaires (79,6% du total) et, dans une moindre mesure, de crédits contractés auprès d'entreprises financières non bancaires et de sociétés spécialisées dans l'octroi de crédit au logement, les *housing finance companies* (respectivement 9,4% et 9,7% de leur dette totale).

La dette des entreprises non financières reste modeste. Elle a atteint, selon la BRI, 52,2% du PIB au T3 2022, soit 2,3 points de moins que le niveau qui prévalait à la fin 2019. La situation financière des entreprises reste beaucoup plus confortable qu'elle ne l'était à la veille de l'épidémie de COVID-19. Pour autant, elle s'est dégradée depuis le troisième trimestre 2022 avec la décélération des ventes et la hausse de la charge d'intérêt sur la dette (+18,5% en g.a. au T4 2022) qui ont entraîné une baisse des profits (-15,3% en g.a. au T4 2022). Au T4 2022, les profits avant impôts couvraient ainsi 4,6 fois leurs charges d'intérêts.

Johanna MELKA johanna.melka@bnpparibas.com



PAKISTAN

LE RISQUE DE DÉFAUT RESTE TRÈS ÉLEVÉ

Au cours des douze derniers mois, la situation économique du Pakistan s'est très sensiblement dégradée. Confronté à une crise de balance des paiements, le gouvernement a dû prendre d'importantes mesures pour tenter de contenir la baisse des réserves de change et répondre aux exigences du FMI afin de recevoir les fonds indispensables pour ne pas faire défaut sur sa dette extérieure. Les restrictions sur les importations, la forte hausse des taux directeurs, la dépréciation de la roupie et la réduction drastique des dépenses budgétaires ont lourdement pesé sur la croissance et provoqué une très forte hausse des pressions inflationnistes. Depuis février 2023, la position extérieure s'est améliorée très légèrement. Elle reste toutefois très fragile et le risque de défaut est toujours très élevé.

RISQUE DE REFINANCEMENT EXTÉRIEUR TRÈS ÉLEVÉ

Les comptes extérieurs du Pakistan, structurellement fragiles, se sont très fortement dégradés au cours des 18 derniers mois conduisant le pays au bord d'une crise de balance des paiements. Fin mars 2023, la liquidité extérieure s'est stabilisée mais les risques de refinancement restaient encore très élevés.

Le Pakistan est vulnérable à l'environnement extérieur. Il dépend des prêts accordés par les créanciers bilatéraux et multilatéraux pour couvrir ses importants besoins de financement extérieurs. Son déficit courant est structurellement beaucoup trop élevé (3,1% du PIB sur la période 2017-2021) au regard des investissements directs étrangers (IDE), qui sont très insuffisants pour le couvrir. Ces derniers n'ont atteint que 0,7% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années. Par ailleurs, les remboursements à court terme sur la dette extérieure sont structurellement très supérieurs aux réserves de change.

À ces fragilités structurelles, se sont ajoutées des difficultés conjoncturelles. Dès la mi-2021, les comptes extérieurs ont commencé à se dégrader en raison i) de la forte hausse des importations induite par la reprise de l'activité économique et notamment la demande de biens d'équipement et ii) de la hausse de la facture pétrolière (les prix et les volumes ont augmenté).

La balance des paiements s'est détériorée encore davantage avec l'augmentation de l'ensemble des prix des matières premières générée par le conflit en Ukraine. Sur l'année budgétaire 2021/2022 (achevée fin juin 2022), le déficit courant a augmenté de 3,8 pp pour atteindre 4,6% du PIB. Les réserves de change ont baissé de 45%.

Depuis l'été 2022, le déficit du compte courant s'est très fortement réduit, grâce, notamment, aux mesures adoptées par le gouvernement pour contenir la chute de ses réserves de change. Les restrictions sur les biens importés (entre mai et juillet 2022, seuls les biens dits essentiels pouvaient être importés) et l'interdiction faite aux banques d'ouvrir des lettres de crédit aux entreprises des secteurs considérés comme non stratégiques entre mai et décembre 2022 (i.e. tous à l'exception de l'énergie et de l'alimentaire) ont permis de réduire les importations de 29,7% entre le deuxième et le quatrième trimestre 2022. Aussi, en dépit de la contraction des exportations (en raison des contraintes sur la production industrielle et la chute des ventes de céréales et de coton générées par les inondations d'octobre 2022), le déficit du compte courant ne s'élevait plus qu'à USD 1,1 md au T4 2022 contre USD 4,3 mds au T2 2022. Par ailleurs, même si toutes les contraintes sur les importations ont officiellement été levées en janvier 2023, le faible niveau des réserves de change a, de facto, continué de contraindre les importations des entreprises.

Malgré la très forte baisse du déficit du compte courant (attendu à 1,5% du PIB sur l'année 2022/2023) et en dépit des prêts reçus du FMI et des organisations internationales à l'automne 2022 (USD 2,7 mds), les ré-

PRÉVISIONS

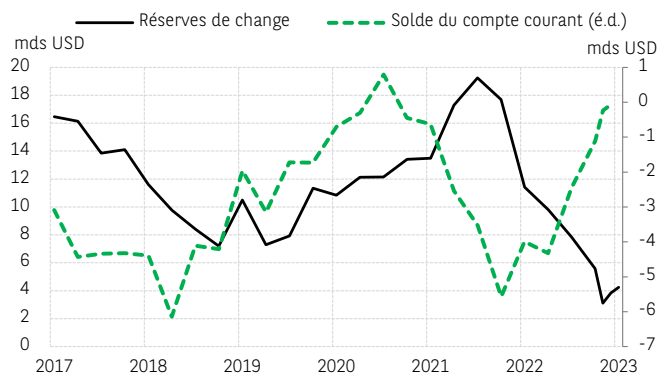
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	-0,9	5,7	6,0	1,0	4,0
Inflation, IPC, var. annuelle, % (1)	10,7	8,9	12,2	30,0	20,0
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-7,1	-6,1	-7,9	-7,1	-6,3
Dette des adm. publiques, % du PIB (1)	76,6	71,5	73,5	75,6	71,0
Balance courante, % du PIB (1)	-1,5	-0,8	-4,6	-1,5	-3,2
Dette externe, % du PIB (1)	37,6	35,1	34,6	45,0	41,6
Réserves de change, mds USD (1)	12,1	17,3	9,8	12,0	14,0
Réserves de change, en mois d'imports (1)	2,9	3,3	1,3	2,0	2,0

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

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

PAKISTAN : RÉSERVES DE CHANGE ET SOLDE DU COMPTE COURANT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SBP

servés de change du pays ont continuellement baissé jusqu'à atteindre l'équivalent de moins de trois semaines d'importations au début du mois de février 2023. La contraction des IDE (-40% sur les huit premiers mois de l'année budgétaire 2022/2023), les remboursements de prêts en devises et les interventions de la banque centrale pour soutenir sa monnaie sont à l'origine de cette dégradation.

Depuis la mi-février, la situation s'est très légèrement améliorée. Le gouvernement s'est finalement plié à l'exigence du FMI de laisser flotter librement la roupie et a reçu de nouveaux prêts de son principal créancier bilatéral, la Chine. Le 31 mars, les réserves de change de la



banque centrale étaient estimées à USD 4,2 mds, soit une hausse de USD 1,1 md depuis le point bas de février 2023. Elles restent néanmoins très inférieures au niveau d'août 2021 (USD 20,1 mds) et très insuffisantes pour couvrir les besoins de financement extérieurs du pays, estimés selon le FMI, à USD 7 mds pour la seule période entre avril et juin 2023 (USD 5 mds selon les estimations du ministère des Finances, les prêts arrivant à maturité avec la Chine et les pays du Golfe ayant d'ores et déjà été renouvelés).

Le gouvernement attend toujours la conclusion de la neuvième revue de la facilité élargie de crédit avec le FMI (*Extended Fund Facility*), laquelle a été suspendue depuis novembre 2022 car le gouvernement ne respectait pas les exigences du fonds en matière de consolidation budgétaire. La conclusion de la revue permettrait de débloquer l'équivalent de USD 1,2 md sur les USD 2,6 mds auxquels le pays peut encore prétendre d'ici la fin du programme en cours (initialement fixé à juin 2023). Le déboursement des lignes de crédit pourrait par ailleurs permettre au Pakistan d'obtenir USD 3,5 mds de prêts supplémentaires de la part de prêteurs bilatéraux (en particulier l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis) et USD 3,5 mds de la part des prêteurs multilatéraux.

Bien que le risque d'un défaut sur la dette souveraine extérieure se soit légèrement éloigné (au moins temporairement), cette menace reste forte. Les agences de notation et le FMI estiment les besoins de financement en devises du pays proches de USD 30 mds par an au cours des trois prochaines années budgétaires (dont USD 20-25 mds au titre du seul paiement du service de la dette extérieure du gouvernement) alors que les réserves de change pourraient n'atteindre que USD 12 mds à la fin du mois de juin. La couverture des besoins de financement en devises à court et moyen terme restera fortement conditionnée à l'obtention de nouveaux prêts étrangers. L'environnement politique instable et le niveau très élevé des rendements sur les obligations d'État ne permettent pas au gouvernement d'émettre aujourd'hui sur les marchés financiers internationaux (les rendements à dix ans s'élevaient à 15,8% fin mars 2023).

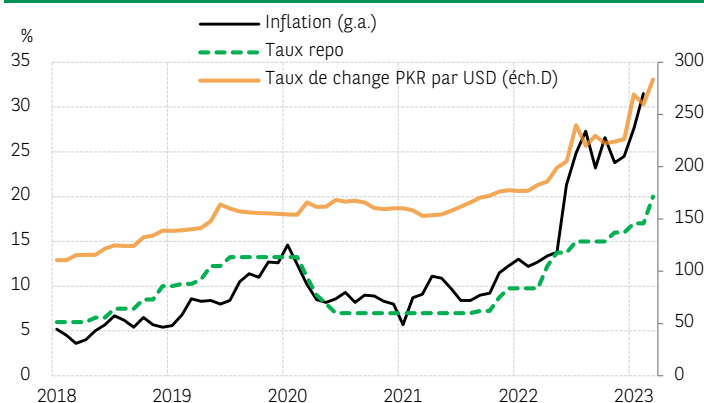
FORTE DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE

La croissance économique sur l'exercice budgétaire 2022/2023 devrait ralentir à seulement 1% contre 6% l'année dernière. La demande intérieure a été fortement pénalisée par la hausse des taux d'intérêt (la Banque centrale a augmenté son taux repo de 1025 pb entre avril 2022 et mars 2023), la forte augmentation des prix domestiques (+26,2% entre juillet 2022 et février 2023) et les contraintes d'approvisionnement liées aux restrictions sur les importations. Par ailleurs, pour répondre aux exigences du FMI et consolider ses finances publiques, le gouvernement a été contraint de supprimer toutes ses subventions en particulier sur les prix de l'énergie, pénalisant lourdement le secteur industriel dont les coûts de production ont très fortement augmenté. De plus, la forte dépréciation de la roupie face au dollar (-34,2% en février en g.a.) a également augmenté le coût des matières premières importées et fragilisé encore davantage les ménages et les entreprises. Pour finir, la production agricole (22,7% du PIB) et, en particulier, celle du coton dont dépend l'industrie textile (les exportations de produits textile et de coton représentaient 46% et 11,8% des exportations totales du pays en 2021) a fortement baissé avec les inondations.

CONSOLIDATION EN COURS DES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques sont structurellement fragiles en raison i/ d'un niveau de déficit et de dette élevé (au cours des cinq dernières années le déficit budgétaire a atteint en moyenne 7,7% du PIB et la dette

PAKISTAN : INFLATION, TAUX DIRECTEUR ET TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : SBP

s'est élevée à 71,4% du PIB fin juin 2022), ii/ d'une base fiscale étroite, iii/ d'une charge d'intérêts très lourde (39,6% des recettes) et vulnérable aux variations de taux d'intérêt (19% de la dette domestique est à taux variable). De plus, au cours des cinq dernières années, l'exposition aux chocs de change s'est accrue car la part de sa dette extérieure a augmenté de 7,3 pp pour atteindre 37,7% de sa dette totale en janvier 2023.

Au cours de l'année 2021/2022, les finances publiques se sont dégradées davantage (le déficit a augmenté de 1,8 pp à 7,9% du PIB) car le ministère des Finances a fortement subventionné les prix de l'énergie et de l'alimentaire tout en augmentant les salaires des fonctionnaires et en adoptant de nombreuses exemptions fiscales.

Depuis l'été 2022, le gouvernement a adopté une politique budgétaire restrictive pour consolider ses finances et ainsi répondre aux exigences du FMI. Les subventions sur l'électricité et le gaz ont été supprimées, les prix du fioul ont été augmentés et les exemptions fiscales totalement levées. Sur la première partie de l'année budgétaire 2022/2023, les recettes ont augmenté de 18,8% par rapport à la même période l'année dernière, et ce, en dépit du ralentissement économique. Bien qu'en baisse, le déficit budgétaire devrait toutefois rester proche de 7% du PIB sur l'année 2022/2023 en raison, notamment, d'une forte hausse des charges d'intérêts (+1 pp à 5,8% du PIB), lesquelles vont atteindre le niveau très élevé de 46,9% des recettes.

Toutefois, la situation économique oblige le gouvernement à tempérer la rigueur budgétaire avec l'annonce, mi-mars, de subventions sur les prix de l'essence en faveur des ménages les plus défavorisés. Si elle était confirmée, cette mesure pourrait, une fois encore, retarder le déblocage des fonds par le FMI. Pour autant, il n'est pas sûr qu'elle puisse empêcher le renversement du gouvernement lors des élections législatives prévues en octobre 2023. Dans un tel cas de figure, l'adoption d'un nouveau programme de soutien de la part du FMI, qui semble pourtant indispensable pour éloigner durablement le risque d'un défaut du souverain sur sa dette extérieure, pourrait être menacé.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



CORÉE DU SUD

DES RISQUES DE CRÉDIT POTENTIELS MAIS LIMITÉS

La croissance coréenne a marqué le pas au dernier trimestre 2022. Le ralentissement devrait se poursuivre en 2023. Les exportations souffriront du ralentissement de la demande mondiale, tandis que la demande interne sera pénalisée par la hausse des taux d'intérêt et la persistance de l'inflation. Les risques d'instabilité financière restent limités, mais ont augmenté au cours des derniers mois. La dette des ménages est élevée, à près de 110% du PIB, et les ménages sont largement exposés à une hausse des taux d'intérêt. 76% des prêts aux ménages étant toujours contractés à taux variable. Les risques de crédit potentiels seraient toutefois limités aux ménages les plus vulnérables.

RALENTISSEMENT DES EXPORTATIONS

La croissance du PIB a ralenti en 2022 (à 2,6%, après une croissance de 4,1% en 2021). Après avoir relativement bien résisté au cours des trois premiers trimestres, en dépit de conditions financières plus strictes, des taux d'intérêt élevés et du ralentissement de la demande mondiale, les exportations et la consommation (publique et privée) ont marqué le pas au T4. Le PIB a progressé de 1,4% en g.a., après 3% en moyenne au cours des trois trimestres précédents.

Le ralentissement devrait être plus marqué dans les mois à venir. Les exportations à destination de la Chine ne suffiront pas à compenser la faiblesse de la demande en provenance d'Europe et des États-Unis. Au T1 2023, les exportations étaient ainsi en repli de 12,5% en g.a.

