

ECO EMERGING

3^e trimestre 2019 (achevé de rédiger le 12 juillet 2019)

Editorial

Hausse des inquiétudes sur la croissance

Les inquiétudes sur la croissance des pays avancés et des pays émergents remontent en raison des statistiques économiques et, plus important encore, d'une incertitude toujours très élevée...

p.2



Chine

p.4

Coup dur



Inde

p.6

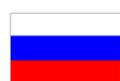
Large victoire de Modi dans un contexte économique plus difficile



Brésil

p.8

Sur une pente glissante



Russie

p.10

Une croissance à la peine



Turquie

p.12

Eviter la rechute



Roumanie

p.14

Une situation contrastée



Mexique

p.16

Désillusions



Indonésie

p.18

Bonne résistance



Vietnam

p.20

Le secteur exportateur résistant face aux chocs externes



Arabie saoudite

p.22

Premiers signes de reprise



Emirats Arabes Unis

p.24

En quête d'un second souffle



Tunisie

p.26

Fragile stabilisation

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

Eco
EMERGING



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Editorial

Hausse des inquiétudes sur la croissance

Les inquiétudes sur la croissance des pays avancés et des pays émergents remontent en raison des statistiques économiques et, plus important encore, d'une incertitude toujours très élevée. Cette dernière est liée à la confrontation entre les Etats-Unis et la Chine sur le dossier du commerce. C'est ce qui ressort des données chinoises tandis qu'aux Etats-Unis, les données empiriques se multiplient concernant l'impact négatif de cet affrontement sur l'activité et le secteur agricole. Prenant acte de ces évolutions, la Réserve fédérale américaine a indiqué que les taux allaient être abaissés, une information saluée par le marché actions. La BCE a également modifié son message : comme le risque est orienté à la baisse et que l'inflation stagne, un assouplissement plus prononcé lui semble désormais nécessaire.

■ Nouveaux records

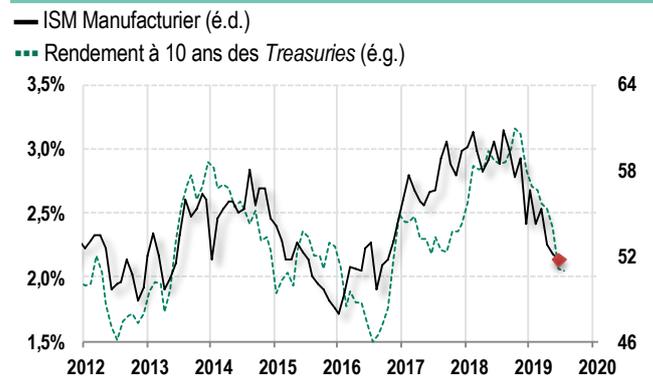
Alors que le S&P 500 atteignait de nouveaux sommets, les rendements des *Treasuries* reculaient, sous l'effet conjugué de la révision des perspectives concernant la trajectoire de la politique monétaire et des nouveaux replis de la prime de terme. D'après les calculs de la Réserve fédérale de New York, cette prime, que les investisseurs sont censés percevoir au titre du risque de durée, a atteint un plus bas record de -90 points de base au début du mois de juillet. Comme le montrent les graphiques, la baisse des rendements des obligations américaines a, et c'est assez compréhensible, reproduit la chute de l'Indice des directeurs d'achat (ISM) pour le secteur manufacturier. La coïncidence entre un record de hausse pour le marché actions et un record de baisse de la prime de terme crée un certain inconfort : le repli des rendements obligataires reflète une inquiétude à l'égard des perspectives économiques, de sorte qu'on peut se demander combien de temps encore le marché actions sera épargné. Le recul des rendements américains s'est accompagné d'un repli considérable des rendements du Bund, en territoire négatif, ainsi que des rendements sur les autres marchés obligataires de la zone euro. Outre la corrélation transatlantique habituelle, la modification du message envoyé par la BCE, à l'occasion du discours de son président à Sintra fin juin, a joué un rôle décisif : il faut s'attendre à un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

■ Des inquiétudes sur la croissance grandissantes

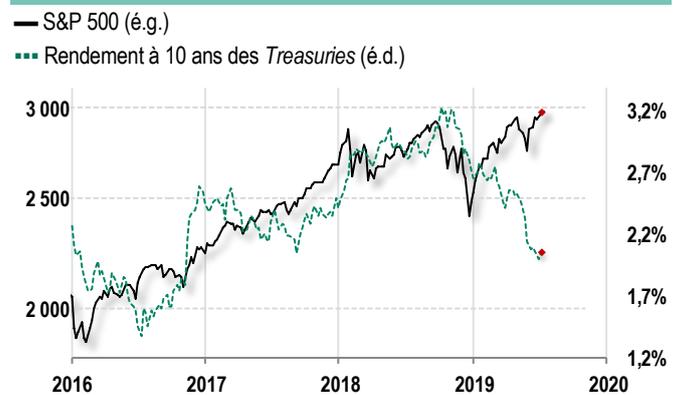
Aux Etats-Unis, après le soulagement suscité par les données du premier trimestre, les préoccupations relatives à la croissance sont reparties à la hausse. Certes, le rythme des créations d'emplois reste, globalement, soutenu mais l'investissement marque le pas. Les signaux envoyés par le marché (inversion de certaines parties de la courbe de taux) ou les enquêtes auprès des entreprises, font craindre une récession. Les Etats-Unis ont beau être entrés dans leur 121^e mois d'expansion, l'heure n'est plus aux réjouissances. Dans la zone euro, le secteur manufacturier, en particulier en Allemagne, reste sous pression, tandis que les services continuent d'afficher une bonne tenue. En France, on note une certaine amélioration.

Dans les pays émergents, le ralentissement de la croissance se poursuit et risque même de s'accroître d'ici à la fin de l'année. La guerre des droits de douane entre les Etats-Unis et la Chine n'a fait qu'aggraver le retournement à la baisse des échanges commerciaux intra-asiatiques, initié courant 2018.

Rendement des *Treasuries* vs ISM Manufacturier



S&P 500 vs Rendement des *Treasuries*



Malgré les annonces de poursuite/relance des négociations, la demande extérieure restera un frein puissant à la croissance des pays émergents non seulement en Asie mais aussi en Amérique latine, en Afrique et au Moyen-Orient. D'ailleurs, les prix des métaux et du pétrole sont, en tendance, orientés à la baisse depuis, respectivement, la mi-2018 et le dernier trimestre 2018, et les prix des matières premières agricoles sont, en moyenne, toujours étals depuis la mi-2015. La convalescence difficile de nombre de pays producteurs de matières premières risque donc de se prolonger.



La reconduction de l'accord OPEP+ témoigne de la situation compliquée des pays producteurs de pétrole.

A l'exception des pays d'Europe centrale, il ne faut pas trop compter sur le soutien de la demande intérieure notamment chez les poids lourds (Chine, Inde, Brésil, Russie, Mexique, Turquie, Afrique du Sud, pays du GCC dans leur ensemble). D'une part, la politique monétaire y est, au mieux, très prudente. D'autre part, les marges de manœuvre budgétaires existent seulement en Chine, en Russie, en Turquie et dans les pays du GCC mais leur utilisation n'est pas sans conséquence, soit sur la dynamique de la dette (Arabie Saoudite), soit sur la stabilité financière (Turquie). Elles seront donc utilisées avec parcimonie.

■ Point de bascule

La question qui se pose pour les prochains mois est de savoir si on se dirige vers un point de bascule. Les fondamentaux (marché du travail, progression du revenu, croissance bénéficiaire des entreprises, taux d'intérêt) sont, dans l'ensemble, toujours satisfaisants, mais une période prolongée d'incertitude pourrait en limiter l'influence sur la croissance, ce qui pourrait à son tour peser sur la confiance et le comportement du marché et déclencher une boucle de rétroaction négative. La diminution de l'incertitude aurait manifestement pour effet de stimuler la confiance et de susciter un rebond de la croissance. Les négociateurs commerciaux devraient avoir cela à l'esprit lors de leur prochaine réunion.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



Chine

Coup dur

Le secteur exportateur subit de plein fouet les effets des mesures tarifaires américaines, la consommation privée marque le pas, et l'investissement ralentit en conséquence. Alors que la demande interne pourrait montrer des signes d'amélioration à court terme grâce aux mesures d'assouplissement monétaire et de relance fiscale, les perspectives d'exportation dépendent des négociations entre Pékin et Washington, dont le résultat reste très incertain. Les autorités devraient faire un usage limité de la politique de change afin de ne pas créer de source d'instabilité financière. En outre, l'excédent courant s'est redressé depuis quelques mois.

La croissance chinoise continue de ralentir. Après quatre trimestres de décélération, la progression du PIB réel s'est stabilisée à 6,4% en glissement annuel (g.a.) au T1 2019, mais s'est de nouveau inscrite en baisse au deuxième trimestre. Les difficultés du secteur exportateur sont le premier facteur de ralentissement de l'activité, auquel s'ajoute la performance très terne de la demande interne.

■ Secteur exportateur sous le choc

La hausse des droits de douane américains sur les achats de biens chinois constitue un sérieux coup dur pour les entreprises exportatrices, d'autant plus qu'elles ont été introduites dans un contexte mondial déjà marqué par le ralentissement des échanges commerciaux. En plus des conséquences directes sur les livraisons de marchandises de la Chine vers les Etats-Unis, les tensions entre les deux pays et la montée du protectionnisme ont commencé à peser indirectement sur la demande mondiale via des effets sur la confiance des entreprises et l'investissement. Les effets en cascade des hausses des droits de douane à travers les chaînes de valeur en Asie sont également rapidement apparus.

L'évolution des exportations chinoises est passée de +14% en g.a. au S1 2018 à +8% au S2, puis est devenue légèrement négative sur les cinq premiers mois de 2019. Elle est tirée à la baisse par la contraction des exportations vers les Etats-Unis : à USD 480 mds en 2018 selon l'Administration générale chinoise des douanes (19% des exportations de la Chine), elles ont chuté de 9% sur les cinq premiers mois de 2019 (graphique 2). Les importations américaines des biens chinois ayant subi une hausse des droits de douane de 25% dès juillet-août 2018 (environ USD 50 mds) se sont rapidement contractées. Leur baisse atteignait environ 30% en g.a. sur les quatre premiers mois de 2019. Les USD 200 mds d'importations des biens ayant subi une hausse de 10% en septembre 2018, passée à 25% en mai 2019, ont également rapidement chuté (après une période de rebond au T3 2018 en anticipation des mesures tarifaires). Leur baisse dépassait déjà 20% en g.a. sur les quatre premiers mois de l'année, et elle s'est très certainement aggravée en mai-juin.

Les exportations de la Chine vers la région Asie (48% de ses exportations) sont également en baisse depuis décembre (-2% en g.a.), signe d'une transmission rapide des mesures protectionnistes américaines sur les autres partenaires commerciaux insérés dans les chaînes de valeur régionales. Les exportations vers l'Europe (19% des exportations totales) continuent d'augmenter, mais ont néanmoins perdu en vigueur depuis six mois, progressant de 7% en g.a. en moyenne contre 11% au cours des six mois précédents.

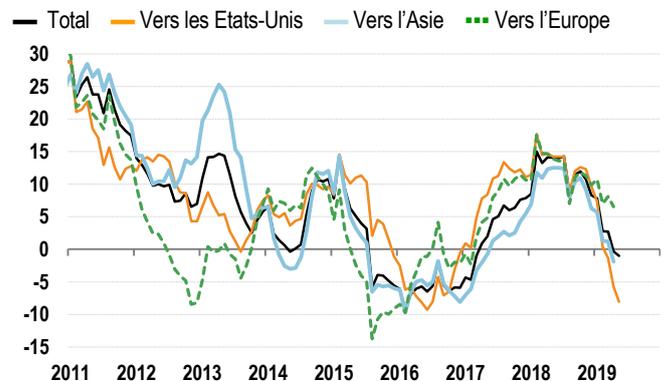
1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	6,8	6,6	6,2	6,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	2,1	2,2	2,6
Solde budgétaire réalisé, % du PIB	-3,7	-4,2	-4,4	-4,5
Dettes du gouvernement central, % du PIB	16,4	16,6	19,6	22,1
Balance courante, % du PIB	1,6	0,4	0,1	-0,5
Dettes externes totales, % du PIB	14,4	14,5	14,0	14,0
Réserves de change, mds USD	3 140	3 073	3 087	3 100
Réserves de change, en mois d'imports	17,0	14,5	14,5	14,0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,5	6,9	6,9	6,7

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Les exportations de marchandises se réduisent

Exportations en USD, glissement annuel, %, moyenne mobile 6 mois



Source : Administration générale chinoise des douanes

■ Ralentissement marqué de la consommation privée

La consommation privée marque le pas. La progression des ventes au détail a atteint un nouveau point bas en avril-mai 2019, de 7,9% en g.a. en valeur (contre 9% en moyenne en 2018) et 5,8% en volume (contre 7% en 2018). Alors que la contraction des achats d'automobiles (-3% en 2018 et -13% en g.a. en janvier-mai 2019) a lourdement pesé sur la performance globale (elles représentent environ 10% de la valeur totale des ventes au détail), d'autres secteurs ont subi un affaiblissement de leurs ventes, notamment les biens d'équipement (en lien avec le repli des transactions immobilières) et les produits de loisir. La progression des ventes de



biens par internet s'est modérée depuis le S2 2018, mais elle reste robuste (+22% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2019). De même, la consommation de services reste dynamique (elle représenterait actuellement près de la moitié des dépenses totales de consommation interne), mais son ralentissement semble néanmoins s'être accentué au cours des derniers mois.

La mauvaise performance de la consommation privée est inquiétante, car elle retarde le processus de rééquilibrage de l'économie à un moment où la Chine fait face à des conditions externes très défavorables. La morosité des consommateurs chinois est elle-même en partie liée aux difficultés du secteur exportateur et à leurs conséquences sur la confiance et le marché du travail. De fait, la sous-composante « emplois » de l'indice PMI du secteur manufacturier publié par le Bureau statistique chinois se détériore rapidement depuis septembre 2018 et a atteint un point bas en juin 2019 (à 46,9 contre une moyenne de 48,9 sur la période 2017-2018).

L'inflation des prix à la consommation a accéléré, atteignant 2,6% en g.a. en mai-juin 2019 contre 2,3% en moyenne en 2018 et 1,6% en 2017. Elle a été principalement tirée par la forte hausse des prix alimentaires depuis trois mois (+6,9% en g.a. en avril-mai, contre 1,8% en moyenne en 2018) alors que l'inflation sous-jacente a légèrement baissé, de 1,8% fin 2018 à 1,6% en mai 2019, signe du manque de dynamisme de la demande interne. Les tensions inflationnistes ne devraient donc pas gêner le biais accommodant de la politique monétaire à court terme, mais elles pèseront sur les revenus réels. La hausse du revenu disponible par tête a déjà ralenti l'an dernier, passant de 7,3% en 2017 en termes réels à 6,5% en 2018, et 6,8% en g.a. au T1 2019.

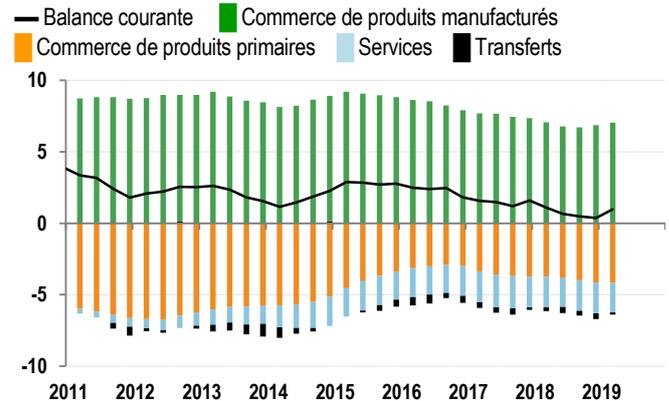
Enfin, le ralentissement de la consommation s'explique aussi par la moindre progression des prêts immobiliers et du crédit à la consommation. Celle-ci découle du maintien de règles prudentielles encore relativement strictes pour encadrer l'activité sur le marché immobilier, du resserrement réglementaire dans le secteur financier réalisé depuis fin 2016, et des mesures de répression plus récemment introduites pour réduire le nombre de plateformes P2P de prêts entre particuliers. Parallèlement, le poids de la dette des ménages s'est alourdi au cours des dernières années, ce qui a pu commencer à peser sur leur consommation. La dette des ménages représentait 53% du PIB à la fin de 2018, contre 49% fin 2017 et 33% fin 2013.

En réponse à l'affaiblissement des exportations et de la consommation privée, l'investissement a également ralenti sur les cinq premiers mois de l'année, notamment dans le secteur manufacturier (+3,2% en g.a. en valeur, contre 6,2% en 2018).

Le ralentissement de la croissance économique devrait se poursuivre à très court terme. Les perspectives d'exportation sont très incertaines, les sources de désaccord entre Washington et Pékin restant très fortes malgré la reprise attendue des négociations. Du côté de la demande interne, les principaux facteurs à l'origine du ralentissement de la consommation privée devraient persister. Néanmoins, les ménages et les entreprises pourraient bientôt commencer à accroître leurs dépenses en réponse aux mesures de

3- L'excédent courant se maintient

% of GDP, moyenne mobile 4 trimestres



Source : SAFE

relance fiscale lancées depuis le début de 2019 et à la poursuite d'un assouplissement prudent de la politique de crédit.

■ Détérioration limitée des comptes externes

La politique de change devrait également rester prudente. Depuis l'an dernier, les autorités chinoises ont réagi aux mesures tarifaires américaines en laissant s'affaiblir le yuan par rapport au dollar (de 9,1% entre fin mars 2018 et fin décembre, puis de 2,5% en mai 2019). Ces épisodes de dépréciation permettent de compenser partiellement les effets des hausses de droits de douane sur les exportateurs. Ils pourraient se répéter, mais devraient néanmoins rester d'ampleur modérée, temporaires et suivis de mouvements de légère réappréciation. Une dépréciation trop rapide du yuan pourrait en effet provoquer des périodes d'instabilité financière et de sorties de capitaux, que Pékin souhaite éviter.

