

# ECO EMERGING

4<sup>e</sup> trimestre 2019 (achevé de rédiger le 17 octobre 2019)

## Editorial

### Le retour des politiques monétaires

Les perspectives de croissance des pays émergents pour 2020 se sont assombries. En cause : le ralentissement des marchés à l'exportation et le climat d'incertitude entretenu par l'affrontement commercial entre les Etats-Unis et la Chine.

p.2



### Chine

p.3

Dosage monétaire sous contrainte



### Inde

p.5

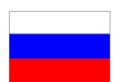
A la recherche d'investissements



### Brésil

p.7

Sous les projecteurs



### Russie

p.9

Résistance mais sans croissance



### Pologne

p.11

Perte de vitesse



### Corée du Sud

p.13

Double peine



### Argentine

p.15

Au pied du mur



### Egypte

p.17

Performance mitigée du commerce extérieur



### Qatar

p.19

Les limites de la diversification



### Maroc

p.21

Bilan plutôt satisfaisant



### Angola

p.23

Sous la supervision du FMI



### Afrique du Sud

p.25

En panne

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

**Eco**  
EMERGING



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## Editorial

### Le retour des politiques monétaires

Les perspectives de croissance des pays émergents pour 2020 se sont assombries. En cause : le ralentissement des marchés à l'exportation et le climat d'incertitude entretenu par l'affrontement commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Cette incertitude entraîne une volatilité des investissements de portefeuille depuis l'été, tandis que les conditions de financement extérieur restent globalement favorables. De plus, les politiques monétaires s'assouplissent dans une majorité de pays, et la transmission des taux d'intérêt directeurs aux taux prêteurs fonctionne plutôt bien. Toutefois, l'endettement du secteur privé, qui a fortement progressé sur la décennie écoulée, peut constituer une contrainte à l'assouplissement monétaire s'il accroît les risques de crédit.

#### ■ Politiques monétaires à la rescousse

La croissance de notre échantillon de 26 pays émergents a atteint un point bas historique au 2<sup>e</sup> trimestre 2019 à seulement 4,1% en glissement sur un an, contre encore 5,2% un an auparavant. Si l'on fait abstraction de la crise financière de 2008-2009, il faut remonter à 2001 pour retrouver une performance aussi faible. Le ralentissement des marchés à l'exportation et le climat d'incertitude entretenu par l'affrontement commercial entre les Etats-Unis et la Chine en sont les principales causes. Ce climat d'incertitude se traduit par une forte volatilité des exportations mais aussi des investissements de portefeuille à destination des pays émergents. Mais, jusqu'à présent, les conditions de financement extérieur ne se sont pas durcies. Exception faite de l'Argentine et du Liban (pour des raisons spécifiques), les primes de risque sur les dettes souveraines en devises ont tendance à se comprimer depuis le dernier trimestre 2018 et celles sur les entreprises sont restées stables. De plus, la faiblesse de la croissance mondiale pèse sur les prix des matières premières, ce qui contribue à contenir les tensions inflationnistes.

Dans ce contexte, fin septembre, une large majorité de banques centrales de notre échantillon (16) avait initié ou poursuivi la baisse de leur taux d'intérêt directeur (cf. tableau) alors qu'elles n'étaient que 4 à le faire en 2018. Seules les banques centrales des pays d'Europe centrale et orientale font exception car jusqu'au S1 2018 la croissance a été supérieure à la croissance potentielle, entraînant des tensions sur le marché du travail. L'assouplissement des politiques monétaires peut-il alors atténuer l'effet du ralentissement des exportations ?

#### ■ Des marges de manœuvre sous contraintes

Depuis la fin 2018, hormis la Chine continentale (dont le gouvernement définit la cible de croissance du crédit) et les pays dont le cycle du crédit est particulièrement heurté (Argentine, Brésil, Turquie), la croissance du crédit bancaire domestique dans les pays émergents s'est infléchi. Pour la majorité des pays, les effets de l'assouplissement monétaire en cours ne se font pas encore sentir, ce qui ne veut pas dire que le canal de transmission de la politique monétaire ne fonctionne pas ou mal. Au contraire, à l'exception notable de l'Inde et de l'Egypte, le coefficient de transmission apparent des variations des taux directeurs à celles des taux prêteurs des banques est élevé voire supérieur à 1 (cf. tableau).

Cependant, un soutien significatif de la politique monétaire, c'est-à-dire au-delà de ce qu'autorise le ralentissement présent ou attendu de l'inflation, suppose qu'il existe des marges de manœuvre.

#### Orientation et transmission de la politique monétaire

	Orientation des taux directeurs	Degré de transmission des assouplissements monétaires		
			Date de début	Date de fin
Brésil	↓	103%	19/10/2016	31/05/2019
Chili	↓	162%	17/10/2013	31/05/2019
Colombie	↓	81%	16/12/2016	31/05/2019
Mexique	↓	58%	08/02/2017	31/05/2019
Chine	↓	72%	30/12/2014	31/05/2019
Inde	↓	39%	14/01/2015	31/05/2019
Indonésie	↓	n.s.	-	-
Malaisie	↓	n.s.	-	-
Taiwan	↓	n.s.	-	-
Thaïland	↓	63%	16/10/2012	18/12/2018
Pologne	↓	111%	07/11/2012	31/05/2019
Hongrie	↓	110%	27/08/2012	31/05/2019
Rep. Tchèque	↓	-	-	-
Roumanie	↓	119%	01/07/2013	31/05/2019
Turquie	↓	n.s.	-	-
Russie	↓	116%	31/12/2014	31/05/2019
Egypte	↓	45%	21/02/2018	31/05/2019
Maroc	↓	138%	22/09/2014	31/05/2019
Afrique du Sud	↓	n.s.	-	-

(\*) Variations du taux d'intérêt moyen prêteur des banques / Variations du taux directeur sur les périodes spécifiées

Sources : FMI, banques centrales, BNP Paribas Recherche Economique Groupe

Une comparaison des taux d'intérêt réels avec la croissance potentielle permet de les mesurer. Peu de pays présentent un écart très important si l'on considère les taux d'intérêt directeurs (Mexique, Egypte, Russie). En revanche, si l'on regarde les taux d'intérêt prêteurs, ils sont plus nombreux (Afrique du Sud, Brésil, Colombie, Turquie et, dans une moindre mesure, Inde et Indonésie). Toutefois, un taux d'intérêt prêteur réel élevé peut refléter un taux de prêts non performants, lui-même structurellement élevé pour certains types de crédit. C'est le cas des crédits de trésorerie/cartes de crédit dans les pays d'Amérique latine. Enfin, l'endettement du secteur privé peut constituer une autre contrainte pour l'assouplissement monétaire s'il accroît les risques de crédit. C'est évidemment le cas de la Chine (cf. *infra*). Mais de nombreux pays émergents ont enregistré une hausse du ratio de crédit bancaire rapporté au PIB de plus de 50% depuis 2010, la plupart en Amérique latine. En Asie, les progressions sont moins fortes mais à partir de niveaux élevés. La Turquie est l'illustration du pays au profil intermédiaire (forte progression à partir d'un niveau modéré) qui, en cas de choc externe, s'est traduite par une montée du risque de crédit plus rapide que pour un pays au niveau d'endettement relativement élevé.

François Faure

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



# Chine

## Dosage monétaire sous contrainte

Pékin a laissé le yuan se déprécier face au dollar après chaque hausse des droits de douane des Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois. A court terme, l'usage de la politique de change pour soutenir l'activité devrait néanmoins rester modéré. La marge de manœuvre pour relancer le crédit est également étroite. En cause : le niveau de dette excessivement élevé de l'économie et le souhait des autorités de poursuivre les efforts d'assainissement du secteur financier, du secteur public et du marché immobilier. Le dilemme – soutien à la croissance contre désendettement – pourrait encore s'accroître si les récentes mesures de relance fiscale n'ont pas les effets escomptés sur la demande interne ou si l'environnement externe se détériore davantage.

La croissance du PIB chinois a atteint 6,2% en glissement annuel (g.a.) au T2 2019, contre 6,4% au trimestre précédent et 6,6% pour l'ensemble de l'année 2018. Elle devrait continuer de ralentir à court terme, le soutien apporté par les mesures de relance des autorités ne compensant que partiellement les effets de l'affaiblissement de la demande externe. La marge de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance s'est en effet fortement réduite au cours des dernières années, en raison de l'érosion des excédents externes et de la montée des déséquilibres internes (excès de dette, nécessité d'assainir le secteur public et le secteur financier).

### ■ Le recours à la dépréciation devrait rester modéré

Sur les huit premiers mois de 2019, les recettes d'exportation ont stagné par rapport à la même période en 2018 (-0,05%), sous l'effet des hausses des droits de douane américains et du recul du commerce mondial. Les importations ont chuté de 4,5%, permettant une hausse de l'excédent commercial de 30% (à USD 262 milliards) sur la même période. Les difficultés du secteur exportateur devraient s'aggraver encore dans les prochains mois, et les perspectives pour 2020, très incertaines, dépendent des négociations commerciales entre Washington et Pékin.

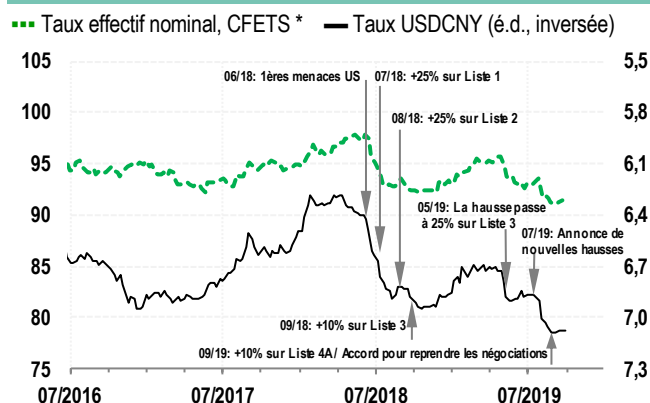
Depuis le T2 2018, le droit de douane moyen pondéré imposé par les Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois a augmenté de 6,5% à environ 20% à fin septembre 2019 (plus des 2/3 de ces importations ont subi des hausses de tarifs depuis début 2018). Il pourrait dépasser 25% d'ici la fin de l'année si les négociations, qui viennent de reprendre, échouent à nouveau et si les nouvelles hausses annoncées dès l'été par l'administration Trump sont effectivement introduites. L'ensemble des importations américaines de biens chinois (USD 550 mds) serait alors surtaxé. Sur la période allant de fin mars 2018 à fin août 2019, le yuan s'est déprécié de près de 13% contre le dollar (dont 3% en juillet-août). Cette baisse a plus que compensé le gain enregistré au cours des quinze mois précédents. Les autorités chinoises ont laissé le yuan se déprécier en réponse à chaque nouvelle hausse des droits de douane américains (annoncée ou effective) afin de compenser partiellement leurs effets sur les entreprises exportatrices (graphique 2). Au mois de septembre, malgré l'introduction d'une nouvelle barrière tarifaire, le yuan s'est stabilisé face au dollar, Pékin et Washington s'étant mis d'accord pour reprendre les négociations. A court terme, le recours à la politique de change pour soutenir l'activité devrait rester relativement modéré, les autorités craignant une spirale négative d'anticipations de dépréciation et de nouvelles sorties de capitaux que la chute du yuan peut provoquer. En même temps, ce risque

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	6,8	6,6	5,9	5,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	2,1	2,4	2,8
Solde budgétaire réalisé, % du PIB	-3,7	-4,2	-4,5	-5,0
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,4	16,6	19,6	22,0
Balance courante, % du PIB	1,4	0,4	1,7	1,4
Dette ex terna totale, % du PIB	14,4	14,5	14,1	13,5
Réserves de change, mds USD	3 140	3 073	3 075	2 980
Réserves de change, en mois d'imports	17,0	14,5	14,9	14,8
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,5	6,9	7,3	7,2

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Droits de douane américains et politique de change chinoise



Sources : China Foreign Exchange Trading Center, BNP Paribas.

\* Taux de change moyen pondéré du yuan contre un panier de devises des principaux partenaires commerciaux de la Chine.

\*\* Les listes de biens chinois importés par les Etats-Unis et affectés par les hausses des droits de douane, sont dites « Liste 1 » : total de USD 34 mds ; « Liste 2 » : USD 16 mds ; « Liste 3 » : USD 200 mds ; et « Liste 4A » : USD 125 mds (première tranche de la « liste 4 »).

est lui-même limité par le maintien de contrôles sur les sorties de capitaux résidents (nettement renforcés depuis 2016, puis ajustés en fonction des pressions exercées sur la balance des paiements). Enfin, la légère amélioration de l'excédent courant (1,3% du PIB au S1 2019 et 1,7% prévu pour 2019 contre 0,4% en 2018) et l'augmentation attendue des entrées d'investissements de portefeuille étrangers sur les marchés financiers chinois (suite à de nouvelles mesures d'ouverture) pourraient aussi contribuer à la stabilisation du taux de change à court terme.