Par ailleurs, le retournement rapide du cycle des semi-conducteurs devrait également pénaliser l'investissement privé, au moins au cours des deux prochains trimestres. Alors que l'indice de la production industrielle totale progressait de 2% en g.a. en février dernier, l'indice de production des semi-conducteurs baissait de près de 40%.

Le taux d'inflation et les taux d'intérêt élevés pèseront sur les dépenses de consommation et les dépenses d'investissement. D'après les données de la Banque centrale de Corée, la hausse des taux d'intérêt pourrait pénaliser particulièrement les petites entreprises qui disposent de moins de ressources pour absorber la hausse du service de leur dette, les entreprises du secteur de la construction, ainsi que les ménages endettés.

Enfin, le soutien budgétaire devrait être nettement moins marqué qu'au cours des trois dernières années. Le président Yoon (élu en mai 2022) semble moins enclin à soutenir l'économie que son prédécesseur, et souhaite respecter son engagement de consolider les finances publiques via une réduction des dépenses. En février dernier, le ministre des Finances s'est opposé à la mise en place de mesures de soutien, souhaitée par de nombreux députés, qui visaient à aider les ménages et les entreprises les plus vulnérables à l'inflation. Cela étant, le gouvernement a annoncé, lors de la présentation du budget 2023, qu'il continuerait de soutenir l'économie, en donnant la priorité aux secteurs stratégiques pour l'industrie coréenne, tels que le secteur des semi-conducteurs et les énergies nouvelles (avec pour objectif de réduire significativement la dépendance aux énergies fossiles).

Nous attendons cependant un rebond de l'investissement et des exportations à la fin de l'année 2023, en partie grâce à celui du secteur des nouvelles technologies. Au total, le PIB coréen devrait ainsi progresser de 1,4% en 2023.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN PAUSE

Tout au long de 2022, la Banque centrale de Corée a poursuivi le cycle de resserrement monétaire initié en août 2021.

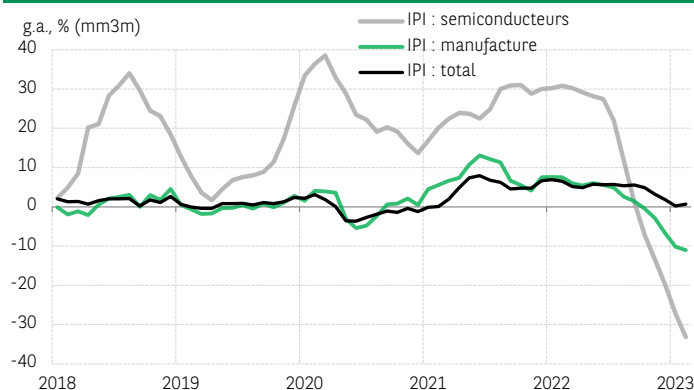
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,9	4,1	2,6	1,4	2,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,4	2,5	5,1	3,7	2,3
Solde budgétaire, % du PIB	-6,1	-4,4	-5,1	-3,5	-3,1
Dette des adm. publiques, % du PIB	44,0	47,4	49,8	51,2	52,1
Balance courante, % du PIB	4,6	4,7	2,1	2,8	2,8
Dette externe, % du PIB	33,5	34,9	40,0	34,9	32,7
Réserves de change, mds USD	430	438	399	418	435
Réserves de change, en mois d'imports	7,5	7,3	6,9	6,8	6,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CORÉE DU SUD : INDICES DE PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : STATISTICS KOREA, BNP PARIBAS

Le principal taux directeur a été relevé sept fois en 2022, et une fois en janvier 2023, le portant à 3,5% (alors qu'il se situait à 0,5% depuis mai 2020, un plus bas historique). Le taux directeur est resté inchangé après la réunion de février dernier, et il devrait se maintenir à ce niveau durant plusieurs mois. L'inflation devrait en effet progressivement décélérer au cours des prochains mois, grâce à la baisse du prix du pétrole et au ralentissement de la demande intérieure. La convergence vers la cible de la Banque centrale (2%) devrait toutefois être progressive : la transmission de la baisse des prix des matières premières agricoles est relativement lente, et les anticipations d'inflation restent



élevées. Par ailleurs, la Banque centrale est réticente à augmenter trop agressivement ses taux d'intérêt. Compte tenu du lien étroit entre la dette des ménages et le secteur immobilier, la hausse des taux d'intérêt et la fluctuation des prix des actifs présentent des risques pour la solvabilité des ménages, les plus vulnérables.

Principale faiblesse structurelle de l'économie coréenne, la dette des ménages a fortement augmenté au cours des dernières années, jusqu'à atteindre 107% du PIB à la fin de 2022. 76% des prêts aux ménages sont contractés à taux variable (50% pour les nouveaux prêts en janvier 2023). D'après les estimations de la Banque centrale, les intérêts de la dette des ménages pourraient atteindre environ 9% de leur revenu disponible en 2023 (contre près de 5,5% en moyenne en 2010-2019).

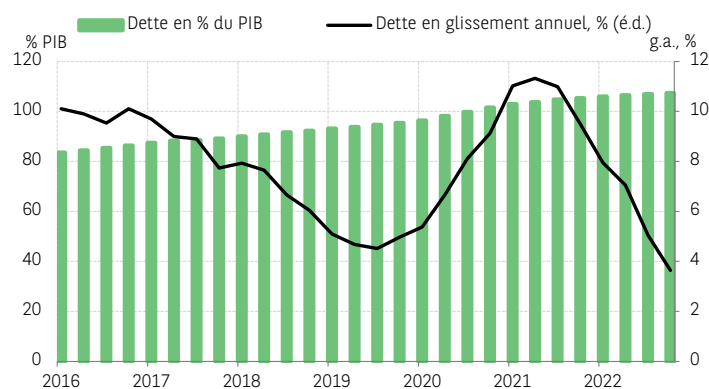
Outre l'impact sur la consommation privée, la Banque centrale entend également limiter une correction excessive du marché immobilier. En effet, la montée des taux d'intérêt et une baisse de la confiance des consommateurs ont entraîné un retournement du marché immobilier après plusieurs années consécutives de hausse. Les ventes de logement ont reculé de plus de 50% en 2022 après déjà -21% en 2021, et l'indice du prix des maisons a déjà diminué de près de 6% entre le pic de juin 2022 et janvier 2023. L'indice reste toutefois à un niveau supérieur à celui atteint avant la pandémie de Covid-19, alors que les stocks de logements invendus ont augmenté de façon continue au cours du deuxième semestre 2022. À court terme, la correction des prix pourrait se poursuivre.

LES RISQUES DE CRÉDIT RESTENT LIMITÉS

Les risques de crédit restent néanmoins limités. Concernant les ménages les plus vulnérables, les risques ont augmenté mais, dans l'ensemble, le montant des actifs financiers des ménages est encore deux fois supérieur au montant de leur dette. En octobre dernier, en réaction à la baisse des prix de l'immobilier, le gouvernement avait annoncé un léger relâchement de la réglementation concernant le levier d'endettement rapportant le montant emprunté sur la valeur de l'actif immobilier financé (*loan to value*, LTV). Dans quelques régions, le ratio LTV a été porté à 50% (il est d'ordinaire compris entre 20% et 50%). L'autorisation a été également donnée à des primo-accédants (ou des propriétaires d'un seul bien immobilier, qui sera vendu lors de la transaction) d'emprunter avec un ratio LTV supérieur à 50% (contre 0% jusqu'ici), si le prix du bien immobilier est supérieur à KRW 1,5 milliard (USD 1,2 million).

Cela étant, cette mesure ne concerne qu'un très faible nombre de ménages, et la réglementation reste globalement très stricte, maintenant notamment le ratio LTV à 0% pour les multi-propriétaires (afin de limiter la spéculation). De plus, les politiques macro-prudentielles rigoureuses mises en oeuvre par les gouvernements successifs ces dernières années ont permis d'améliorer la structure de la dette des ménages et d'augmenter la part des emprunteurs possédant un score de solvabilité élevé¹. Au T4 2022, les emprunteurs avec un score élevé représentaient près de 78% du total des emprunteurs.

CORÉE DU SUD : DETTE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Par ailleurs la réglementation concernant la capacité des emprunteurs à rembourser leur dette (*debt service ratio*, DSR), mise en place en 2018, a été renforcée en juillet 2022. Elle inclut désormais les emprunts contractés auprès de toutes les institutions financières (y compris les institutions non bancaires). De plus, le DSR autorisé a été plafonné à 50% (contre 40%), et il s'applique à chaque emprunteur. En outre, une grande partie des prêts hypothécaires et des prêts liés au jeonse (type de bail particulier courant sur le marché sud-coréen dans lequel le locataire verse au propriétaire une somme très importante dont le placement rémunère le propriétaire) sont garantis par des institutions gouvernementales.

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

¹ Le score de crédit a été mis en place par la Banque centrale en 2021 ; il est établi en prenant en compte un large nombre de critères, et dépasse ainsi le seul revenu des emprunteurs.

POLOGNE

RÉSILIENCE

En dépit de la guerre en Ukraine, l'économie polonaise a enregistré une croissance annuelle relativement solide en 2022. Elle a été néanmoins très erratique avec de fortes baisses au T2 et au T4. Pour 2023, malgré un acquis de croissance négatif, la récession sera probablement évitée en raison du maintien du soutien budgétaire. Les pressions inflationnistes restent fortes à court terme en raison des pressions salariales et du retour du taux de TVA sur l'énergie à son taux initial. Le blocage temporaire des fonds européens depuis 2022 peut, a priori, susciter des inquiétudes dans un contexte où les comptes publics et externes restent dégradés. Toutefois, l'afflux d'investissements directs étrangers constitue un amortisseur notable. En 2022, ces flux ont plus que compensé le déficit courant.

CONSOMMATION EN BERNE EN 2023

Parmi les pays d'Europe centrale, la Pologne a enregistré la meilleure performance économique en 2022, et ce, malgré plusieurs chocs successifs. L'économie a progressé de 5,2% en rythme annuel après 6,7% en 2021. La Hongrie et la Roumanie suivent de près avec respectivement une croissance de leur PIB à hauteur de 4,8% et 4,4% en moyenne.

Cette bonne performance de l'économie polonaise est à relativiser toutefois, au regard de la nette dégradation de l'activité économique au quatrième trimestre. Le PIB a reculé de 2,4% t/t en comparaison de +1,0% et -2,3% les trimestres précédents. La croissance a été principalement tirée vers le bas par le déstockage et la consommation des ménages. En revanche, l'investissement et les exportations nettes ont apporté une contribution positive.

Plusieurs éléments laissent penser que la consommation des ménages, principal moteur de la croissance, resterait en berne ces prochains mois. En effet, le marché de l'emploi montre depuis peu quelques signes d'affaiblissement avec une légère remontée du taux de chômage à 5,5% en février 2023 contre 5,2% en septembre dernier. Le pouvoir d'achat du revenu des ménages a été affecté par la montée de l'inflation tout au long de 2022 et ne devrait guère s'améliorer à court terme. Si la revalorisation du salaire minimum a été importante (+15,9% au 1^{er} janvier 2023, puis + 3,2% de nouveau en juillet pour atteindre 3 600 zlotys par mois), la hausse des salaires dans les entreprises (+13,6% en g.a en février) est en retard sur l'inflation. La progression des salaires réels dans le secteur privé, devenue négative depuis août, le resterait probablement ces prochains mois. Par ailleurs, la compensation de la perte du pouvoir d'achat par l'épargne reste limitée. Malgré une épargne accumulée pendant la crise de la Covid-19 et partiellement mobilisée pour compenser les pertes de pouvoir d'achat, il est peu probable que les ménages réduisent leur taux d'épargne, déjà très bas (4,5% en septembre 2022 contre 11% en moyenne en 2020), au-delà de ce besoin de compensation. La confiance des ménages reste d'ailleurs dégradée.

L'investissement va sans doute s'affaiblir cette année en raison des incertitudes liées aux élections législatives prévues à l'automne prochain et du renchérissement des coûts du crédit. Les exportations devraient pâtir du ralentissement attendu chez les principaux partenaires commerciaux même si la confiance dans l'industrie (indices de la Commission européenne et indice PMI) a plutôt eu tendance à s'améliorer depuis plusieurs mois, dans la lignée de celle observée en zone euro.

L'économie polonaise échapperait cependant à la récession grâce au maintien du soutien budgétaire et devrait s'améliorer à partir de 2024 à mesure que l'inflation se résorbe et que l'économie mondiale se redresse.

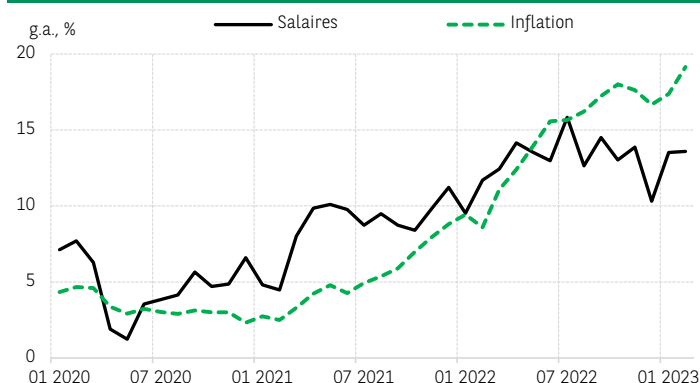
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-2,0	6,7	5,2	0,5	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	5,2	14,4	13,0	7,5
Solde budgétaire, % du PIB	-6,9	-1,8	-3,0	-4,9	-3,9
Dette publique, % du PIB	57,1	53,8	48,5	47,6	46,9
Solde courant, % du PIB	2,4	-1,4	-3,1	-1,8	-1,9
Dette externe, % du PIB	60,7	56,6	51,0	46,2	45,0
Réserves de change, mds EUR	125,6	146,6	156,5	158,5	162,5
Réserves de change, en mois d'imports	5,9	5,6	4,7	5,2	5,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

POLOGNE : CROISSANCE DES SALAIRES ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : STATISTICS POLAND, BNP PARIBAS

VERS UN REFLUX DE L'INFLATION

La Pologne comme plusieurs pays d'Europe centrale continuent d'enregistrer une forte inflation. Après 14,4% en moyenne sur l'année 2022, cette dernière a atteint 18,4% en rythme annuel en février. Cette montée des prix est principalement la conséquence du rétablissement du taux de TVA sur l'énergie à 23% au 1^{er} janvier 2023. Celui-ci avait été



abaissé temporairement à 8% en février 2022 jusqu'à fin décembre. En guise de compensation, les autorités ont annoncé un gel tarifaire sur le prix du gaz au niveau de 2022 pour l'ensemble des ménages et les services publics, comme c'est le cas pour l'électricité. En mars, l'inflation a légèrement baissé (+16,2%) en première estimation. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'auto-alimente en raison des fortes pressions salariales.

La relative détente des prix des matières premières agricoles et énergétiques sur les marchés mondiaux plaide pour la poursuite du reflux de l'inflation. Les épisodes de sécheresse à l'échelle mondiale pourraient néanmoins créer de nouvelles tensions sur les cours des matières premières agricoles à court terme. Au total, l'inflation resterait à deux chiffres cette année encore, puis baisserait graduellement en 2024. Il est peu probable qu'elle revienne dans la zone cible de 1,5-3,5% de la Banque centrale d'ici 2025.