La dynamique récente des comptes externes tend, pour le moment, à réduire les pressions à la baisse sur le yuan. L'excédent commercial, qui avait diminué rapidement en 2018, s'est de nouveau élargi depuis le début de 2019 (USD 131 mds sur les cinq premiers mois de l'année, contre USD 102 mds sur la même période en 2018) malgré la mauvaise performance des exportations. Les importations ont en effet diminué plus fortement étant donné les moindres besoins d'intrants dans l'industrie, l'affaiblissement de la demande interne et la baisse des prix des matières premières. Le déficit de la balance des services reste important du fait du dynamisme du tourisme chinois à l'international, mais il est resté stable et proche de 2% du PIB depuis l'an dernier. Au final, l'excédent courant, qui s'est réduit de 1,6% en 2017 à 0,4% en 2018, s'est redressé légèrement au T1 2019 (graphique 3). Du côté du compte financier, les flux nets de capitaux ont été relativement stables depuis le début de 2019. Les réserves de change ont d'ailleurs légèrement augmenté, pour atteindre USD 3100 mds fin mai 2019.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Inde

Large victoire de Modi dans un contexte économique plus difficile

Narendra Modi a remporté une large victoire aux élections générales, asseyant encore davantage sa légitimité. Son parti dispose d'une forte majorité à la chambre basse du Parlement et il pourrait devenir majoritaire à la chambre haute fin 2020 s'il parvient à conserver le pouvoir dans les prochains Etats qui organiseront des élections législatives. La situation économique du pays n'était pourtant pas très favorable au Premier ministre en cette fin de mandat. La croissance a fortement ralenti au dernier trimestre de l'année 2018/2019 et les perspectives ont été revues à la baisse. Le gouvernement devra accélérer le processus de réforme pour accroître le rythme des créations d'emplois et favoriser les investissements étrangers.

■ Net ralentissement de la croissance

Au quatrième trimestre de l'exercice budgétaire 2018/2019, qui s'est achevé le 31 mars 2019, la croissance économique indienne a enregistré son plus fort ralentissement en cinq ans. Elle n'a été que de 5,8% en glissement annuel (g.a.) contre 7,2% un an plus tôt. Ce ralentissement s'explique en partie seulement par un effet de base défavorable. Il résulte essentiellement de la forte décélération des investissements dans un contexte économique et financier moins favorable. Après cinq trimestres consécutifs de croissance supérieure à 10%, ils n'ont augmenté que de 3,6% en g.a. alors que les taux d'utilisation des capacités de production restent élevés.

La consommation des ménages a également ralenti (+7,2% en g.a.), mais dans une moindre mesure (-1 point de pourcentage par rapport au trimestre précédent). Finalement, en dépit d'un ralentissement modeste des exportations de biens et services (+10,6% en g.a.), la contribution des exportations nettes à la croissance est restée négative. L'activité est demeurée dynamique dans les services mais a ralenti sensiblement dans le secteur manufacturier et celui de la construction alors qu'elle s'est contractée dans l'agriculture.

Les premiers indicateurs d'activité disponibles ne laissent pas envisager à ce jour de rebond marqué au premier trimestre de l'exercice 2019/2020 (d'avril à juin 2019). Globalement, même si la production industrielle a légèrement accéléré en avril, et si les indices de confiance des entrepreneurs se sont améliorés en mai, d'autres indicateurs viennent nuancer cette bonne nouvelle. La production et les importations de biens en capital ont continué de baisser, ne laissant pas entrevoir d'accélération des investissements. Par ailleurs, la production de biens de consommation durable est restée extrêmement faible et, en avril, les ventes automobiles se sont contractées pour le sixième mois consécutif. Finalement, l'activité dans le secteur de la construction n'a pas rebondi au vu du ralentissement des productions de ciment et d'acier en avril.

Les risques sur la croissance sont élevés. La banque centrale a révisé à la baisse ses prévisions pour 2019 de 0,2 point de pourcentage (pp) à 7%. Aussi, pour soutenir l'activité économique, elle a procédé à trois baisses de ses taux directeurs de 25 points de base chacune depuis le début de l'année (abaissant le taux repo à 5,75%). En outre, même si les pressions inflationnistes ont légèrement augmenté depuis le début de l'année 2019 (+3% en mai en g.a.), elles restent bien en deçà de l'objectif de 4% de la banque

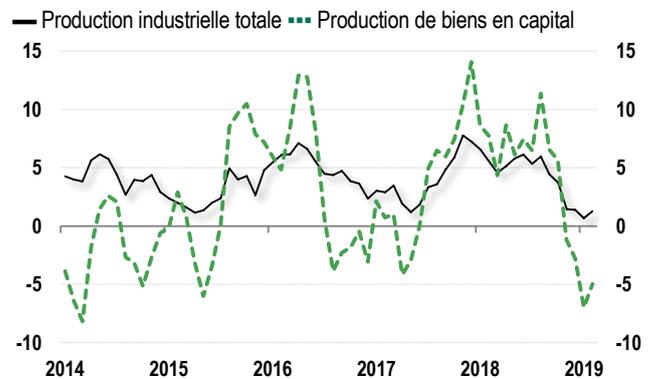
1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel ⁽¹⁾ , variation annuelle (%)	7,2	6,8	7,1	7,3
Inflation moyenne ⁽¹⁾ (CPI, %)	3,6	3,4	3,5	4,2
Solde budgétaire gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	-3,5	-3,4	-3,4	-3,2
Dette gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	45,6	44,6	44,2	43,8
Solde courant ⁽¹⁾ / PIB (%)	-1,8	-2,1	-2,0	-2,2
Dette extérieure ⁽¹⁾ / PIB (%)	20,0	20,0	20,1	20,8
Réserves de change, mds USD	409	393	440	465
Réserves de change, en mois d'imports	11,5	9,1	9,4	9,3
Taux de change USDINR (fin d'année)	63,9	71,0	73,5	76,5

(1) : année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1
e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Production industrielle

Glissement annuel, moyenne sur trois mois, %



Source : CEIC

centrale. A ce jour, l'assouplissement monétaire s'est traduit par une baisse des taux d'intérêt moyens sur les nouveaux prêts de seulement 21 pb. Par ailleurs, les contraintes de liquidités supportées par les sociétés financières non bancaires pourraient commencer à peser sur l'investissement.

Pour soutenir durablement la croissance et stimuler les créations d'emplois – qui n'étaient que de 6 millions par an en moyenne au cours du premier mandat de N. Modi, alors que la population active augmentait en moyenne de 8 millions par an – le nouveau gouvernement doit accroître le niveau de qualification de la population et développer les infrastructures. Or, même si le déficit budgétaire a fortement baissé, la base fiscale reste très insuffisante pour permettre d'importantes dépenses.



■ Ralentissement des crédits des NBFC

Le ralentissement des crédits octroyés par les institutions financières non bancaires (*Non-banking financial companies*, NBFC) et la hausse de leur coût de financement, qu'elles ont répercutée sur les coûts du crédit, pourraient expliquer une partie du ralentissement des investissements. En dépit de l'accélération de la croissance des crédits octroyés par les banques depuis avril 2018 (conjointement à la consolidation de leur situation financière), le taux de croissance global du crédit (+10% en avril en g.a) a ralenti d'un point de pourcentage en un an.

Depuis septembre 2018, le rythme de croissance du crédit octroyé par les NBFC a sensiblement ralenti (+13% y-o-y au T4 FY2018/2019 vs +24% un an plus tôt). Ce mouvement reflète les difficultés de financement rencontrées par ces organismes depuis le défaut de *Infrastructure Leasing & Financial Services*. Or, la banque centrale a rappelé en mai 2019 l'importance de ces institutions dans le financement d'une partie de l'économie¹ et a incité les banques à compenser, au moins en partie, la forte baisse de financement via les fonds commun de placement et les émissions de billets de trésorerie. La part des crédits bancaires octroyés aux NBFC a ainsi augmenté de 1,4 pp au cours des douze derniers mois pour atteindre 7,3% en avril.

Fin mars 2019, la banque centrale estimait que la situation financière des NBFC restait globalement solide, bien qu'elle se soit dégradée au cours des douze derniers mois. Leurs créances douteuses représentaient 6,6% de leurs prêts (vs 5,8% un an plus tôt) et leur ratio de solvabilité s'élevait à 19,3%. A titre de comparaison, ces ratios sont plus dégradés pour les banques dans leur ensemble, bien qu'en nette amélioration depuis mars 2018 : pour ces dernières, le ratio de créances douteuses s'élevait encore à 9,3%² et le ratio de solvabilité était de 14,2%. Pour consolider la situation des NBFC et réduire leur risque de liquidité, la banque centrale a décidé de renforcer la réglementation. Jusqu'à présent, elles devaient respecter des règles prudentielles en matière de fonds propres et de provisionnement des actifs à risque. Elles devront respecter des ratios de liquidité à partir d'avril 2020.

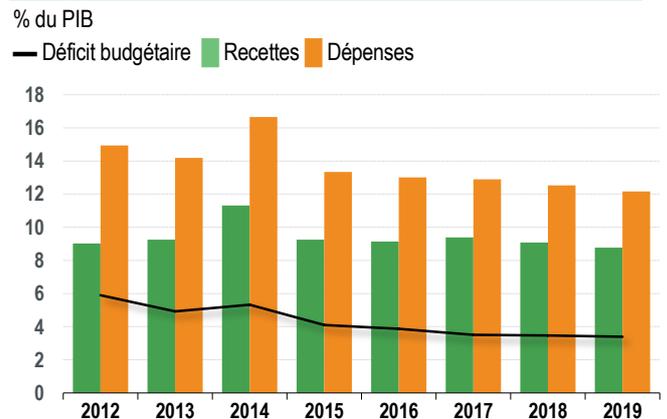
■ Finances publiques 2019 : forte baisse des recettes

Sur l'exercice 2018/2019 achevé au 31/03/2019, le gouvernement est parvenu à réduire son déficit budgétaire et son déficit primaire rapporté de respectivement 0,1 et 0,3% points de pourcentage de PIB. Le déficit budgétaire a été abaissé à 3,4% du PIB, un niveau jamais atteint depuis 2008. Ce bon résultat est toutefois à nuancer. En effet, rapportées au PIB, les recettes du gouvernement ont baissé de 0,3 pp par rapport à l'exercice précédent et s'élevaient à seulement 8,8% du PIB (0,4 pp de moins que ce que prévoyait le ministère des Finances en février), la plus mauvaise performance jamais enregistrée. Cette baisse relative s'explique presque exclusivement par la diminution des taxes douanières, conséquence du ralentissement des échanges commerciaux alors que les

¹ La part des crédits octroyés par les NBFC est estimée à 14,8% des crédits totaux en mars 2019.

² Le ratio de créances douteuses atteignait encore 12% au sein des banques publiques en mars 2019.

3- Finances publiques



Sources : Treasury, CEIC

prélèvements directs, notamment sur les entreprises, ont augmenté (reflet de leur meilleure santé financière). L'écart de revenus avec la cible du gouvernement s'explique surtout par les recettes de TVA décevantes, qui, bien qu'en hausse, n'ont atteint que 2,4% du PIB, soit 1 pp de moins que la cible (déjà révisée à la baisse en février).

Pour parvenir à réduire son déficit budgétaire, le gouvernement a donc été contraint de contenir, pour la cinquième année consécutive, ses dépenses hors intérêts qui ont atteint seulement 9,1% du PIB, soit 1,5 pp de moins qu'il y a cinq ans. Néanmoins, les dépenses d'investissement, bien qu'encore insuffisantes et inférieures à leur cible, ont augmenté de 0,1 pp à 1,6% du PIB.

Au-delà des évolutions en demi-teinte du déficit budgétaire, le ratio de dette du gouvernement rapportée au PIB a continué de baisser pour atteindre 47,9% du PIB. Mais dans le même temps, la dette des Etats aurait continué à augmenter selon les prévisions du ministère des Finances, limitant la baisse de la dette publique qui atteignait toujours 67,3% du PIB.

■ Victoire très confortable de Narendra Modi

Le parti de Narendra Modi, le *Bharatiya Janata Party* (BJP), a remporté lors des élections générales d'avril-mai, une victoire encore plus confortable qu'il y a cinq ans. Sur les 542 sièges qui composent actuellement la chambre basse du Parlement, le BJP en a remporté 303 (vs 268 à la veille des élections). Son parti de coalition, *National Democratic Alliance* (NDA), détient désormais 65,9% des sièges. Toute la question est de savoir s'il disposera d'une majorité à la chambre haute du Parlement afin de mettre en place de nouvelles réformes (en particulier celle sur l'acquisition des terres). A ce jour, le NDA ne détient que 34,7% des sièges. Néanmoins, d'ici la fin 2020, 43 sièges seront renouvelés dans les Etats actuellement gouvernés par le NDA. Narendra Modi pourrait obtenir la majorité d'ici 18 mois, si son parti conserve le pouvoir dans ces Etats (suite aux élections législatives qui se dérouleront au cours des prochains mois, notamment dans le Maharashtra).

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Brésil

Sur une pente glissante

L'économie brésilienne a subi un coup d'arrêt. L'économie s'est contractée au premier trimestre et les signes de faiblesse se confirment et se multiplient : l'investissement et les exportations sont en repli tandis que les dépenses des ménages, pourtant soutenues par le crédit, ralentissent. La confiance des entreprises et des ménages est entamée par la lenteur des réformes et la dégradation de l'image du gouvernement. Dans ce contexte de récession, les perspectives de croissance ont été largement revues à la baisse. Seul point positif, le projet de réformes du système de sécurité sociale et des retraites connaît des avancées notables avec un premier vote favorable à la Chambre des députés.

■ Trou d'air conjoncturel

Le ralentissement de l'économie brésilienne observé fin 2018 s'est accentué avec une chute de l'activité au T1 2019 pour la première fois depuis le T4 2016. Le PIB réel s'est contracté de 0,2% sur un trimestre en données cvs, de sorte que le rythme de la croissance en glissement annuel a été divisé de moitié environ (0,4% au T1 contre 1,1% au T4 2018).

Du côté de la demande, cette contraction s'explique par le recul des dépenses d'investissement (-1,7% t/t) et une contribution négative du commerce extérieur net (-0,4 pp). Le solde extérieur a souffert d'une baisse des exportations (notamment minières) et du ralentissement argentin (son 3^e partenaire commercial). L'investissement reste contraint par un faible taux d'utilisation des capacités de production et pâti des incertitudes associées au programme de réformes du gouvernement. Le manque de dynamisme de l'investissement privé est d'autant plus problématique que l'investissement public connaît un déclin structurel (moins de 2% du PIB actuellement contre 4% en 2013). Les dépenses de consommation des ménages demeurent pour l'instant le principal soutien à la croissance même si elles ralentissent depuis deux trimestres.

Du côté de l'offre, les mauvaises performances de l'économie s'expliquent principalement par un recul de la production agricole et de la production industrielle. La baisse de l'activité industrielle reflète notamment les difficultés rencontrées par les secteurs (i) minier (interruption de l'activité suite à la rupture du barrage Brumadinho, difficultés du géant minier Vale), (ii) manufacturier (faiblesse de la demande interne conjuguée à la décélération du commerce mondial) et de la (iii) construction (lente baisse des stocks de biens immobiliers résidentiels et commerciaux, réduction des dépenses publiques d'infrastructure.) Les indicateurs économiques disponibles au deuxième trimestre ne montrent pour l'instant aucun signe tangible d'amélioration de sorte que l'éventualité d'une récession au premier semestre ne peut être écartée.

Du côté des indicateurs avancés d'activité, l'indice IBC-Br de la Banque centrale brésilienne (BCB) s'est contracté de 0,5% en avril tandis que l'indice TCB/FGV Brazil LEI du Conference Board et de la FGV reculait de 0,9% en mai. Si le secteur automobile et le volume des services se reprennent depuis avril, les carnets de commande dans le secteur manufacturier continuent de se replier. Le ralentissement du commerce mondial va continuer de peser sur

1-Prévisions

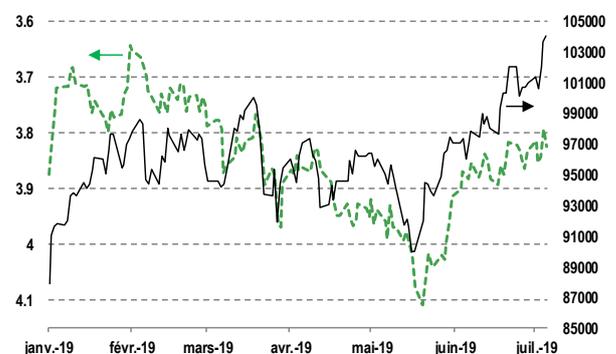
	2017	2018	2019e	2020e
PIB (croissance %)	1,1	1,1	0,8	2,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,0	3,7	3,9	3,9
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7,8	-7,1	-6,9	-6,2
Dette publique brute (en % du PIB)	74	77	82	82
Solde courant (en % du PIB)	-0,5	-0,8	-0,9	-1,4
Dette externe (en % du PIB)	27	33	35	38
Réserves de change (USD mds)	373	374	385	380
Réserves de change, en mois d'imports	20	18	19	18
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,3	3,9	3,5	3,4

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Monnaie et marché boursier

— Indice Ibovespa - (é.d.)

--- Taux de change USDBRL - (é.g. inversée)



Sources : Datastream, BNP Paribas

l'activité industrielle, d'autant plus que les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine ont repris. Entamés par la lenteur des réformes et l'image ternie du gouvernement, les indices de confiance des ménages et des entreprises se sont globalement dégradés depuis le début de l'année même s'ils ont enregistré une légère reprise courant juin. Dans ces conditions, la BCB a revu ses perspectives de croissance de 2% à 0,8% pour 2019.

■ Assouplissement monétaire en perspective ?