## ■ Le crédit peu réactif à l'assouplissement monétaire

L'investissement et la consommation privée ont encore perdu de leur vigueur au T3 2019. En valeur, l'investissement n'a progressé que de 5,5% en g.a. sur les huit premiers mois de 2019, contre 5,8% au S1 2019, et les ventes au détail de 7,5% en g.a. en juillet-août, contre 8,4% au S1 2019. Les facteurs baissiers sont nombreux : difficultés du secteur manufacturier et conséquences sur les profits des entreprises et sur le marché du travail, pic d'inflation des prix alimentaires (+10% en g.a. en août), ralentissement du revenu disponible (+6,5% en g.a. au T2 2019), et moindre croissance des prêts bancaires aux ménages (+16% en g.a. en août contre 21% fin 2017). Dans ce climat morose, le marché de l'immobilier résidentiel a repris des couleurs, puisque les volumes de transactions étaient de nouveau en légère hausse en juillet-août, alors que l'inflation du prix moyen des logements poursuivait sa baisse (+5,3% en g.a. en août). L'activité sur le marché de l'immobilier commercial et de bureaux reste en revanche déprimée.

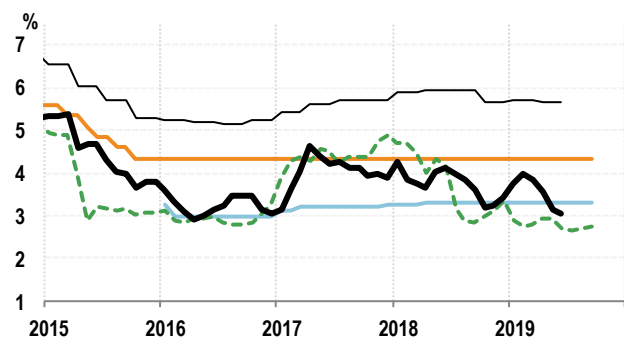
Les politiques monétaire et budgétaire ont pris un tour de plus en plus expansionniste depuis le printemps 2018 en réponse au ralentissement continu de la demande interne. Du côté de la politique monétaire et de crédit, l'assouplissement a été continu mais très prudent. Les banques ont été incitées à accroître leurs prêts à certaines entreprises (PME, sociétés les plus saines, secteurs porteurs, etc.), les conditions de liquidité ont été améliorées notamment via des baisses successives des coefficients de réserves obligatoires (dernière baisse de 50 points de base mi-septembre), et les taux d'intérêt sur les prêts bancaires ont légèrement diminué. Pour rendre son action plus efficace, la banque centrale a annoncé en août 2019 une nouvelle réforme des taux d'intérêt : le taux principal sur les prêts à un an n'est plus indexé sur le « taux de référence » mais sur le « taux sur les facilités de financement à moyen terme » (taux MLF). Ce changement doit améliorer la transmission de la politique monétaire et donc favoriser la baisse des taux des prêts au secteur non financier à court terme.

Le taux moyen pondéré sur les prêts bancaires a en effet assez peu diminué depuis le début de l'assouplissement monétaire. Du T2 2018 au T2 2019, il s'est réduit de 28 points de base (pb) en termes nominaux et de 120 pb en termes réels (graphique 3). Et le crédit interne s'est peu redressé. La ré-accelération des prêts bancaires (2/3 des financements totaux), observée aux S2 2018 et T1 2019, n'a pas duré, leur croissance nominale ayant de nouveau ralenti de 13,8% en g.a. en mars 2019 à 12,6% en août. Les banques sont restées très prudentes dans un contexte de ralentissement de l'activité, de niveaux de dette excessivement élevés des emprunteurs et de risques de défaut importants. De plus, les financements des institutions non bancaires (*shadow banking*) continuent de se contracter, preuve de la détermination des autorités à poursuivre l'assainissement du secteur financier. Seuls les financements par émission d'obligations ont affiché une accélération progressive depuis un an (+11,3% en g.a. en août).

De fait, la marge de manœuvre des autorités pour relancer le crédit est étroite. Pékin souhaite stimuler la demande interne tout en poursuivant le renforcement du cadre réglementaire du secteur financier, les efforts de désendettement des institutions financières

## 3- Les taux d'intérêt sur les prêts résistent à la baisse

Taux moyen pondéré sur les prêts : — nominal — réel  
— Taux de réf. sur les prêts à 1 an — Taux MLF à 1 an — SHIBOR 3 mois



Source : Banque centrale

et des entreprises publiques les plus fragiles, et l'assainissement du marché immobilier pour améliorer l'accessibilité des ménages au logement. L'excès de dette du secteur des entreprises (dont la dette représentait environ 135% du PIB à la mi-2019, hors collectivités locales) et le niveau déjà élevé de l'endettement des ménages (55% du PIB) constituent des contraintes fortes sur la croissance même des nouveaux crédits et sur leur efficacité. Les taux d'intérêt devraient diminuer encore légèrement à court terme, et les autorités pourraient tenter d'assouplir encore leur politique monétaire en cas de nouvelle dégradation de la croissance économique. Les effets sur l'activité risquent toutefois de rester très modestes.

## ■ Les effets des mesures fiscales sont encore à venir

L'investissement dans les infrastructures publiques commence à se redresser légèrement. Il devrait se renforcer à court terme étant donné la récente accélération des émissions obligataires par les collectivités locales, destinées à financer leurs projets. Cependant, la marge de manœuvre des autorités pour augmenter l'investissement public est là aussi contrainte par le niveau d'endettement déjà important des collectivités locales et de leurs véhicules de financement (estimé à environ 50% du PIB).

Du côté de la fiscalité, les mesures de relance ont été multipliées depuis 2018. En particulier, les allègements accordés aux ménages visent à stimuler leurs dépenses en apportant un soutien direct au revenu disponible. Ils profitent davantage aux ménages ayant les revenus les plus modestes. Les changements introduits depuis 2018 comprennent, par exemple, une hausse des seuils des tranches d'impôt sur le revenu les plus basses. Les autorités estimaient initialement que les mesures d'allègement apporteront un gain allant jusqu'à RMB 660 mds au revenu disponible total. Ceci pourrait donc accroître la consommation privée de 1,2 point de pourcentage au total. Les effets positifs sur les dépenses des ménages n'étaient pas encore visibles dans les indicateurs d'activité du mois d'août, mais la hausse des sous-composantes « nouvelles commandes » des indices PMI du mois de septembre dans les secteurs manufacturier et des services semble annoncer une amélioration de la consommation privée.

Christine PELTIER

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

## Inde

### A la recherche d'investissements

L'activité économique a sensiblement ralenti au premier trimestre de l'exercice budgétaire 2019/2020 et les perspectives pour le second semestre restent moroses en dépit des importantes mesures prises par les autorités monétaires et le gouvernement pour soutenir la croissance. La politique d'assouplissement monétaire s'est traduite par des baisses modestes des taux d'intérêt sur les prêts. Par ailleurs, la réduction du taux d'imposition sur les sociétés annoncée récemment devrait, à moyen terme, soutenir l'investissement domestique et les investissements étrangers. Elle pourrait toutefois avoir peu d'effets à court terme sur la croissance. Les sociétés pourraient en effet choisir de consolider leurs positions plutôt que d'investir dans un climat peu porteur.

#### ■ Une croissance au plus bas

Depuis le second semestre 2018, la croissance économique indienne a fortement décéléré. Au premier trimestre de l'exercice budgétaire 2019/2020 (entre avril et juin 2019) elle s'est élevée à seulement 5% en glissement annuel (g.a.) soit le rythme le plus faible enregistré depuis six ans. Le ralentissement de l'activité résulte essentiellement d'une forte décélération de la demande intérieure. En effet, même si la croissance des exportations indiennes a ralenti (alors qu'elles se sont contractées dans les autres pays d'Asie), la contribution des exportations nettes à la croissance est redevenue positive après huit trimestres de contribution négative.

La consommation privée, principal moteur de la croissance, n'a augmenté que de 3,1% en g.a. contre plus de 8% en moyenne l'année dernière. Ce ralentissement s'explique notamment par une baisse de confiance des ménages conjointement à la hausse du taux de chômage, lequel a atteint 8,2% fin août (contre 6,5% un an plus tôt). Par ailleurs, l'offre de crédit non bancaire a ralenti en raison des difficultés de financement enregistrées par les sociétés financières non bancaires (depuis la faillite de IL&FS en septembre 2018). L'investissement total a fortement décéléré (+4% en g.a. contre 13,3% l'année dernière) dans un contexte de taux d'intérêt élevés (9,8% en juillet sur les nouveaux crédits en roupies) en dépit de la politique d'assouplissement monétaire menée par la banque centrale indienne (RBI) depuis février 2019. Les taux moyens d'intérêt sur les nouveaux crédits n'ont baissé que de 29 points de base (pb) entre février et août alors que la banque centrale a abaissé ses taux directeurs de 110 pb sur la même période.

Les indicateurs d'activité du deuxième trimestre de l'exercice budgétaire en cours ne laissent pas entrevoir de rebond à court terme. La production de biens en capital s'est contractée en août pour le septième mois consécutif, les ventes automobiles ont fortement baissé, les indices de confiance se sont encore dégradés et, d'après les dernières enquêtes PMI, l'activité dans l'industrie n'avait toujours pas enregistré de rebond au mois d'août. Enfin, le ralentissement du crédit bancaire enregistré depuis février s'est sensiblement accentué au mois d'août.

Pour soutenir l'activité économique, le gouvernement et la banque centrale ont adopté de nombreuses mesures, la plus importante étant la forte baisse du taux d'imposition sur les sociétés.

#### 1- Prévisions

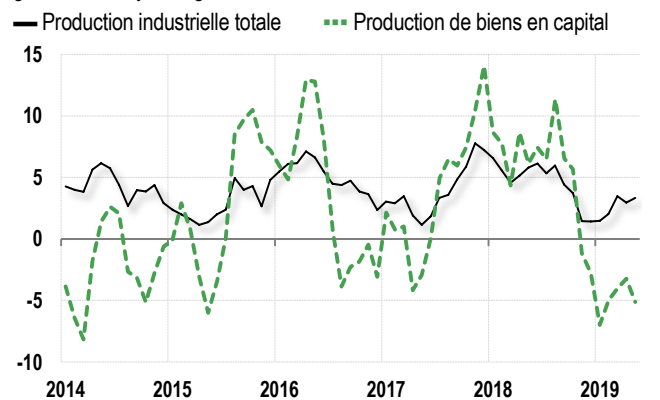
	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel <sup>(1)</sup> , variation annuelle (%)	7,2	6,8	5,4	6,5
Inflation moyenne <sup>(1)</sup> (CPI, %)	3,6	3,4	3,5	3,8
Solde budgétaire gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-3,5	-3,4	-3,6	-3,4
Dettes gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	45,6	44,6	44,4	44,1
Solde courant <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-1,8	-2,1	-2,1	-2,2
Dettes extérieures <sup>(1)</sup> / PIB (%)	20,0	20,0	19,9	20,0
Réserves de change, mds USD	409	393	435	460
Réserves de change, en mois d'imports	11,5	9,1	9,4	9,3
Taux de change USD/INR (fin d'année)	63,9	71,0	71,2	73,5

(1): Année budgétaire du 1<sup>er</sup> 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

g.a., en %, moyenne glissante 3 mois



Source : CEIC

#### ■ Baisse du taux d'imposition sur les sociétés : une mesure positive à moyen terme

Fin septembre, le gouvernement a annoncé une baisse du taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés de 30% à 22% (avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> avril 2019) et un taux préférentiel de seulement 15% pour les sociétés du secteur manufacturier créées après le 1<sup>er</sup> octobre 2019. En incluant l'ensemble des autres taxes qui pèsent sur les entreprises (notamment les taxes sur l'éducation), le taux



d'imposition effectif serait de 25,17% (17% pour les nouvelles sociétés dans le secteur manufacturier), un niveau proche des taux appliqués par les autres pays émergents d'Asie (25% en Indonésie, 24% en Malaisie).

A court terme, l'impact sur la croissance devrait néanmoins être limité. En effet, c'est essentiellement la consommation des ménages qui est à l'origine du ralentissement actuel. En outre, les entreprises indiennes pourraient choisir de profiter de la baisse des taxes pour se désendetter plutôt que d'investir dans un climat économique peu porteur.

A moyen terme, une telle mesure permettra d'accroître la compétitivité de l'Inde et favorisera ainsi les investissements directs étrangers. Néanmoins, le gouvernement Modi devra aller plus loin dans ses réformes. Les contraintes qui pèsent sur l'acquisition des terres et la rigidité du marché du travail restent des freins majeurs aux investissements domestiques et étrangers.