En dépit des pressions inflationnistes, la politique monétaire est devenue moins restrictive. Après avoir relevé le taux directeur de 450 points de base sur les 9 premiers mois de 2022, la Banque centrale de Pologne a, depuis, maintenu un statu quo monétaire. Le dernier communiqué ne donne pas de signaux sur la conduite future de la politique monétaire mais les préoccupations sur la croissance semblent indiquer la fin du cycle de resserrement monétaire. Compte tenu de l'inflation, d'une politique monétaire devenue moins restrictive et des incertitudes liées aux résultats des élections législatives, le zloty devrait *a priori* se déprécier cette année encore après une baisse limitée de 2,6% vis-à-vis de l'euro en 2022. Toutefois, les interventions probables de la Banque centrale sur le marché des changes aideront à limiter les pressions baissières. Depuis le 1^{er} janvier 2023, le zloty est resté plus ou moins stable contre l'euro.

LE BLOCAGE TEMPORAIRE DES FONDS EUROPÉENS EST GÉRABLE

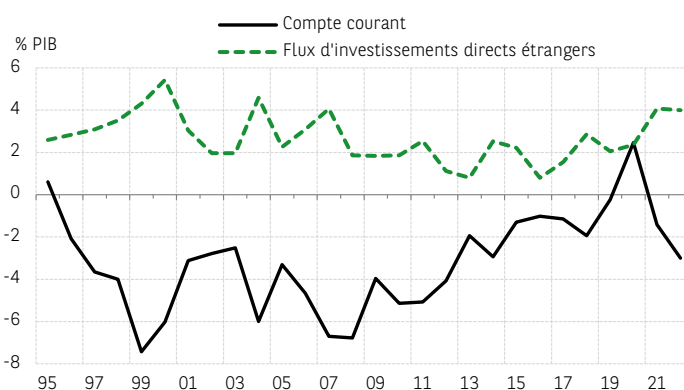
Les fonds européens qui constituent une source de financement non négligeable, sont toujours bloqués par l'UE car l'avancée des réformes judiciaires est encore jugée insuffisante. Ces fonds sont estimés à EUR 35 milliards dans le cadre du plan pour la relance et la résilience et de EUR 76,5 mds dans le cadre du Budget de 2021-2027.

Pour autant, l'absence temporaire des fonds européens ne présente pas d'inquiétudes majeures malgré la dégradation des comptes externes et publics. L'économie polonaise continuerait de faire preuve de résilience compte tenu des fondamentaux macroéconomiques solides et d'atouts structurels.

Le pays est une destination attractive pour les investissements directs étrangers (IDE) qui constituent une source de financement stable. En volume, le stock d'IDE reçu par la Pologne, à EUR 291,3 mds au T3 2022, dépasse de loin celui des autres pays d'Europe centrale, même si la situation est plus contrastée en comparaison du PIB. En 2022, les flux nets d'IDE en Pologne ont même continué de progresser pour atteindre EUR 26 mds (4% du PIB) après EUR 23,4 mds en 2021. Sur la période récente, l'afflux des IDE peut s'expliquer par la relocalisation de l'activité productive au sein des pays d'Europe centrale face aux chocs d'approvisionnement en lien avec le choc Covid-19 et les mesures protectionnistes mises en place par les États-Unis depuis 2018 à l'encontre de la Chine. Les flux d'IDE ont largement permis de financer le déficit courant, ressorti à EUR 19,5 mds sur la même période.

Le compte courant, structurellement déficitaire, a atteint -3,1% du PIB en 2022, principalement en raison de la dégradation de la balance commerciale et des revenus primaires. Sans l'excédent de la balance

POLOGNE : COMPTE COURANT ET FLUX D'IDE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

des services, le déficit courant aurait été plus prononcé. Pour autant, les ratios de liquidité et de solvabilité externes sont solides. Les réserves de change sont confortables à EUR 158,2 mds en février 2023 et le pays en a même accumulé en 2022 (+EUR 9,9 mds). Elles couvrent environ 5 mois d'importations. Au cours des deux prochaines années, une amélioration de la balance courante est à prévoir en raison d'un allègement de la facture énergétique et alimentaire. De même, le rebond de l'économie mondiale à cet horizon devrait aussi contribuer à cette amélioration du compte courant.

Du côté des finances publiques, la consolidation budgétaire a été mise à l'arrêt temporairement pour atténuer les chocs subis par l'économie depuis 2020. En 2022, le déficit budgétaire, estimé à 3% du PIB, est moins prononcé que prévu, en partie grâce à la bonne tenue des recettes fiscales.

En 2023, le déficit budgétaire devrait être plus élevé. Les autorités anticipent un déficit d'environ 4,5% du PIB dans le budget de 2023 en raison du maintien des mesures de soutien aux ménages, incluant entre autres, les subventions énergétiques et les gels de prix de certaines denrées alimentaires. Il est également prévu une forte hausse de leurs dépenses militaires, de l'ordre de 4% du PIB en 2023 après 2,4% en 2022. Le contexte électoral, s'accompagnant en général de mesures généreuses, devrait aussi peser sur les comptes publics.

La hausse du taux des obligations d'État ne pose aucune inquiétude en matière de soutenabilité de la dette publique. La charge d'intérêts rapportée aux recettes fiscales, demeure très faible à 6,9%. La majorité de la dette déjà émise par les autorités polonaises est à taux fixe (71,5% fin 2022) de sorte que le taux d'intérêt apparent ne serait que progressivement affecté par la hausse des rendements obligataires. Seules les obligations indexées sur l'inflation et les obligations à taux variable le seront mais elles ne représentent que 28,5% de la dette. Rappelons que le ratio dette publique rapporté au PIB, estimé à 48,6% du PIB, est parmi le plus faible de l'Union européenne, et ne doit pas dépasser 60%, selon la Constitution.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



QUERELLE AU SOMMET

Les appels du pied de l'exécutif aux autorités monétaires pour abaisser les taux alimentent les débats sur la cible d'inflation, l'indépendance de la Banque centrale et le bon dosage du *policy mix*. L'opposition grandissante entre les deux parties rend la trajectoire de la politique économique plus incertaine, ce qui pèse sur les anticipations d'inflation. Soucieux de créer les conditions favorables à un assouplissement monétaire, le gouvernement a accéléré la présentation de sa réforme du mécanisme de contrôle budgétaire. Après un repli au T4 2022, l'économie devrait renouer temporairement avec la croissance au T1 2023, tirée par une production agricole exceptionnelle. Le ralentissement – engagé au deuxième semestre 2022 – devrait toutefois se poursuivre sur le reste de l'année. Les marchés financiers locaux et le secteur bancaire sont confrontés à une augmentation de l'aversion au risque des investisseurs, et à la montée des risques de crédit illustrée par la défaillance d'un géant de la distribution.

DÉBAT SUR LA CIBLE D'INFLATION ET NOUVEAU CADRE BUDGÉTAIRE

Depuis l'investiture de Lula, en janvier dernier, les relations entre l'exécutif et les autorités monétaires monopolisent l'attention des marchés et de l'opinion publique. Le gouvernement plaide pour un assouplissement monétaire en pointant du doigt le repli du PIB en fin d'année 2022 (-0,2% t/t au T4), la dégradation de la confiance dans l'industrie et les services, le coût élevé de la désinflation (à 8% les taux réels sont 4 fois plus élevés que la croissance potentielle) ainsi que le fort ralentissement du crédit depuis juin dernier. Il s'inquiète, notamment, des effets du durcissement des conditions de crédit sur l'investissement (-1,1% au T4). Le maintien des engagements sociaux de Lula dépend en effet étroitement de la capacité de l'exécutif à générer de la croissance en relançant notamment l'investissement dans les infrastructures. Pour autoriser une baisse des taux d'intérêt, le président et ses alliés défendent l'idée d'un relèvement des cibles d'inflation. Le Conseil monétaire national (composé du ministre des Finances, de la ministre du Plan et du gouverneur de la Banque centrale) doit se réunir en juin pour fixer la cible à horizon 2026. Le président pourra aussi nommer deux membres au comité de politique monétaire l'année prochaine.

De son côté, la Banque centrale (BCB), dont le taux directeur (SELIC) reste inchangé depuis août 2022 (à 13,75%), a indiqué qu'elle n'envisagera pas de baisse de taux tant que l'inflation observée ne ralentira pas durablement et que les anticipations d'inflation à moyen terme ne seront pas ancrées autour de la cible. Or, pour l'instant, l'inflation reste généralisée même si celle des prix alimentaires ralentit depuis le début de l'année. De plus, l'inflation globale devrait progresser à court terme avec le rétablissement partiel des taxes fédérales sur le carburant (lesquelles pourraient provoquer une hausse de près d'un demi-point de l'indice IPCA d'après les estimations des banques locales). La hausse des prix de l'énergie, consécutive à la décision récente de l'OPEP+ de réduire sa production, pourrait aussi retarder tout assouplissement à court terme.

La BCB n'entend pas l'argument d'un *credit crunch* (elle prévoit une hausse du crédit nominal de 8,2% en 2023 contre 14% en 2022). En parallèle, elle surveille de près les effets des déclarations et des mesures de l'exécutif sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux. Ces dernières ont été fortement affectées ces derniers mois par la remise en cause de l'indépendance de la Banque centrale, les attaques personnelles à l'encontre de son gouverneur, les appels visant à réviser la cible d'inflation, et la présentation de mesures de consolidation budgétaire (début janvier) jugées peu crédibles.

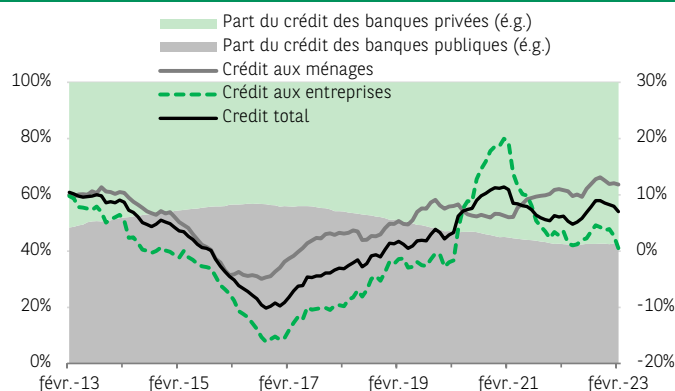
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,3	5,0	2,9	1,5	0,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,2	8,3	9,3	5,5	5,5
Solde budgétaire, % du PIB	-13,3	-4,3	-5,3	-8,8	-9,5
Dette publique, % du PIB	87	78	73	76	80
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	335	340
Réserves de change, en mois d'imports	19	15	13	14	13

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BRÉSIL : TAUX DE CROISSANCE DES CRÉDITS (AJUSTÉ DE L'INFLATION)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE DU BRÉSIL, BNP PARIBAS

Soucieux de créer les conditions favorables à un assouplissement monétaire, le gouvernement a accéléré la présentation de sa réforme du mécanisme de contrôle budgétaire (destinée à remplacer le plafond des dépenses, la principale règle budgétaire instaurée en 2016). Celle-ci doit encore être approuvée par le Congrès. La réforme prévoit i/ des fourchettes cibles en matière de résultat primaire : réduire à zéro le



solde primaire en 2024 et atteindre un excédent de 0,5% et 1% du PIB, respectivement en 2025 et 2026, avec à chaque fois une tolérance de +/- 0,25% du PIB et un objectif de stabiliser le ratio de dette du gouvernement fédéral à hauteur de 77% du PIB à horizon 2026. La réforme prévoit aussi de ii/ contraindre les dépenses (dont l'ampleur variera en fonction du respect des objectifs de résultat primaire mais qui seront, dans tous les cas, inférieures aux recettes), iii/ de mettre en place un minimum pour l'investissement public et iv/ de recourir à des mesures contractuelles en cas de ralentissement économique.

Cette annonce a été plutôt bien reçue par les marchés et les agences de notation, qui attendront toutefois de connaître les mesures précises pour atteindre ces objectifs et en évaluer la crédibilité (le gouvernement doit présenter au S2 un plan complémentaire visant à augmenter les recettes budgétaires). En outre, le rôle du secteur parapublic demeure une préoccupation; les entreprises publiques tels que Petrobras et la banque de développement BNDES opèrent en dehors de la règle budgétaire et leur action est importante pour calibrer la politique monétaire.

DÉCÉLÉRATION ATTENDUE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Au premier trimestre 2023, les indicateurs disponibles font état d'un redressement temporaire de l'activité. La très forte production agricole et la bonne tenue du commerce extérieur net devraient compenser les baisses observées dans d'autres secteurs (ralentissement de la consommation privée, repli de la production industrielle).

Malgré des perspectives favorables dans le secteur agricole¹ et la bonne tenue des revenus des ménages², la décélération engagée au deuxième semestre 2022 devrait toutefois se poursuivre sur le reste de l'année. La consommation privée devrait être freinée par i/ la suppression partielle des exonérations fiscales sur le pétrole et l'éthanol³, ii/ la baisse des créations d'emplois dans le secteur informel (notamment dans les services), ainsi que par iii/ le ralentissement du crédit aux ménages. En janvier, les impayés sur les lignes renouvelables des cartes de crédits ont bondi de 44% en janvier et le taux de créances douteuses des ménages sur le crédit non-affecté a atteint 6,1%, son niveau le plus élevé depuis juin 2016. Les ménages les plus fragiles connaissent en effet des difficultés de paiement depuis plusieurs mois en raison de la remontée des taux et de l'inflation alimentaire. Pour pallier cette situation, l'État a mis en place des dispositifs d'exonération d'impôts et de restructuration de dette pour les ménages vivant avec moins de deux salaires minimum par mois. Du côté de l'offre, les secteurs très sensibles au crédit (ex. le commerce de détail, le secteur manufacturier) devraient continuer de ralentir. La réouverture du marché chinois et la relance des programmes de logements sociaux (avec la construction de 2 millions de nouveaux logements d'ici 2026) et des services publics (d'importants moteurs de croissance au cours des précédents mandats du Parti des travailleurs) devraient limiter le ralentissement de la croissance.

INQUIÉTUDES DES INVESTISSEURS

La défaillance en janvier d'un des géants de la distribution, Americanas⁴, s'est traduite par d'importantes ondes de choc sur le marché de la dette des entreprises et le marché bancaire. Cet épisode a temporairement interrompu les ventes d'obligations locales, conduit à un écartement des primes de risque corporate et alimenté une hausse des provisions bancaires.

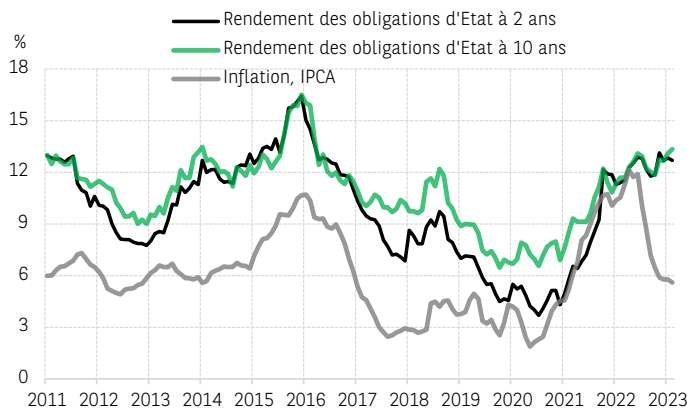
¹ L'agence nationale pour l'agriculture (CONAB) prévoit des récoltes de céréales et d'oléagineux record cette année, dopées par la hausse des surfaces agricoles exploitées et des conditions météorologiques favorables en début d'année. De mauvaises récoltes en Argentine, en Ukraine et aux États-Unis profiteront de surcroît aux filières exportatrices. Le Brésil devrait ainsi devenir le leader mondial des exportations de maïs et représenter près de 55% des exportations de soja, selon les dernières prévisions de l'USDA.