La BCB a maintenu en juin son taux directeur inchangé à 6,5 % pour le 16^e mois consécutif. L'inflation a certes accéléré au cours du premier semestre 2019 pour atteindre 4,7 % en g.a. en mai contre 3,8% en décembre. Cette hausse revêt toutefois un caractère



conjoncturel. Elle s'explique principalement par des facteurs ayant pesé sur le prix des matières premières. Les effets de ces chocs se sont toutefois en grande partie dissipés et les risques inflationnistes corrélés à l'activité demeurent contenus. D'après la courbe des taux, les marchés semblent néanmoins anticiper un assouplissement monétaire de l'ordre de 75 à 100 points de base (pb) d'ici la fin de l'année. La décision de la BCB de réduire ses taux pourrait toutefois être contingente au passage de la réforme des retraites.

■ Des investisseurs étrangers étonnamment sereins

Malgré le retournement conjoncturel, le marché boursier – qui avait été volatil au cours des cinq premiers mois de l'année – a progressé de 14% depuis la mi-mai (graphique 2). Par ailleurs, le real, après s'être graduellement déprécié contre le dollar depuis le début de l'année – franchissant même la barre des 4 BRL par USD pour la première fois depuis la veille des élections – se renforce aussi depuis fin mai. Les marchés des actions et de change continuent de bénéficier des flux d'investissements étrangers. Les flux d'investissement directs étrangers (IDE) – dont les prêts intragroupes représentent une part de plus en plus importante – sont en nette hausse sur les cinq premiers mois de l'année, passant d'environ USD 27 mds en 2018 à 35 mds en 2019. Ils couvrent largement le déficit du compte courant par ailleurs très limité (-0,7% du PIB). En outre, les flux nets d'investissement de portefeuille des non-résidents résistent bien (environ USD 4 mds sur la période janvier-mai). Pour rappel, en 2018, les non-résidents affichaient une position nette vendeuse à hauteur de USD 8,4 mds.

■ Marché du crédit : des dynamiques différenciées

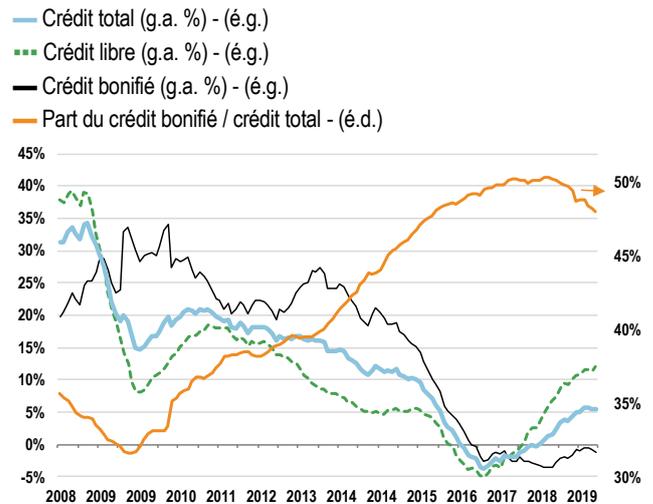
Malgré des conditions monétaires favorables, la croissance du crédit reste contrainte. Depuis septembre 2016, le taux de référence SELIC a été réduit de 775 pb (de 14,25% à 6,5%). En termes réels, celui-ci a également fortement baissé (de 7,7% en juin 2017 à 1,8% en mai 2019). Par ailleurs, en 2018, la BCB a aussi baissé le taux de réserve obligatoire des banques sur les dépôts à vue, de 40% à 25%. Pourtant, les *spreads* bancaires ne connaissent qu'une lente dégringolade et demeurent élevés (19,2 pp en mai contre 13,4 en décembre 2013) et le taux d'intérêt moyen a même de nouveau augmenté depuis décembre (25,2% en mai contre 23,2 en décembre). Actuellement, le crédit progresse à un rythme moyen de 5,5% depuis le début de l'année mais reste presque exclusivement tiré par les ménages (+9,9% en g.a. en mai), le crédit aux entreprises progressant à un rythme très faible (environ 1%).

La part croissante des ménages dans les portefeuilles de prêts bancaires¹ s'explique en partie par la contraction du crédit bonifié² (45% du crédit total) en repli continu depuis le T4 2016 (graphique 3) et qui touche particulièrement les entreprises (-9,6% en g.a. en mai). Cette tendance s'explique aussi par un recours croissant des entreprises au marché obligataire. Dans un contexte marqué par des taux historiquement faibles et une liquidité abondante, les entreprises profitent notamment de la quête de rendements de la

¹ En mai 2019, l'encours de crédit à destination des ménages représentait 57% de l'encours total des crédits contre 47% début 2016.

² Crédits à affectations réglementées accessibles à des taux d'intérêt plus faibles que les taux de marché (i.e. prêts subventionnés).

3- Croissance du crédit bancaire



Sources : BCB, BNP Paribas

part des fonds d'investissement et autres compagnies d'assurances pour émettre davantage sur le marché des capitaux local.

■ Un climat politique mouvementé

La popularité du chef de l'Etat et le soutien au gouvernement ont continué de se dégrader en juin (enquête Ibope). L'image du gouvernement a été notamment ternie par les accusations de collusion formulées à l'encontre de Sergio Moro, l'actuel ministre de la Justice et principal fer de lance de l'opération anti-corruption *Lava Jato*. Des révélations mettent notamment en cause l'impartialité de la condamnation de l'ex-président Lula lorsque Sergio Moro était juge fédéral. Par ailleurs, le pays a connu ses premiers mouvements de contestation sociale de masse en raison notamment des coupures budgétaires dans l'éducation. A noter aussi que les départs se multiplient au sein du gouvernement depuis quelques mois. Trois ministres ne sont déjà plus en poste et Joaquim Levy, ancien ministre des Finances sous Dilma Rousseff, a déjà quitté ses fonctions au sein de la banque de développement, BNDES.

Outre l'accord de libre-échange entre l'Union européenne et le Mercosur, l'actualité politique des dernières semaines a surtout été marquée par des avancées notables concernant le projet de réforme des retraites. Les amendements proposés en juin par le rapporteur parlementaire au texte initial ont été approuvés lors d'un premier vote à la Chambre des députés le 10 juillet (379 pour et 131 contre). Suite à ces amendements, les économies s'élèveraient à BRL 910 mds sur 10 ans et non à BRL 1 200 mds comme prévu dans le projet de loi proposé en février. Le texte devra être soumis à un 2^e vote dans les prochaines semaines (où les 2/3 au moins des votes sont requis, soit 308). Le texte ira ensuite au Sénat où les mêmes règles s'appliqueront (2 tours et appui des 2/3 des sénateurs, soit 49 sur 81). De jours meilleurs – espérons-le – attendent le Brésil.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com



Russie

Une croissance à la peine

La croissance a fortement ralenti sur les cinq premiers mois de l'année et la banque centrale a révisé à la baisse ses prévisions. Pour soutenir l'activité dans un contexte de légère baisse des pressions inflationnistes, les autorités monétaires ont réduit leurs taux directeurs de 25 pb en juin. Le gouvernement a également mis en place d'importantes mesures visant à stimuler la croissance potentielle, en baisse constante depuis 2008/2009. En dépit de la hausse des dépenses publiques, le budget dégage un large excédent sur les cinq premiers mois de l'année. Même si ces mesures vont dans le bon sens, elles doivent s'accompagner d'un désengagement de l'Etat et d'une amélioration de la gouvernance pour générer une forte hausse de la croissance potentielle.

■ Net ralentissement de la croissance au T1 2019

La croissance économique a fortement ralenti au T1 2019 pour n'atteindre que 0,5% en glissement annuel (g.a.) alors qu'elle s'établissait à 1,9% un an plus tôt.

Ce mouvement reflète, d'une part, la baisse de la production de pétrole conformément aux engagements pris avec l'OPEP (reconduits début juillet pour une période de neuf mois) et, d'autre part, le ralentissement de la consommation des ménages induite par la hausse du taux de TVA de deux points de pourcentage (pp) au 1^{er} janvier 2019. Les investissements ont également décéléré (+0,5% en g.a. au T1 2019 vs +3,8% au T1 2018), en particulier dans le secteur immobilier et les transports d'hydrocarbures.

Par ailleurs, même si l'activité a légèrement rebondi en avril elle a de nouveau fortement ralenti en mai et les perspectives restent mal orientées. En mai, pour le quatrième mois consécutif, les ventes d'automobiles se sont contractées (-2,2% en g.a.) et en juin l'indice PMI manufacturier, reflet des anticipations des entrepreneurs, était inférieur à 50 points pour le deuxième mois consécutif.

■ Soutien de la politique monétaire

Après avoir atteint un pic en mars à 5,3%, l'inflation s'est atténuée. En mai, la hausse des prix s'élevait à 5,1% en g.a. Les autorités monétaires ont révisé à la baisse leurs prévisions d'inflation de 0,5 pp, qui serait désormais comprise entre 4,2% et 4,7% en fin d'année (un niveau proche de la cible de 4%).

Dans un tel environnement, la banque centrale a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base (pb) à 7,5% lors du dernier comité de politique monétaire de juin, afin de soutenir la demande intérieure. La politique monétaire devrait rester accommodante dans les prochains mois.

L'activité devrait accélérer au H2 2019, favorisée par l'assouplissement monétaire et l'augmentation des investissements du gouvernement. Mais, sur l'ensemble de l'année la croissance restera faible, la banque centrale ayant d'ailleurs révisé à la baisse ses prévisions de 0,2 pp à 1-1,5%. Elle restera, en outre, inférieure à son potentiel, en baisse depuis dix ans.

■ La croissance potentielle continue de baisser

La croissance potentielle de la Russie a fortement diminué de 3,8% en 2008/2009 à seulement 1,5% en 2018 et pourrait, selon la Banque Mondiale, n'être que de 1,3% d'ici 2022 si le gouvernement ne parvient pas à infléchir cette tendance.

1-Prévisions

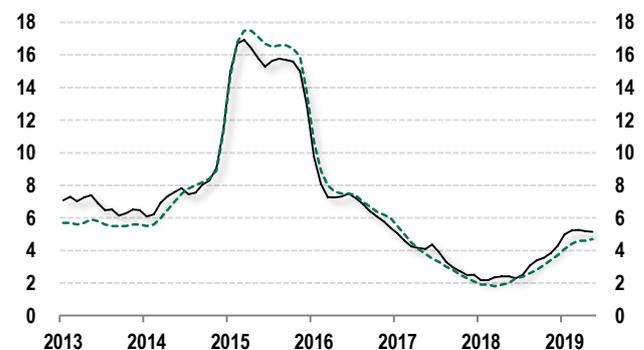
	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,6	2,3	1,2	1,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,7	2,9	5,0	4,0
Solde budg. du gouvernement % PIB	-1,5	2,9	1,7	1,0
Dette publique, % du PIB	15,5	14,3	14,8	15,1
Balance courante, % du PIB	2,1	6,9	5,9	4,3
Dette externe, % du PIB	32,8	27,2	26,6	23,8
Réserves de change, mds USD	356	382	428	445
Réserves de change en mois d'imports	10,3	12,8	13,0	13,2
Taux de change USDRUB (fin d'année)	58,3	69,4	67,0	66,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- La hausse des prix a atteint son pic en mars

Glissement annuel, %

— Inflation totale - - - Inflation hors prix alimentaires et énergie



Source: CBR, CEIC

Ce ralentissement trouve notamment son origine dans i) des investissements productifs insuffisants et ii) un déclin de la population active.

Pour soutenir la croissance, le président Poutine a annoncé d'importantes réformes au lendemain de son élection (*May Decree*) qui pourraient, selon la Banque mondiale, accroître la croissance potentielle de 1,2 point de pourcentage d'ici 2028. Ces mesures portent sur le relèvement graduel de l'âge de départ à la retraite, l'augmentation du taux d'investissement de 11 pp à 34% du PIB d'ici 2028, la hausse des dépenses en matière de santé, d'éducation et de qualité de vie et, enfin, une politique



démographique et migratoire plus favorable afin de contrer la baisse de la population (enregistrée pour la première fois en 2018).

Au 1^{er} janvier 2019, l'âge de départ à la retraite a commencé à être relevé (réforme qui pourrait accroître la croissance potentielle de 0,3-0,4 pp selon la Banque mondiale). Par ailleurs, sur les cinq premiers mois de l'année 2019, les dépenses infrastructures, de protection de l'environnement et de santé ont fortement augmenté, sans pour autant alourdir le total des dépenses publiques.

Néanmoins, pour parvenir à stimuler les investissements privés, le gouvernement devra aller plus loin dans ses réformes en réduisant sa participation dans l'économie et en améliorant la gouvernance. En effet, si l'environnement des affaires s'est globalement amélioré¹ cela reflète principalement une amélioration de la qualité des infrastructures. En revanche, la gouvernance est restée médiocre. La Russie était classée 162^e parmi 211 pays en 2018 (soit 5 rangs de mieux qu'il y a cinq ans). La principale source de faiblesse reste la corruption qui est toujours extrêmement forte au regard du classement (138^e sur 180) et de la note du pays (28/100) par Transparency International. La Banque mondiale estime qu'une amélioration de l'environnement des affaires et un désengagement de l'Etat accroîtrait la croissance potentielle de 0,3 pp.

■ L'excédent budgétaire en forte hausse

Après avoir atteint 2,6% du PIB en 2018, l'excédent budgétaire s'est élevé à 2,7% du PIB sur les cinq premiers mois de l'année 2019. La hausse des dépenses dans le cadre du programme de développement a été en partie compensée par la baisse des charges d'intérêt, limitant ainsi l'augmentation totale des dépenses à 5,3%, soit moins que la croissance du PIB nominal.

Dans le même temps, les revenus du gouvernement ont fortement augmenté (+13,7% en moyenne annuelle) grâce à la hausse des recettes de TVA (+15,7%). La part des recettes hors pétrole et gaz s'est ainsi élevée à 56,8% (+3 pp par rapport à l'année 2018). La hausse des recettes pétrole et gaz est restée modeste (+6,9%) en raison de la baisse de la production de pétrole (dans le cadre des accords OPEP-Russie) et des prix convertis en roubles (-1,3% en mai en g.a.). En 2019, le solde budgétaire du gouvernement devrait rester largement excédentaire, bien qu'en baisse par rapport à 2018.

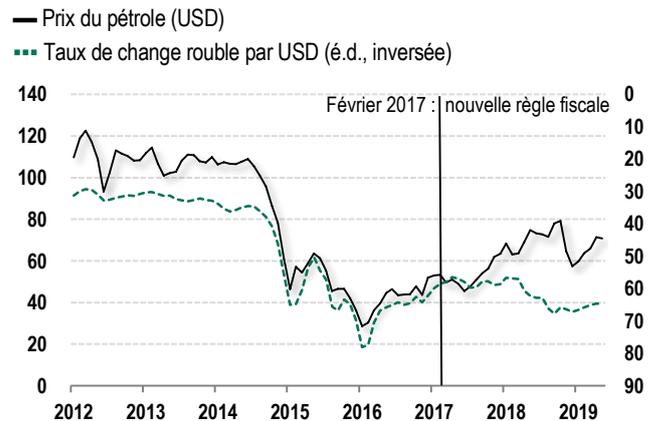
La dette du gouvernement s'est réduite de 1,2 point de pourcentage pour atteindre seulement 14,3% du PIB en 2018.

Par ailleurs, grâce aux achats de devises par la banque centrale pour le compte du ministère des Finances, le fonds de richesse national (*National Wealth Fund*, NWF) devrait s'élever en fin d'année à USD 124,6 mds (vs USD 58,7 mds fin mai 2019). En effet, USD 66 mds de devises achetées en 2018 seront transférés sur le compte du NWF d'ici fin 2019.

■ Consolidation des comptes extérieurs

L'économie russe reste fortement dépendante de l'évolution des prix des matières premières et vulnérable à un durcissement des

3- Baisse de la corrélation entre le rouble et le prix du pétrole



Source : Datastream

sanctions américaines. Néanmoins, sa capacité de résistance s'est sensiblement renforcée depuis 2017. Les réserves de change ont été en partie reconstituées, la dette extérieure a fortement diminué et le cours de change du rouble est beaucoup moins corrélé au prix du pétrole qu'il y a deux ans.

Fin mai 2019, les réserves de change atteignaient USD 405 mds, soit seulement USD 20 mds de moins qu'avant la mise en place des sanctions internationales en avril 2014. Elles représentaient près de 13 mois d'importations de biens et services et couvraient 5,6 fois la dette extérieure remboursable à moins d'un an.

Après avoir atteint 6,9% du PIB en 2018, le surplus du compte courant s'est élevé à 8,9% du PIB au T1 2019. La forte augmentation du solde courant depuis cinq trimestres reflète la hausse des exportations de pétrole et gaz (+0,7 pp à 15,9% du PIB) mais aussi celles des autres produits exportés (+0,7 pp à 10,9% du PIB).

La dette extérieure totale a été réduite de USD 52 mds au cours des douze derniers mois en raison du désendettement des banques et des entreprises. La dette extérieure du gouvernement a augmenté, même si elle est restée modeste (3,3% du PIB au T1 2019).

La corrélation entre le rouble et le prix du pétrole a fortement baissé en raison notamment des achats de devises par la banque centrale. En 2018, le rouble s'est déprécié de 18% face au dollar alors que le prix du baril de pétrole augmentait de 30,5%. Néanmoins, la décorrélacion a résulté en partie des sorties de capitaux entre avril et octobre 2018. Sur les six premiers mois de l'année 2019, le rouble ne s'est apprécié que de 9% (en dépit des investissements de portefeuille au T1 et des achats de devises par la banque centrale) alors que le prix du pétrole augmentait de plus de 17%.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

¹ En termes de facilité à faire des affaires (*Ease of Doing Business*), la Russie est classée 31^e sur 189 pays (devant l'Inde et l'Indonésie).