### ■ Finances publiques : risque de dérapage budgétaire sur l'exercice 2019/2020

Pour la deuxième année consécutive, le gouvernement fédéral pourrait ne pas atteindre son objectif de réduction du déficit budgétaire à 3,3% du PIB sur l'exercice 2019/2020 (contre 3,4% du PIB pour l'exercice 2018/2019). Sur les cinq premiers mois de l'année, son déficit budgétaire a déjà atteint 78,7% de sa cible annuelle.

Cette mauvaise performance reflète des recettes bien inférieures aux prévisions. En effet, sur les cinq premiers mois de l'exercice en cours, les dépenses ont atteint 42,2% de leur cible annuelle mais les recettes, bien qu'en hausse, n'ont atteint que 29,8% de leur objectif fixé à 9,9% du PIB (contre 8,8% du PIB sur l'exercice 2018/19). Ce sont essentiellement les recettes fiscales qui sont inférieures aux prévisions du gouvernement. Elles n'ont atteint que 24,5% de leur cible en raison du ralentissement de la demande intérieure et des échanges commerciaux.

Le gouvernement estime, par ailleurs, le manque à gagner induit par la baisse du taux d'imposition sur les sociétés à 0,7% du PIB (dont 0,46% du PIB serait à la charge du gouvernement central). Une partie de cette perte serait compensée par un transfert des surplus de la banque centrale plus important que prévu : la RBI a annoncé fin août que le transfert au gouvernement de ses surplus de réserves (par rapport à ses besoins) atteindrait cette année l'équivalent de 0,8% du PIB (contre 0,5% du PIB initialement prévu dans le budget du ministère des Finances).

Si le gouvernement ne réduit pas sensiblement ses dépenses pour le reste de l'année, le déficit du gouvernement et de l'ensemble des administrations rapporté au PIB pourrait augmenter (+0,4 pp) à 6,7%. Par conséquent, l'objectif du gouvernement d'abaisser le ratio de dette publique à 60% du PIB d'ici 2025 (contre 67,3% du PIB en 2018/2019) semble très éloigné.

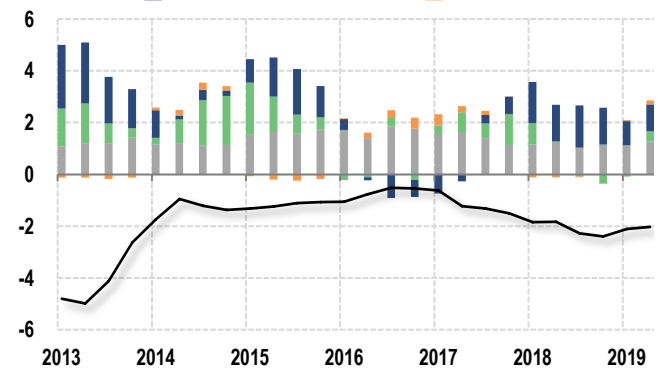
La dette publique indienne reste élevée pour un pays émergent<sup>1</sup> mais sa structure est peu risquée. Le risque de change est faible

<sup>1</sup> A titre de comparaison, la dette du gouvernement en Indonésie était de seulement 30,1% du PIB en 2018.

### 3- Balance des paiements

Somme sur 4 trimestres, % du PIB

— Solde courant ■ Investissements directs nets ■ Investissements nets de portefeuille ■ Autres investissements nets ■ Dérivés nets



Source : RBI

car la dette libellée en devises ne s'élevait en juin 2019 qu'à 2,8% du PIB. Par ailleurs, le risque de refinancement reste contenu dans la mesure où la dette a une maturité moyenne de 10,4 ans. Seulement 4,3% des titres de dettes arriveront à échéance au cours des douze prochains mois. De plus, 93% de la dette étant détenue par les résidents, le gouvernement est peu dépendant des investisseurs étrangers pour financer sa dette.

### ■ Baisse des pressions sur les comptes extérieurs

En 2018, les comptes extérieurs de l'Inde avaient été fragilisés. La hausse du déficit courant, la baisse des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille avaient conduit à une baisse des réserves de change de USD 15 mds et une dépréciation de la roupie face au dollar de 9%.

Depuis, cette tendance s'est inversée. Sur les neuf premiers mois de l'année 2019, le taux de change est resté stable en moyenne et les réserves de change ont augmenté de USD 33,5 mds pour atteindre USD 401,6 mds fin septembre, soit un niveau jamais atteint. Elles couvrent 1,4 fois les besoins de financement à court terme du pays (USD 297 mds). Dans le même temps, les IDE et les investissements de portefeuille ont augmenté (à 1,9% du PIB et 1,4% du PIB au S1 2019). La forte hausse des IDE au lendemain de la victoire de Narendra Modi est particulièrement positive car elle couvre le déficit courant et permet de réduire la dépendance du pays aux capitaux volatiles. Par ailleurs, même si le déficit courant devrait se creuser sur la deuxième partie de l'année 2019 (il a atteint 1,3% du PIB au S1 2019 alors qu'il s'établissait à 2% à la même époque l'année dernière), il restera contenu autour de 2,5% du PIB.

Enfin, la dette extérieure, bien qu'en légère hausse (+8,7 au T2 2019 en g.a.) reste modérée. Elle s'élevait à seulement 19,8% du PIB fin juin 2019. Les emprunts commerciaux constituent le premier type de dette (38,4% de la dette totale), suivis par les dépôts des non-résidents (24%) et les crédits commerciaux à court terme (18,7%).

Johanna Melka

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



# Brésil

## Sous les projecteurs

Suite aux incendies en Amazonie, les projecteurs du monde entier ont été braqués sur le Brésil. Le président Jair Bolsonaro subit des pressions pour son manque d'engagement en matière de protection de l'environnement. La croissance économique peine toujours à se redresser. Les indicateurs de confiance restent mitigés et l'investissement demeure faible. Face à un environnement extérieur moins porteur et à un risque inflationniste contenu, la banque centrale a abaissé son taux directeur de 100 points de base depuis août. La réforme des retraites a été approuvée au premier tour au Sénat mais s'est trouvée édulcorée. Au cours de l'automne, d'importantes réformes devraient être déployées et les privatisations devraient s'accélérer.

### ■ Un gouvernement dans la ligne de mire

Au cours des derniers mois, le président Jair Bolsonaro a attiré l'attention en raison de sa gestion des feux en Amazonie, son absence remarquée au Sommet pour le climat à l'ONU et ses vifs échanges avec le président français Emmanuel Macron. Par ailleurs, les dons allemands et norvégiens (de EUR 30 millions chacun) au Fonds pour l'Amazonie ont été suspendus, les deux bailleurs invoquant le manque de réelle volonté du gouvernement brésilien à combattre la déforestation.

Ces joutes diplomatiques et ces sanctions financières laissent pour l'instant planer le doute quant à l'entérinement d'un accord de libre-échange entre l'Union européenne et le Mercosur, déjà contesté. Celui-ci imposerait en effet le respect de normes et de traités internationaux en matière de protection de l'environnement (notamment le respect de l'accord de Paris). Les manquements du Brésil ont également suscité la réaction de grandes entreprises, sociétés de gestion d'actifs, fonds de pension et autres compagnies d'assurance. Un collectif de 230 investisseurs institutionnels totalisant USD 1 620 mds d'actifs sous gestion a notamment publié une déclaration exhortant les entreprises à s'assurer que leurs chaînes d'approvisionnement excluent toute activité contribuant à la déforestation en Amazonie. En réponse à ces pressions, le pays a lancé une campagne de communication pour améliorer l'image du Brésil à l'étranger. D'abord sur les réseaux sociaux, puis par l'entremise de plusieurs ministres mobilisés notamment aux Etats-Unis et en Europe. Leur mission a été de convaincre les entreprises et les investisseurs étrangers que la protection de la forêt tropicale, la lutte contre les activités illégales qui la menacent (agriculture, pâturage sauvages, abattage, départs de feu) ainsi que la réduction de la pauvreté dans la région passent par l'exploitation de ses richesses et son développement économique.

### ■ Une reprise toujours fragile

L'économie peine toujours à trouver des relais de croissance. Alors que l'on craignait une récession au 1<sup>er</sup> semestre, le PIB au T2 a finalement surpris à la hausse progressant de 0,4% t/t. Sur un an, la progression est plus nette (+0,9%) en raison d'un effet de base important lié aux conséquences sur l'activité de la grève des chauffeurs routiers au T2 2018. En termes d'offre, la croissance a profité d'un rebond dans l'industrie (notamment dans le secteur manufacturier et la construction) avec une contribution de 0,14 point de pourcentage (pp) après deux trimestres de contribution négative.

Les indicateurs disponibles au T3 laissent augurer une croissance relativement faible. L'indicateur avancé d'activité (IBC-BR) produit par la banque centrale s'est replié en juillet (-0,2%) malgré une

### 1- Prévisions

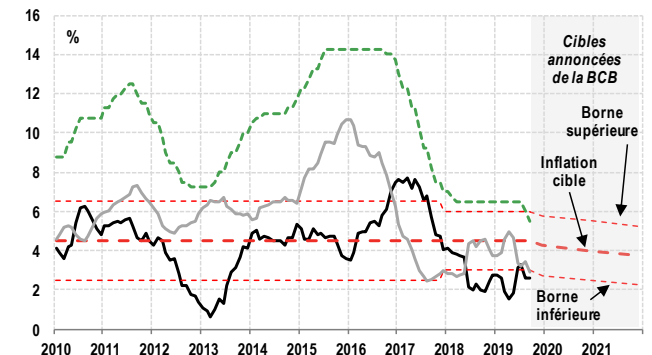
	2017	2018	2019e	2020e
PIB (croissance %)	1,1	1,1	0,5	2,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,0	3,7	3,1	3,5
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7,8	-7,1	-6,7	-6,8
Dette publique brute (en % du PIB)	74	77	82	82
Solde courant (en % du PIB)	-0,5	-0,8	-1,1	-1,7
Dette externe (en % du PIB)	27	33	35	38
Réserves de change (USD mds)	373	374	365	360
Réserves de change, en mois d'imports	20	18	18	18
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,3	3,9	3,8	3,4

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Dynamique des taux

--- Taux d'intérêt nominal (SELIC, %)

— Taux d'intérêt réel (%) — Taux d'inflation (IPCA, %, g.a.)



Sources : IBGE, BCB

meilleure tenue de l'activité dans les services (+0,8% m/m, cvs) et des ventes de détail en hausse (+1% m/m et 4,3% en g.a.). En cause, l'érosion de la production industrielle qui se poursuit. En glissement annuel, le repli est de -3,3% pour juillet-août avec un recul prononcé de la production de biens intermédiaires. Les perspectives de croissance dans le secteur industriel restent fragiles en raison du ralentissement mondial et de la récession en Argentine. Ainsi, les indicateurs de confiance dans l'industrie (indices FGV et CNI) ne marquent aucune amélioration en septembre. Par ailleurs, Petrobras a annoncé en septembre une augmentation du prix de l'essence de 3,5% et du gasoil de 4,2% qui pourrait peser sur la consommation des ménages voire attiser le mécontentement social (même si pour l'instant les chauffeurs routiers n'ont pas réagi).



A court terme, les dépenses publiques ne devraient toujours pas constituer un relais de croissance. Le budget prévisionnel pour 2020 prévoit en effet une contraction de l'investissement public d'environ BRL 7 mds par rapport à 2019. Le total des dépenses d'investissement prévues (BRL 19,4 mds, soit 0,3% du PIB) seraient les plus faibles depuis 10 ans. En revanche, la consommation privée et l'investissement résidentiel devraient bénéficier d'une mesure provisoire permettant le déblocage de fonds des comptes FGTS<sup>1</sup> (BRL 42 mds) au cours des deux prochaines années. Ces fonds pourront être utilisés comme collatéral pour l'octroi de crédits hypothécaires, ce qui devrait aussi soutenir le crédit immobilier qui stagne depuis la fin de la récession.

### ■ Comptes externes : ballottés mais sans risque majeur

Le déficit du compte courant se creuse mais reste modéré, à 1,8% du PIB sur 12 mois glissants en août contre -0,8% fin 2018. La faiblesse persistante des cours du sucre et du café (dont le Brésil est respectivement 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> exportateur mondial) pèsent sur les exportations en valeur. De plus, les exportations à destination de l'Argentine continuent de se tasser. Heureusement, dans le même temps, les exportations vers la Chine sont soutenues par les exportations de viande bovine (en hausse de 15% en g.a. sur la période janvier-août en raison notamment de l'épidémie de peste porcine qui affecte l'empire du milieu). Jusqu'à présent, le déficit courant reste largement couvert par les investissements directs nets (2,8% du PIB sur 12 mois glissants) et, d'une manière générale, les flux de capitaux couvrent les besoins de financement externe. Les réserves de change ont continué d'augmenter sur les 8 premiers mois de l'année (USD 386 mds fin août contre 374 mds fin 2018) mais ont chuté en septembre à USD 376 mds suite aux interventions de la banque centrale sur le marché au comptant.