² Aidés par les transferts sociaux, la revalorisation du salaire minimum, les créations d'emplois en 2022 (environ 3 mn), les salaires continuent de progresser plus rapidement que l'inflation.

³ Les exonérations pour le gaz de cuisine et le diesel ont été en revanche maintenues jusqu'à la fin de l'année, notamment pour éviter une grève des camionneurs.

⁴ Le groupe a déposé une demande de mise en faillite après avoir dévoilé un trou de BRL 20 mds (env. USD 3,6 mds) dans son bilan pourtant sujet à un audit de PwC. L'entreprise tente depuis de renégocier ses dettes à hauteur d'environ USD 8,5 mds.

BRÉSIL : RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT VS. INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, IBGE, BNP PARIBAS

Confrontées à des coûts d'emprunt élevés auprès des banques, les entreprises font face à un durcissement des conditions sur le marché obligataire local. Les plus grandes d'entre elles se tournent d'ailleurs depuis février dernier vers le marché obligataire international pour se financer. Il s'agit d'une inversion de la tendance observée en 2022. En effet, avec seulement USD 10 mds de nouvelles offres, 2022 a été la deuxième année la moins active après 2008 en matière d'émissions de dette corporate brésilienne sur le marché international, selon Dealogic. *A contrario* le marché local a connu une année record, les émissions obligataires totalisant BRL 271 mds (USD 55 mds) en 2022 selon Am-bima.

Au vu d'un contexte local chahuté (hausse des risques de crédit des ménages et des entreprises, trajectoire incertaine de la politique économique, ralentissement économique, etc.), les investissements de portefeuille étrangers se sont réduits. Les non-résidents sont vendeurs nets sur le marché boursier depuis le début de l'année, à l'inverse de la tendance observée depuis juin 2022 (année pendant laquelle les étrangers ont alloué environ BRL 120 mds, soit USD 25 mds, sur le marché boursier local). Ces mouvements ont été largement accentués par la hausse des taux d'intérêt de la Fed et les épisodes d'instabilité bancaire aux États-Unis et en Europe. Les stress tests du comité de stabilité financière de la BCB se veulent rassurants sur la résilience du système bancaire brésilien face à ces chocs. La liquidité, les dotations en provision et les ratios de capitalisation restent très largement supérieurs aux *minima* requis.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

MEXIQUE

UNE OPPORTUNITÉ À SAISIR

La croissance devrait nettement ralentir en 2023. La relative résistance de la consommation privée ne suffira pas à compenser le ralentissement de la demande extérieure, en particulier en provenance des États-Unis. En outre, les perspectives d'investissement restent limitées. À moyen terme, l'économie mexicaine pourrait bénéficier de la relocalisation des entreprises américaines, tendance récemment accélérée par les perturbations des chaînes de valeur liées à la pandémie et les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis. Pour en tirer pleinement parti, le Mexique devra restaurer la confiance des investisseurs et respecter les engagements pris en matière de politique énergétique.

NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Le PIB réel a progressé de 3,1% en 2022 (après 4,9% en 2021), un taux de croissance plus élevé qu'attendu. Les exportations de biens manufacturés sont restées dynamiques en dépit d'un environnement externe défavorable, et la consommation privée a poursuivi son rebond, soutenue par l'amélioration du marché de l'emploi et les transferts des travailleurs expatriés. Enfin, l'investissement total a légèrement dépassé, au dernier trimestre 2022, le niveau atteint au dernier trimestre 2019, avant la pandémie. La progression significative de l'investissement public tient à la volonté du gouvernement d'achever plusieurs de ses projets phares avant la fin de son mandat (fin 2024), tels que la raffinerie Dos Bocas et le train Maya. Cela dit, exprimé en pourcentage du PIB, l'investissement total reste à peine supérieur à 19%.

Bien que les données disponibles (indice mensuel d'activité, exportations, indice PMI) pour les mois de janvier et février restent bien orientées, nous attendons un net ralentissement de la croissance en 2023, à 1,0%. Le ralentissement de l'économie américaine devrait significativement pénaliser le secteur exportateur mexicain et entraîner une baisse des transferts des travailleurs expatriés et des recettes de tourisme. Les exportations nettes devraient contribuer négativement à la croissance au premier semestre, ce qui entraînera un élargissement du déficit courant. Dans le même temps, la persistance de l'inflation et la politique monétaire toujours restrictive devraient freiner le rebond de la consommation privée et pénaliser l'investissement.

PERSISTANCE DE L'INFLATION

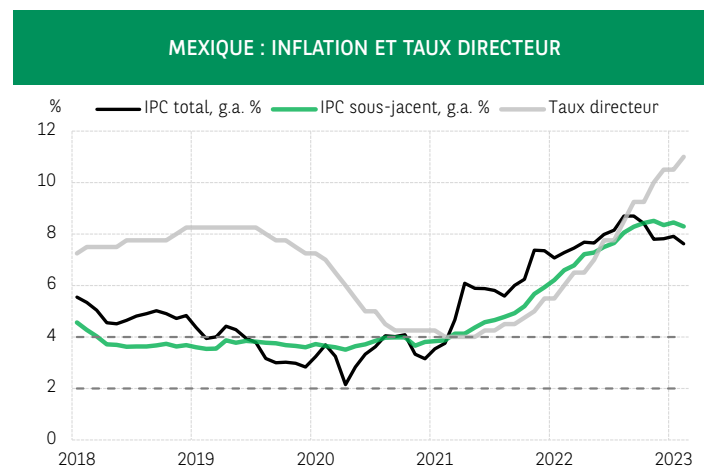
L'inflation a progressé continument entre mi-2021 et mi-2022, atteignant 8,7% en g.a. aux mois d'août et septembre derniers. L'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont diminué au cours des derniers mois (respectivement à 7,6% et 8,3% en g.a. en février), mais restent élevées. La décélération devrait se poursuivre au cours des mois à venir. Cependant, l'inflation devrait rester supérieure à la cible d'inflation de la Banque centrale (entre 2% et 4%) tout au long de l'année 2023. En outre, d'après une enquête réalisée par la Banque centrale, les anticipations d'inflation restent élevées.

Au cours de sa réunion de politique monétaire du 30 mars dernier, la Banque centrale a augmenté son principal taux directeur pour la quinzième fois consécutive depuis que le cycle de resserrement a débuté, en Juin 2021, portant celui-ci à 11,25% (soit un total de 725 points de base). D'après le communiqué de presse, les prévisions d'inflation n'ont été modifiées que marginalement pour 2023 (la moyenne annuelle devrait être légèrement inférieure à 6% en 2023, alors qu'elle était à peine supérieure à 6% en septembre dernier). Les prévisions pour 2024 et le

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-8,1	4,9	3,1	1,0	0,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	5,7	7,9	6,2	5,0
Solde budgétaire, % du PIB	-4,1	-3,8	-3,8	-4,1	-3,8
Dette publique, % du PIB	50,8	47,8	48,5	49,5	51,0
Solde courant, % du PIB	2,4	-0,4	-1,2	-1,0	-0,9
Dette externe, % du PIB	43,1	35,7	31,7	30,4	30,1
Réserves de change, mds USD	195	202	201	209	210
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	5,1	4,8	4,1	4,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

moyen terme n'ont en revanche pas été modifiées, et le communiqué insiste sur le fait que les conditions sont à présent réunies pour que le taux d'inflation converge vers la cible (3%) d'ici à la fin de l'année 2024. À l'inverse des précédentes réunions, il n'est plus fait mention de futures hausses de taux, laissant supposer que le cycle de resserrement est, au moins pour le moment, mis en pause.



ANNÉE ÉLECTRIQUE SUR LE PLAN POLITIQUE

Le climat politique pourrait rester tendu jusqu'aux prochaines élections, en juillet 2024. En février dernier, le Congrès a adopté une réforme de l'instance chargée de l'organisation des élections (INE). La réforme, souhaitée par le président Andres Manuel Lopes Obrador (AMLO), qui jugeait l'INE « partisan », comprend une réduction drastique de son budget, impliquant une réduction du personnel et la fermeture de nombreux bureaux de vote. L'adoption de cette réforme a occasionné plusieurs manifestations populaires de grande ampleur, les opposants dénonçant un risque de manipulation des élections par le Pouvoir. La réforme a été suspendue par la Cour suprême le 18 mars dernier, mais le gouvernement a annoncé qu'il allait déposer un recours.

Bien que le président AMLO soit encore très apprécié de la population, cinq ans après son arrivée au pouvoir, la force de l'opposition à cette réforme a bousculé sa popularité. Cependant, le parti présidentiel, Morena, reste pour le moment favori pour les prochaines élections législatives et présidentielles de 2024 (constitutionnellement, le président AMLO n'est pas autorisé à se présenter pour un deuxième mandat consécutif). Au cours des mois à venir, l'attention se portera sur le candidat choisi par le parti Morena, et la force relative des partis d'opposition.

Les deux principaux candidats en lice pour être les représentants du parti Morena sont actuellement Claudia Sheinbaum (à la tête de Mexico City, favorite du président AMLO, qui porte un projet politique plus radical encore que l'actuel gouvernement), et le ministre des Affaires étrangères Marcelo Ebrard, dont l'ambition est de mener une politique plus au centre, s'appuyant sur la classe moyenne du pays. Le candidat du parti devrait être désigné grâce à des sondages d'opinion, ce qui pourrait occasionner des tensions au sein du parti.

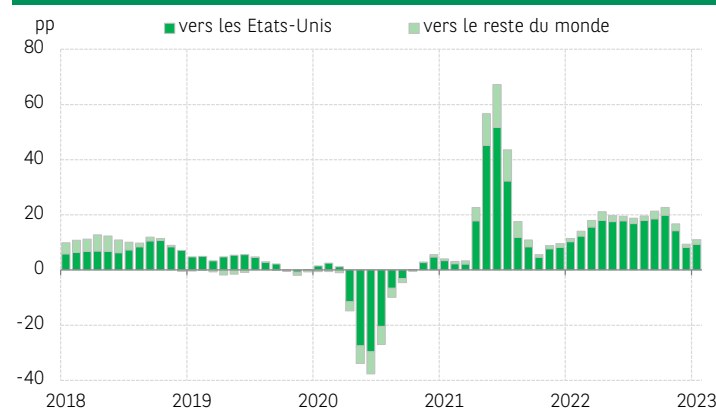
Dans ce contexte, les élections locales des gouverneurs des États de Mexico et de Coahuila prévues au mois de juin prochains sont très attendues. Bien que les résultats ne devraient pas influencer significativement sur la politique nationale, ils donneront une indication sur l'orientation du climat politique pour l'année à venir, et surtout permettront d'évaluer le poids des partis d'opposition face au parti présidentiel.

OPPORTUNITÉ À SAISIR

À moyen terme, les perspectives de croissance restent mitigées. Bien que l'économie ait retrouvé son niveau d'avant la pandémie, l'écart à la trajectoire de 2015-2019 est plus important pour le Mexique que pour ses pairs. Le choix du gouvernement de conduire une politique d'austérité dès son arrivée en 2018 (y compris en 2020-2021) a certes permis de contenir le déficit public au cours du mandat, et limiter l'augmentation de la dette publique. Mais la baisse de la productivité induite par la baisse de l'investissement public (notamment en infrastructures), le manque de soutien à l'économie en 2020-2021 et la détérioration du climat des affaires et la confiance des investisseurs depuis l'élection d'AMLO ont contribué à réduire la croissance potentielle (estimée à 2%, alors qu'elle était proche de 2,5% avant la crise).

En conséquence, l'économie mexicaine pourrait ne pas être en capacité de tirer pleinement parti des opportunités créées par les perturbations et pénuries qui ont accéléré la volonté de nombreux pays à réorganiser leurs chaînes de valeur. Ce phénomène a été accentué aux États-Unis par les tensions commerciales avec la Chine, et le Mexique est un candidat naturel pour la re-localisation des entreprises américaines, c'est-à-dire le transfert des chaînes d'approvisionnement plus près du pays cible (*nearshoring*).

MEXIQUE : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS TOTALES (MM3M, G.A., %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Au-delà de la situation géographique, plusieurs éléments apparaissent très favorables au Mexique : appartenance des deux pays à l'UMSCA, l'accord de libre échange entre le Mexique, les États-Unis et le Canada, en vigueur depuis le 1^{er} juillet 2020, la forte intégration des deux économies, la compétitivité des salaires mexicains.

Pour le moment cependant, le *nearshoring* vers le Mexique s'observe peu dans les données. Il pourrait être freiné voire entravé par la politique énergétique mexicaine, qui continue à valoriser et financer largement l'entreprise nationale pétrolière PEMEX. Dans le même temps, les États-Unis et le Canada se sont engagés dans des politiques de transition énergétiques ambitieuses pour diminuer leurs émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030, et atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.

Quelques signes positifs sont toutefois à signaler : au cours du Sommet des leaders américains, en janvier dernier, le Mexique s'est engagé avec ses deux partenaires à réduire les émissions de méthane et développer un marché nord-américain de l'hydrogène vert, notamment. Les trois pays ont également réaffirmé leur volonté de renforcer les chaînes de valeur (particulièrement dans l'industrie automobile, y compris la production de véhicules dits « propres »). Par ailleurs, PEMEX a annoncé mi-mars qu'elle comptait améliorer sa politique ESG, à partir du deuxième semestre 2023. Dans ce cadre, la politique énergétique du prochain gouvernement et les décisions prises concernant la réforme en cours du secteur (le gouvernement actuel souhaite limiter au maximum la participation des investisseurs privés, domestiques et étrangers, au secteur de l'énergie) sera déterminante.

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

ARGENTINE

BIS REPETITA

L'économie argentine est en pleine tourmente. La récession qui sévit depuis le dernier trimestre 2022 devrait se prolonger au moins au premier semestre 2023. Le secteur agricole joue de malchance avec, pour la troisième année consécutive, une sécheresse dont l'intensité est décuplée par le réchauffement climatique et l'arrivée de la grippe aviaire. L'inflation flambe, obligeant la banque centrale à durcir sa politique monétaire. En dépit des efforts budgétaires et du soutien du FMI, les pressions exercées sur la balance des paiements et les réserves de change s'accroissent. Le gouvernement multiplie les mesures pour préserver les réserves de change et éviter un défaut sur la dette extérieure vis-à-vis des créanciers officiels. Il est également contraint de solliciter un report des échéances de la dette domestique en monnaie locale.