Turquie

Éviter la rechute

En proie à la stagflation, l'économie turque pourrait déroger à sa tradition de « stop and go » compte tenu du nécessaire désendettement du secteur privé et du contexte international moins favorable. La désinflation se poursuit mais demeure vulnérable aux accès de volatilité du taux de change. Les aléas (géo)politiques et la dollarisation de l'économie complexifient la gestion de la politique monétaire. Le creusement du déficit public et l'incertitude quant à l'orientation de la politique budgétaire inquiètent. La réduction du déficit du compte courant ne suffit pas à rassurer dans la mesure où les flux de capitaux et les réserves de change ont suivi la même tendance, face à des besoins de (re)financements extérieurs substantiels.

■ Sortir de la stagflation

Le FMI a revu à la baisse sa prévision de croissance économique pour la Turquie en 2019 de +0,4% en octobre dernier à -2,5% en avril. Le consensus des économistes de juin (source Bloomberg) table sur une contraction du PIB de 1,5% cette année. Notre scénario moins pessimiste suppose une reprise en fin d'année mais reste sujet à des risques baissiers associés aux facteurs exogènes.

Après trois trimestres de récession technique, le PIB a rebondi au T1 2019 conformément aux attentes (+1,3% t/t cvs-cjo), mais reste en repli de 2,6% en glissement annuel (g.a.), compte tenu d'un effet de base important. La consommation des ménages a progressé de 0,8% t/t cvs-cjo au T1, grâce aux mesures gouvernementales de soutien du pouvoir d'achat à l'approche des élections municipales de mars (hausse des salaires dont +26% pour le salaire minimum, allègement de la facture d'électricité des ménages défavorisés, rabais fiscal sur les achats de voitures neuves) et du crédit bancaire par les banques publiques. Pendant que la consommation publique accélérât de 5,1%, l'investissement (public et privé confondus) baissait de 0,7% pour le quatrième trimestre consécutif en lien notamment avec les difficultés financières du secteur privé. La contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB est demeurée positive malgré la chute de 4,7% des exportations (-5,5% pour les importations), qui ont cependant progressé de 4% en g.a.

Si les exportations et les recettes touristiques ont été dopées par la faiblesse de la livre (respectivement +12,1% et +9,4% en g.a. en valeur en mai), les indicateurs conjoncturels sont restés très mal orientés au T2. La production industrielle (-2% en g.a. en moyenne mobile sur 3 mois en mai) et les ventes au détail (-5,1% en avril) ont de nouveau marqué le pas. Les ventes de véhicules neufs ont chuté de 50% en g.a., malgré la prolongation de la prime fiscale. L'indice PMI du secteur manufacturier est inférieur à 50 (seuil entre expansion et contraction) depuis le mois d'avril 2018. Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs indiquent une nouvelle inflexion à la baisse des indices de confiance en mai et juin par rapport aux quatre premiers mois de l'année. Le sentiment des agents économiques quant aux perspectives économiques demeure ainsi « pessimiste » (inférieur à 100) depuis plus d'un an. Enfin, le crédit s'est contracté de nouveau au cours des deux derniers mois.

Les conditions sur le marché du travail continuent à se dégrader. En un an, le taux de chômage est passé de 10,1% à 14,1% en mars et flirte désormais avec les 25% chez les jeunes. Compte tenu des pressions démographiques et de l'augmentation du taux de

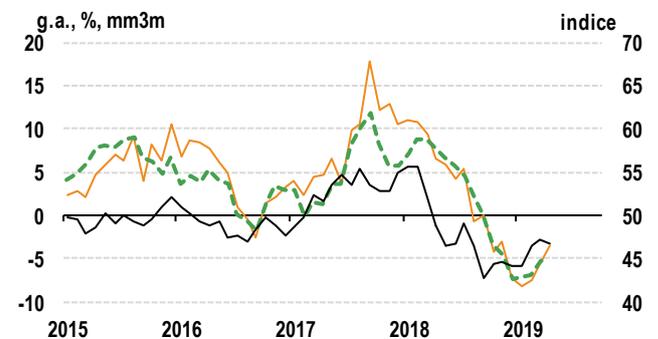
1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	7,4	2,6	0,0	2,5
Inflation moyenne (IPC, %)	11,1	16,3	16,3	11,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,5	-2,0	-2,6	-2,2
Dette publique / PIB (%)	28,3	30,4	31,2	31,2
Solde courant / PIB (%)	-5,6	-3,5	-2,5	-3,3
Dette extérieure / PIB (%)	53,3	56,7	60,7	59,2
Réserves de change, mds USD	82,6	72,0	69,0	68,0
Réserves de change, en mois d'imports	4,0	3,6	3,7	3,4
Taux de change USDTRY (fin d'année)	3,8	5,3	6,0	6,7

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Indicateurs conjoncturels

— Production industrielle (é.g.) - - - Ventes au détail (é.g.)
— PMI manufacturier (é.d.)



Sources : Turkstat, Markit, BNP Paribas

participation (52,9%), la population active totale a crû de 2% en un an, tandis que la population active occupée baissait de 2,5%. Au final, le nombre d'inscrits au chômage a bondi de 41,5% en un an, à 4,5 millions en mars. Le secteur de la construction, l'un des moteurs de l'activité économique, a connu une saignée importante (-26% des emplois sur l'année écoulée). Dans le même temps, le secteur manufacturier et les services marchands ont limité les baisses d'effectifs à respectivement 1,9% et 1%.

L'apathie de la demande interne a pour corollaire la poursuite du ralentissement de l'inflation. Aidé par la modération des prix alimentaires, l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est établi à 15,7% en g.a. en juin après 18,7% en mai.



■ ...et de la dollarisation

Contrainte par la volatilité du marché des changes, la banque centrale (CBRT) a maintenu son taux directeur (repo à une semaine) à 24% depuis septembre 2018. Le niveau très élevé des taux d'intérêt réels *ex-ante* et l'absence de baisse des taux lors du dernier comité de politique monétaire le 12 juin ont précipité le limogeage du gouverneur de la CBRT Murat Cetinkaya le 6 juillet.

La livre turque pourrait de nouveau être sous pression. Elle s'est appréciée de 9% face au dollar US entre début mai et début juillet, après avoir chuté de 15% en mars-avril, sur fond de tensions (géo)politiques et d'incertitude quant au niveau réel des réserves de change dites « libres » (estimé à environ USD 25 mds) du fait de l'opacité des opérations de swap de change entre la CBRT et les banques publiques. Malgré la contraction rapide du déficit courant (USD 3,1 mds en janvier-mai 2019 contre USD 28 mds un an plus tôt), le tarissement des flux de capitaux (baisse du surplus du compte financier de USD 18,5 mds à USD 3,2 mds sur la même période) s'est traduit par une nouvelle réduction des réserves de change. Les sorties nettes d'investissements de portefeuille (actions et obligations) de la part des non-résidents ont atteint USD 2,3 mds depuis mars. Entre mai et décembre 2019, le service de la dette externe (principal plus intérêts) est estimé à USD 73 mds, soit l'équivalent des réserves de change brutes (or exclu mais dépôts en devises des banques commerciales inclus).

La CBRT est confrontée à une fuite devant la monnaie turque et la hausse de la dollarisation de l'économie (53% des dépôts bancaires en devises en juin). Elle a suspendu temporairement en mai ses opérations de repo et abaissé la limite maximale de constitution des réserves obligatoires (RO) sur les dépôts en monnaie locale par des devises de 40% à 30%, de manière à soutenir la livre. Par ailleurs, à titre de mesure prudentielle, la CBRT a rehaussé les taux de RO sur les passifs bancaires en devises.

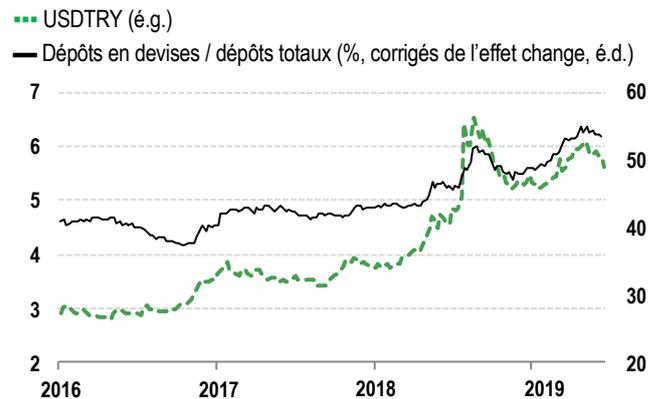
Si les mesures réglementaires et fiscales initiées pour « dédollariser » l'économie peuvent apparaître coercitives, elles sont probablement nécessaires mais resteront inefficaces sans une stabilisation macroéconomique. Seule la crédibilité de la politique monétaire et un ancrage des anticipations d'inflation permettront un regain de confiance dans la livre comme réserve de valeur, base de sa stabilité et de la constitution d'une épargne domestique en monnaie locale solide.

■ Finances publiques : freiner plutôt qu'accélérer

La conjonction d'une politique budgétaire expansionniste depuis trois ans et de conditions économiques récessives est à l'origine d'une détérioration rapide des comptes publics au cours des derniers mois. Malgré une nouvelle dégradation de la note souveraine en devises à long terme par Moody's et Fitch, les finances publiques ne sont pas une source d'inquiétude majeure à court terme.

Reste à savoir si la période post-électorale qui s'ouvre sera propice à un tour de vis budgétaire et aux réformes structurelles, ou si, au contraire, la conjoncture dégradée et d'éventuelles sanctions américaines, relanceront les mesures contra-cycliques et/ou

3- Taux de change et dollarisation des dépôts bancaires



Sources : CBRT, BNP Paribas

hétérodoxes comme la potentielle utilisation des réserves de change pour les besoins de financement du gouvernement.

L'objectif du gouvernement d'un déficit public de 1,5% du PIB cette année, bâti sur une hypothèse de croissance de +2,4%, apparaît d'ores-et-déjà caduc. Le déficit public a dépassé 3% du PIB sur douze mois en mai (80% du déficit nominal annuel cible atteint), et même près de 5% du PIB selon la définition du FMI qui exclut les revenus exceptionnels (recettes de privatisations, profits de la banque centrale, etc.). Sur les cinq premiers mois de l'année, les recettes ont baissé de 2,4% en g.a. en termes réels, pendant que les dépenses primaires augmentaient de 13,5%. Dans le même temps, les paiements d'intérêts ont grimpé de 50% en cinq mois pour atteindre 2,2% du PIB en raison, s'agissant de la dette en monnaie locale, de l'indexation sur l'inflation des intérêts et du renchérissement du taux de refinancement (22,2% contre 13,4% il y a un an), et, s'agissant de la dette en devises (50% de la dette totale) de l'alourdissement mécanique des intérêts en raison de la dépréciation du change.

La dette publique ne représente que 31,5% du PIB et la question de sa soutenabilité ne se pose pas. Toutefois, son encours progresse rapidement (+27% g.a. en mai), et l'évolution des garanties publiques et des engagements contingents est à surveiller. Le premier facteur explicatif du gonflement de la dette est la hausse du déficit, le second étant l'effet comptable de la dépréciation de la livre sur l'encours de dette. Le profil de dette domestique devient plus risqué : 36% des titres émis sont en devises (surtout en EUR) et la maturité moyenne des nouveaux titres n'excède pas 29 mois contre 59 mois un an plus tôt. Depuis juin, la CBRT a ouvert une ligne de liquidité au jour le jour (au taux repo -100 pb) pour les spécialistes en valeur du Trésor, plafonnée en fonction de leurs achats de titres publics. De janvier à mars, le gouvernement a privilégié l'endettement sur les marchés internationaux, profitant des taux bas surtout en euro (4,625% en EUR et 7,625% en USD). L'encours d'*Eurobonds* a ainsi cru de 43% sur un an, dépassant le programme annuel d'endettement net. Depuis mars, les spreads souverains se sont de nouveaux écartés d'environ 100 pb pour atteindre 500 pb.

Sylvain Bellefontaine

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com



Roumanie

Une situation contrastée

Les contre-pouvoirs et garde-fous institutionnels sont parvenus à endiguer quelque peu les mesures gouvernementales contraires au marché et au respect de l'État de droit. Une orientation politique plus pragmatique et prévisible est désormais envisageable. Par ailleurs, un atterrissage économique en douceur est attendu, le dynamisme de la demande intérieure limitant les effets de la dégradation des conditions extérieures. Malgré un risque de surchauffe moindre, les déséquilibres macroéconomiques doivent être surveillés : les tensions inflationnistes persistent et les déficits jumeaux pourraient continuer à se creuser. Le système bancaire s'est redressé, et l'amendement de la taxe bancaire et des autres mesures fiscales a soulagé les milieux d'affaires.

■ Le système d'équilibre des pouvoirs à l'épreuve

Les contre-pouvoirs et les garde-fous institutionnels (i.e. le Parlement, le président, la Cour constitutionnelle, la banque centrale, l'Union européenne, la société civile et le monde des affaires) ont été mis à l'épreuve par le gouvernement. Jusqu'à présent, ils ont démontré leur efficacité face aux réformes gouvernementales controversées destinées à saper l'État de droit, qui s'est amélioré depuis l'adhésion de la Roumanie à l'UE en 2007.

Depuis deux ans, le gouvernement a multiplié les assauts contre l'indépendance et l'efficacité du système judiciaire, faisant notamment du parquet anticorruption roumain sa bête noire, à l'origine de tensions politiques et sociales et d'une détérioration des relations entre Bruxelles et Bucarest. La Commission européenne a menacé de déclencher l'article 7 du traité de l'UE comme elle l'avait déjà fait vis-à-vis de la Hongrie et de la Pologne. En décembre 2018, le gouvernement a adopté par ordonnance un train de mesures d'urgence inattendues modifiant le système de retraite obligatoire, plafonnant les prix de l'énergie et instituant un nouvel impôt sur les entreprises des télécommunications et de l'énergie, et les banques (cf. infra). Ces mesures, amendées par le Parlement en mars-mai 2019, ont entraîné une dépréciation de 3 % du leu (RON) face à l'euro et une chute de 15 % à 20 % du principal indice boursier.

La coalition au pouvoir (PSD-ALDE) n'a obtenu que 22% des voix aux élections du Parlement européen de mai dernier (contre 46% lors des élections législatives nationales de 2016). Le parti de centre droit du Président Klaus Iohannis (PNL) est arrivé en tête avec 27% des suffrages. Dans la perspective de la prochaine élection présidentielle (novembre 2019) et des législatives (fin 2020 ou début 2021), le gouvernement pourrait adopter une orientation politique plus pragmatique et prévisible, d'autant plus que Liviu Dragnea, chef du parti social-démocrate (PSD), a été condamné à une peine d'emprisonnement pour abus de pouvoir.

■ Atterrissage en douceur et tensions inflationnistes persistantes

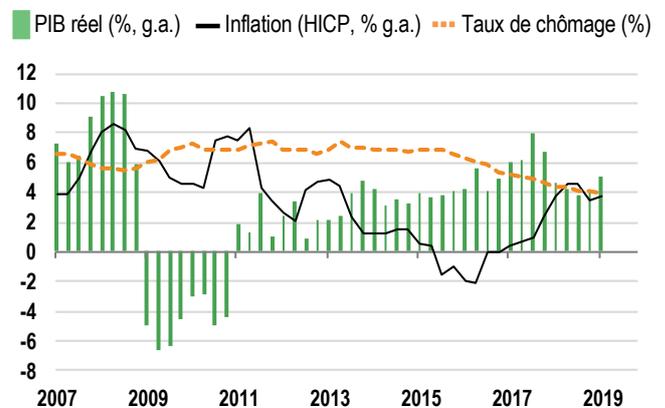
Le ralentissement progressif de la croissance depuis le pic conjoncturel de 6,8%, atteint en 2017, a réduit le risque de surchauffe. La croissance économique a dépassé les attentes au T1 2019, atteignant 5% en glissement annuel (g.a.) contre 4,2 % en moyenne en 2018. Mais elle devrait converger dans les prochains trimestres vers son potentiel, estimé aux environs de 3%. Outre un important effet de base et la dissipation des effets de la politique budgétaire procyclique, le principal facteur à l'origine du

1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	6,8	4,2	4,2	2,5
Inflation annuelle (IPC, %)	1,3	4,6	4,1	3,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,7	-3,1	-3,3	-3,3
Dette publique / PIB (%)	35,2	35,0	35,1	35,9
Solde courant / PIB (%)	-3,3	-4,4	-4,7	-5,4
Dette extérieure / PIB (%)	51,9	49,3	48,6	47,7
Réserves de change, mds EUR	37,1	36,8	36,3	35,8
Réserves de change, en mois d'imports	5,4	4,9	4,4	4,1
Taux de change EURRON (fin d'année)	4,67	4,66	4,75	4,78

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance, inflation et chômage



Sources : Institut national de statistiques, Eurostat

ralentissement tient à un environnement mondial moins favorable (essoufflement de la croissance au sein de l'UE, incertitude entourant le commerce mondial et dérive protectionniste). En dépit de tensions inflationnistes persistantes, la consommation privée devrait rester soutenue, portée par la croissance du revenu réel. L'investissement pourrait se redresser, après la contraction enregistrée en 2018, grâce à un rebond de l'investissement dans le secteur privé et aux projets cofinancés par l'UE. La demande intérieure, toujours dynamique, devrait aller de pair avec une contribution négative des exportations nettes à la croissance.

En 2018, l'inflation a bondi à 4,1 % en g.a. en moyenne pour l'IPCH (4,6 % pour l'IPC). Sur fond de demande intérieure vigoureuse et



d'output gap toujours positif, l'IPC est ressorti à 4,1% (g.a.) en mai 2019 et l'inflation sous-jacente a accéléré à 3,2% (g.a.). L'inflation demeure au-dessus de la borne supérieure de la cible de la banque centrale (NBR), fixée à 2,5% +/- 1 point de pourcentage. La NBR a entamé un cycle de durcissement au début de 2018. Premier tour de vis monétaire depuis 2008, le taux directeur a été relevé à trois reprises au premier semestre 2018, de 1,75 % à 2,5%.