Cependant, la devise, qui s'était redressée contre le dollar entre mai et juillet, a fortement chuté en août (-9%) et reste, cantonnée au-delà du seuil de 4 BRLUSD. Malgré une balance de base largement excédentaire, cet accès de faiblesse du real rappelle sa sensibilité aux sorties nettes d'investissements de portefeuille (USD 5,1 mds en août sur 12 mois glissants), même si le Brésil n'est pas, de ce point de vue, le plus vulnérable au sein des pays émergents. Cette sensibilité se trouve actuellement accentuée par l'assouplissement de la politique monétaire.

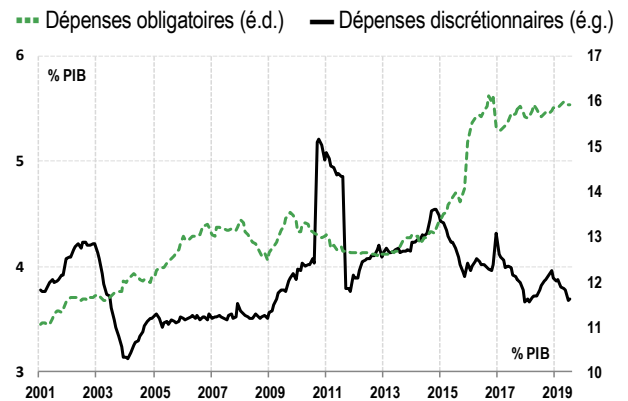
### ■ Taux bas : la nouvelle donne

La banque centrale (BCB) a abaissé son taux directeur SELIC de 50 points de base à deux reprises depuis le mois d'août pour le porter à 5,5 % contre 6,5% depuis mars 2018. L'inflation reste contenue en deçà de la cible de la BCB pour 2019 (2,9% en septembre vs 4,25%). D'après l'enquête mensuelle publiée par la banque centrale, le consensus de marché anticipe un taux SELIC à 4,75% d'ici fin 2019 et une légère remontée à 5% fin 2020.

Cet environnement de taux bas crée des dynamiques nouvelles sur les marchés. Les investisseurs au niveau local, accoutumés à des rendements obligataires élevés, procèdent à des réallocations

<sup>1</sup> Le Fonds de garantie pour temps de service est une cotisation patronale équivalente à environ 8% du salaire, protégeant entre autres choses contre le risque de chômage. L'argent est déposé sur un compte de la banque publique Caixa Federal.

### 3- Gouvernement central : évolution des dépenses (% PIB)



Source : Trésor national

d'actifs qui profitent surtout au marché boursier. Ainsi, la baisse des taux au cours des dernières années, conjuguée à la décote du souverain dans la classe *speculative* en 2015, a provoqué une chute des détentions de titres de dette souverains sur le marché local de la part des non-résidents (de 21% 2015 à 12% en 2019). Plus généralement, pour une partie des investisseurs internationaux, la réduction des taux brésiliens a également diminué l'attrait des opérations de portage (*carry trade*). Inversement, cette baisse a encouragé les entreprises brésiliennes à échanger leurs dettes libellées en devise en monnaie locale.

### ■ Des avancées dans les réformes

La proposition de réforme des retraites a été approuvée par le Sénat lors d'un vote au premier tour (un deuxième vote devrait avoir lieu d'ici la fin du mois). Les économies réalisées grâce à la réforme devraient *in fine* s'élever à environ BRL 800 mds sur 10 ans contre BRL 910 mds initialement prévu à la suite du vote à la Chambre des députés en août dernier. Cet automne, le gouvernement présentera son projet de réforme fiscale et déploiera son programme de privatisations et concessions. Il pourrait concerner un tiers des 130 entreprises publiques. A noter que d'après une décision de la Cour suprême rendue en juin, les filiales (la moitié des entreprises) n'auront pas besoin de l'approbation du Congrès pour être vendues. De nouvelles mesures ont été également adoptées pour libéraliser l'économie et soutenir l'entrepreneuriat : i/ amélioration de l'accès au crédit pour les petites et micro entreprises<sup>2</sup>, ii/ nouveau cadre réglementaire dans le secteur des télécommunications, iii/ réduction de barrières tarifaires sur 2 300 produits. Les autorités espèrent atteindre un niveau d'ouverture commerciale de 30% du PIB dans 4 ans contre 22% actuellement.

Salim Hammad

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

<sup>2</sup> Une nouvelle loi, votée en avril 2019 permet la création d'*Empresas simples de credito* (ESC), un type de société de microfinance permettant aux petites et micro entreprises un accès à des crédits à taux bas requérant moins de formalités administratives. Depuis avril, 350 ESC ont déjà été créées.





# Russie

## Résistance mais sans croissance

En août, l'agence de notation Fitch a amélioré la note du souverain russe en raison d'une plus grande résistance de l'économie à l'environnement extérieur. Le moment peut surprendre dans la mesure où la croissance économique russe a très fortement ralenti au premier semestre 2019 et que la banque centrale a, une nouvelle fois, révisé ses prévisions à la baisse pour 2019-2021. Néanmoins, la consolidation des fondamentaux russes est indéniable. A ce jour, les principales sources d'inquiétude portent sur la forte hausse du crédit aux ménages et la difficulté de mise en œuvre des programmes de dépenses publiques qui devraient soutenir la croissance à moyen terme.

### ■ Forte décélération de la croissance au S1 2019

Au premier semestre 2019, la croissance économique a fortement ralenti à 0,7% en glissement annuel (g.a.) alors qu'elle s'établissait à 2% au S1 2018. Cette décélération résulte de la baisse des demandes intérieure et extérieure. Les exportations se sont contractées (reflet de la baisse de la demande mondiale et de l'adoption des nouveaux quotas de production de pétrole dans le cadre des accords avec l'OPEP), la consommation des ménages a fortement ralenti suite à la hausse de deux points de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier dernier et les investissements ont décéléré. Les programmes d'investissements publics annoncés pour l'année 2019 ont été retardés et n'avaient toujours pas été mis en œuvre au mois d'août. Par ailleurs, l'environnement monétaire n'était pas favorable à une hausse des investissements privés. Néanmoins, la baisse des taux d'intérêt depuis le mois de juin devrait inverser cette tendance.

La Banque centrale russe (CBR) a en effet procédé à trois baisses de taux de 25 points de base chacune (pb) entre juin et septembre. Cette détente a été favorisée par une hausse des prix moins élevée qu'anticipé par les autorités monétaires et proche de la cible de 4% (la hausse des prix a été de 4,3% en g.a. en août). Fin juillet, cet assouplissement monétaire avait été répercuté à plus de 80% sur les taux des crédits aux entreprises.

Pour autant, les perspectives de croissance restent moroses. La banque centrale les a, une nouvelle fois, révisées à la baisse pour 2019, 2020 et 2021. Elle ne prévoit une accélération de la croissance entre 2% et 3% en 2022 que si le gouvernement parvient à lever une partie des contraintes structurelles qui pèsent sur la croissance (en augmentant notamment les dépenses dans l'éducation, la santé et les infrastructures comme le prévoit le programme de dépenses nationales de mai 2018).

### ■ Hausse des prêts bancaires aux ménages à surveiller

La consolidation du secteur bancaire se poursuit mais le ralentissement économique pourrait peser sur la qualité des actifs. Par ailleurs, la forte croissance des crédits aux ménages constitue une nouvelle source de risque même si la banque centrale a encore durci ses règles prudentielles au 1<sup>er</sup> octobre.

L'assainissement du secteur bancaire par les autorités monétaires s'est poursuivi au cours des douze derniers mois. En septembre 2019, le nombre d'institutions bancaires s'élevait à 454 contre 1344 en 2000.

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,6	2,3	0,9	1,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,7	2,9	4,7	3,8
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	5,3	3,0
Dette externe, % du PIB	32,8	27,2	26,6	23,8
Réserves de change, mds USD	356	382	424	440
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

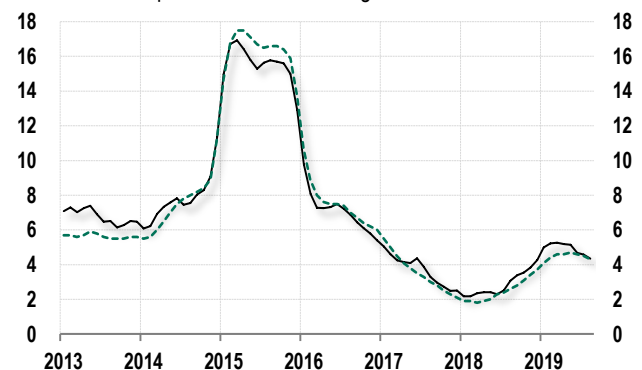
e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- La hausse des prix proche de la cible

Glissement annuel, %

— Inflation totale

--- Inflation hors prix alimentaires et énergie



Sources : CBR, CEIC

La qualité des actifs bancaires s'est améliorée depuis la mi-2018, même si elle reste fragile. En juillet 2019, les créances douteuses représentaient 9,9% des prêts et la part des actifs risqués (prêts non performants et restructurés) a baissé à 17,9% contre 19,1% un an plus tôt. Cette consolidation reflète, d'une part, le désendettement des entreprises non financières et, d'autre part, le transfert des actifs risqués des trois banques privées (Otkritie, B&N and Promsvyazbank) à une structure de défaillance (Trust Bank), dans le cadre de leur plan de « sauvetage » mis en place par la



banque centrale. Dans le même temps, le ratio de solvabilité s'est légèrement amélioré pour atteindre 12,3% en juillet.

La dollarisation du secteur bancaire a encore diminué. En juillet 2019, 20% des prêts et 25% des dépôts étaient libellés en devises contre respectivement 35% et 42% en 2015. De plus, fin mars 2019, la position extérieure de l'ensemble des banques restait largement créditrice, les actifs externes couvrant 1,5 fois les engagements externes. La dette extérieure des banques, en baisse de 61,5% par rapport à 2014, ne représentait plus que 4,9% du PIB au T2 2019 et les remboursements à l'horizon mars 2020 se limitent à USD 18,1 mds.

La rentabilité du secteur s'est redressée avec une hausse de 50% des profits en août 2019 en g.a. Les rendements sur fonds propres (ROE) et sur actifs (ROA) s'élevaient respectivement à 17,3% et 1,9% en juillet 2019 (contre 6,8% et 0,8% un an plus tôt).

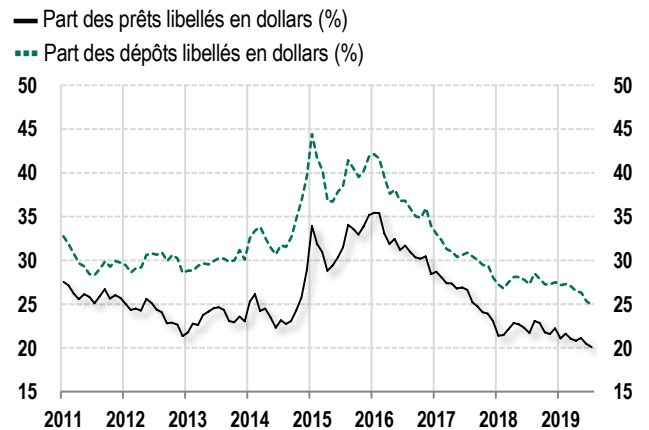
Néanmoins, même si, globalement, le secteur bancaire est plus solide qu'il y a un an, la forte hausse des prêts aux ménages constitue une nouvelle source d'inquiétude. Ces derniers ont affiché une croissance de 21,9% en g.a. en juillet 2019, soit un rythme bien supérieur à celui des salaires (+9% en g.a.). En outre, les taux d'intérêt sur les prêts aux ménages restent élevés (13% sur les prêts à plus d'un an en juillet 2019) et, contrairement aux taux appliqués aux entreprises, ils n'ont baissé que de 17pb depuis le début de l'année.