La situation économique, déjà précaire, s'est considérablement détériorée au cours des derniers mois. L'activité se contracte, l'inflation flambe, obligeant la banque centrale (BCRA) à relever sensiblement ses taux directeurs. Parallèlement, l'excédent commercial se réduit malgré des cours du soja encore élevés, tandis que la banque centrale a dû procéder à des ventes nettes de devises au secteur privé, affaiblissant le niveau déjà faible des réserves de change. Le FMI continue d'apporter son soutien financier tel que prévu par le mécanisme élargi de crédit (*Extended Facility Fund*) conclu en mars 2022. Pour autant, le ministre de l'Économie, Sergio Massa, a eu recours à deux opérations de rachat de dette publique afin d'alléger les remboursements prévus cette année. À l'approche des élections primaires du mois d'août qui seront suivies des élections présidentielles en octobre prochain, la situation rappelle de façon préoccupante celle de 2019 où, à la suite des élections primaires, le gouvernement de M. Macri avait été contraint de suspendre le remboursement des bons du Trésor et demander la restructuration de la dette obligataire publique domestique et étrangère.

VERS UNE RÉCESSION SÈVÈRE

L'économie argentine avait plutôt bien résisté au cours des neuf premiers mois de 2022. Le PIB total progressait de 6,5% par rapport à la même période de 2021, malgré une baisse de 2,5% de la valeur ajoutée du secteur agricole, qui représente 7% du PIB. La croissance était soutenue par la demande domestique (y compris l'investissement) qui avait tiré l'activité dans la construction et les services. En raison de la hausse consécutive des importations, la contribution de la demande extérieure nette avait été largement négative (-2,7%). Mais les exportations étaient dynamiques. Parallèlement, l'inflation avait fortement accéléré, passant de 3,7% en rythme mensuel en moyenne en 2021 à près de 7% au T3 2022. Les salariés bénéficiaient alors d'un rattrapage salarial et l'emploi progressait.

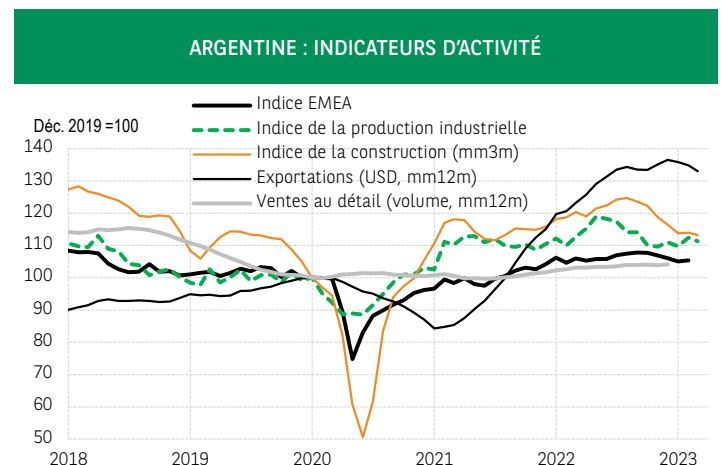
Las, au dernier trimestre 2022, la dynamique s'est enrayée. Le PIB s'est contracté de 1,5% sur un trimestre. La production industrielle, qui s'était déjà infléchie au T3, a stagné et l'activité dans le secteur de la construction s'est retournée à son tour. L'inflation, qui s'est maintenue à un rythme mensuel de 5,8% entre octobre 2022 et février 2023, avant de culminer à 102,5% en glissement annuel en février, a eu raison de la consommation privée (-1,5% au T4) et de la confiance des ménages. Celle-ci, après un sursaut durant l'été, est retombée à un niveau à peine plus élevé qu'au moment de la crise de la Covid-19. Les exportations ont rebondi après un creux au T3, mais la réalité est qu'elles s'essouffent.

L'économie argentine n'échappera pas à la récession cette année. La sécheresse et le stress hydrique des derniers mois de l'été austral vont entraîner une chute dramatique de la production agricole cette an-

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-9,9	8,0	5,5	-3,0	-2,5
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	42,0	48,4	77,6	100,5	113,0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-8,9	-5,0	-4,0	-4,1	-3,7
Dette publique (en % du PIB)	104,3	80,9	83,2	77,0	75,0
Solde courant, % du PIB	0,9	1,4	-0,3	1,5	1,0
Dette externe, % du PIB	69,9	59,2	58,4	50,7	50,3
Réserves de change, mds USD	39,4	39,6	44,6	46,2	52,9
Réserves de change, en mois d'imports	9,1	7,2	7,6	7,5	8,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC, BNP PARIBAS

née (-21% pour le soja, -45% pour le blé et -11% pour le maïs). C'est la conséquence des effets de « La Niña » sur les précipitations mais également du réchauffement climatique qui, à lui seul, explique la persistance (c'est la troisième année de sécheresse consécutive) et son intensité exceptionnelle cette année. Le secteur agricole est également confronté à la grippe aviaire, apparue à la mi-février 2023.

En prenant en compte uniquement les trois principales cultures, la contribution négative du secteur agricole serait de l'ordre d'au moins un point et demi de pourcentage de PIB. Parallèlement, le ralentis-



sement de la croissance mondiale, l'érosion du pouvoir d'achat des ménages argentins et la hausse des taux d'intérêt domestiques (le taux directeur de la BCRA a été relevé de 38% début 2022 à 78% le 27 mars 2023) pèseront sur le PIB non agricole. Finalement, le PIB total reculerait de 3% en 2023 et l'inflation ne ferait que se stabiliser à 100% en moyenne annuelle, soit entre 5% et 6% par mois. La persistance de cette inflation très élevée en dépit de la récession s'explique par l'anticipation d'une dépréciation qui devrait se maintenir sur les rythmes actuels (-5,3% par mois contre USD depuis le début de cette année après -4,4% en 2022) en raison des tensions toujours très fortes sur la balance des paiements.

LES RÉSERVES DE CHANGE SOUS PRESSION

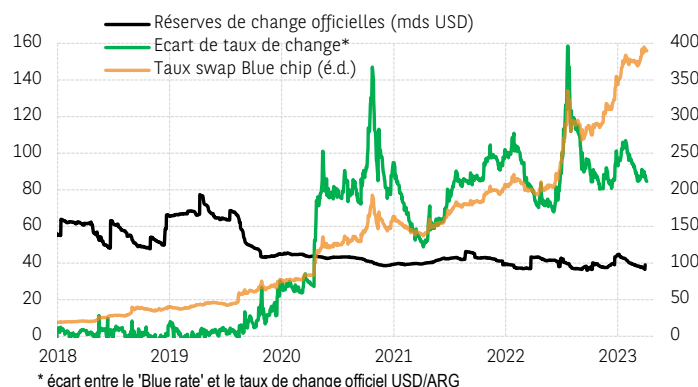
Malgré le contrôle des changes, les réserves de la BCRA s'érodent ; fin mars, elles n'étaient plus que de USD 37,6 mds contre USD 44,6 mds fin 2022. Mesuré en cumul sur 12 mois, le solde courant est repassé en déficit au T3 2022, l'excédent commercial s'étant fortement réduit (de USD 14 mds fin 2022 à USD 5,4 mds en février 2023 d'après les données douanières). À cela s'ajoute une reprise récente des sorties de capitaux des non résidents, la BCRA ayant cédé un peu plus de USD 2 mds au secteur privé depuis le début de l'année. Signe que la demande excédentaire de dollars ne faiblit pas, l'écart entre le cours du dollar sur le marché parallèle (le *blue chip swap rate*) et le taux officiel se maintient à 90%.

La conclusion favorable de la quatrième revue du programme EFF va permettre le déboursement de l'équivalent de USD 5,3 mds, dont plus de la moitié servira à rembourser les bailleurs internationaux, en particulier le FMI. La reconstitution des réserves de change ne devrait être que temporaire même si les importations se contractent. La tendance des prix des principales céréales est à la baisse et, surtout, les volumes exportés vont diminuer en raison de la baisse des récoltes. Les économistes de JP Morgan estiment la baisse en 2023 des exportations en valeur des trois principales cultures à USD 15 mds, soit 2,4% du PIB.

Pour tenter de réduire la demande excédentaire de dollars que reflète le spread toujours très élevé entre le taux parallèle et le taux officiel, le gouvernement a annoncé mi-mars qu'il imposerait aux institutions publiques *i/* de vendre au Trésor certaines de leurs obligations en devises sous loi argentine et d'utiliser 70% de la vente pour acheter des obligations à long terme libellées en pesos (pour un montant estimé à USD 15 mds) et *ii/* d'échanger leurs obligations internationales en obligations domestiques en pesos dont le remboursement final sera indexé sur le meilleur de l'inflation ou de l'évolution du change.

En fait, ces mesures sont un moyen pour le gouvernement de rembourser par anticipation les échéances à venir de la dette en devises du Trésor sans utiliser les réserves de change. En janvier déjà, Sergio Massa avait annoncé le rachat par la BCRA, et pour le compte du Trésor, de titres souverains libellés en devises pour un montant de USD 1 md. Bien que le FMI refinace à chaque fin de revue du programme EFF les échéances que l'État argentin doit lui rembourser trimestriellement, le ministre de l'Économie bataille pour éviter de gaspiller les réserves de change et respecter l'objectif en la matière imposé par le FMI à la fin de chaque trimestre. Force est de constater que, jusqu'à présent, les autorités argentines doivent regagner au forceps le terrain perdu quasi systématiquement après chaque revue. Rappelons que les remboursements de la dette souveraine en devises (obligations et prêts internationaux, et dette domestique en devises) atteignent USD 35 mds pour 2023.

ARGENTINE : TAUX ET RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCRA, BNP PARIBAS

LES EFFORTS BUDGÉTAIRES NE SUFFISENT PLUS

Aux tensions sur la liquidité extérieure s'ajoutent maintenant des difficultés de renouvellement de la dette domestique en pesos. Pourtant, en cumul sur 12 mois, le déficit primaire reste contenu à 2,2% du PIB jusqu'en février 2023 (4,3% pour le déficit total) grâce aux efforts budgétaires (les dépenses primaires ont diminué de 29% du PIB fin 2021 à 27% fin 2022). Cependant, en janvier et février, le déficit primaire a atteint 0,3% du PIB et dépasse déjà l'objectif fixé par le FMI pour le T1 2023.

Le 9 mars dernier, Sergio Massa a proposé aux créanciers publics et privés un nouvel échange de titres de dette en pesos pour repousser à 2024 et 2025 les échéances du T2 2023 qui s'élèvent à 5% du PIB, soit un peu moins de la moitié des tombées de dette de l'ensemble de l'année. À seulement 57,3%, le taux d'acceptation a été jugé décevant ; il permet certes d'alléger le service de la dette domestique de l'équivalent de 2,6% du PIB mais, d'une part, le taux de participation des créanciers privés a été très faible, et, d'autre part, la dette domestique indexée sur le taux de change ou l'inflation représente maintenant 93% de la dette domestique totale. Les garanties d'indexation n'ont visiblement pas été jugées suffisantes aux yeux des créanciers privés pour qu'ils acceptent le risque de subir une nouvelle restructuration. Dans le même temps, le coût de stérilisation supporté par la banque centrale s'est envolé. Il est passé de 3% du PIB fin 2021 à près de 8% fin 2022 malgré l'arrêt des avances directes de la banque centrale au Trésor (i.e. le financement monétaire direct du déficit budgétaire) depuis août 2022 et l'absence de flux nets de financement en provenance du reste du monde. En cas de restructuration de la dette domestique, le secteur bancaire serait en première ligne puisque les titres publics (hors Leliq et Noliq, les instruments de stérilisation de la BCRA) représentent 23% du total de ses actifs.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



ARABIE SAOUDITE

L'INVESTISSEMENT, MOTEUR DE LA CROISSANCE

La production pétrolière reste un facteur de volatilité de la croissance saoudienne comme en témoigne le repli attendu du PIB cette année. Néanmoins, l'économie hors pétrole bénéficie du dynamisme de l'investissement et de la consommation des ménages dans un contexte de transformation progressive de l'économie et du marché du travail. L'intervention de l'État et un effet de change favorable maintiennent l'inflation à un niveau modéré. Dans ce contexte économique favorable, le crédit bancaire au secteur privé est très dynamique, ce qui crée quelques tensions sur la liquidité bancaire. L'excédent budgétaire enregistré en 2022 ne devrait pas se reproduire cette année en raison du repli attendu des prix et de la production pétrolière. Cependant, les finances publiques suivent une trajectoire positive grâce à la progression des revenus hors pétrole.

L'INVESTISSEMENT SOUTIEN LA CROISSANCE HORS PÉTROLE

La croissance économique a été forte en 2022 (8,7%), soutenue principalement par le rebond de la production pétrolière. Le PIB pétrolier a ainsi augmenté de 15% en termes réels, en raison de la hausse des quotas de production du cartel OPEP+ (OPEP et Russie) au début de l'année. Les secteurs non pétroliers ont, quant à eux, bénéficié d'une consommation des ménages soutenue, et, surtout, d'un très forte croissance de l'investissement (+24% en g.a., la plus forte progression depuis 22 ans). Celui-ci bénéficie des investissements en infrastructures et villes nouvelles massifs, initiés par le programme gouvernemental de réforme de l'économie Vision 2030. Si l'importance du gouvernement central dans l'investissement s'est réduite, la part du secteur public reste prépondérante par l'intermédiaire du fonds public d'investissement (PIF) et du fonds de développement national (NDF). Cette impulsion publique est rendue nécessaire par la faiblesse des investissements directs étrangers (IDE). Sur les cinq dernières années (en excluant 2021 en raison d'une opération exceptionnelle), les IDE entrants ont été équivalents à 0,5% du PIB en moyenne, un niveau insuffisant pour véritablement participer à la transition économique du royaume.

Du point de vue sectoriel, l'activité manufacturière (12% du PIB total) est soutenue (+7,9% en g.a.) mais elle dépend en partie du raffinage pétrolier. Les services connaissent, pour leur part, une évolution contrastée, et d'une manière générale ils progressent moins qu'en 2021. L'économie saoudienne est actuellement dans une situation de transition qui limite la croissance du PIB hors hydrocarbures. Ainsi, l'effet d'entraînement des dépenses publiques sur l'activité est relativement moindre qu'avant en raison d'une politique budgétaire plus prudente et moins liée aux variations des revenus pétroliers. Par ailleurs, le programme massif d'investissements, qui vise à diversifier l'économie (dans les services, le secteur manufacturier ou encore les énergies décarbonnées), est en cours de réalisation, et n'a pas encore de conséquences significatives sur la composition sectorielle du PIB.

COUP DE FREIN EN 2023

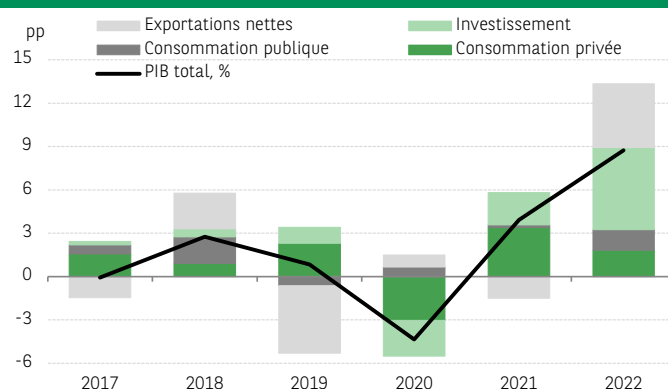
La croissance économique devrait ralentir en 2023 en raison des perspectives d'évolution du marché du pétrole. Les pays membres de l'OPEP+ adopte actuellement une politique de production prudente en raison des incertitudes qui pèsent sur la demande de pétrole à court terme. Si un consensus prévoit une hausse de la demande mondiale de pétrole en 2023, notamment en raison de la reprise de l'activité en Chine, les incertitudes concernant la demande européenne et américaine rendent le moment de cette reprise difficilement prévisible.