Compte tenu de l'orientation plus accommodante de la Fed et de la BCE, préoccupées par le risque de ralentissement économique, la NBR pourrait hésiter à durcir les conditions monétaires à court terme. Selon les prévisions du consensus des économistes, le taux directeur devrait se situer à 2,7% à la fin de 2019 et à 3% à la fin de 2020. Mugur Isarescu vient d'être reconduit pour cinq années dans ses fonctions de gouverneur de la NBR avec pour objectif l'adhésion du pays à la zone euro. D'ici là, l'importance des déficits jumeaux et de possibles soubresauts politiques pourraient exercer des pressions sur le RON. Eu égard à la vulnérabilité du gouvernement et du secteur bancaire au risque de change, la NBR interviendra probablement pour atténuer la volatilité du change.

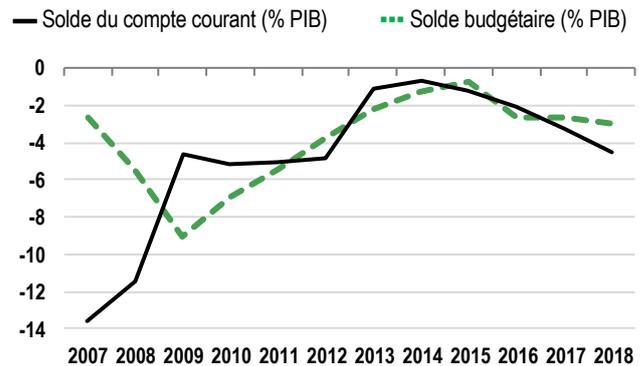
■ Déficit jumeaux sous surveillance

Depuis 2016, le déficit budgétaire s'est écarté de l'objectif structurel à moyen terme, déclenchant un avertissement de la Commission européenne en vertu du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. La politique budgétaire a été assouplie, avec une baisse des impôts et une augmentation des salaires de la fonction publique. Par ailleurs, le dynamisme de la demande intérieure et la hausse des prix des matières premières jusqu'à la fin de 2018 ont contribué à creuser fortement les déficits commercial et du compte courant.

La situation des comptes extérieurs ne devrait pas s'améliorer à court terme. Les augmentations salariales, nettement supérieures aux gains de productivité, ont fait grimper les coûts salariaux unitaires et pénalisé la compétitivité. Conjugués aux fonds structurels européens, les investissements directs étrangers nets, dynamiques en 2017 et 2018, pourraient ne plus compenser le déficit de la balance courante. La position de liquidité extérieure de la Roumanie n'est pas menacée à court terme. Les réserves de change offrent, en effet, un matelas confortable et les besoins de financement extérieurs sont gérables. Le ratio dette extérieure/PIB est passé sous les 50%, en particulier grâce au désendettement des banques.

Concernant les finances publiques, le budget 2019 cible un déficit de 2,8 % du PIB fondé sur une augmentation optimiste des recettes (+16 % contre environ +7 % pour le PIB nominal). La forte hausse des dépenses au titre des pensions de retraite et les élections qui s'annoncent ne sont pas de bon augure pour un assainissement budgétaire dans les prochains trimestres. Le déficit va probablement franchir de nouveau la barre des 3% du PIB, ce qui pourrait amener la Commission européenne à déclencher une procédure de déficit excessif. Dans un tel contexte, la dette publique devrait croître graduellement à partir d'un niveau faible, alors que l'environnement de taux d'intérêt bas a permis de réduire le coût du service de la dette. Les risques pour les finances publiques liés aux passifs contingents dans le secteur bancaire ont diminué.

3- Déficit jumeaux



Sources : Eurostat, NBR

L'exposition souveraine aux investisseurs étrangers est relativement élevée, les non-résidents détenant près de la moitié de la dette publique, dont plus de la moitié est libellée en devises (surtout euro).

■ Secteur bancaire : un certain retour à la normale

Le système bancaire, qui a traversé une période difficile en 2013-2016, s'est désormais redressé. Il est, à présent, bien capitalisé et rentable. L'assouplissement de la taxe sur les actifs bancaires (absence d'indexation sur le ROBOR, taux d'imposition réduit et assiette fiscale plus étroite) a apporté un soulagement. Non seulement le dispositif initial aurait été préjudiciable à l'indépendance, la flexibilité et l'efficacité de la politique monétaire, mais il aurait aussi porté un coup à la rentabilité et à la solvabilité du système bancaire, ainsi qu'à l'activité de crédit, en absorbant potentiellement les deux tiers des bénéfices bancaires annuels.

Ni les entreprises ni les ménages ne sont fortement endettés (le ratio crédit au secteur privé/PIB est inférieur à 30%). La croissance du crédit a repris en 2017-2018, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt, à la robustesse du marché du travail et aux politiques publiques en faveur de l'accès à la propriété. Le crédit est financé principalement par les dépôts. Malgré la hausse de l'inflation, la NBR a maintenu le taux de réserves obligatoires sur les passifs des banques à 8%. Le risque de crédit a diminué, le total des créances douteuses ayant reculé à 4,9% du total des prêts en mars 2019 contre un pic de 22% en 2014. Cependant, le niveau des prêts non performants des entreprises reste élevé (au-dessus de 10 %), en particulier pour les PME. Le bond des prêts hypothécaires (surtout à taux variables) expose les banques au secteur immobilier et à une hausse des taux d'intérêt. Les banques ont remboursé l'essentiel de leur dette extérieure et leur position extérieure nette est, à présent, proche de l'équilibre. L'« euroisation » reste un facteur de risques : 35% des prêts et 30% des dépôts demeurent libellés en monnaie étrangère. Les banques sont (indirectement) exposées au risque de change, via les prêts accordés aux emprunteurs nationaux (non couverts) ainsi qu'au risque souverain, la dette publique représentant 20 % de l'actif total des banques.

Sylvain Bellefontaine

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com



Mexique

Désillusions

Les perspectives de croissance au Mexique s'assombrissent : le ralentissement de l'activité aux Etats-Unis, l'austérité de la politique budgétaire et la faiblesse de l'investissement ont pesé sur la croissance au cours des deux précédents trimestres. Le ralentissement devrait se poursuivre malgré le soutien de la consommation. La menace de tensions commerciales avec les Etats-Unis et le manque de clarté de la politique économique, à l'image de la difficile mise en place de la réforme énergétique, pèsent sur les perspectives d'investissement. L'augmentation du risque souverain à moyen terme a été sanctionnée par la dégradation de la note souveraine par Fitch. Heureusement, la vulnérabilité extérieure est limitée.

■ Ralentissement de la croissance

Le regain de confiance suscité par l'élection d'Andrés Manuel López Obrador (AMLO) et la signature du nouvel accord commercial avec les Etats-Unis s'est vite essoufflé. Les hésitations de la politique gouvernementale et le ralentissement de la croissance mondiale ont déjà pesé sur la croissance : l'activité a ralenti au cours des deux derniers trimestres, la progression sur un an du PIB réel ralentissant de 2,6% au T3 2018 à 1,7% au T1 2019. Au cours du premier trimestre, la consommation privée a encore soutenu la croissance. En revanche, la contribution des exportations nettes était à peine positive et celles de l'investissement et des dépenses publics étaient négatives pour le deuxième trimestre consécutif.

La croissance devrait ralentir sensiblement en 2019 et rester faible 2020. Les données d'enquête envoient des signaux plutôt pessimistes pour les prochains trimestres. Même si la consommation continuerait de soutenir l'activité, la confiance des consommateurs diminue continuellement depuis le début de l'année. Surtout, la confiance des entrepreneurs se dégrade franchement depuis le début de l'année (notamment leurs perspectives d'investissement) et se situe depuis la fin 2018 à un niveau inférieur à la moyenne enregistrée au cours des cinq dernières années. Enfin, les prévisions de croissance recueillies chaque mois par la banque centrale auprès d'un large panel d'analystes sont révisées en baisse depuis le début de l'année. En moyenne, la prévision de croissance du PIB pour 2019 n'est plus que de 1,1% en juin, alors que celle-ci était de 1,8% en décembre.

■ La confusion autour de la réforme énergétique pèse sur le risque souverain

A l'image de la réforme du secteur de l'énergie, le manque de clarté de la politique économique devrait continuer à peser sur l'investissement. Au moment de son élection, AMLO avait en effet prévu une nouvelle réforme du secteur, avec pour ambition d'augmenter la production pétrolière à 2,4 millions de barils par jour d'ici la fin du mandat, en 2024 (contre environ 1,7 million aujourd'hui). Pour mémoire, la production avait culminé à 3,4 millions en 2004. La nouvelle administration prévoit de rénover les raffineries existantes, d'en construire une nouvelle, ainsi que d'apporter un soutien accru aux deux entreprises publiques (l'entreprise pétrolière Pemex et l'entreprise de production électrique CFE). Enfin, alors que les mesures prises depuis 2013 cherchaient à promouvoir la participation des investisseurs privés (étrangers et domestiques) dans le secteur, celle-ci devrait être très limitée dans les années à

1-Prévisions

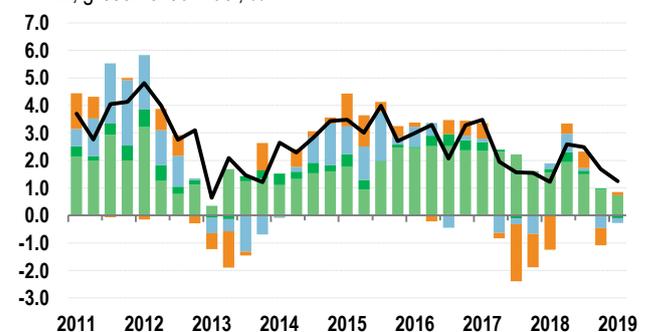
	2017	2018	2019e	2020e
PIB (croissance %)	2,1	2,0	1,5	1,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	6,0	4,9	4,1	3,9
Solde budgétaire (en % du PIB)	-2,2	-2,1	-3,2	-3,7
Dettes publiques (en % du PIB)	54,3	53,8	53,5	54,0
Solde courant (en % du PIB)	-1,7	-1,8	-1,6	-1,5
Dettes externes (en % du PIB)	37,6	36,5	37,0	39,6
Réserves de change (USD mds)	170	171	172	173
Réserves de change, en mois d'imports	4,1	3,8	3,5	3,6
Taux de change USDMXN (en fin d'année)	19,7	20,0	18,6	18,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Ralentissement de la croissance

Contributions à la croissance, pp

■ Exportations nettes ■ FBCF ■ Conso. privée ■ Conso. publique
— PIB, glissement annuel, %



Source : Comptes nationaux

venir. Les mises aux enchères des lots pétroliers ont également été arrêtées (la quatrième vague devait débuter en février 2019) et les entreprises privées retenues à l'issue des précédentes enchères devront réaliser les investissements promis dans les trois ans, sous peine de voir leurs lots leur être retirés.

Pour le moment, plusieurs mesures ont été annoncées, notamment une recapitalisation et un allègement de la fiscalité pour Pemex, mais elles ont dans l'ensemble été jugées « ponctuelles » et insuffisantes pour enrayer le déclin du secteur. Le plan de développement de Pemex n'a toujours pas été dévoilé, et plus



largement des mesures structurelles pour l'ensemble du secteur doivent toujours être annoncées (et financées).

■ Tensions avec les Etats-Unis

Par ailleurs, le sentiment des investisseurs a également été affaibli par les récentes tensions commerciales avec les Etats-Unis. Le gouvernement américain a pour le moment renoncé à appliquer des tarifs douaniers à l'ensemble des biens mexicains, alors que le gouvernement mexicain s'est engagé à aider les Etats-Unis à lutter contre l'immigration illégale. Cela dit, la menace de nouvelles tensions continuera de peser sur les perspectives de croissance au cours des prochains trimestres.

La volonté du gouvernement mexicain de maintenir de bonnes relations avec les Etats-Unis a toutefois été renforcée, fin juin, par le sénat mexicain qui a largement ratifié le nouvel accord de libre-échange nord-américain avec le Canada et les Etats-Unis (USMCA). Le Mexique est ainsi le premier des trois pays à avoir ratifié l'accord.

■ La discipline budgétaire en question

La politique économique est restée rigoureuse depuis le début du mandat. AMLO a en effet renouvelé à plusieurs reprises ses engagements de campagne : respecter la discipline budgétaire observée au cours des dernières années (en diminuant les dépenses notamment), tout en mettant en place des mesures visant à la fois à réduire les inégalités et la corruption, et stimuler la croissance. Cela étant, le contrôle des dépenses observé depuis le début de l'année s'explique plus par la nécessité de renflouer Pemex et les difficultés rencontrées pour mettre en place certains projets annoncés que par une réelle rigueur budgétaire.

Le dérapage budgétaire devrait être encore limité à cette année. Mais le risque souverain augmente. Début juin, l'agence de notation Fitch a dégradé la note souveraine du Mexique et Moody's l'a placée sous surveillance négative. Les deux agences ont également dégradé la note de Pemex.

Les ressources allouées à Pemex et à la CFE s'avèreront probablement insuffisantes. D'après les estimations de l'agence Moody's, les besoins de financement de Pemex représentent entre 1% et 2% du PIB annuellement. Si la situation financière de Pemex ne s'améliore pas dans les deux années à venir, et que les transferts de l'Etat devenaient récurrents, le déficit budgétaire pourrait doubler dès 2021, entraînant alors le ratio de dette publique à la hausse même avec une croissance nominale de 5%.

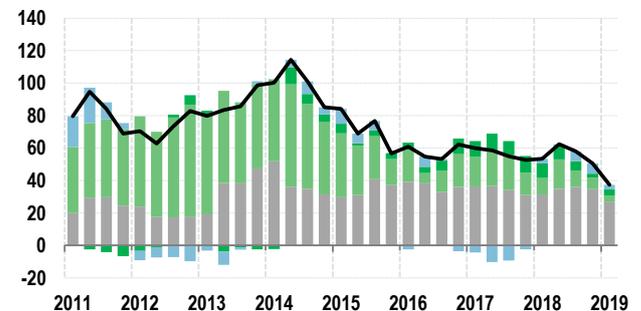
Par ailleurs, début mai, AMLO a mis fin aux appels d'offres privés relatifs au projet de construction de la nouvelle raffinerie. Le gouvernement envisage que la construction soit entièrement prise en charge par Pemex. Le ministère de l'Energie a annoncé début juin que le projet sera achevé d'ici mai 2022. Compte tenu du manque d'expérience de Pemex (et du ministère de l'Energie) dans le domaine, il est plus que probable que les délais et les coûts de construction soient beaucoup plus élevés qu'anticipé, exerçant une pression supplémentaire sur les finances publiques.

3- Vulnérabilité externe limitée

USD, mds

— Flux de capitaux des non-résidents

■ IDE ■ Autres investissements ■ Obligations ■ Actions



Source : IIF

Ces dernières annonces soulignent davantage la contradiction des priorités mises en avant par le gouvernement. Atteindre simultanément tous les objectifs fixés (la cible de déficit public est de 2,5% et 2,1% respectivement en 2019 et 2020, après 2,1% en 2018) semble impossible, d'autant que le gouvernement s'est engagé à y parvenir sans augmenter les impôts (ou sans en créer de nouveaux) dans les trois années qui viennent.

■ La stabilité financière n'est pas menacée à court terme

Le pays est exposé au retournement du sentiment des investisseurs, mais les conséquences pour sa vulnérabilité externe restent limitées à court terme. Au cours des quatre derniers trimestres, l'afflux de capitaux étrangers a diminué mais reste confortable. Surtout, le flux d'IDE est resté globalement stable sur cette période. Le pays dispose en outre de fondamentaux macroéconomiques solides : la politique monétaire est crédible, l'endettement extérieur est modéré, et le déficit courant est resté inférieur à 2% du PIB en moyenne depuis 2010 ; il est par ailleurs couvert par les entrées d'IDE. Le niveau des réserves de change est conséquent (près de USD 180 mds en juin 2019, soit environ 4 mois d'importations). Même si le sentiment des investisseurs se dégradait rapidement, le Mexique dispose des ressources nécessaires pour faire face à ses obligations extérieures.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



Indonésie

Bonne résistance

La croissance économique a ralenti au T1 2019 mais elle résiste, pour l'instant, à la baisse du commerce mondial. A court terme, le dynamisme de la consommation des ménages, qui bénéficient de mesures en faveur du pouvoir d'achat, continuerait de pallier le ralentissement des exportations. A plus long terme, la croissance ne devrait toutefois guère excéder 5 à 5,5%. Le président Widodo, nouvellement réélu, doit impérativement profiter de sa large victoire pour adopter les réformes nécessaires pour stimuler les investissements étrangers (IDE) et, ainsi, soutenir la croissance tout en réduisant la dépendance aux capitaux volatils. En effet, depuis six trimestres, les IDE, en baisse, ne sont plus suffisants pour couvrir le déficit courant qui se creuse.

■ La croissance ralentit légèrement

Après avoir atteint 5,2% en 2018, la croissance a légèrement ralenti au 1^{er} trimestre 2019 (+5,1%) reflet, d'une part, des incertitudes induites par les élections générales d'avril et, d'autre part, de la baisse des prix de certaines matières premières exportées par l'Indonésie dans un contexte de hausse des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. La consommation des ménages est restée dynamique, de même que les dépenses du gouvernement alors que les investissements ont ralenti après avoir atteint un point haut en 2018 (33% du PIB). La contraction des exportations (-2,1% en g.a.) a été plus que compensée par la forte baisse des importations (-7,8% en g.a.). Celle-ci a été induite notamment par le ralentissement des investissements, dont la contribution a baissé de 0,8 point de pourcentage par rapport au T1 2018. Les dépenses d'infrastructure ont décéléré suite à des retards dans la mise en œuvre de certains projets, alors que le ralentissement des investissements en machines et biens d'équipement résulte notamment des tensions commerciales.

La croissance a ralenti dans le secteur agricole et dans l'industrie manufacturière, laquelle a enregistré une contraction dans certains secteurs producteurs de matières premières (caoutchouc, charbon) et les équipements de transport.