A ce jour, la dette des ménages n'a augmenté que de 3 points de pourcentage pour s'élever à 16,3% du PIB au T2 2019 et, selon la banque centrale, le ratio de dette rapportée au revenu est modéré à 25% fin 2018. La part des crédits aux ménages dans le portefeuille bancaire reste modeste (26% des prêts totaux) et le ratio des créances douteuses était contenu à 5% fin juillet. La situation est néanmoins à surveiller en particulier pour les crédits non garantis par un collatéral (50,4% des prêts aux ménages) dont le ratio de créances douteuses s'élevait à 8,4%. Pour inciter les banques à réduire ce type de prêts aux ménages, la banque centrale a augmenté à quatre reprises depuis le 1<sup>er</sup> mars 2017 la pondération des crédits sans garantie dans le calcul de leurs actifs à risque. Par ailleurs, depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2019, une pondération supplémentaire sera introduite pour les prêts dont le service de la dette excède 50% du revenu.

### ■ Le congrès américain a durci ses sanctions

Le 2 août dernier, le gouvernement américain a adopté de nouvelles sanctions à l'égard de la Russie en application de la loi sur le contrôle des armes chimiques et biologiques de 1991 (*Chemical and biological weapons control and warfare elimination act*), mais elles devraient avoir peu d'effets. La principale mesure porte en effet sur l'interdiction pour les banques américaines de participer à l'émission d'obligations en devises de l'Etat russe et d'accorder des prêts en devises à tout organisme public. Ces nouvelles sanctions ne portent donc pas sur les obligations souveraines libellées en roubles (OFZ) et n'interdisent pas aux banques américaines d'acheter sur le marché secondaire des obligations en devises.

### 3- Baisse de la dollarisation dans le secteur bancaire



Source : CBR

En septembre 2019, le stock d'Eurobonds détenus par les investisseurs étrangers s'élevait à seulement USD 22,5 mds (11,5% des obligations russes, i.e. 1,4% du PIB) et l'ensemble de la dette extérieure publique s'élevait à seulement USD 49 mds, soit 11,7% des réserves de change. Par ailleurs, sur l'ensemble de l'année 2019, le gouvernement n'a émis que USD 5,5 mds et EUR 750 millions d'Eurobonds. Il n'a eu aucune difficulté à placer ses obligations moyennant des rendements offerts élevés (5,1% pour les obligations émises en dollar à maturité 2035). En outre, même si de nouvelles sanctions à l'égard de l'Etat russe pourraient être adoptées, le gouvernement a les capacités d'y faire face au regard du faible niveau de sa dette (14,6% du PIB) et des besoins de financement modestes (l'équivalent de 0,8% du PIB par an en moyenne sur les cinq prochaines années).

### ■ Baisse de la vulnérabilité à l'environnement extérieur

La position extérieure de la Russie s'est consolidée grâce à l'accumulation des réserves de change (USD 423,1 mds fin septembre 2019, en hausse de USD 39 mds sur un an), la baisse de la dette extérieure (29,5% du PIB au T2 2019 contre 41% en 2016) et le découplage partiel entre le prix du pétrole et le cours de change du rouble. La position extérieure s'élevait à USD 370 mds au T1 2019 soit l'équivalent de 22% du PIB.

Les remboursements de dette pour les douze prochains mois (estimés à USD 50 mds selon la banque centrale) devraient être couverts grâce à l'excédent du compte courant, qui a atteint USD 91 mds en rythme annualisé au S1 2019 et devrait rester solide bien qu'en baisse par rapport à 2018.

La hausse des réserves de change devrait se poursuivre sous l'impulsion, d'une part, du surplus du compte courant et, d'autre part, des achats de devises par la banque centrale pour le compte du ministère des finances. Sur les huit premiers mois de l'année, ils ont atteint USD 32,8 mds.

Johanna Melka

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



# Pologne

## Perte de vitesse

Au premier semestre 2019, la croissance économique a bien résisté à la dégradation de la conjoncture internationale. Les perspectives demeurent relativement positives à court terme malgré le retournement du cycle. Fondement de la période de transition économique dont la Pologne est un exemple de réussite, le modèle reposant sur la compétitivité et les faibles coûts de main d'œuvre est altéré par les politiques sociales plus généreuses de l'actuel gouvernement. Des facteurs conjoncturels et structurels plaident pour un ralentissement de l'investissement à court et moyen terme. Parmi les facteurs pesant sur la croissance potentielle à moyen et long terme, le déclin démographique apparaît le plus prégnant.

### ■ Ralentissement contrôlé

Nous avons révisé à la hausse notre prévision de croissance pour 2019, de 4% à 4,3%, et à la baisse celle pour 2020, de 3,5% à 3,3%. En dépit des tensions commerciales internationales, de l'essoufflement de la croissance en zone euro et de la contraction du PIB en Allemagne au T2 2019, l'activité économique polonaise a encore surpris positivement sur la première partie de l'année. Au S1 2019, le PIB affichait une croissance encore vigoureuse de 4,4% en glissement annuel (g.a.), certes en ralentissement par rapport aux 5% observés en 2017-2018, mais toujours supérieur à la moyenne sur cinq ans (4%). En variation trimestrielle, le ralentissement est plus sensible (de 1,4% t/t cvs-cjo au T1 à 0,8% au T2) et il va se poursuivre. Le contexte international plaide pour un tassement des exportations, de la production et de l'investissement privé au cours des prochains trimestres, affectant *in fine* la consommation, principal moteur de la croissance.

Décevante au T1, la consommation des ménages (61% du PIB), a rebondi au T2 (+1,2% t/t cvs-cjo et +4% g.a.). Les tensions sur le marché du travail, symbolisées par un taux de chômage historiquement bas (3,3% en août selon les statistiques harmonisées Eurostat) ont maintenu une forte pression à la hausse sur les salaires nominaux (+7% g.a. au S1). Les ventes au détail sont restées bien orientées en août, tout comme la confiance des ménages en septembre. La demande domestique a aussi bénéficié d'un *policy mix* expansionniste, favorisé par certaines marges de manœuvre budgétaires. Vainqueur des élections législatives, le parti conservateur (PiS), au pouvoir depuis 2015, a promis une revalorisation du salaire minimum de 78% d'ici 2023.

L'investissement a bondi de 10,6% g.a. au S1, toujours soutenue par l'investissement des entreprises et l'investissement public en infrastructure. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à un niveau historiquement élevé de plus de 80% depuis un an. Les exportations de biens et services sont demeurées dynamiques en glissement annuel (+4,9% en volume au S1 et +8,5% en valeur sur les sept premiers mois de l'année), participant à la bonne tenue des comptes extérieurs, malgré la forte croissance des importations.

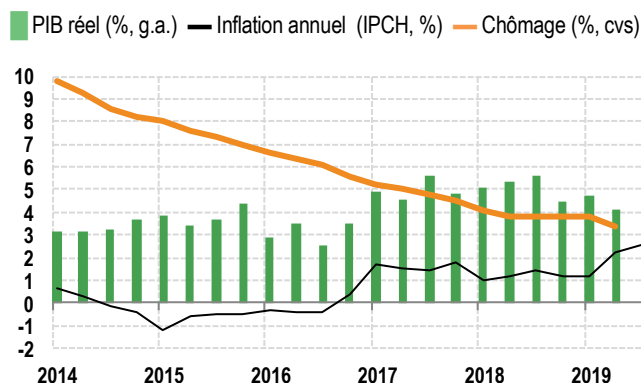
Toutefois, les exportations ont ralenti en rythme trimestriel au S1 (-0,4% t/t cvs-cjo au T1 et +1% au T2) et la production industrielle, notamment manufacturière, a marqué le pas en août (-1,3% g.a. et +0,6% g.a. en moyenne mobile sur trois mois). Ce ralentissement est perceptible au travers des dernières enquêtes de confiance

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	4,6	5,2	4,3	3,3
Inflation moyenne (IPC, %)	2,0	1,7	2,3	3,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,5	-0,4	-1,5	-1,4
Dette publique / PIB (%)	50,6	48,9	47,4	46,0
Solde courant / PIB (%)	0,2	-0,6	-0,5	-2,0
Dette extérieure / PIB (%)	72,2	61,3	58,5	57,0
Réserves de change, mds EUR	94,5	102,3	103,8	105,2
Réserves de change, en mois d'imports	4,8	4,8	4,5	4,3
Taux de change EURPLN (fin d'année)	4,2	4,3	4,3	4,3

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Croissance, inflation, chômage



Sources : GUS, Eurostat

après des entreprises du secteur manufacturier (septembre), plus pessimistes quant à la situation économique générale, au carnet de commandes domestiques et à l'exportation ainsi que la production et l'emploi. L'indice PMI manufacturier corrobore ce sentiment de dégradation des perspectives à court terme.

Le risque de ralentissement économique au second semestre a conduit la banque centrale (NBP) à maintenir le *statu quo* sur les taux d'intérêt début octobre (1,5% depuis 2015). La NBP a réitéré le caractère transitoire d'une inflation supérieure à la cible de 2,5%, imputable largement à la hausse des prix alimentaires. L'inflation sous-jacente atteignait 2,4% en septembre, et l'inflation générale (IPC) a ralenti de 2,9% g.a. en août à 2,6% en septembre.



## ■ Retour sur une transition économique réussie

Depuis le début des années 1990, la Pologne a mené une politique de libéralisation économique qui, combinée aux réformes institutionnelles et à la stabilité politique, a permis une croissance économique ininterrompue depuis 1992 (4,2% par an en moyenne). Selon la classification de la Banque mondiale, la Pologne est un exemple de transition réussie d'une économie planifiée à niveau de « revenu moyen-faible » (USD 6 600 par habitant en parité de pouvoir d'achat en 1992) à une économie de marché fortement intégrée au sein de l'Union européenne (UE) et dans les chaînes de valeurs mondiales, classée à « haut revenu » depuis 2009 (USD 32 000 par habitant en 2018).

Selon l'approche classique de décomposition de la croissance en fonction des facteurs de production (capital et travail) et de l'évolution de la productivité globale des facteurs (TFP), nos estimations indiquent que l'accumulation de capital a contribué à hauteur de 61% à la croissance du PIB sur la période 1996-2018. Les gains d'efficacité mesurés par la contribution à la croissance de la TFP ont été à l'origine de 34% de la croissance, le reliquat provenant de l'accumulation du facteur travail. Pour reprendre la terminologie de Paul Krugman, la « transpiration » pour la croissance, c'est-à-dire la contribution des facteurs de production, s'est opérée quasi-exclusivement par l'accumulation du capital physique. Dans le même temps, l'« inspiration » a trouvé sa source à la fois dans le progrès technique, l'amélioration du cadre institutionnel, de l'environnement des affaires et du capital humain.

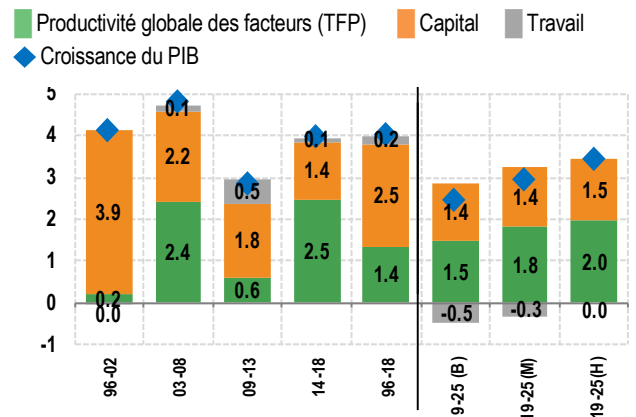
Selon Marc Schiffbauer et Gonzalo Varela <sup>1</sup>, « l'intégration progressive dans l'UE a stimulé la croissance et la productivité grâce à trois facteurs clés: (i) une ouverture accrue au commerce, aux investissements et aux talents, (ii) une concurrence domestique accrue et une harmonisation réglementaire avec l'UE, (iii) un ancrage des réformes par un engagement envers les institutions de l'UE ». A côté de l'investissement privé domestique et étranger, l'investissement public a bénéficié des co-financements européens, notamment dans le cadre de projets d'infrastructures, la Pologne étant le premier bénéficiaire de fonds structurels européens.

Parallèlement, le déclin démographique a limité l'accroissement de la population active et de l'emploi : baisse du taux de fertilité (1,4 enfant par femme en 2018 contre 2 en 1990), solde migratoire structurellement négatif et solde naturel (naissances moins décès) négatif depuis 2013, vieillissement de la population (17% de plus de 65 ans en 2018 contre 9% en 1990) et taux d'activité inférieur à la moyenne européenne (70% contre 74% pour l'UE en 2018 selon Eurostat), notamment chez les femmes.

Toutefois, à défaut d'une augmentation de la quantité de travail, la qualité de l'emploi a progressé à travers l'amélioration du niveau d'éducation et la montée en compétences de la force de travail, en lien avec la sophistication de la production et des exportations. La part de la population active (15-64 ans) diplômée de l'enseignement supérieur est ainsi passée de 10% en 1997 à 27% en 2018 (données Eurostat), se rapprochant de la moyenne de l'UE (29%).