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-4,3	3,9	8,7	1,0	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	3,1	2,5	2,0	1,9
Solde budgétaire, % du PIB	-10,7	-2,3	2,5	-1,8	-2,4
Dette du gouv. central, % du PIB	31	29	24	27	28
Solde courant, % du PIB	-3,1	5,1	14,4	7,3	5,5
Dette externe, % du PIB	30	37	30	31	31
Réserves de change, mds USD	454	456	460	480	490
Réserves de change, en mois d'imports	30	27	26	22	21

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ARABIE SAOUDITE : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENERAL AUTHORITY FOR STATISTICS, BNP PARIBAS

Dans ce contexte, les membres de l'OPEP+ ont décidé de réduire leur production de pétrole sur l'ensemble de l'année 2023. Étant donné son rôle moteur dans la politique de l'OPEP+, c'est l'Arabie Saoudite qui contribue le plus à cette révision des quotas, avec une baisse de production de 0,5 million de barils par jour (mb/j) pour atteindre le nouveau quota de 9,98 mb/j. On peut donc anticiper une baisse du PIB pétrolier saoudien cette année.



Dans ce contexte, les secteurs non pétroliers seront les moteurs de la croissance. Ils devraient être portés par l'investissement et une consommation des ménages soutenue dans un contexte d'inflation modérée, mais sous la contrainte d'un durcissement des conditions monétaires. Au total, la croissance du PIB devrait atteindre 1% cette année.

À moyen terme, la croissance saoudienne devrait être soutenue et relativement moins volatile grâce à une déconnection progressive vis-à-vis de la conjoncture pétrolière. En témoigne la progression régulière de l'emploi des nationaux saoudiens indépendamment des évolutions du marché pétrolier. Le taux de participation des Saoudiens sur le marché du travail a progressé de 10 points au cours des cinq dernières années pour atteindre 52% fin 2022. Celui des femmes a plus que doublé durant cette période pour atteindre 36%.

L'INFLATION SE STABILISE À UN NIVEAU MODÉRÉ

L'inflation des prix à la consommation a ralenti en 2022 (2,5% en moyenne par rapport à 3,1% en 2021), soit un niveau bien inférieur à la moyenne observée dans l'ensemble des pays émergents (9,2% en moyenne). Depuis mi-2022, la composante « logement » du panier d'inflation (21% du total) est le principal moteur de la hausse des prix. Le contrôle des prix de certains biens alimentaires et de ceux de l'énergie, ainsi que l'appréciation du dollar (auquel le rial est ancré) durant une partie de l'année 2022, ont contribué à modérer les pressions inflationnistes. En 2023, la composante « logement » devrait continuer d'augmenter, tandis que les prix alimentaires semblent avoir amorcé un repli depuis fin 2022. Nous prévoyons une stabilisation de l'inflation à 2,4% en moyenne.

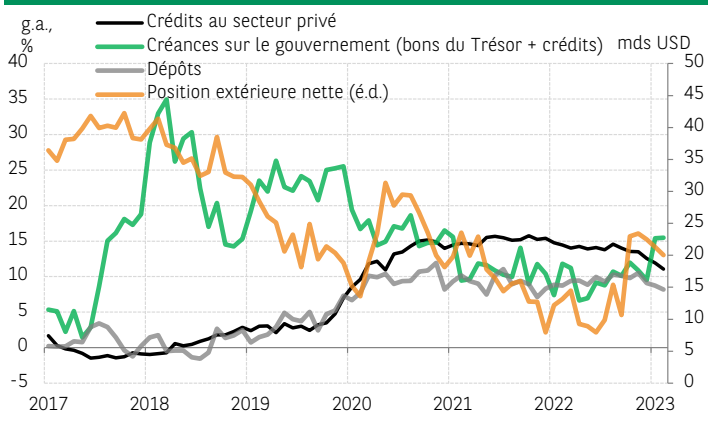
LE CRÉDIT BANCAIRE RALENTIT

L'ancrage officiel du rial au dollar américain implique que la Banque centrale saoudienne suit les décisions de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Elle a donc augmenté son principal taux de 350 points de base (pb) en 2022 pour atteindre 4,5%. Ce durcissement monétaire devrait se poursuivre pendant la première partie de 2023, et contribuer au ralentissement de la croissance du crédit.

La croissance du crédit au secteur privé est forte depuis mi-2020, mais elle a commencé à ralentir depuis le T4 2022 (atteignant 11% en février 2023). Cette période de croissance soutenue a pu créer quelques tensions sur la liquidité domestique au cours de l'année 2022 en raison notamment de la baisse des dépôts de la part du gouvernement. Cela s'est traduit par un accroissement de l'écart entre le taux interbancaire et le corridor des taux de la Banque centrale. Les dépôts du gouvernement sont repartis en hausse depuis fin 2022 et atteignent actuellement 29% des dépôts totaux (après avoir atteint un point bas de 23% en T1 2022). Contrairement aux périodes précédentes, la forte hausse des revenus pétroliers de 2022 s'est traduite par le maintien d'un niveau élevé des prêts bancaires au secteur public (environ 22% des prêts bancaires totaux sur l'année) et par des périodes de baisse des dépôts du gouvernement.

Dans cet environnement caractérisé par le dynamisme du crédit au secteur privé et la croissance modérée des dépôts totaux, la liquidité bancaire se fait plus tendue et le ratio des crédits sur dépôts de l'ensemble du système bancaire a atteint 104% en février dernier (contre 86% fin 2019). Néanmoins, les indicateurs prudentiels de liquidité bancaire sont restés relativement stables. Ainsi, le pourcentage des actifs liquides en proportion des actifs totaux était de 23% fin 2022 contre 25% en 2021.

ARABIE SAOUDITE : BILAN SIMPLIFIÉ DES BANQUES COMMERCIALES



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ARABIE SAOUDITE, BNP PARIBAS

À court terme, la politique d'investissement devrait rester un moteur important de la croissance du crédit. Néanmoins, la hausse des taux d'intérêt ainsi que le ralentissement du crédit à l'habitat pour les ménages devraient contribuer au ralentissement de la croissance du crédit.

DÉFICITS BUDGÉTAIRES CONTENUS À COURT TERME

Le niveau élevé des revenus pétroliers en 2022 a permis au gouvernement d'enregistrer son premier excédent budgétaire (2,5% du PIB) depuis 2013. Les revenus pétroliers constituent la majeure partie des recettes budgétaires (62% du total en moyenne depuis 2018), mais les recettes issues de la TVA ont pris une part non négligeable dans le budget. Elles étaient équivalentes à 20% des recettes totales en 2022 contre moins de 5% en 2016. Cette diversification des recettes réduit la vulnérabilité budgétaire aux prix du pétrole. Concernant les dépenses, le gouvernement maintient une politique assez prudente puisque la conjoncture pétrolière favorable n'a pas entraîné de forte hausse des dépenses. Celles-ci équivalaient à 27% du PIB contre 32% l'année précédente. Les dépenses d'investissement ont augmenté de 22% mais restent à un niveau historiquement bas : 7,4% du PIB non pétrolier en moyenne depuis 2018, contre 13% en moyenne les cinq années précédentes. Depuis plusieurs années, une partie importante de l'investissement public est mise en oeuvre par le PIF et le NDF qui disposent de ressources propres.

Même si le gouvernement continue de faire preuve de prudence dans les dépenses budgétaires et que la diversification des revenus progresse, les comptes publics devraient enregistrer un déficit en 2023 et 2024 (respectivement 1,8% et 2,4% du PIB) selon nos prévisions de prix et de production de pétrole. Dans ce contexte, la dette du gouvernement devrait repartir modérément à la hausse et atteindre 28% du PIB en 2024. La solvabilité du gouvernement reste malgré tout satisfaisante, puisque ses actifs auprès de la Banque centrale (a priori les plus liquides) sont équivalents à 18% du PIB et les actifs du PIF dépassent 50% du PIB. Par ailleurs, les primes de risque sur le marché obligataire international sont faibles (inférieures à 70 bp) depuis le début de l'année.

Pascal DEVAUX
pascal.devaux@bnpparibas.com

NAVIGATION À VUE

La crise s'installe en Égypte comme l'atteste la détérioration de l'ensemble des indicateurs macroéconomiques. L'activité ralentit dans un contexte d'inflation galopante causée notamment par la dépréciation du taux de change. La crise de la balance des paiements est rampante depuis un an, et le plan de soutien international initié par le FMI n'a pas permis de réduire les tensions sur la liquidité en devises. Malgré la forte hausse des taux nominaux sur les titres publics, les investisseurs internationaux restent prudents en raison du niveau très élevé de l'inflation et des anticipations de dépréciation du change. Le besoin de financement en devises restera élevé pendant encore au moins deux ans et le programme de privatisation n'y apportera qu'une réponse partielle. Par ailleurs, le soutien international est devenu plus conditionnel et laisse peu de marge de manœuvre aux autorités. À très court terme, sauf à envisager un report des remboursements de dette, la stratégie à adopter ne peut être que le maintien d'un excédent primaire et une politique monétaire très stricte malgré le ralentissement de la croissance, afin de rassurer les investisseurs de portefeuille et éviter une crise aiguë de la balance des paiements.

FORTE POUSSÉE INFLATIONNISTE

L'économie égyptienne traverse actuellement une situation difficile à l'issue incertaine. L'année budgétaire 2023 devrait être marquée par un ralentissement de l'activité économique (4% au mieux attendu, contre 6,6% l'année précédente) et par l'accélération des pressions inflationnistes. La baisse de pouvoir d'achat des ménages et le ralentissement de certains programmes de grands travaux réduisent les perspectives de croissance à court terme. L'inflation ne ralentit pas (+33% en g.a. en mars 2023) et devrait rester très élevée à court terme, contrairement à la plupart des principaux pays émergents pour lesquels les pressions inflationnistes devraient s'atténuer cette année (de 9,2% en moyenne en 2022 à 7,1% en 2023). En effet, même si le repli des cours des matières premières depuis mi-2022 a un effet favorable dans un pays fortement importateur de denrées alimentaires, la forte dépréciation de la livre depuis une année (environ 50%) continuera d'attiser l'inflation. Sur l'ensemble de l'année civile 2023, elle devrait atteindre 31,5% en moyenne contre 13,8% en 2022.

PERSISTANCE DE LA CRISE DE BALANCE DES PAIEMENTS

Malgré la réduction attendue du déficit des comptes courants, le soutien financier des institutions financières internationales, le timide retour des investissements de portefeuille en début d'année 2023 et l'aide financière des pays du Golfe (leurs dépôts à la Banque centrale d'Égypte ont été maintenus à l'occasion de la mise en place du nouveau financement du FMI), la liquidité en devises reste sous pression. Les réserves de change de la Banque centrale sont en hausse très modérée depuis le début de l'année (USD 37 mds en février 2023, incluant les réserves tier 2, soit moins de 4 mois d'importations de biens et services), tandis que la position extérieure nette des banques commerciales s'est à nouveau fortement dégradée, la dette extérieure nette des banques, dont environ 40% est de court terme, ayant atteint USD 13,9 mds en février, soit un niveau proche des plus hauts atteints en T4 2022 (USD 16,5 mds). Les causes de cette crise sont connues : un besoin de financement extérieur (déficit du compte courant et amortissement de la dette extérieure) important et des ressources en devises volatiles et plus incertaines.

Le déficit courant devrait se réduire et atteindre environ USD 13,5 mds en année budgétaire 2023 grâce au soutien des exportations d'hydrocarbures, de la hausse des recettes du Canal de Suez, et aux restrictions sur les importations.

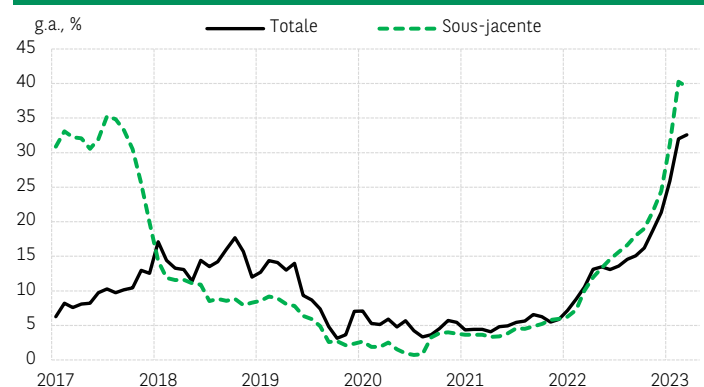
PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	3,5	3,3	6,6	4,0	4,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,7	4,5	8,5	24,4	21,6
Solde budgétaire, % du PIB	-7,5	-7,0	-6,0	-8,3	-8,7
Dette du gouv. central, % du PIB	86	90	89	92	90
Solde courant, % du PIB	-2,9	-4,4	-3,5	-3,3	-2,7
Dette externe, % 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	3,9	4,0

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

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ÉGYPTE : INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTE, BNP PARIBAS

Du côté des sources de financement, l'annonce du plan de soutien de USD 3 mds du FMI, en octobre dernier, n'a pas été suivi d'un afflux de financements bilatéraux et privés comme cela avait été le cas en 2016-2017. Le soutien des pays du Golfe reste important mais a pris la forme



d'investissements ciblés même si des dépôts à la Banque centrale ont encore été effectués en 2022. De plus, les versements de ces investissements dépendent du calendrier des mises sur le marché d'actifs publics, qui reste relativement incertain malgré le volontarisme affiché par le gouvernement. Les flux d'investissement de portefeuille (essentiellement sur les bons du Trésor en monnaie locale) sont revenus (USD 11 mds en janvier par rapport à un plus bas de USD 6,5 mds en octobre dernier). Ils restent potentiellement très volatils en raison des taux réel négatifs sur toutes les maturités des titres publics et de la persistance d'un risque de dépréciation du change à court terme. Selon les données de la Bourse du Caire (incluant les marchés actions et obligataire), les investisseurs étrangers ont été vendeurs nets de titres en février et mars. Les marchés à terme continuent d'envisager une baisse de la livre à court terme (environ 25% à échéance 12 mois sur le marché *offshore* de la livre égyptienne). Plus généralement, le risque souverain est considéré comme très élevé par les marchés. La prime de risque sur les obligations souveraines internationales atteint actuellement 1 300 pb et est en moyenne équivalente à 1 000 pb depuis un an.

LIQUIDITÉ EN DEVICES SOUS PRESSION JUSQU'EN 2025

Le besoin de financement en devises restera significatif au moins durant les deux prochaines années. Le déficit courant devrait se stabiliser à environ USD 12 mds, mais l'amortissement de la dette en devises devrait continuer d'augmenter jusqu'en 2025. À cette échéance, le besoin de financement extérieur devrait atteindre environ USD 30 mds par an selon le FMI. Même si l'Égypte retrouve un accès au marché obligataire international à des conditions acceptables, le recours à l'endettement extérieur devrait rester limité afin de contenir le service de la dette en devises. Depuis 2015, le service de la dette externe en pourcentage des recettes courantes a été multiplié par cinq pour atteindre 25% en 2022. Les flux de portefeuille pourraient reprendre mais seulement au prix d'une baisse de l'inflation et des incertitudes pesant sur le taux de change. Étant donné les contraintes structurelles limitant la croissance des investissements directs étrangers à court terme, les autorités mettent en œuvre un plan de privatisation destiné notamment à attirer des capitaux étrangers.