Les indicateurs de confiance des ménages et des entreprises restent encore bien orientés, même si l'indice PMI manufacturier a baissé en juin (50,6). La consommation des ménages devrait rester soutenue par une hausse du pouvoir d'achat (en raison notamment de la modération des pressions inflationnistes), un marché du travail porteur et l'augmentation des dépenses sociales. Les entreprises sont confiantes, en particulier au regard de leurs carnets de commandes domestiques.

A moyen et long terme les perspectives de croissance ne devraient guère excéder la moyenne de 5% enregistrée au cours des cinq dernières années, soit un rythme bien inférieur à l'objectif de 7% fixé par le président Widodo en 2014 lors de son premier mandat. Selon le FMI, la croissance potentielle ne pourrait atteindre 6,5% en 2022 que si le nouveau gouvernement poursuivait plus en avant ses réformes afin d'accroître sensiblement le niveau d'éducation de la population, développer encore davantage les infrastructures et améliorer l'environnement des affaires.

1-Prévisions

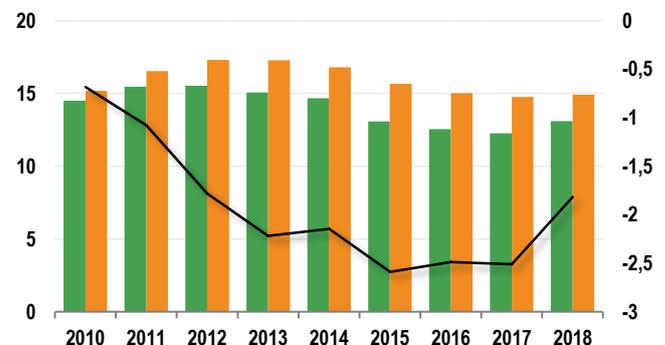
	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	5,1	5,2	5,0	5,0
Inflation, IPC, v. annuelle, %	3,8	3,2	2,6	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-1,8	-1,8	-2,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	29,0	30,1	29,8	29,2
Balance courante, % du PIB	-1,6	-3,0	-2,4	-2,0
Dette externe, % du PIB	34,7	36,2	34,6	34,0
Réserves de change, mds USD	124	114	119	126
Réserves de change, en mois d'imports	6,2	6,0	5,4	5,4
Taux de change USDIDR (fin d'année)	13 567	14 380	14 100	13 900

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Consolidation des finances publiques

% PIB

— Solde budgétaire (é.d.) ■ Recettes (é.g.) ■ Dépenses (é.g.)



Sources : MoF, CEIC

■ Les finances publiques restent solides

Au cours des cinq dernières années, le gouvernement Widodo est parvenu à consolider les finances publiques, en réduisant la part des dépenses rigides et, notamment, des subventions sur l'énergie.

En 2018, le déficit budgétaire a baissé de 0,7 point de pourcentage (pp) à seulement 1,8% du PIB, soit le niveau le plus bas depuis 2012. Cette amélioration résulte d'une hausse du ratio des recettes rapportées au PIB, de 0,8 point de pourcentage à 13,1%, après cinq ans de baisse. L'amnistie fiscale sur les rapatriements de revenus conservés à l'étranger, décidée par le président Widodo en 2017, aurait permis d'accroître les recettes de 0,3 pp.



Dans le même temps, le gouvernement est parvenu à contenir la hausse de ses dépenses à 14,8% du PIB, en dépit d'une augmentation des subventions sur l'énergie de 0,3 pp et d'une hausse des charges d'intérêt de 0,1 pp (qui restent modestes, soit seulement 13,3% des revenus du gouvernement). Par ailleurs, même si le coût des subventions a augmenté, il reste inférieur de 2 points de PIB à ce qui prévalait avant la réforme entreprise par le gouvernement Widodo en 2014. De plus, le gel temporaire des hausses des prix de l'essence, adopté en 2018, a été levé en 2019.

Sur les cinq premiers mois de l'année 2019, le déficit budgétaire a augmenté par rapport à 2018. Cette légère dégradation s'explique essentiellement par une hausse des dépenses sociales et d'éducation.

Les recettes n'ont atteint que 33% de leur cible annuelle. Elles n'ont en effet augmenté que de 6,3% alors que le gouvernement a comme objectif une hausse de 11,5% sur l'ensemble de l'année. Dans le même temps, la hausse des dépenses a atteint 9,8% (34,7% de leur cible annuelle). Conformément à ses objectifs de hausse du pouvoir d'achat des ménages, visant à soutenir la consommation dans un contexte de ralentissement économique mondial, le gouvernement a sensiblement augmenté ses dépenses sociales (+75%). Un de ses objectifs est par ailleurs de parvenir à accroître les dépenses d'éducation à 3% du PIB.

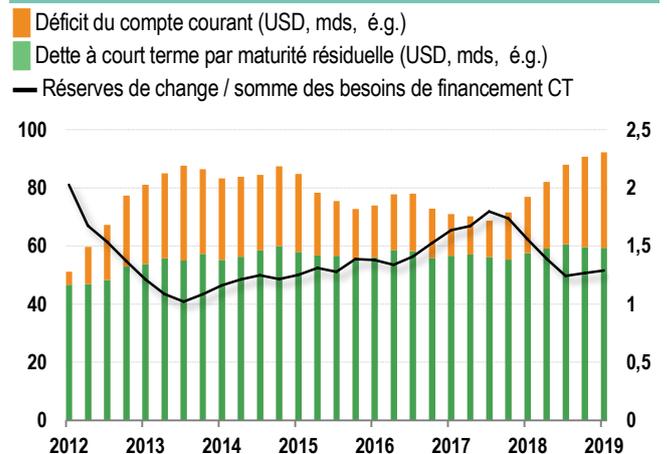
En dépit d'une forte baisse du déficit budgétaire, la dette du gouvernement a augmenté de 11,7% sur les douze derniers mois pour atteindre 30,3% du PIB au T1 2019. Cette augmentation résulte en partie de l'effet change induit par la dépréciation de la roupie car 41,5% de la dette reste libellée en devises. Les risques de refinancement à court terme sont limités, 89% de la dette atteignant une maturité supérieure à un an. Le refinancement de la dette reste néanmoins exposé à la volatilité sur les marchés financiers internationaux car la part de la dette du gouvernement détenue par les investisseurs s'élevait encore à 40,6% fin 2018.

■ Les comptes extérieurs se fragilisent un peu

Après trois ans de consolidation, les comptes extérieurs de l'Indonésie ont été fragilisés en 2018 par la hausse du prix du pétrole et par la baisse des entrées nettes de capitaux dans un contexte de forte volatilité sur les marchés financiers. Le déficit du compte courant qui s'est élevé à 3% du PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 2014 (vs 1,6% du PIB un an plus tôt), n'a pas été totalement couvert par les entrées nettes de capitaux. Ainsi, les réserves de change ont baissé de USD 9 mds entre fin 2017 et fin 2018 et la roupie s'est dépréciée de 5,7% face au dollar.

Sur les cinq premiers mois de l'année 2019, la situation s'est améliorée. Les investissements étrangers ont afflué et le déficit commercial s'est réduit de 24% car la baisse des exportations (-8,7% sur les cinq premiers mois de l'année) a été compensée par la contraction des importations (-9,2%). Les réserves de change et le cours de la roupie sont restés stables depuis la fin de l'année 2018.

3- Hausse des besoins de financement à court terme



Sources : Banque centrale d'Indonésie, CEIC

L'Indonésie reste toutefois vulnérable à l'évolution des prix des matières premières qui représentaient 57% de ses exportations en 2018.

La dégradation des comptes extérieurs depuis 2018 n'est pas une source d'inquiétude. Le niveau des réserves de change reste confortable. Ces dernières couvriraient fin mai encore 1,3 fois les besoins de financement à court-terme du pays. En revanche, la baisse des investissements directs étrangers depuis 2015 est plus problématique. En 2018, ils s'élevaient à seulement 1,9% du PIB vs 2,8% du PIB fin 2014, et ce, en dépit des importantes mesures prises par le gouvernement Widodo pour ouvrir son économie. Or, la baisse des IDE rend le pays plus dépendant des flux d'investissements de portefeuille pour assurer le financement de son solde courant. Ainsi au T1 2019, pour le sixième trimestre consécutif, la balance de base (somme du solde courant et des IDE) était déficitaire (0,7% du PIB).

Pour parvenir à réduire sa dépendance aux capitaux volatils et stimuler sa croissance, le pays doit attirer davantage d'IDE. La stratégie du président Widodo nouvellement réélu pour un second mandat en avril dernier vise à continuer à améliorer l'environnement des affaires, créer des zones économiques spéciales, développer davantage les infrastructures afin de stimuler l'industrie et réduire la part des matières premières. Mais il faudrait également augmenter le niveau d'éducation, réduire les contraintes sur le marché du travail et favoriser la diversification des exportations. Compte tenu de sa large victoire lors des élections générales d'avril, le président Widodo devrait bénéficier d'une importante marge de manœuvre politique pour mettre en place ses réformes.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

Vietnam

Le secteur exportateur résistant face aux chocs externes

De par sa dépendance au commerce extérieur et son intégration aux chaînes de valeur asiatiques, l'économie vietnamienne subit les effets de l'affaiblissement de la demande mondiale et des tensions sino-américaines. La croissance du PIB, des exportations et de l'industrie a ralenti au cours des derniers mois. Mais le Vietnam pourrait également tirer profit des difficultés de la Chine : il pourrait bénéficier à court terme de certains effets de report, en livrant des marchandises directement aux entreprises américaines cherchant à éviter les barrières tarifaires. Le Vietnam pourrait aussi bénéficier de nouveaux projets d'investissement d'entreprises étrangères souhaitant produire hors de Chine. Par ailleurs, sa position financière extérieure devrait pouvoir continuer à s'améliorer.

L'économie vietnamienne continue d'enregistrer de solides taux de croissance. Le PIB a progressé de 6,6% par an en moyenne depuis 2014, soit un taux supérieur à la moyenne de 6,3% de l'ensemble des pays émergents asiatiques. Après avoir atteint en 2018 son plus haut niveau des dix dernières années (à 7,1%), la croissance a légèrement ralenti depuis le début de 2019. Elle s'est établie à 6,7% en glissement annuel (g.a.) au S1, et devrait continuer de ralentir au S2. De par son important degré d'ouverture commerciale, le Vietnam est en effet vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et aux effets de contagion des tensions sino-américaines. Les Etats-Unis et la Chine (y compris Hong Kong) absorbaient chacun 20% des exportations vietnamiennes en 2018. Cependant, les perspectives de croissance du Vietnam restent très favorables à court et à moyen terme, soutenues par une demande interne toujours dynamique et l'expansion continue du secteur exportateur. Celui-ci pourrait même bénéficier de nouveaux investissements directs d'entreprises cherchant à établir leurs centres de production hors de Chine.

■ Tensions sino-américaines : un frein...

La performance du secteur exportateur vietnamien s'est dégradée depuis l'an dernier, à cause de l'essoufflement de la demande mondiale et des répercussions de la hausse des droits de douane américains sur les importations de biens chinois. Les exportations de marchandises (mesurées en dollars courants) n'ont ainsi augmenté que de 7% en g.a. au S1 2019, contre 13% en 2018 et 22% en 2017 (graphique 2). Les conséquences des mesures tarifaires américaines ont été fortement ressenties depuis l'automne 2018, principalement via des effets de contagion à travers les chaînes de valeur régionales, ainsi que via les effets négatifs indirects sur la confiance, l'investissement et la demande mondiale. La croissance de l'industrie manufacturière vietnamienne a ralenti en conséquence, pour atteindre 11% en g.a. en termes réels au S1 2019, contre 13% en 2018 et 14,4% en 2017.

Dans l'ensemble, néanmoins, la performance du secteur manufacturier et des exportations reste relativement solide par rapport aux autres économies de la région, et le Vietnam continue de gagner des parts de marché à l'international (il représentait 1,3% du total des exportations mondiales en 2018). D'ailleurs, après avoir atteint un point bas au cours du T1 2019, les exportations ont retrouvé un peu de vigueur au second trimestre. Cette légère amélioration a bénéficié à d'autres pays insérés dans les chaînes de valeur asiatiques, mais la progression des exportations vietnamiennes a conservé son avance.

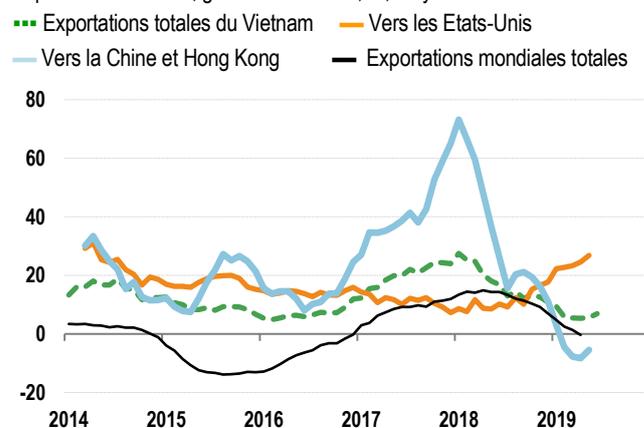
1-Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	6,8	7,1	6,5	6,5
Inflation IPC, moyenne, variation annuelle, %	3,5	3,5	3,1	3,3
Solde budgétaire, % du PIB	-4,8	-4,6	-4,5	-4,3
Dette publique, % du PIB	58,2	57,5	57,4	57,1
Balance courante, % du PIB	2,9	2,4	2,1	2,1
Dette externe, % du PIB	47,2	48,1	49,2	49,6
Réserves de change, mds USD	49,1	55,5	65,0	74,0
Réserves de change, en mois d'imports	2,7	3,0	3,1	3,1
Taux de change US\$VND (fin d'année)	22 700	23 190	23 450	23 700

e : estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Exportations modérément affaiblies

Exportations en USD, glissement annuel, %, moyenne mobile 6 mois



Source : Bureau statistique vietnamien

Le Vietnam connaît en effet une forte expansion de sa base de production manufacturière exportatrice depuis une dizaine d'années, largement soutenue par les entrées d'investissements directs étrangers (IDE). Les exportations de marchandises mesurées en pourcentage du PIB sont passées de 67% en 2012 à 100% en 2018, et cette expansion est allée de pair avec une diversification et une montée en gamme continues des produits exportés. Ainsi, les produits électroniques et téléphones représentent aujourd'hui 33% des exportations totales, contre 17% fin 2011.



■ ... et une opportunité pour le secteur exportateur

Le Vietnam pourrait donc tirer profit des difficultés des exportateurs chinois : à très court terme s'il a la capacité de les remplacer partiellement pour fournir des biens manufacturés ou semi-manufacturés aux entreprises américaines cherchant à éviter les barrières tarifaires et, dans un deuxième temps, s'il réussit à attirer les investisseurs qui souhaitent déplacer leurs centres de production hors de Chine. De fait, depuis novembre 2018, le ralentissement des exportations totales a principalement résulté d'une contraction des livraisons vers la Chine et Hong Kong (-4,5% en g.a. sur la période novembre-mai) alors que les ventes vers les Etats-Unis ont rebondi (+24,7% en g.a. sur la même période) – ce qui laisse penser que l'industrie vietnamienne a bénéficié de certains effets de report.

Par ailleurs, la récente hausse du nombre de projets d'IDE dans l'industrie manufacturière et émanant de Chine et Hong Kong suggère que la délocalisation de certaines unités de production hors de Chine devrait effectivement profiter au Vietnam. Des industriels coréens et japonais ont également récemment annoncé leur intérêt d'y accroître leurs capacités de production.

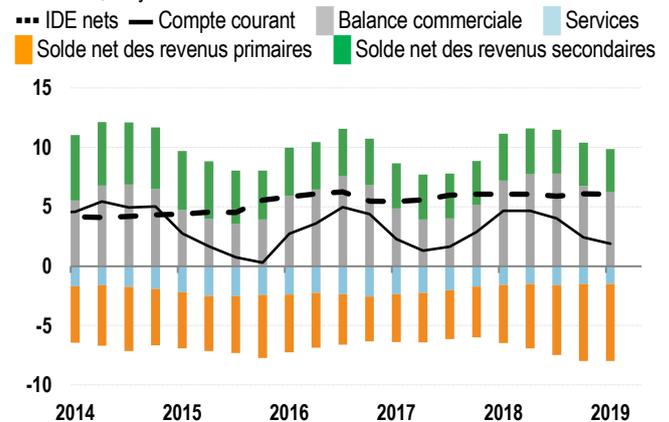
Le Vietnam conserve des avantages comparatifs qui devraient lui permettre de continuer à attirer les entreprises étrangères. En particulier, il est déjà bien intégré aux chaînes de valeur en Asie, les coûts salariaux restent compétitifs, et les autorités poursuivent lentement les réformes visant à consolider la stabilité macroéconomique, renforcer le cadre institutionnel et améliorer l'environnement des affaires (le Vietnam est par exemple passé du 99^{ème} en 2013 au 69^{ème} rang en 2019 dans le classement pour 190 pays de l'indice de « facilité de faire des affaires », ou *Doing Business*, de la Banque Mondiale). En outre, la participation du Vietnam dans de multiples accords commerciaux témoigne de la volonté des autorités de promouvoir une politique de libre-échange. Par exemple, l'accord multilatéral de « Partenariat TransPacifique » (TPP) est partiellement entré en vigueur début 2019, et l'accord de libre-échange avec l'Union Européenne devrait l'être d'ici 2020. Un projet d'harmonisation de l'ensemble des accords bilatéraux avec les pays de l'ASEAN afin d'aboutir à un large accord de partenariat régional est également en discussion.