<sup>1</sup> Marc Schiffbauer et Gonzalo Varela, *Macro and micro features of successful economic convergence: the case of Poland*, World Bank, January 2019

## 3- Contributions à la croissance et PIB potentiel



Sources : AMECO, Banque mondiale, calculs BNP Paribas

## ■ Freins à la croissance potentielle

Certains facteurs structurels pèsent sur le potentiel de croissance économique à moyen et long terme<sup>2</sup>. Autour d'un scénario central (M) établissant la croissance potentielle à 2,9% à l'horizon 2025, nous estimons une hypothèse basse de 2,4% (scénario B) et une hypothèse haute de 3,4% (scénario H).

Le principal facteur différenciant ces trois scénarios est la contrainte démographique. Les projections démographiques établies par l'Office statistique polonais, Eurostat, les Nations unies, et l'US Census Bureau s'accordent sur une accélération de la baisse de la population polonaise, initiée en 2014, au cours des prochaines décennies (-0,3% par an d'ici 2030). Malgré les mesures de politique familiale (allocations familiales, crèches, etc.) et une marge de progression du taux d'activité (notamment féminin), seul un recours massif à l'immigration pourrait contrebalancer le déclin démographique et éviter une contribution négative du facteur travail à la croissance économique à l'horizon 2025.

Par ailleurs, des facteurs conjoncturels et structurels plaident pour un ralentissement de la croissance de l'investissement, et donc l'accumulation du facteur capital, à court et moyen terme. Les taux de croissance de l'investissement observés depuis deux ans ne pourront pas se maintenir au même niveau avec le retournement attendu du cycle de l'investissement privé en machines-équipements et dans la construction, et la réduction attendue des dotations européennes au titre des fonds structurels pour 2021-2027 (investissement public).

Enfin, la qualité de l'environnement des affaires, l'amélioration du capital humain et la recherche de gains de productivité à travers l'innovation et la montée en gamme des produits polonais seront primordiales pour soutenir la croissance économique à moyen et long terme.

Sylvain Bellefontaine

[sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Eco Emerging, *Pologne : Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel*, avril 2019



## Corée du Sud

### Double peine

Les perspectives de croissance continuent de se dégrader en Corée du Sud. Les récentes tensions commerciales avec le Japon viennent s'ajouter au ralentissement de l'économie chinoise et de la demande mondiale ainsi qu'au conflit entre les Etats-Unis et la Chine, qui pèsent sur les exportations et l'investissement. Les autorités bénéficient néanmoins de marges de manœuvre pour stimuler la demande interne. Comme c'est le cas depuis plusieurs années, la politique budgétaire restera expansionniste en 2020, et la banque centrale pourrait baisser son taux directeur à court terme. Les mesures de relance seront néanmoins insuffisantes pour relancer significativement la croissance en 2020.

#### ■ Nouveau ralentissement de la croissance

Après une croissance de 2,7% en 2018, le PIB réel a nettement ralenti au premier semestre 2019 (+1,9% en g.a.). L'investissement hors construction a reculé de 6,5% en moyenne au cours des deux premiers trimestres de 2019 et les dépenses en biens d'équipement ont reculé de plus de 17% sur la même période, conséquence directe des difficultés rencontrées dans le secteur des semi-conducteurs et du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Par ailleurs, les règles macroprudentielles mises en place par le gouvernement depuis fin 2017 (destinées notamment à contenir la progression de la dette des ménages) ont pesé sur l'investissement dans la construction. Au total, l'investissement a reculé pour le cinquième trimestre consécutif de 3,4% (en g.a.) au T2 (graphique 2). Dans le même temps, la consommation privée s'est stabilisée à 1,0% au premier semestre 2019, après avoir décéléré tout au long de 2018. L'ensemble des chiffres disponibles pour le troisième trimestre (ventes au détail, production industrielle et indice PMI) indiquent un nouveau ralentissement au troisième trimestre.

Surtout, les exportations s'effondrent (-11,7% en g.a. en septembre, après -13,8% en août). Sur les neuf premiers mois de l'année, elles ont reculé de près de 10% en g.a. alors qu'elles avaient progressé de 6% en 2018. Les exportations à destination de la Chine en particulier ont lourdement chuté, reflétant à la fois la faiblesse de la demande mondiale – la Chine reste au centre de la chaîne de valeur asiatique, même si sa structure évolue – et le ralentissement de l'économie chinoise, celle-ci devenant une source de demande finale de plus en plus importante. Par secteur, ce sont les exportations de semi-conducteurs et de biens électroniques qui ont le plus lourdement chuté. Et les perspectives ne sont pas favorables : la croissance chinoise devrait ralentir davantage, et les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis persistent. Par ailleurs, le secteur exportateur coréen sera de nouveau mis à l'épreuve au cours des prochains trimestres : depuis le début de l'été, le conflit diplomatique entre le Japon et la Corée s'est envenimé, occasionnant des mesures commerciales des deux pays.

#### ■ Tensions avec le Japon

Les tensions entre la Corée et le Japon témoignent d'un conflit historique et politique courant sur plusieurs décennies<sup>1</sup>. Récemment, la réapparition d'un désaccord lié aux réparations coloniales a ravivé les tensions entre les deux pays.

<sup>1</sup> La Corée a été colonisée par le Japon entre 1910 et 1945. En 1965, après 14 ans et 7 cycles de négociation, les deux pays ont signé un traité normalisant leurs relations, notamment sur le plan économique. Elles restent cependant tendues.

#### 1- Prévisions

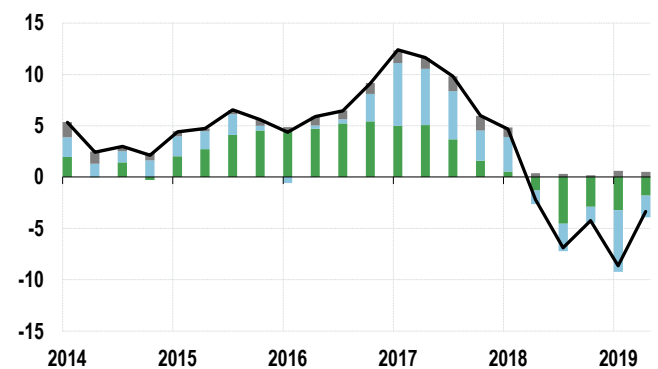
	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	3,2	2,7	1,9	2,1
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1,9	1,5	0,9	1,5
Solde budgétaire, % du PIB	1,4	1,4	0,3	-1,6
Dette des adm. publiques, % du PIB	40,4	39,5	37,1	39,8
Balance courante, % du PIB	5,1	4,8	4,3	4,1
Dette externe, % du PIB	27,7	28,3	28,6	28,6
Réserves de change, mds USD	384	404	405	405
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	7,3	7,5	7,5
Taux de change USDKWR (fin d'année)	1 130	1 122	1 200	1 100

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Investissement

Investissement, g.a. en %, et contributions en points de pourcentage

■ Construction ■ Biens d'équipement ■ Produits de la propriété intellectuelle — Investissement total



Source : comptes nationaux

Le 1<sup>er</sup> juillet dernier, le Premier ministre japonais a annoncé des restrictions concernant l'exportation vers la Corée d'un ensemble de produits - dont trois produits chimiques nécessaires à la fabrication de semi-conducteurs, écrans de smartphones et de télévision, industries de pointe coréennes. Puis, le 2 août, le gouvernement japonais a signalé avoir retiré la Corée du Sud de la liste des pays avec lesquels le Japon entretient des relations commerciales privilégiées. Les pays figurant sur cette liste sont considérés comme des partenaires commerciaux « fiables » et bénéficient, entre autres choses, de facilités relatives à l'importation de produits « stratégiques » (matériel militaire, produits chimiques sensibles). A l'inverse, les pays ne figurant pas sur la liste doivent demander une autorisation spéciale pour chaque produit, tous les 6 mois, et le

délai d'obtention de cette autorisation peut s'étendre à 90 jours. Concernant la Corée, des autorisations devront être obtenues pour plus de 1 000 produits, et la liste des produits nécessitant une autorisation spéciale pourrait être étendue à tout moment par le gouvernement japonais.

Mi-septembre, le gouvernement coréen a pris une décision similaire, en retirant le Japon des partenaires commerciaux « amis ». Cette décision intervient un mois après que la Corée a décidé de ne pas reconduire un accord de partage de renseignements militaires, en vigueur depuis 2016.

### ■ Répercussions sur le secteur exportateur

A première vue, les conséquences pour l'économie coréenne devraient être relativement limitées : les importations en provenance du Japon représentaient en 2018 moins de 10% du total (alors que les Etats-Unis et la Chine représentaient respectivement 12% et 21%) et les exportations vers le Japon ne représentaient que 5% du total (alors que la Chine et les Etats Unis représentaient respectivement 25% et 12%). En outre, en termes de valeur ajoutée, la montée en gamme de l'industrie coréenne observée au cours de la dernière décennie s'est traduite par une nette diminution de la part d'intrants japonais dans le processus de production coréen.

Cela dit, en 2018, les importations de biens en provenance du Japon étaient composées à 90% de biens intermédiaires et de biens d'investissement. Elles étaient très majoritairement composées de biens chimiques, biens intermédiaires liés au secteur des semi-conducteurs et métaux de base, précisément les produits visés par les restrictions. Enfin, les entreprises japonaises qui fournissent l'ensemble de ces biens occupent une position largement dominante sur le marché mondial, rendant toute alternative difficile d'accès pour les entreprises coréennes.

D'après le ministère du Commerce coréen, au début du mois d'octobre, soit trois mois après l'annonce de ces mesures, les demandes d'autorisation pour plusieurs produits entrant dans le processus de fabrication des semi-conducteurs n'avaient pas abouti. Le secteur des semi-conducteurs en particulier (mais potentiellement une part bien plus large de l'industrie coréenne) pourrait se retrouver structurellement fragilisé si les délais d'approvisionnement (ou les ruptures, dans un scénario extrême) venaient à durer. Plus largement, compte tenu de la forte intégration des différentes économies de la région, l'ensemble de la chaîne de valeur asiatique pourrait se retrouver pénalisée par les délais d'approvisionnement. Enfin, les craintes des investisseurs pourraient s'amplifier et peser davantage sur l'investissement dans les trimestres à venir.

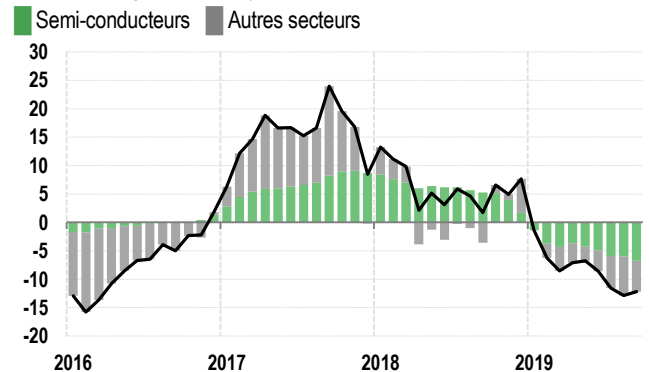
### ■ Soutien à l'investissement

La Corée dispose de solides fondamentaux macroéconomiques et de marges de manœuvre lui permettant de soutenir l'activité. L'inflation est basse, ce qui laisse la possibilité à la banque centrale de baisser davantage les taux d'intérêt (actuellement à 1,25%) au cours des prochains trimestres.

Surtout la dette publique est modérée, autour de 40% du PIB. A l'occasion de la présentation du budget pour l'année 2020, le gouvernement coréen a présenté un ensemble de mesures destinées à soutenir la croissance, et en particulier l'investissement.

## 3- Exportations

Exportations, g.a. en %, moyenne mobile sur 3 mois



Source : ministère du Commerce, de l'Industrie et de l'Energie

Dans le cadre du programme « La croissance par l'innovation », le gouvernement envisage de réduire la dépendance du pays à l'importation, d'augmenter la compétitivité locale et d'accélérer la montée en gamme de l'industrie coréenne. Les trois industries privilégiées par le programme (semi-conducteurs, biochimie et santé, véhicules innovants) devraient bénéficier d'un soutien accru. Par ailleurs, les dépenses de recherche et développement devraient augmenter de près de 20%, et celles concernant le secteur manufacturier et les PME de près de 30% par rapport à 2019. La politique budgétaire est expansionniste depuis plusieurs années. D'après les prévisions gouvernementales, en prenant en compte l'excédent du fonds de sécurité sociale, le solde public devrait être en déficit en 2020 (-1,6% du PIB, après un excédent de 0,3% en 2019) pour la première fois depuis 2015. Hors excédent de la sécurité sociale, le déficit devrait atteindre 3,6% du PIB (après 2,0% en 2019).