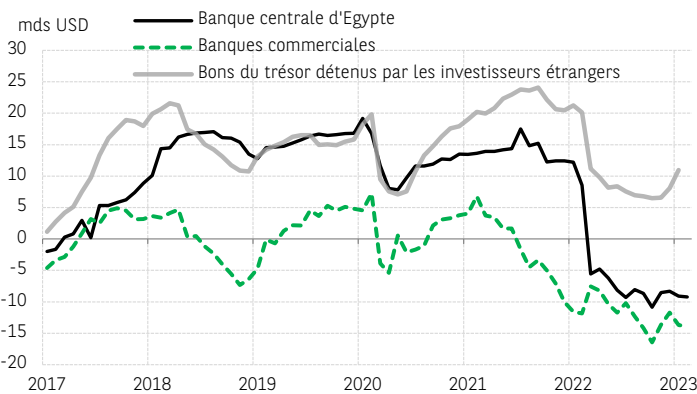
Au début de cette année, le gouvernement a annoncé l'ouverture du capital d'au moins trente entreprises publiques, soit par placement auprès d'investisseurs stratégiques, soit par introduction sur le marché actions local. Le gouvernement espère récolter USD 40 mds d'ici 2026, mais à court terme les recettes attendues se limiteront à environ USD 5 mds, soit moins de 1,5% du PIB estimé en 2023. À l'instar des investissements de portefeuille, les privatisations sont soumises à de nombreux aléas, tant économiques que politiques.

DÉGRADATION MODÉRÉE DES FINANCES PUBLIQUES

Dans ce contexte économique dégradé, le déficit budgétaire devrait s'accroître cette année pour atteindre environ 8% du PIB, ce qui marquera la fin de six années consécutives de réduction du déficit. La raison en sera principalement la hausse significative de la charge d'intérêts de la dette. Celle-ci a augmenté de 36% au cours de la première moitié de l'année budgétaire tandis que la hausse des dépenses courantes restait contenue. Au total, les dépenses budgétaires ont augmenté de 20% sur la période, tandis que la hausse des recettes était de 15%.

Dans un contexte de dégradation des conditions de vie des ménages, les dépenses courantes devraient accélérer au cours du second semestre de cette année budgétaire. Le gouvernement a annoncé une hausse de

ACTIFS EXTÉRIEURS NETS DU SYSTÈME BANCAIRE ET FLUX DE CARRY TRADE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTE, BNP PARIBAS

15% des salaires et retraites des employés du secteur public (environ 18% des dépenses budgétaires totales) à partir du mois d'avril, ainsi qu'une augmentation des allocations des programmes sociaux Takaful et Karama. Le solde primaire (hors paiement des intérêts de la dette du gouvernement) devrait malgré tout rester positif et atteindre environ 1% du PIB en 2023.

La charge de la dette progresserait encore sensiblement avec la transmission d'une partie de la hausse des taux directeurs de la Banque centrale (1 000 pb depuis le début de 2022) aux rendements offerts lors des émissions de dette en monnaie locale. En effet, depuis début 2022, environ 80% de la dette émise par le gouvernement est en monnaie locale sur des maturités égales ou inférieures à un an. Durant cette période, le taux à l'émission des bons du Trésor à un an (le plus gros volume d'émission) est passé de 13,2% à 21,8%. Par ailleurs, le niveau très élevé des primes de risque sur le marché des émissions obligataires en devises (environ 1 000 pb) a fermé l'accès de ce marché au gouvernement égyptien. Dans ce contexte, la charge de la dette en pourcentage des revenus devrait repartir à la hausse pour atteindre plus de 50%. Ce niveau, un des plus élevés parmi les pays émergents, réduit significativement les marges de manœuvre du gouvernement.

La dette du gouvernement devrait atteindre 92% du PIB en fin d'année budgétaire 2023, avant de refluer vers 90% du PIB en 2024, si le gouvernement est capable de maintenir un excédent budgétaire primaire. En effet, la mise en œuvre du plan de privatisation ne devrait pas permettre de réduire significativement le ratio d'endettement.

À court terme, la solvabilité de l'État dépend bien évidemment de l'exécution budgétaire, mais aussi, de la capacité de la Banque centrale à préserver ses réserves en devises et réduire la pression sur le change. L'assouplissement monétaire n'est donc pas encore une option pour alléger le fardeau de la dette publique.

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com



ALGÉRIE

EFFET D'AUBAINE

L'économie algérienne bénéficie d'une conjoncture favorable, quasi inédite depuis une décennie. L'année 2022 a ainsi été marquée par le retour des excédents jumeaux grâce à l'envolée des cours mondiaux des hydrocarbures et une modération inattendue du soutien budgétaire. Malgré un environnement international fragile, les perspectives 2023 sont bien orientées et les risques macroéconomiques sont contenus. Néanmoins, la persistance d'une inflation élevée est un risque à surveiller. Surtout, l'envolée des dépenses publiques prévue dans la loi de finances pourrait alimenter de nouveaux déséquilibres macroéconomiques à moyen terme sans pour autant soutenir fortement l'activité économique.

COMPTES EXTÉRIEURS : RETOUR DES EXCÉDENTS

Le rééquilibrage des comptes extérieurs amorcé en 2021 a nettement accéléré l'an dernier. Sur les neuf premiers mois de 2022, l'Algérie a dégagé un excédent courant de plus de USD 10 mds, contre un déficit de USD 4,8 mds en 2021. Dans un contexte de forte demande en énergie en provenance d'Europe, les exportations d'hydrocarbures ont atteint en valeur USD 43,2 mds, contre USD 24,1 mds sur la même période en 2021. Cette bonne performance s'explique surtout par l'envolée des cours mondiaux du pétrole et du gaz. Les volumes d'exportations d'hydrocarbures étaient, quant à eux, en repli de 4% sur les neuf premiers mois de 2022 par rapport à la même période en 2021. En cause : la baisse de plus de 10% des ventes de gaz à l'étranger (aussi bien par gazoduc que pour le gaz naturel liquéfié) tandis que les ventes de pétrole ont progressé de 7%. La dynamique de croissance des exportations semble s'être encore renforcée au dernier trimestre : selon la compagnie nationale d'hydrocarbures Sonatrach, les exportations de gaz et de pétrole se sont élevées à USD 60 mds sur l'ensemble de l'année 2022, soit un niveau que l'Algérie n'avait plus atteint depuis 2013/2014.

La performance des exportations hors hydrocarbures a également été solide, avec une hausse de 43% en glissement annuel sur les neuf premiers mois de 2022. Elles ont atteint USD 4,4 mds sur cette période, et l'objectif de USD 7 mds pour l'ensemble de l'année devrait donc être rempli. Elles n'étaient que de USD 2 mds en 2019. Même si cela reste limité, les exportations hors hydrocarbures représentent désormais 10% des exportations totales, soit plus du double de ce qui prévalait avant la pandémie.

Plus étonnant, la progression des importations en valeur est restée contenue à seulement 3% sur les neuf premiers mois de 2022. La hausse de 20% des importations de produits alimentaires et de matières premières a été compensée par une contraction de celles de biens d'équipements industriels. En plus des mesures de réduction des importations mises en place ces dernières années, les autorités monétaires ont cherché à limiter l'impact de la hausse des prix mondiaux des matières premières sur la facture d'importations via l'appréciation du dinar algérien (DZD). Le taux de change effectif nominal s'est apprécié de 6,6% en 2022, une grande partie résultant de l'appréciation du DZD contre l'euro (plus de la moitié des importations algériennes proviennent d'Europe). Mais ce n'est pas la seule explication. En effet, la chute des importations de biens d'équipement sous les USD 4 mds sur les neuf premiers mois de 2022 contre USD 6,3 mds en 2019 traduit aussi une réalité moins rassurante sur l'état de santé de l'économie, à savoir l'atonie de l'investissement.

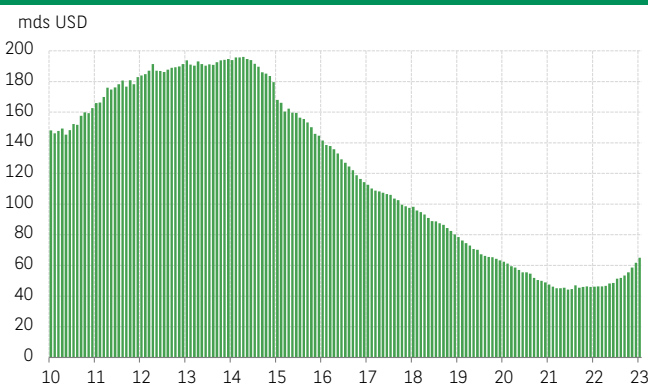
Au final, avec un excédent courant proche des 8% du PIB, l'Algérie a renoué en 2022 avec une situation qu'elle n'avait plus connue depuis quasiment une décennie : accumuler des réserves de change (*Graphique 1*).

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-5,1	3,5	3,0	3,3	2,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,4	7,2	9,2	8,2	7,0
Solde budgétaire, % du PIB	-11,9	-7,2	2,3	-5,1	-5,9
Dette du gouv. central, % du PIB	50,3	62,3	59,4	60,0	62,3
Balance courante, % du PIB	-12,6	-3,2	7,5	2,9	1,2
Dette externe, % du PIB	2,4	1,9	1,7	1,6	1,6
Réserves de change, mds USD	48,8	46,6	61,7	69,0	73,6
Réserves de change, en mois d'imports	13,8	12,4	15,7	16,7	17,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ALGÉRIE : RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

Tombées à un point bas de USD 46,6 mds à fin 2021, elles dépassent désormais USD 60 mds, soit l'équivalent de plus de 15 mois d'importations de biens et services. Bien que les réserves soient encore loin du pic de USD 195 mds atteint fin 2013, le redressement de la liquidité extérieure réduit considérablement le risque d'une crise de balance des paiements. D'autant que la dette extérieure est inexistante et que l'économie algérienne devrait continuer d'enregistrer des excédents courants tant que le cours du Brent restera supérieur à 80 dollars le baril. Ce devrait être encore le cas en 2023.



FINANCES PUBLIQUES : UNE EMBELLIE TEMPORAIRE

En revanche, l'embellie des finances publiques risque de ne pas durer. Selon le FMI, l'Algérie aurait dégagé un excédent budgétaire en 2022, estimé à un peu plus de 2% du PIB. Il s'agit d'une surprise à plus d'un titre. Ce serait le premier excédent depuis 2008, et le redressement de la situation serait considérable au regard des déficits accumulés depuis 2014 (10% du PIB en moyenne et encore 7,2% en 2021). Surtout, la hausse de 56% des dépenses publiques inscrites dans la loi de finances complémentaire 2022 (votée en juillet) laissait penser que les comptes publics resteraient dans le rouge malgré l'envolée des recettes d'hydrocarbures (environ 40% des ressources de l'État). Or, la hausse des dépenses aurait été limitée à moins de 10% en 2022, reflétant une sous-exécution importante sur les charges courantes et surtout sur les investissements publics. Ces derniers ont encore diminué alors qu'ils étaient censés doubler en 2022. Exprimées en points de PIB, les dépenses en capital seraient ainsi tombées à 7% contre 14% en 2019. Les chiffres délivrés par la banque centrale sur la situation budgétaire fin août vont dans le sens des estimations du FMI.

Une dégradation est attendue pour 2023. Le report d'une partie des dépenses non exécutées en 2022, la hausse de 20% de la masse salariale des employés de la fonction publique, consécutive à la revalorisation de la grille indiciaire, et les augmentations des allocations chômage et des pensions de retraite contribueront à faire croître les dépenses de 7% du PIB. Malgré la bonne tenue des recettes des hydrocarbures (bien qu'en baisse par rapport à 2022), l'Algérie devrait de nouveau enregistrer un déficit budgétaire de l'ordre de 5% du PIB en 2023. La situation financière restera gérable. Selon le FMI, l'excédent budgétaire en 2022 aurait permis de reconstituer quelque peu la réserve budgétaire de l'État logée dans le fonds de régulation des recettes (FRR).

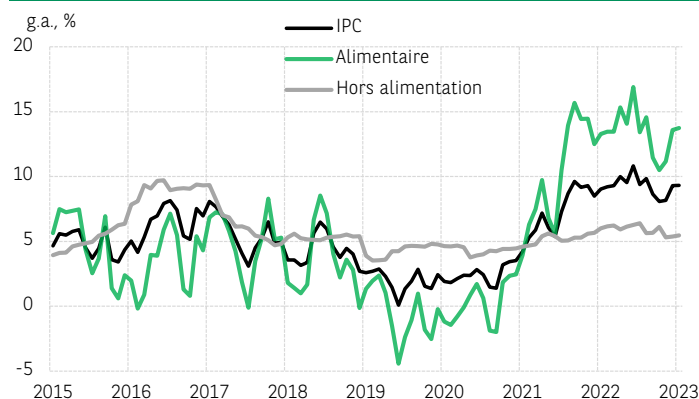
Estimé à 7,2% du PIB, le FRR pourrait en théorie couvrir l'intégralité des besoins du Trésor. De plus, la dette du gouvernement, bien qu'élevée à 60% du PIB, est financée par des créanciers captifs sur le marché en monnaie locale : elle est détenue par la banque centrale (46%) et les banques commerciales (56%) à des taux d'intérêt réels négatifs et sur des maturités longues, en raison de la succession de programmes de monétisation directe ou indirecte depuis 2017. En outre, rien ne dit que les autorités seront en mesure de corriger les problèmes d'exécution budgétaire. La hausse des dépenses pourrait donc être moins importante que prévu, comme en 2022, mais la dimension sociale des principales mesures limite toutefois cette probabilité.

Au-delà de l'ampleur des déséquilibres budgétaires, le poids grandissant des charges courantes dans les finances publiques inquiète. Celles-ci sont passées de 64% des dépenses totales en 2014 à 76% en 2022, à mesure que les efforts d'ajustement portaient sur les investissements publics et que les mécanismes de transferts sociaux étaient maintenus (en particulier, le système de subvention). Elles pourraient représenter 80% du budget cette année. Or, avec une structure des dépenses de plus en plus rigide, la vulnérabilité des finances publiques aux fluctuations des recettes pétro-gazières s'accroît.

CROISSANCE: LA REPRISE SE CONFIRME MAIS ELLE EST MODESTE

Après une récession de 5,1% en 2020, la croissance a rebondi à 3,5% en 2021 et s'est établie à 2,9% en glissement annuel sur les neufs premiers mois de 2022. Les moteurs de l'activité économique ont changé. Alors que la reprise post-pandémie avait été tirée par le rebond de la

ALGÉRIE : TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

production de gaz, c'est désormais le PIB hors hydrocarbures qui soutient la croissance. À fin septembre, il affichait une progression de 3,7% en moyenne depuis le début de l'année contre seulement 2,4% en 2021. Cette dynamique devrait se consolider grâce à la politique budgétaire expansionniste. Malgré un PIB réel du secteur des hydrocarbures quasi-stable, la croissance économique devrait dépasser 3% en 2023.