■ La position extérieure se renforce progressivement mais des vulnérabilités persistent

Le Vietnam dégage des excédents courants depuis 2011. L'excédent commercial en est la principale composante : il s'est établi à 5,7% du PIB en moyenne depuis 2013, et à 6,8% sur l'année 2018 (graphique 3). Après s'être renforcé au cours des trois premiers trimestres de 2018, l'excédent commercial s'est réduit depuis le T4 2018 du fait de la dégradation de la performance des exportations. La croissance des importations s'est affaiblie comme celle des exportations (leur contenu en importations est élevé) mais reste néanmoins plus rapide, soutenue par la vigueur de la demande interne. Les transferts nets (aide internationale et, surtout, envois de fonds de la diaspora) sont le deuxième contributeur clé de l'excédent courant ; ils restent solides malgré leur lente baisse structurelle depuis quelques années, représentant 3,6% du PIB en

3- Une balance de base très confortable

% of GDP, moyenne mobile 4 trimestres



Source : Banque centrale du Vietnam

2018. En revanche, le solde net des revenus primaires est négatif et se détériore rapidement depuis 2017 (atteignant -6,5% du PIB en 2018), notamment sous l'effet de l'augmentation des profits rapatriés par les entreprises étrangères. La balance des services affiche quant à elle un déficit modéré (de 1,5% du PIB en 2018), qui se réduit légèrement depuis 2017 grâce au développement du secteur touristique.

Au final, l'excédent courant est passé de 2,9% du PIB en 2017 à 2,4% en 2018 et devrait atteindre 2,1% en 2019. Sa dégradation est modérée, et résulte à la fois de chocs externes (ralentissement des exportations de marchandises) et de facteurs structurels (hausse des profits rapatriés par les groupes étrangers dont dépend largement le secteur exportateur). En supposant que la base d'exportations continue de s'élargir, l'excédent courant devrait se stabiliser, voire se redresser légèrement en 2020.

Le Vietnam a bénéficié d'une balance de base (compte courant + flux nets d'IDE) largement positive depuis plusieurs années, et son recours à la dette extérieure est resté modéré. La hausse du stock de dette a été principalement alimentée par l'endettement du secteur privé, y compris via des prêts inter-entreprises. Le ratio de dette externe sur PIB est ainsi passé de 40% en 2012 à 48% en 2018, et le poids du service de cette dette est resté d'autant plus modéré que les recettes d'exportations se sont fortement accrues (il était estimé à 5,3% des exportations de biens et services en 2018).

La position de liquidité externe s'est également améliorée, mais elle reste fragile : les réserves de change ont plus que doublé depuis 2012, atteignant USD 55 mds fin 2018, mais ne couvrent toujours pas plus de trois mois d'importations de biens et services. Elles ne constituent donc pas un matelas confortable de protection contre les chocs externes. Elles devraient néanmoins continuer à augmenter en 2019-2020.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

Arabie Saoudite

Premiers signes de reprise

L'économie saoudienne traverse une situation délicate depuis environ trois ans. Elle doit conjuguer les conséquences des réformes engagées dans le cadre du plan Vision 2030 et des conditions plutôt défavorables sur le marché pétrolier, sources de contrainte pour les finances publiques. Le PIB non pétrolier tourne au ralenti depuis 2016 en raison de la faiblesse de la demande interne. L'activité devrait repartir graduellement en 2019 grâce aux efforts de relance budgétaires et à la progressive normalisation du marché du travail. Dans ce contexte, les déficits budgétaires s'accroissent mais la solvabilité du gouvernement reste bonne.

L'économie non pétrolière est en phase de ralentissement depuis environ 3 ans. Le PIB hors pétrole a crû en moyenne de 1,2% par an depuis 2016, contre 5,7% durant la période 2011-2015. Cela est notamment dû à la dégradation des finances publiques, qui a fortement contraint les dépenses publiques depuis 2015. De plus, la réforme à marche forcée du marché du travail a pesé sur l'activité économique. En 2018, la croissance du PIB réel a atteint 2,2%, grâce essentiellement à celle du PIB pétrolier de 2,8%.

■ Le PIB pétrolier attendu en baisse

En tant que principal membre du cartel, la production pétrolière saoudienne est étroitement liée aux décisions de l'OPEP en matière de production. La hausse continue de la production de pétrole américaine depuis 2016 (les Etats-Unis sont devenus le premier producteur mondial depuis 2018) nécessite de maintenir une politique de quota restrictive de la part des pays de l'OPEP+ (OPEP + Russie) afin de soutenir les prix. L'accord de juillet 2019 a renouvelé les baisses de production décidées en décembre dernier. Cet accord courant jusqu'en mars 2020, la production saoudienne devrait rester stable cette année à environ 10 millions de barils par jour (mb/j), contre 10,3 mb/j en 2018. Par conséquent le PIB pétrolier (environ 40% du total) devrait baisser d'environ 1,7% en 2019.

■ Un ralentissement économique prononcé

L'économie non pétrolière tourne au ralenti depuis 2016. Ce fort ralentissement est dû à la quasi-stagnation du PIB du secteur public non pétrolier et surtout au renforcement des réformes du marché du travail. Les dépenses publiques sont un moteur traditionnel de la demande interne du royaume. En raison d'une conjoncture pétrolière défavorable, elles ont été réduites en 2016 et 2017 pour atteindre 36% du PIB contre 41% en 2015. Le processus de « saoudisation » du marché du travail (le remplacement des travailleurs expatriés par des nationaux dans le secteur privé non pétrolier) est passé à une vitesse supérieure depuis deux ans. La présence d'expatriés est fortement réduite, voire interdite, dans un certain nombre de secteurs du commerce de détail (par exemple les bijouteries ou les magasins de téléphonie) qui étaient traditionnellement tenus par des non nationaux. En parallèle, des taxes importantes ont été appliquées aux expatriés et à leurs familles. Cela a provoqué le départ de nombreux expatriés et la consolidation de certains secteurs de l'économie.

Depuis début 2017, 1,8 million d'expatriés ont quitté le marché du travail, entraînant une baisse de la population totale du pays

1-Prévisions

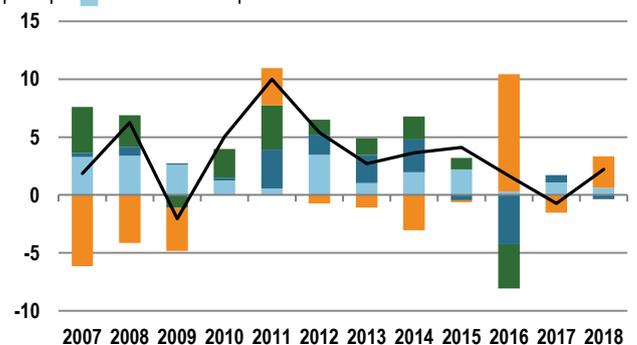
	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,7	2,2	1,1	2,9
Inflation, IPC, var. annuelle, %	-0,9	2,5	-1,7	1,8
Solde budgétaire, % du PIB	-9,2	-4,6	-8,1	-8,2
Dette du gouv. central, % du PIB	17	19	28	35
Balance courante, % du PIB	1,6	9,3	3,5	3,5
Dette externe, % du PIB	23	25	30	34
Réserves de change, mds USD	497	497	499	504
Réserves de change, en mois d'imports	30	28	28	27
Taux de change USDSAR (fin d'année)	3,75	3,75	3,75	3,75

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance économique en berne

%, contribution à la croissance du PIB

— PIB total g.a. ■ Exportations nettes ■ Investissement ■ Consommation publique ■ Consommation privée



Sources: Ministère de l'Economie et de la Planification, BNP Paribas

d'environ 5% en deux ans. En parallèle, l'emploi des nationaux saoudiens n'évolue que très lentement. Le nombre total de Saoudiens occupant un emploi augmente faiblement depuis fin 2018 grâce à un rythme de créations d'emplois dans le secteur privé supérieur à celui de la baisse de l'emploi public. Ces évolutions ont évidemment des conséquences négatives sur la demande privée interne qui n'a progressé que de 2% en moyenne entre 2016 et 2018, contre 5,9% en moyenne entre 2011 et 2015.

■ Quelques signes de reprise de l'activité en 2019

Il semble que cette dynamique négative commence à s'inverser depuis le début de l'année. La croissance du PIB réel n'a été que de



1,7% en T1 2019 (contre 3,6% en T4 2018) en raison de la faible progression des exportations (+5,1%) qui contribue pour plus de 45% au PIB total. Cependant, le redressement de la consommation privée (environ 35% du PIB total) semble assez net. Celle-ci a progressé de 4,8% contre 1,8% au cours de l'année 2018. Elle bénéficiera des augmentations salariales dans le secteur public, qui emploie environ 45% des actifs saoudiens ayant un emploi. Par ailleurs, le crédit au ménage ne progresse que faiblement (+1,8% en g.a. en mars 2019).

Du côté du marché du travail, selon les dernières données du T1 2019, le nombre de Saoudiens employés est en augmentation depuis T3 2018 (+2000), notamment grâce au dynamisme de l'emploi féminin, tandis que le nombre d'employés expatriés est lui aussi reparti à la hausse depuis T4 2018 (+224 000 personnes). Concernant les dépenses publiques, le gouvernement s'est clairement engagé dans une politique de relance de l'activité avec un plan de soutien au secteur privé équivalant à 7% du PIB réparti sur 4 ans. Les données du premier trimestre montrent une hausse de 8% des salaires du secteur public et de 12% des investissements. Ce soutien devrait se poursuivre durant l'année avec un budget prévisionnel total en hausse nominale de 9%. En termes réels, le soutien budgétaire est encore plus significatif étant donné notre prévision d'inflation négative en 2019 (-1,7% en moyenne). D'un point de vue sectoriel, certains indicateurs avancés (production de ciment, retraits en liquide et ouverture de lettres de crédit) signalent la poursuite de la progression du PIB non pétrolier au cours du T2 2019.

Au total, nous prévoyons que la croissance du PIB non pétrolier atteindra au moins 3% en 2019 (contre +2,1% en 2018). Cela devrait permettre au PIB total de croître de 1,1% en 2019 avant d'accélérer de 2,9% en 2020.

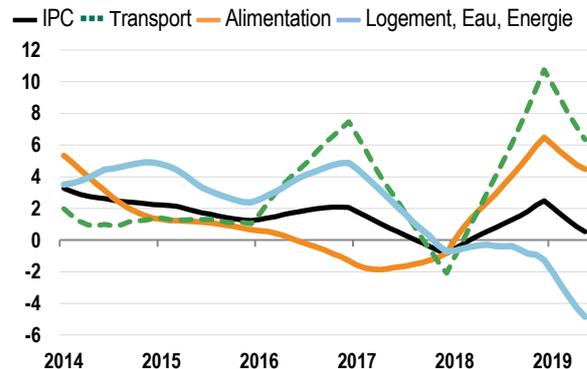
■ Le coût du logement tire l'inflation à la baisse

Reflétant la faiblesse de l'activité économique, l'évolution des prix est négative en g.a. depuis le début de l'année (-1,5% en mai 2019). En 2018, la hausse des prix de 2,5% en moyenne (contre -0,8% en 2017) était principalement due à l'introduction de la TVA et à la baisse des subventions sur les carburants réalisée au début de l'année 2018. Pour 2019, nous prévoyons une évolution négative de l'indice des prix (-1,7% en moyenne), principalement en raison de la baisse continue des prix dans l'immobilier. La composante « logement, eau et énergie » contribue pour 25% au panier de l'indice des prix à la consommation. La sous-composante « loyer » est en baisse de 6,8% en moyenne sur un an en mai 2019. Cependant, on ne peut parler à ce stade d'une situation déflationniste. Selon notre estimation, l'inflation sous-jacente (hors logement et alimentation) atteint +1,8% en moyenne en mai dernier.

Étant donné les meilleures perspectives de croissance en 2019 et l'arrêt des départs d'expatriés, les prix à la consommation devraient repartir à la hausse en 2020. Par ailleurs, le gouvernement devrait poursuivre sa politique visant à réduire la dépendance des finances publiques aux variations des prix du pétrole, au travers d'une hausse des recettes non pétrolières (TVA par exemple) et de la réduction des subventions aux carburants afin de se rapprocher des

3- Le coût du logement tire les prix à la baisse

%, moyenne annuelle



Sources : SAMA, BNP Paribas

prix du marché. Cela devrait aussi contribuer au soutien des prix. Ainsi, l'inflation des prix à la consommation devrait atteindre en moyenne 1,8% en 2020.

■ Détérioration des finances publiques

Les déficits budgétaires sont récurrents et élevés depuis 2014 en raison de la hausse des dépenses publiques et d'un marché du pétrole moins favorable aux producteurs du Golfe. Étant donné, d'une part, les contraintes sur la production pétrolière et la stabilité attendue des prix et, d'autre part, la nécessité de soutenir l'activité économique, les déficits devraient rester élevés dans les prochaines années. Le prix du pétrole permettant un budget à l'équilibre dépasse actuellement les 85 dollars par baril (référence Brent), soit un niveau très supérieur au prix du marché (66 USD/b en moyenne au cours du S1 2019). Nous prévoyons que le déficit atteindra 8,1% du PIB en 2019 et 8,2% en 2020. Une progression moindre des dépenses et une hausse des revenus budgétaires non pétroliers (actuellement environ 30% des revenus totaux) devraient le réduire à 7,5% du PIB en 2021. Le gouvernement prévoit de revenir à l'équilibre budgétaire à partir de 2023. La hausse observée de la part des revenus non pétroliers dans le PIB est un élément positif qui va dans cette direction, cependant la vulnérabilité aux prix du pétrole restera élevée et la maîtrise des dépenses budgétaires reste décisive pour atteindre cet objectif.

Pour le moment, malgré l'accumulation des déficits, les finances publiques ne sont pas en danger. La dette du gouvernement est modérée (28% du PIB attendu en 2019) et compensée par des actifs importants du gouvernement (environ 75% du PIB en additionnant les actifs du gouvernement à ceux de la SAMA et une estimation des actifs du fond souverain). Par ailleurs, l'Arabie Saoudite est devenue un émetteur régulier sur le marché des Eurobonds. Pour le moment, étant donné l'appétit des investisseurs, elle bénéficie de conditions de financement très favorables.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Emirats Arabes Unis

En quête d'un second souffle

L'activité économique tourne au ralenti depuis maintenant trois ans. La production pétrolière est contrainte par la politique restrictive de l'OPEP+. La croissance du PIB non-pétrolier pâtit du manque de dynamisme de la fréquentation touristique qui affecte la demande intérieure, notamment à Dubaï. A court terme, dans un contexte de ralentissement du commerce mondial, seules les réalisations en cours en préparation de l'Exposition Universelle de 2020 soutiennent l'activité. Dans ce contexte, les prix à la consommation évoluent négativement, tirés à la baisse par la déprime persistante de l'immobilier. La politique budgétaire reste prudente et offre peu de soutien à la croissance.

Le faible rebond de l'activité en 2018 (+1,7% par rapport à +0,5% en 2017) a confirmé l'atonie de l'économie des émirats. L'ensemble des composantes de la demande intérieure (consommation et investissement) était en repli. La faible progression de la croissance n'a été permise que par la baisse des importations et la légère hausse des exportations dans un contexte de hausse de la production d'hydrocarbures. Cette année, avec la poursuite de la politique restrictive de l'OPEP+¹ et en l'absence de signes de reprise de l'économie hors pétrole, les perspectives restent moroses.

■ Contraintes sur la croissance du PIB pétrolier

Dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de dynamisme de la production pétrolière américaine, la politique de l'OPEP devrait rester restrictive dans les prochains trimestres. Au début du mois de juillet, le groupe des pays OPEP+ a décidé de reconduire les niveaux de production décidés à la fin de 2018. Ainsi la production pétrolière des émirats devrait rester inchangée au cours de l'année 2019 à environ 3,05 millions de barils par jour (mb/j). En moyenne, cela représente une augmentation de 2,4% de la production par rapport à 2018.

Pour 2020, notre scénario central est celui d'une stabilité du PIB pétrolier émirati (équivalent à environ 30% du PIB total). L'offre mondiale devrait continuer d'être influencée par la production américaine, ce qui ne devrait pas inciter les pays de l'OPEP+ à revoir significativement leur politique contraignante. En dehors des facteurs liés au marché du pétrole, le principal risque pesant sur le PIB pétrolier est d'ordre géopolitique. La montée des tensions dans le détroit d'Hormuz depuis le début de l'année s'est traduite par des attaques de faible intensité sur des moyens de transport maritimes. Ces incidents ont mis en évidence la vulnérabilité des débouchés de la production pétrolière des EAU. Celle-ci est essentiellement localisée à Abu Dhabi (96% de la production totale) et emprunte le détroit d'Hormuz pour sa commercialisation. En cas de blocage, le pipeline entre Abu Dhabi et le port de Fujairah permet de transporter 50% de cette production. Ces deux alternatives de transport des produits pétroliers ont été touchés par des attaques ayant causé de faibles dommages. Même si un blocage complet des circuits d'acheminement est peu probable, le risque de blocage temporaire a augmenté.

A moyen terme, sous réserve d'un changement de la politique de l'OPEP, les objectifs de la compagnie nationale pétrolière ADNOC

¹ Le groupe OPEP+ est principalement composé des membres de l'OPEP et de la Russie.

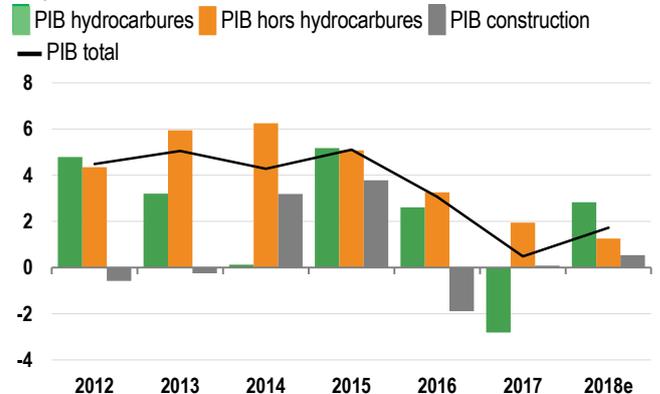
1-Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	0,5	1,7	2,4	3,2
Inflation moyenne (IPC, %)	2,0	3,1	-1,8	1,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,7	1,8	0,2	0,9
Dette publique / PIB (%)	20	17	17	16
Solde courant / PIB (%)	7,0	12,0	11,0	11,0
Dette extérieure / PIB (%)	67	64	66	66
Réserves de change, mds USD	95	100	105	107
Réserves de change, en mois d'imports	6,8	6,6	6,5	6,5
Taux de change USDAED (fin d'année)	3,67	3,67	3,67	3,67

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance économique au ralenti

%; g.a.