Au total, compte tenu des perspectives franchement défavorables pour le secteur exportateur, les mesures de relance devraient être insuffisantes pour permettre une forte ré-accélération de la croissance. La croissance du PIB réel devrait rester contenue à 2,0% en moyenne en 2019-2020.

**Hélène Drouot**

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



# Argentine

## Au pied du mur

Le gouvernement de Mauricio Macri fait face à une situation d'urgence avant les élections générales du 27 octobre prochain. Confronté à une dégradation des réserves de change et au non renouvellement des bons du Trésor, il été contraint de suspendre le remboursement de ceux détenus par des investisseurs institutionnels locaux, d'annoncer une restructuration de sa dette obligataire et de durcir le contrôle des changes. Suite aux élections primaires de cet été, une alternance politique est largement anticipée. Le futur gouvernement devra gérer des priorités multiples et pourrait revenir sur les mesures de libéralisation de l'économie. Mais sa marge de manoeuvre est très faible car il ne pourra pas prendre le risque d'une rupture avec le FMI, son principal créancier.

A l'approche du premier tour des élections générales (présidentielle et parlementaire<sup>1</sup>) le 27 octobre, l'économie argentine continue de s'enfoncer dans la récession. Surtout, confronté à une dégradation des réserves de change de la banque centrale et au non renouvellement des bons du Trésor, le gouvernement a été contraint i/ de suspendre jusqu'à la fin de l'année le remboursement des bons du Trésor détenus par des investisseurs institutionnels locaux, ii/ d'annoncer une restructuration de sa dette obligataire, et iii/ de durcir le contrôle des changes (c.f. encadré). Le FMI a soutenu ces mesures d'urgence et étudie les propositions de restructuration. Les chances de réélection de Mauricio Macri sont très faibles et son principal challenger, Alberto Fernandez, devra gérer une situation d'urgence avec le soutien du FMI.

### ■ Crise financière avant les élections

Les élections primaires (PASO) ont donné une large avance à Alberto Fernandez et la vice-présidente Cristina Kirchner sur Mauricio Macri, et déclenché un mouvement de défiance des investisseurs tant étrangers que nationaux. Le taux officiel du peso s'est déprécié jusqu'à USD/ARG 60 et il s'est stabilisé depuis début septembre grâce aux mesures de contrôle des changes. Cette stabilisation reste évidemment très fragile, et, depuis le début de l'année, la dépréciation contre le dollar atteint déjà 35%. Surtout, l'écart avec le principal taux parallèle (*Blue Chip swap*), qui avait disparu avec la libéralisation du contrôle des changes en 2016, s'est de nouveau élargi à 15%. Pour limiter les sorties de capitaux, la banque centrale (BCRA) a dû relever son taux de référence (le taux des LELIQ) de 60% à 86% avant le durcissement du contrôle des changes, pour le ramener à 73% actuellement (avec un plancher de 68% fixé pour la fin octobre). La banque centrale a été contrainte de suspendre temporairement son objectif de stabilité de la base monétaire. Enfin, dans l'attente du détail sur la proposition de restructuration de la dette obligataire de l'Etat, la prime de risque sur la dette internationale en dollars culmine à plus de 2 000 points de base.

L'effet du durcissement monétaire et du contrôle des changes a réduit l'hémorragie des réserves de change (de USD 20 mds par rapport à la mi-juillet) mais ces dernières ont continué de s'effriter (de USD 120 millions par jour jusqu'au début du mois d'octobre) pour atteindre USD 48 mds. De plus, en termes nets (i.e déduction

<sup>1</sup> La moitié des 257 sièges de la Chambre des députés et un tiers des 72 sièges du Sénat. L'élection des gouverneurs de cinq provinces, dont celles de Buenos Aires et du Grand Buenos Aires, se tiendra également le 27 octobre.

### 1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	2.7	-2.5	-3.0	-1.5
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	25.2	34.3	56.3	50.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-6.0	-5.0	-4.0	-4.0
Dette publique (en % du PIB)	52.5	86.0	95.0	84.0
Solde courant (en % du PIB)	-4.9	-5.4	-2.5	-1.5
Dette externe (% PIB)	36.9	54.2	60.4	61.8
Réserves de change (USD Mds)	53.0	64.0	45.0	50.0
Réserves de change (mois d'import.)	7.2	8.9	7.0	8.2
Taux de change USDARS (fin d'année)	18.6	38.3	65.0	80.0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

faite des dépôts en dollars des banques commerciales, des prêts du FMI à la BCRA, de la ligne de *swap* accordée par la Chine), elles n'étaient que de USD 13 mds mi-septembre. D'après les statistiques mensuelles de la balance des paiements de la BCRA, les achats nets d'actifs extérieurs (très majoritairement des achats nets de dollars) ont été soutenus jusqu'en août (USD 2,8 mds en moyenne entre mars et août avec un pic à 5,1 mds en août) et se sont probablement poursuivis. En effet, d'après les statistiques monétaires de la BCRA, les dépôts en dollars, qui avaient triplé entre fin 2015 et fin juillet 2019 pour atteindre USD 32 mds, ont diminué d'un tiers jusqu'à début octobre, même après le durcissement du contrôle des changes (mais les plafonds de retrait imposés aux ménages sont assez élevés). La suspension forcée du remboursement des titres de dette en dollars (LETES), afin de préserver la liquidité en dollars des banques et le contrôle des changes, n'a pas permis de rassurer les déposants même si une ruée sur les dépôts a pu être évitée. En cas d'assèchement de leurs réserves de liquidité en dollars, les banques pourront avoir accès à des lignes de *swap* auprès de la BCRA.

### ■ Une détérioration accélérée de la situation

Les tensions financières observées depuis le mois d'août ne peuvent qu'aggraver une situation macroéconomique très dégradée. Au T2 2019, et pour le cinquième trimestre consécutif, le PIB a continué de se contracter (-1,3% en rythme annuel). La baisse cumulée est de 7% depuis le T2 2018 avec une contribution négative de 14 points de pourcentage de la demande intérieure. Toutes les composantes sont en repli, y compris la consommation publique, austérité budgétaire oblige. Malgré la récession, le solde



primaire du gouvernement fédéral a été ramené à seulement 1% du PIB en août 2019. La contribution du commerce extérieur est sans surprise fortement positive (+7 p.p. en cumul depuis le T2 2018) en raison de la forte contraction des importations et non du dynamisme des exportations. La conjoncture internationale n'aide pas. Et si les cours du soja se sont repris par rapport au point bas atteint début mai, en revanche ceux du blé et du maïs restent déprimés.

La situation sociale est alarmante. Le taux d'inflation mensuel qui était revenu à 2% en juillet a réaccélééré à 4% en août et devrait se maintenir dans une fourchette de 4% à 6% d'ici la fin de l'année, de sorte que, sur un an, le taux d'inflation pourrait atteindre 60% en décembre. Fin juillet, la perte cumulée de pouvoir d'achat des salaires depuis début 2018 était déjà de 15% et, dans le même temps, les prestations sociales ont été réduites de 12% en termes réels. Le taux de chômage officiel était de 10,6% au T2 2019 contre 8,5% en moyenne en 2017. Une grande partie de la classe moyenne s'est ainsi paupérisée au cours de l'année écoulée.

Même si la restructuration de la dette s'effectue en bon ordre et le FMI se montre flexible eu égard à la gravité de la situation économique et sociale, l'économie argentine enregistrera selon toute vraisemblance une deuxième année consécutive de récession.

### ■ Gérer les priorités

L'Etat argentin est surendetté alors même que la politique budgétaire a été restrictive. Les efforts budgétaires consentis au cours des dernières années (le déficit primaire était encore de 4,2% fin 2016) n'ont pas permis de stabiliser le ratio de dette sur PIB du gouvernement fédéral qui devrait atteindre environ 95% fin 2019 contre 52,6% fin 2015. Certes la charge nette d'intérêts a doublé de 1,3% fin 2015 à 2,7% du PIB fin 2018 mais c'est surtout le surendettement en devises qui est en cause (80% de la dette du gouvernement fédéral est libellée en devises). Jusqu'à présent, les autorités veulent éviter d'avoir à demander une réduction de dette, synonyme des litiges judiciaires potentiels avec des créanciers récalcitrants. Par conséquent, la restructuration accordera un répit mais le problème de la stabilisation de la dette restera entier.

A court terme, l'urgence est d'alléger le service de la dette en dollars et de stabiliser l'inflation. Or cela peut générer un conflit d'objectif pour la politique monétaire. En effet, le gouvernement a légalement la possibilité de rembourser en pesos le service de la dette en dollars et pourrait être tenté (ou obligé) d'avoir recours à un financement monétaire. Même si le FMI accepte d'assouplir le contrôle quantitatif de la base monétaire, il est peu probable qu'il accepte cette solution potentiellement inflationniste.

Par ailleurs, l'urgence sociale va très probablement conduire Alberto Fernandez à revenir sur certaines mesures de libéralisation du gouvernement Macri. Cela passera, *a minima*, par un gel des tarifs de l'énergie et des transports voire la réintroduction des subventions pour les plus démunis. Parallèlement, pour contenir les effets inflationnistes de la dépréciation du change et sauvegarder la liquidité en dollars, il faut s'attendre à une augmentation des taxes à l'exportation, des mesures de restriction des importations, voire à des mesures de contrôle des prix.

### Mesures d'urgence du 28 août et du 1<sup>er</sup> septembre 2019

#### Suspension/extension forcée de la maturité des bons du Trésor

*Le remboursement des bons du Trésor (LETES en pesos et LECAP en dollars) détenus par les investisseurs institutionnels locaux sont, suspendus de 6 mois pour ceux arrivant à maturité avant la fin 2019, et de trois mois pour ceux arrivant à maturité en 2020. Les intérêts continueront d'être honorés.*

#### Reprofilage de la dette obligataire

*Le gouvernement soumettra au parlement un projet d'étalement (reprofilage) du calendrier 2020-2023 de remboursement du principal de la dette obligataire régie par la loi argentine détenue par les investisseurs institutionnels locaux. En ce qui concerne la dette obligataire internationale aux créanciers privés (USD 66 mds sur USD 344 mds), le gouvernement proposera un reprofilage (probablement équivalent) des remboursements. Dans les deux cas, il n'y aurait pas d'abandon de dette (haircut). Le gouvernement a également demandé au FMI de pouvoir étaler le remboursement de ses crédits.*

#### Contrôle des changes

- *Rapatriement accéléré des recettes d'exportations, accord nécessaire de la BCRA pour i/ le paiement d'importations supérieures à USD 2 mn, ii/ le paiement de services à des entreprises étrangères (sauf ceux liés à l'activité touristique), iii/ le paiement de dividendes.*
- *Interdiction pour les entreprises d'acheter des dollars pour motif d'épargne, limitation des retraits des résidents à 10 000 dollars par mois et obligation de conserver les 9/10<sup>e</sup> sur un compte ouvert dans une banque locale.*
- *Limitation de la création de nouvelles obligations en dollars, transfert et conversion en pesos obligatoires des émissions de dette sur les marchés internationaux, non accès des résidents au marché des changes officiel pour le règlement de dette entre résidents.*
- *Limitation des opérations d'arbitrage de change entre le marché officiel et le marché informel.*

Sources : Global Source Partners, BNP Paribas

Le risque le plus immédiat serait que le futur gouvernement prenne ses distances avec le FMI comme ceux de E. Duhalde et N. Kirchner l'avaient fait durant la période 2002-2007. Une telle éventualité est très peu probable, notamment parce que l'Etat argentin doit USD 44 mds au FMI. Surtout la situation actuelle est très différente et bien moins favorable que celle de la période 2002-2007 : la marge de manœuvre budgétaire est bien plus limitée (à un peu plus de 20% du PIB, les dépenses primaires ont doublé par rapport à 2003 et le déficit des retraites atteint 4% du PIB contre 2,5% en 2003), l'inflation structurelle est difficile à réduire en raison, notamment, de l'indexation légale des prestations sociales et retraite sur l'inflation passée et, enfin, l'environnement extérieur est beaucoup moins porteur (le cycle haussier des prix des matières premières de 2003-2007 ne se reproduira pas).

François FAURE

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





# Egypte

## Performance mitigée du commerce extérieur

*Bien que toujours largement déficitaire, la balance commerciale s'est sensiblement améliorée depuis 2017. Elle a bénéficié du redressement des exportations d'hydrocarbures, alors que la forte dépréciation de la livre égyptienne n'a eu que des conséquences limitées sur les échanges de biens hors hydrocarbures. Une grande partie des importations sont incompressibles, tandis que des contraintes structurelles pèsent sur le potentiel exportateur du pays. De plus, la réappréciation de la livre depuis un an est défavorable à la compétitivité prix. Des mesures de soutien aux exportations sont mises en place, mais nous restons prudents quant aux possibilités d'une amélioration significative du commerce extérieur à moyen terme.*

En 2016, l'Égypte était dans une impasse économique dramatique. En plus d'une détérioration significative des finances publiques, le creusement du déficit courant et l'absence d'entrées de capitaux ont conduit l'économie au bord de l'asphyxie en raison du manque de devises disponibles. Le développement accéléré de la production gazière et le retour de la confiance des investisseurs dans le cadre d'un programme de réformes, soutenu par le FMI, ont permis une amélioration spectaculaire des comptes extérieurs. Le déficit courant s'est fortement réduit et la liquidité en devises est de nouveau à un niveau acceptable.