Le regain d'activité est néanmoins modeste au regard du contexte favorable pour l'économie algérienne. Surtout, il reste fragile. En particulier, les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages pourraient être contre-productives car contrebalancées par les pressions inflationnistes qu'elles pourraient générer. L'inflation a légèrement reflué depuis le pic de 10,8% en g.a. atteint en juin 2022, mais elle demeure encore très élevée à 9,3% (Graphique 2). Pour le 19^e mois consécutif, les prix des biens alimentaires ont affiché une hausse supérieure à 10% en g.a. en janvier 2023. L'inflation hors alimentaire était quant à elle de 5,5%. En réalité, l'accélération de l'inflation est antérieure au choc de la guerre en Ukraine, soulignant son caractère partiellement endogène. Face à cela, la banque centrale semble décidée à maintenir son biais accommodant (taux directeur inchangé à 3% depuis mai 2020). Il s'agit d'une stratégie risquée au regard de la croissance déjà forte de la masse monétaire (+14,2% en septembre 2022) et du stimulus budgétaire à venir.

Adoptée en juin 2022, la nouvelle loi sur l'investissement est venue compléter un ensemble de mesures mises en place depuis 2019 pour stimuler le développement du secteur privé. Ces décisions vont dans le bon sens mais les résultats sont encore peu probants. La croissance du crédit bancaire au secteur privé demeure par exemple toujours atone (+3,9% en g.a. en termes nominaux en janvier 2023).

En supposant un moindre soutien de la politique budgétaire, un dynamisme toujours limité de l'investissement privé et un environnement international toujours fragile, une décélération de la croissance économique est attendue dès 2024. Les vulnérabilités macroéconomiques de l'Algérie pourraient alors s'accroître à nouveau.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



AFRIQUE DU SUD

UNE ÉCONOMIE PARALYSÉE PAR LES DÉLESTAGES ÉLECTRIQUES

Après des années de sous-investissements dans son réseau électrique, l’Afrique du Sud subit des délestages électriques quotidiens dont l’intensité n’a fait qu’augmenter sur les derniers mois. L’activité économique s’en trouve fortement impactée. Le rétablissement des capacités de production d’électricité sera lent, ce qui pèsera fortement en 2023 sur la croissance et sur la balance commerciale. Les contraintes sur l’offre contribueront à maintenir une inflation élevée, tandis que le taux de chômage est préoccupant. Dans ces conditions, le parti au pouvoir, l’ANC, sera poussé à revoir à la baisse sa trajectoire de consolidation budgétaire. Par ailleurs, la reprise partielle de la dette de l’entreprise d’électricité Eskom contribuera à augmenter fortement la dette publique.

Entre 1991 et 2021, Eskom n’a construit qu’une seule centrale électrique. Des années de corruption et de mauvaise gestion ont laissé à l’entreprise publique d’électricité une dette considérable qui l’a empêchée d’investir massivement dans la construction de nouvelles infrastructures et la maintenance nécessaire des anciennes. En conséquence, la production est désormais insuffisante pour répondre à la demande. Pour préserver le réseau électrique national, Eskom doit recourir à des coupures d’électricité volontaires, qui pèsent lourdement sur la croissance économique, les finances publiques et la stabilité politique du pays.

UN FREIN BRUTAL À LA CROISSANCE

En comparaison de la croissance anémique qu’a connue l’Afrique du Sud avant la pandémie de Covid-19 (1% en moyenne sur la période 2015-2019), le rebond de croissance de 4,9% en 2021 a constitué un record prometteur. Il s’est toutefois avéré de courte durée : rattrapée par des contraintes infrastructurelles connues de longue date, la croissance a brutalement ralenti à 2% en 2022, ramenant de justesse le PIB sud-africain à son niveau prépandémique à la fin de l’année.

L’année passée, l’activité économique a connu une évolution en dents de scie marquée par une première contraction au T2 (-0,8% t/t) imputable aux sévères intempéries qui ont frappé la région du KwaZulu-Natal, ainsi qu’aux premiers délestages électriques de grande intensité imposés par l’entreprise publique d’électricité Eskom. Le pays a enregistré un nombre record de 207 jours de délestage en 2022 (contre 75 en 2021), qui se sont accentués tant en fréquence qu’en intensité sur le dernier trimestre, qui a concentré 90 jours de délestages à lui seul. En conséquence, l’activité économique au T4 s’est de nouveau contractée (-1,3% t/t), et ce bien au-delà des prévisions des autorités sud-africaines.

Les secteurs primaire et secondaire sont menacés par les délestages électriques les plus intenses. Plus particulièrement, le secteur minier s’est contracté de 7% en 2022, également freiné par les défaillances logistiques et la grève du transporteur public Transnet en octobre dernier. Le secteur secondaire s’est contracté de 0,9%, plombé par le déclin du secteur de la construction depuis 2017. Ainsi, seul le secteur tertiaire s’est révélé vecteur de croissance en 2022, soutenu par les activités de la finance (+3,9%) et du commerce (+3,5%).

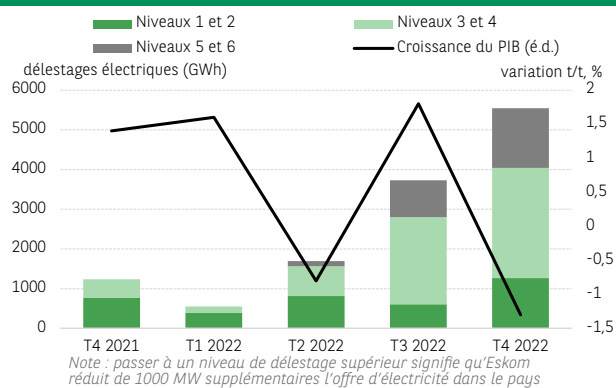
Sur l’ensemble de l’année calendaire, malgré l’environnement adverse, la croissance de l’investissement a accéléré à 4,7%. Toutefois, il s’agit principalement d’un effet rebond après une croissance quasi nulle (+0,2%) en 2021, puisque la formation brute de capital fixe est restée en 2022 10% inférieure à son niveau de 2019. La consommation des ménages s’est montrée robuste (+2,6%), alors qu’elle avait déjà enregistré un solide rebond de 5,6% en 2021. Elle dépasse ainsi de 2% son niveau de 2019. L’inflation s’est pourtant maintenue à un niveau élevé. Depuis mai 2022, elle se situe au-dessus de la borne supérieure de la cible de la Banque centrale (6%), propulsée par la hausse des prix des matières premières et la persistance des goulots d’étranglement dans le pays. La Banque centrale a donc été contrainte de relever de 350 points de

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-6,3	4,9	2,0	0,2	1,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,3	4,6	6,9	6,1	5,4
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-9,8	-5,1	-4,6	-4,5	-4,6
Dette du gouv. central, % du PIB (1)	70,7	68,0	70,1	70,6	71,1
Solde courant, % du PIB	2,0	3,7	-0,5	-1,6	-1,8
Dette externe, % du PIB	47,3	39,4	40,6	41,2	41,3
Réserves de change, mds USD	54,2	55,5	59,0	60,2	61,4
Réserves de change, en mois d’imports	8,2	6,4	5,1	5,0	4,8

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

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

AFRIQUE DU SUD : LES DÉLESTAGES ÉLECTRIQUES ONT AUGMENTÉ EN FRÉQUENCE ET EN INTENSITÉ



Note : passer à un niveau de délestage supérieur signifie qu’Eskom réduit de 1000 MW supplémentaires l’offre d’électricité dans le pays

GRAPHIQUE 1

SOURCES : CSIR, STATS SA

base son taux directeur au cours des douze derniers mois pour le porter à 7,75% fin mars. Malgré ces interventions, la hausse des prix a continué de se propager à tous les secteurs de l’économie : l’inflation a légèrement réaccélééré à 7% en glissement annuel au mois de février, portée par l’inflation des prix des produits alimentaires (+13,6%) et dans le secteur des transports (+9,9%). Elle ne devrait se résorber que très lentement dans les prochains mois, contraignant la Banque centrale à maintenir le taux directeur autour de son niveau actuel jusqu’à la fin de l’année.

Les perspectives de croissance à court et moyen termes sont fortement impactées par la pénurie d’électricité. La Banque centrale sud-africaine estime qu’elle coûterait à la croissance 2 points de PIB en 2023, pour 250 jours prévus de délestage. Malgré la déclaration en février dernier



d'un état de catastrophe nationale permettant d'accélérer le développement des projets générateurs d'énergie et d'ouvrir le réseau de distribution d'électricité au secteur privé, la reconstitution des capacités de production sera lente et incertaine.

UNE OPPORTUNITÉ MANQUÉE POUR LES EXPORTATIONS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Après la contraction brutale de l'économie au T2 2020, les exportations avaient constitué le moteur de la reprise économique post-covid. Portées par la flambée des prix des matières premières, elles avaient permis d'inverser la tendance de la balance commerciale, structurellement déficitaire, et de générer des excédents commerciaux historiquement élevés. Cependant, depuis le début de la guerre en Ukraine, le solde commercial en somme glissante sur 12 mois s'est progressivement érodé, jusqu'à revenir fin 2022 à son plus bas niveau observé depuis septembre 2020.

La tendance s'explique d'abord par la hausse soutenue des volumes d'importations, en croissance annuelle de 14,2%, combinée à la dégradation des termes de l'échange. En particulier, la hausse des cours mondiaux pèse lourdement sur les importations de pétrole en valeur, qui ont augmenté de 79% en g.a. en décembre et représentaient 23% du total des importations au T4 2022. Les prochains mois risquent, en outre, de voir la demande augmenter. En effet, Eskom limite l'intensité des délestages électriques dans les moments les plus critiques par le recours à des générateurs électriques fonctionnant à l'essence. En parallèle, les exportations enregistrent des taux de croissance plus faibles que les importations depuis juin 2021, plombées notamment par la forte contraction du secteur minier. Ainsi, 2022 a sonné le glas des excédents de compte courant que l'on avait observés depuis le début de la pandémie. Le déficit courant devrait se creuser en 2023, puisque les contraintes accrues pesant sur le secteur primaire et ses exportations ne permettront pas à l'Afrique du Sud de bénéficier pleinement des cours encore élevés des matières premières et de la réouverture de la Chine.

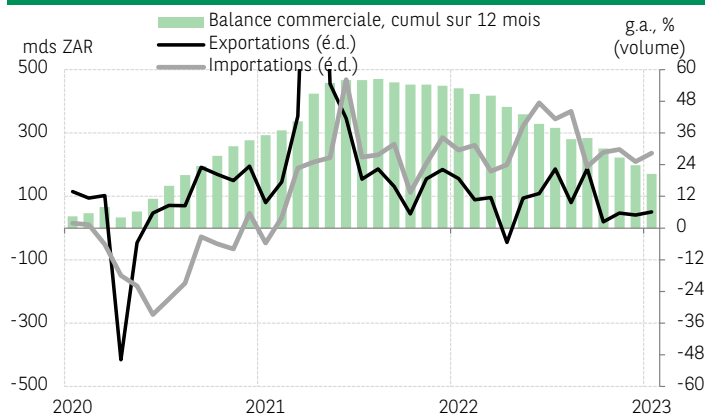
LE POIDS SUR LES FINANCES PUBLIQUES

La résolution de la crise énergétique que traverse l'Afrique du Sud pèsera directement sur la trajectoire de la dette publique du pays. Eskom a accumulé une dette équivalant à 6% du PIB sud-africain qui l'a laissée exsangue. Pour qu'elle puisse continuer d'opérer, le gouvernement a annoncé une reprise partielle de 60% du stock de cette dette. Cette reprise s'étendra progressivement sur les trois prochaines années à travers des prêts à taux nuls et d'un transfert de dette direct qui interviendra au cours de l'année budgétaire 2025/26. Par conséquent, la dette publique va augmenter considérablement à moyen terme, alors qu'elle atteint déjà 70% du PIB à la fin de l'année fiscale 2022/23.

Par ailleurs, dans cet environnement économique détérioré, l'optimisme persistant du gouvernement quant à la trajectoire de réduction des déficits budgétaires est à prendre avec précaution. L'arrêt brutal de la croissance en 2023 pèsera fortement sur les recettes du gouvernement, et participera à la détérioration du déficit budgétaire au-delà des 3,9% envisagés par le gouvernement pour l'année fiscale 2023/24.

En outre, les risques de dérapage budgétaire sont nombreux et se matérialisent déjà. En février dernier, lors de la présentation de son budget pour l'année fiscale à venir, le gouvernement misait sur une réévaluation des salaires de la fonction publique de 4,7%. Toutefois, les négociations avec les syndicats ont été houleuses. Alors qu'elles sont sur le point d'être conclues, le gouvernement a finalement proposé une augmentation des salaires de 7,5%, qui pèsera fortement sur la trajectoire du solde budgétaire. En outre, les syndicats souhaitent signer un accord pour deux ans seulement, contre une durée habituelle de trois, ce qui augmenterait l'incertitude à moyen terme. Il apparaît

AFRIQUE DU SUD : LA FIN DU BOOM DES EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : SARS

peu probable que le gouvernement puisse limiter ses autres postes de dépenses pour compenser cet imprévu. L'allocation sociale temporaire introduite en 2020 en réponse au choc pandémique a été prolongée jusqu'en mars 2024. Sa pérennisation est de plus en plus envisagée compte tenu de la stagnation du marché du travail, grevé par un taux de chômage inquiétant (32,7% au T4 2022). Couplés à une inflation élevée, l'ensemble de ces facteurs pèse fortement sur la popularité de l'ANC, qui traverse une crise profonde.

UNE CRISE POLITIQUE

La crise des délestages électriques a dès le début pris la tournure d'une crise politique majeure. Elle est devenue le symbole des difficultés du gouvernement à faire passer des réformes significatives, en attestent la multiplication des instances de supervision d'Eskom, la création d'un nouveau ministère de l'Électricité, et la déclaration d'un état de catastrophe nationale sévèrement critiqué.

Cette paralysie érode profondément le soutien de la population à l'ANC, alors que celui-ci avait déjà atteint son plus faible niveau historique lors des dernières élections locales de 2021. D'après les derniers sondages, les électeurs se détournent massivement de l'ANC en raison de la persistance des délestages électriques. Le parti au pouvoir pourrait ne pas parvenir à constituer une majorité lors des prochaines élections générales de 2024 au vu de sa cote de popularité actuelle.

La réélection du président Cyril Ramaphosa à la tête de l'ANC en décembre dernier assure à court terme la poursuite de la lutte contre la corruption. Cependant, dans la course à la présidence, les défis seront nombreux pour l'ANC. Sa priorité de limiter l'intensité des délestages électriques via des importations massives de pétrole, afin de préserver son électorat, constitue un risque supplémentaire pesant sur le budget et le succès de cette approche sera déterminant dans les alliances que le parti devra former pour se maintenir au pouvoir. Une coalition avec le parti politique Economic Freedom Fighters, souhaitée par une frange plus radicale de l'ANC, pourrait mettre en péril les ambitions de réformes et de lutte contre la corruption. Elle enverrait aussi un signal négatif aux marchés internationaux, et ce alors que le GAFI vient de mettre l'Afrique du Sud sur liste grise pour son manque de transparence dans la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

Lucas PLE

lucas.ple@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
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

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

ECOFFLASH

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 Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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 : Bleakstar



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change