Sources : Autorité fédérale de la compétitivité et des statistiques, BNP Paribas

sont ambitieux : atteindre une production quotidienne de 5 mb/j d'ici 2030, développer l'industrie pétrochimique et accroître en parallèle la production de gaz pour atteindre l'autosuffisance.

■ Perspectives du hors-pétrole en demi-teinte

La croissance du secteur non-pétrolier a connu un record de faiblesse en 2018 à 1,3%, soit son niveau le plus bas depuis la crise de 2009. Ce ralentissement est notamment dû à un environnement régional peu porteur, aux conséquences de l'introduction de la TVA sur la consommation, aux effets indirects négatifs de l'embargo sur



le Qatar ou encore à l'appréciation du dollar qui a pu agir défavorablement sur le tourisme. A court terme les perspectives restent incertaines et les signaux sont contradictoires.

En juin 2019 l'indice PMI a atteint 57,7, confirmant sa progression depuis le début de l'année. En dehors de cet indicateur, d'autres signaux d'activité restent orientés négativement, notamment à Dubaï qui est de loin l'économie la plus diversifiée de la fédération. La fréquentation de l'aéroport de Dubaï décélère de façon continue depuis 2016. En T1 2019, la croissance annuelle était quasi nulle (+0,2%). Cette forte réduction de la croissance du secteur touristique confirme une tendance observée depuis 2016. On constate par ailleurs une baisse significative des dépenses des visiteurs. Selon la banque centrale le revenu par nuitée a baissé de 7,6% en 2018. Cela se traduit par une faible activité du commerce de détail. Celui-ci est le secteur économique le plus important (12%) des émirats après les activités extractives (30%), et a connu une très faible progression de son activité ces deux dernières années (respectivement +0,1% et +0,5%).

L'activité du secteur de la construction reste orientée positivement, notamment avec l'achèvement des chantiers prévus pour l'exposition universelle de 2020. Cela devrait être le principal facteur de soutien à l'activité en 2019. Le crédit au secteur de la construction reste l'élément le plus dynamique des prêts bancaire au secteur privé (+8% en g.a. en mars 2019). Cependant en dehors des projets liés à l'expo 2020, le secteur immobilier connaît une période de baisse des prix continue depuis 2016 en raison d'un excédent d'offre persistant.

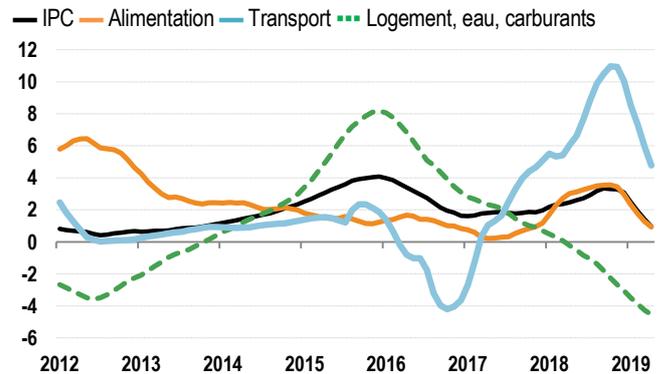
En parallèle, des facteurs externes devraient peser négativement sur l'activité à court terme. Les émirats sont une base logistique importante dans le commerce régional (essentiellement en direction de l'Asie et du Moyen Orient). Les activités de réexportation concourent pour environ 60% du total des exportations non-pétrolières. Même si la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis n'aura pas de conséquences directes sur l'activité aux émirats, la baisse des échanges commerciaux au niveau mondial réduira l'activité logistique aux émirats. En volume, le commerce mondial n'a progressé que de 0,5% en moyenne mensuelle en T1 2019 contre +3,6% en T1 2018. La hausse des tensions politiques dans la région est un autre élément qui continuera de peser sur la croissance. La dépendance de l'économie de Dubaï au secteur des services et aux investissements étrangers, notamment dans l'immobilier, la rend particulièrement vulnérable à la détérioration de l'environnement politique régional.

■ Soutien limité de la politique économique

Dans ce contexte économique morose, les mesures de politique économique ne seront pas des facteurs de soutien significatifs. Le budget 2019 devrait être un soutien à la croissance mais cela ne se traduit pas par un effort de relance important. Les principales mesures gouvernementales concernent l'amélioration de l'environnement des affaires, notamment vers les investisseurs étrangers. Du côté de la politique monétaire, la croissance du crédit bancaire pourrait bénéficier d'une baisse des taux d'intérêt de la banque centrale. Etant donné l'ancrage du dirham au dollar

3- Baisse générale des prix à la consommation

%, moyenne annuelle



Sources : Autorité fédérale de la compétitivité et des statistiques, BNP Paribas

américain, la légère baisse attendue des taux américains en 2019 devraient réduire les coûts de financement.

■ Environnement déflationniste

La faiblesse de l'activité des secteurs hors-pétrole et la déprime du marché de l'immobilier se traduisent par des pressions déflationnistes. L'inflation encore positive en 2018 (+3%) était principalement due à l'introduction de la TVA en début d'année. Pour 2019, nous prévoyons une baisse de l'indice d'ensemble des prix à la consommation d'environ 1,8% en moyenne annuelle. La composante « logement et énergie » participe pour un tiers à la composition de l'indice des prix, et était en recul de 4,5% en avril 2019 (en g.a.). De même, les prix des transports et de l'alimentation sont orientés à la baisse depuis le début de l'année. Le repli des prix de l'immobilier devrait continuer de peser sur l'indice d'ensemble au moins jusqu'à la fin de l'année.

Il est difficile de déterminer si la faiblesse de l'activité économique aux émirats est plutôt liée à des éléments structurels (baisse de l'attractivité pour les touristes et les investisseurs) ou plus conjoncturels (ralentissement économique dans le Golfe, tensions géopolitiques). Il semble qu'une certaine normalisation de la croissance soit en cours, notamment à Dubaï. Cette situation pourrait peser sur la qualité des actifs bancaires, notamment en raison de leur exposition aux secteurs de la construction et de l'immobilier (25% des crédits au secteur privé). Par ailleurs, une croissance durablement plus faible devrait peser sur les performances des conglomérats quasi-publics, très actifs dans ce secteur et fortement endettés.

Néanmoins, l'économie des émirats continue de bénéficier de fondamentaux solides, tant au niveau des finances publiques que des comptes extérieurs. Les mouvements récents de consolidation à différents niveaux (banques, fonds souverains) et une politique économique prudente renforcent les perspectives de moyen terme.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Tunisie

Fragile stabilisation

L'économie tunisienne commence à montrer des signes de stabilisation. L'inflation baisse, les pressions sur le taux de change se sont allégées, et le gouvernement a enfin réussi à tenir ses engagements de consolidation budgétaire en 2018. Mais les perspectives restent très fragiles. Si le soutien des bailleurs de fonds rassure, la persistance de déséquilibres extérieurs significatifs expose l'économie à des chocs. Le resserrement de la politique monétaire pèse déjà fortement sur la liquidité des banques alors que le niveau élevé de la dette publique impose une rigueur budgétaire qui pourrait être difficilement tenable. Surtout, la croissance économique reste atone.

La Tunisie est à quelques mois d'élections générales décisives pour la consolidation de sa transition démocratique. Si l'issue est incertaine dans un paysage politique de plus en plus fragmentée, la feuille de route des futurs dirigeants est en revanche assez claire : relancer une économie qui tourne au ralenti, enrayer l'envolée de la dette publique, et renforcer la stabilité des comptes extérieurs. Point positif : des signes de stabilisation émergent après plusieurs années de dérive. Néanmoins, le panorama d'ensemble reste encore très fragile.

■ Politique monétaire : un resserrement contraint

L'inflation reste élevée, à 7%, mais a baissé depuis le pic atteint en juin 2018 à 7,7% (cf. graphique 2) grâce en partie au resserrement de la politique monétaire. Le taux directeur a été relevé de 275 points de base depuis février 2018 et atteint désormais 7,5%. Pour la première fois en trois ans, le taux d'intérêt réel est redevenu négatif. La Banque centrale de Tunisie (BCT) a également mis en place des mesures restrictives sur les conditions d'accès des banques au guichet de refinancement et instauré un cap réglementaire, à 120%, sur les ratios de couverture des crédits par les dépôts.

Si la volonté de la BCT de s'attaquer au problème de l'inflation est manifeste, ses marges de manœuvre restent étroites. De fait, avec un volume global de refinancement de la BCT qui atteint des sommets depuis le début de l'année (TND 16 mds contre TND 10 mds un an auparavant, dont quasiment ¼ de facilités de prêt marginal à 24h), les banques sont particulièrement sensibles au resserrement de la politique monétaire. Il n'est pas étonnant, dès lors, de voir le taux du marché monétaire atteindre également des pics historiques à presque 8% et la croissance du crédit à l'économie décélérer fortement. A fin mai 2019, elle n'atteignait plus que 6,8% en glissement annuel contre 13% début 2018. Exprimée en termes réels, la croissance du crédit est même passée en territoire négatif en mai, une première depuis novembre 2003.

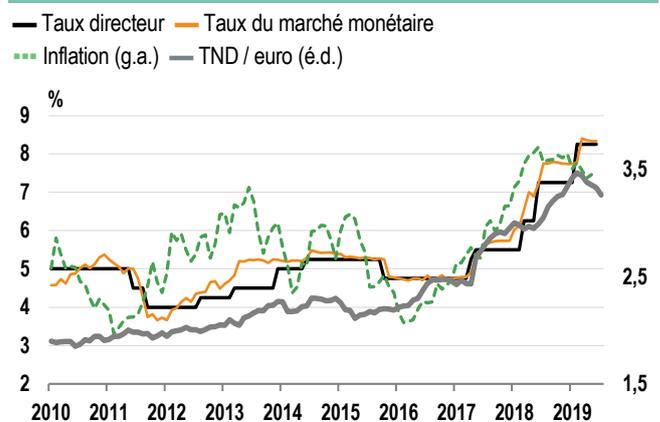
Or, les pressions inflationnistes devraient rester fortes. L'évolution du dinar tunisien (TND) pose en effet question. Après s'être déprécié de presque 30% contre l'euro en 2017-2018, il résiste depuis le début de l'année. Sur les trois derniers mois, il s'est même apprécié de 6% par rapport à la monnaie unique. Le dynamisme soutenu de l'activité touristique pourrait en être l'une des explications. La chute de 16% du taux de change effectif réel depuis 2 ans, après une longue période de stabilité, a également permis de corriger une partie de la surévaluation du TND. Néanmoins,

1-Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,9	2,5	2,0	2,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5,3	7,3	7,0	5,7
Solde budgétaire, % du PIB	-6,2	-4,8	-4,3	-3,6
Dette du gov. central, % du PIB	70,5	77,0	78,1	77,8
Balance courante, % du PIB	-10,2	-11,2	-9,7	-8,5
Dette externe, % du PIB	84,0	84,6	95,3	96,3
Réserves de change, mds USD	5,6	5,3	5,9	6,7
Réserves de change, en mois d'imports	3,0	2,6	2,9	3,1
Taux de change USDTND (fin d'année)	2,48	2,99	3,15	3,30

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Environnement monétaire



Sources : BCT, INS, Datastream

l'amplitude des déséquilibres extérieurs laisse penser que cette dynamique d'appréciation du TND n'est pas tenable. La BCT pourrait durcir un peu plus sa politique monétaire en cas de nouvelles tensions sur le change.

■ Déséquilibres extérieurs toujours très élevés

La position extérieure est la principale source de vulnérabilité macroéconomique de la Tunisie. Le déficit courant pourrait enfin commencer à se résorber dès cette année après avoir atteint un nouveau record en 2018 à 11,2% du PIB. Néanmoins, il restera encore à des niveaux très élevés, autour de 9% du PIB. Plusieurs facteurs continuent en effet de peser sur la dynamique des comptes



externes. Malgré la dépréciation de la monnaie tunisienne, les exportations restent pénalisées par l'effondrement de la production de phosphates et la perte continue de parts de marché en Europe, de loin son principal partenaire. Le secteur du tourisme a bien rebondi depuis les attentats de 2015 mais génère moins de recettes que par le passé (USD 1,5 md en 2018 contre USD 2,1 en 2014 malgré un nombre de touristes supérieur). En outre, la chute continue de la production nationale d'hydrocarbures limite les gains induits par la baisse des cours du pétrole sur la facture d'importations. La moitié du déficit courant en 2018 provenait des besoins énergétiques, contre 16% en 2010.

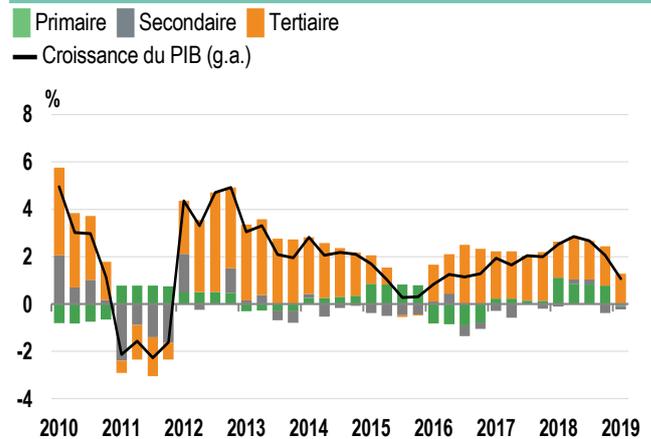
La récente conclusion de la sixième tranche du programme FMI constitue un motif de soulagement. Les flux nets d'investissements directs étrangers, bien que stables à 2-2,5% du PIB, ne représentent plus que 20% du déficit courant. En maintenant le lien avec le FMI, la Tunisie s'assure l'assistance d'autres bailleurs de fonds et s'ouvre la voie à une émission prochaine d'Eurobonds d'un montant attendu de EUR 500 millions, ce qui au total devrait suffire à couvrir les besoins de financement extérieur. Néanmoins, avec des réserves de change désormais inférieures au seuil d'alerte, de trois mois d'importations de biens et services, et un important déficit courant, l'économie reste très exposée à des chocs exogènes.

■ Finances publiques : des progrès à relativiser

La consolidation des comptes publics s'annonce également délicate même si certaines réformes commencent à porter leurs fruits. Selon les premières estimations, le déficit budgétaire a été ramené de 6,2% du PIB en 2017 à 4,8% en 2018 grâce essentiellement à la progression de 1,2 point des recettes fiscales. L'objectif reste ambitieux pour 2019, avec une cible fixée à 3,9% du PIB. Nous n'envisageons pas qu'elle soit atteinte en raison des pressions générées par le contexte électoral. Néanmoins, le déficit budgétaire devrait continuer de se résorber pour atteindre 4,3% du PIB, ce qui marquerait une rupture par rapport aux dérives de ces dernières années sans pour autant rassurer sur la capacité des autorités à maintenir le cap dans la durée.

Contrairement aux recommandations du FMI, le gouvernement a accordé des hausses de salaires aux employés de la fonction publique pour un coût estimé à 0,5% de PIB en 2019 et 2020. Si de nouvelles coupes dans les subventions à l'énergie devraient permettre d'en absorber une partie, cette décision accentuée encore un peu plus la rigidité des dépenses publiques. Malgré un gel des embauches depuis l'an dernier, la masse salariale devrait absorber presque 65% des recettes fiscales en 2019 contre 54% en 2010. Ainsi, les autorités ne pourraient avoir d'autre alternative que d'utiliser les investissements publics comme variable d'ajustement pour respecter leurs engagements budgétaires, au détriment de l'activité économique. Surtout, la dynamique de dette du gouvernement ne marque toujours pas d'inflexion significative. Or, à 77% du PIB, son niveau inquiète même si la part élevée de dette concessionnelle (63% de la dette en devises) a permis de contenir son coût jusqu'à présent. A cela s'ajoutent les garanties accordées par l'Etat à des entreprises publiques (15,6% du PIB), dont la situation financière est souvent fragile. De plus, l'endettement reste exposé aux variations du taux de change (75% du stock de la dette

3- Contribution sectorielle à la croissance



Source : INS

est libellé en devise). Dernier élément, l'assistance des bailleurs de fonds est censée couvrir 60% des besoins de financements domestiques en 2019 et 2020. Si dans les faits le risque de rupture assez limité, les décaissements sont soumis à condition, ce qui réduit les marges de manœuvre du gouvernement en l'absence d'alternative de financement (étroitesse du marché local des capitaux).

■ Perspectives économiques : vers une reprise timide

Les chiffres du premier trimestre sont venus confirmer les difficultés de l'économie. Après deux années de reprise modeste (+2% en 2017 et +2,5% en 2018), le taux de croissance est retombé à 1,1% au T1 (cf. graphique 3). Hormis le tourisme, la plupart des secteurs sont à l'arrêt (construction), voire se contractent (agriculture, industrie manufacturière). Si la hausse des salaires effective depuis mars dans la fonction publique devrait soutenir la demande des ménages à partir du T2, l'effet sur la croissance sera dans l'ensemble modeste. Avec une progression du PIB attendue à 2% cette année et 2,5% en 2020, l'économie tunisienne ne sera pas en mesure de faire refluer un taux de chômage officiel qui culmine à 15%. Au-delà des facteurs exogènes (instabilité régionale, atonie de la demande européenne) et des risques sécuritaires, tous réels, l'accélération de réformes structurelles sera décisive pour améliorer les perspectives de croissance. Le chantier est colossal. Entre 2010 et 2018, le taux d'investissement a perdu 5 points pour tomber à 20% (contre 28% au Maroc). Le décrochage de plus de 50 places de la Tunisie au classement de la compétitivité mondiale établi par le Forum économique mondial durant cette période est également révélateur des problèmes de fond que devront relever les autorités.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni de la recherche ni 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 desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN

<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER

https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change