Cependant, les performances du commerce extérieur ont été décevantes en 2017/18 et 2018/19. Malgré la dépréciation de moitié de la livre suite à la libéralisation du marché des changes en novembre 2016, le solde commercial reste lourdement déficitaire (respectivement USD 37,3 mds et USD 38 mds en 2017/18 et 2018/19).

### ■ Amélioration en demi-teinte

L'amélioration des comptes extérieurs du secteur des hydrocarbures est significative depuis deux ans. Tandis que son déficit s'élevait à USD 5,4 mds en 2016/17, les données provisoires pour 2018/19 affichent un excédent symbolique de USD 8 millions. Depuis octobre 2018, le solde gazier est redevenu positif. Les exportations de gaz naturel liquéfié (GNL) ont repris grâce à la mise en production du champ gazier Zohr et ont atteint, selon JODI<sup>1</sup>, 500 mm<sup>3</sup> en moyenne mensuelle au S1 2019 après un arrêt total en 2014 et 2015. Par ailleurs, les importations de GNL ont cessé depuis novembre 2018 après avoir atteint 740 mm<sup>3</sup> en moyenne mensuelle en 2017. Si le pays reste largement importateur net de produits pétroliers, le déséquilibre s'est réduit depuis deux ans. En moyenne, les exportations ont triplé depuis 2016 pour atteindre 0,127 million de barils par jour (mb/j) au premier semestre 2019, tandis que les importations se sont réduites de 9% en moyenne durant la même période (0,293 mb/j en S1 2019). Il semble que la hausse du prix du pétrole au cours de l'année fiscale 2018/19 (+8% pour le Brent) ait eu des conséquences plutôt positives étant donné la hausse du volume des exportations de pétrole.

Le bilan est pour le moment beaucoup moins flatteur concernant le solde commercial de l'économie hors hydrocarbures. Son déficit a atteint le niveau record de USD 38 mds en 2018/19, équivalant à 12,7% du PIB.

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	4,2	5,3	5,6	5,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	23,3	21,5	13,4	10,4
Solde budgétaire, % du PIB 1	-10,4	-9,5	-8,6	-6,7
Dette du gouv. central, % du PIB	103	93	89	88
Balance courante, % du PIB	-6,1	-2,4	-2,7	-3,0
Dette externe, % du PIB	41	37	33	31
Réserves de change, mds USD	31	44	44	43
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	7,2	6,8	6,2
Taux de change USDEGP (fin d'année)	18,1	17,9	16,7	17,4

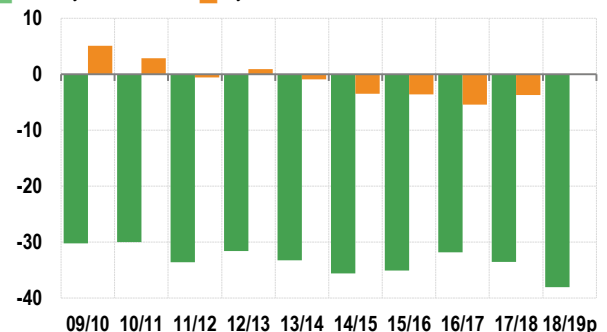
Années budgétaires du 1<sup>er</sup> juillet de l'année t au 30 juin de l'année t+1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Solde commercial

USD milliards

■ Hors hydrocarbures ■ Hydrocarbures



Sources : BCE, BNP Paribas

Les exportations ont été pratiquement stables en valeur en 2017/18 et 2018/19 après avoir progressé de plus de 10% les deux années précédentes. Si on considère la forte hausse des exportations d'hydrocarbures en volume (+10% pour le pétrole et dérivés, +240% pour le GNL) et la progression de 11% des exportations totales de biens en volume, calculée par le FMI<sup>2</sup>, on peut estimer que le volume des exportations non pétrolières se soit contracté en 2018/19. De leur côté, les importations ont continué de progresser

<sup>1</sup> Joint Oil Data Initiative

<sup>2</sup> World Economic Outlook, octobre 2019



régulièrement depuis 2016/17. Elles sont pour une large part incompressibles, tant du côté des biens d'équipement que des biens de consommation. Elles ont augmenté de 9% en valeur en 2017/18 et 2018/19.

### ■ Des contraintes multifactorielles

La raison la plus évidente des performances décevantes des exportations hors pétrole est la hausse des coûts de production qui a suivi le flottement de la livre égyptienne. La forte hausse du coût des importations et les augmentations salariales généralisées, dans un contexte d'inflation galopante, n'ont pas permis aux exportateurs de profiter du gain de compétitivité prix.

Plus généralement, même si l'on sait que les effets positifs d'une forte dépréciation du change sur les exportations sont limités dans le temps, une comparaison internationale effectuée par la Banque mondiale<sup>3</sup> a souligné la faible élasticité des exportations égyptiennes à une forte dépréciation du taux de change. Selon cette étude, le positionnement des biens exportés en termes de caractéristiques et de destination géographique ne favorise pas leur intégration dans le commerce mondial. Environ 25% des exportations de biens sont à destination des pays arabes dont le commerce international est parmi les moins dynamiques. En moyenne, la croissance en volume des importations des pays arabes étaient de 1,6% entre 2014 et 2018 (+3,3% au niveau mondial). Les difficultés politiques en Afrique du Nord, notamment en Libye, et le faible dynamisme économique des pays du Golfe ont affecté les exportateurs égyptiens. A contrario, l'Asie, qui est la zone économique la plus dynamique (+4,2%), ne reçoit que 10% des exportations égyptiennes.

De plus, le contenu technologique des principales exportations est limité. Il s'agit principalement de produits extractifs bruts (hydrocarbures, minéraux, produits agricoles) ou de produits manufacturiers à faible contenu technologique (textile, biens alimentaires). Par ailleurs, les avantages comparatifs égyptiens<sup>4</sup> sont concentrés sur des marchés faiblement porteurs (coton, engrais, tabac et oléagineux). Seules les exportations d'équipements électriques, d'huiles essentielles et de fruits et légumes se situent sur des marchés en croissance au niveau mondial. Or, elles ne représentent qu'un peu plus de 15% des exportations égyptiennes.

Selon la Banque mondiale, les barrières non tarifaires, telles que les contraintes administratives, les obligations techniques et sanitaires ou encore le manque d'infrastructures, affectent l'ensemble du commerce extérieur égyptien et constituent une contrainte au dynamisme des exportations.

Le gouvernement a récemment relancé sa politique de soutien aux exportations par un certain nombre de mesures mises en place par le fonds de développement pour les exportations : soutien financier direct, avantages fiscaux et fourniture de services (formation, communication). Au total, ce soutien pourrait représenter environ

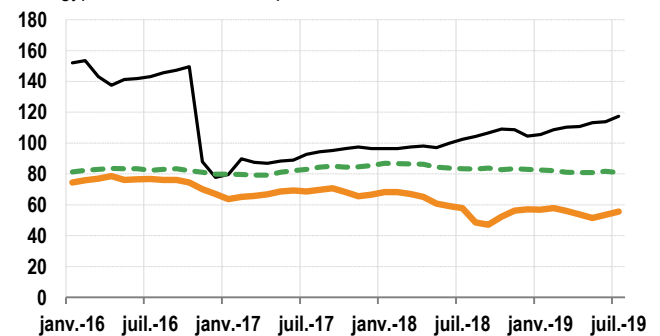
<sup>3</sup> Egypt Economic Monitor, July 2019

<sup>4</sup> Définis par le fait que la part des exportations d'un produit dans les exportations totales d'un pays est supérieure à sa proportion dans le commerce mondial.

### 3- Taux de change réel contre USD

Indice 2007=100

— Egypte — Maroc — Turquie



Source : BNP Paribas

10% du montant des exportations et sera lié à certains critères afin de favoriser les PME ou encore les exportations vers le reste du continent africain.

### ■ Perspectives mitigées

La balance commerciale des hydrocarbures devrait continuer à s'améliorer à court terme avec la poursuite des exportations de GNL. Cependant, étant donné la hausse continue des besoins énergétiques intérieurs, seule la mise en production d'un nouveau champ gazier important pourrait empêcher le solde énergétique de redevenir négatif d'ici 2 à 3 ans.

Concernant le solde commercial du secteur des biens hors hydrocarbures, les perspectives restent mitigées et nous ne prévoyons pas d'amélioration significative. A court terme, l'appréciation de la livre couplée à la baisse tendancielle de l'inflation devrait réduire la compétitivité des exportations égyptiennes. Le taux de change réel de la livre s'est apprécié de 47% depuis fin 2016 tandis qu'il s'est déprécié de 12% en Turquie et est resté pratiquement stable au Maroc. Etant donné la dynamique légèrement moins favorable des comptes externes à horizon d'une année et malgré la volonté de la banque centrale de contenir l'inflation, la livre devrait se déprécier modérément à court terme. Par ailleurs, les perspectives du commerce mondial sont négativement orientées à court terme.

Les investissements directs étrangers (IDE) pourraient être un moyen de faire face aux contraintes structurelles pesant sur les exportations égyptiennes, en permettant notamment de monter dans les chaînes de valeur internationales. Quelques multinationales se sont d'ailleurs récemment installées en Egypte. Cependant, les entrées d'IDE hors hydrocarbure sont pour le moment bien en deçà des espérances.

Pascal Devaux

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



## Qatar

### Les limites de la diversification

L'économie qatarie peine à trouver des relais de croissance en dehors du secteur des hydrocarbures. Etant donné la stabilité de la production d'hydrocarbures et la fin du cycle des investissements en infrastructure, la croissance économique devrait connaître un plus bas historique en 2019. A moyen terme, la mise en œuvre de nouvelles capacités de production de gaz naturel liquéfié devrait soutenir l'activité. Dans ce contexte économique morose, l'inflation devrait être entraînée en territoire négatif par la baisse continue des prix dans le secteur immobilier. Néanmoins, les finances publiques et les comptes extérieurs restent solides, et devraient encore se renforcer avec l'augmentation de la rente gazière à moyen terme.

#### ■ Poursuite du ralentissement économique

Malgré les efforts de diversification, la croissance économique reste déterminée par le secteur des hydrocarbures. Les secteurs hors hydrocarbure ne parviennent pas de manière durable à maintenir une croissance significative. Ainsi, au cours de la dernière décennie, l'économie qatarie a connu trois régimes de croissance. La croissance réelle du PIB était supérieure à 15% par an entre 2007 et 2011 grâce à la hausse régulière de la production d'hydrocarbures, principalement du gaz naturel liquéfié (GNL). Au cours des quatre années suivantes, le relais a été temporairement pris par l'économie hors hydrocarbures, notamment les secteurs de la construction et des services. Ainsi, entre 2012 et 2015, la croissance s'est élevée à 4,2% par an en moyenne. Depuis 2016, un nouveau palier a été franchi à la baisse et la croissance s'est établie à 1,7% en moyenne durant la période 2016-2018. Ces performances médiocres sont dues à plusieurs facteurs : la stagnation du PIB hydrocarbure, la fin du cycle des projets avec la réalisation des principales infrastructures, les conséquences de l'embargo imposé par l'Arabie saoudite et la faiblesse du secteur de l'immobilier.

Les dernières données concernant l'activité confirment cette mauvaise orientation de l'économie qatarie. Le PIB du secteur des hydrocarbures (48% du PIB total) a baissé de 1,9% au T2 2019, soit une réduction de 0,4% en moyenne sur une année. Cela traduit la dépendance de cette partie de l'économie au développement de la production gazière. Depuis 2015, celle-ci est stable tandis qu'en l'absence de nouvelles découvertes, la production de pétrole est en baisse régulière. Le PIB hors hydrocarbures s'est replié de 1,1% en rythme annuel au T2 2019. Les secteurs de la construction et de l'immobilier (environ 15% du PIB) se sont repliés de 2,1%. C'est la traduction de la déprime régionale du secteur de l'immobilier. Partout dans le Golfe, l'abondance de l'offre immobilière par rapport à une demande en berne se traduit en effet par une baisse d'activité dans ce secteur. Par ailleurs, la fin du cycle des projets, notamment avec la réalisation de la majeure partie des infrastructures prévues pour la Coupe du monde de Football de 2022, ralentit naturellement l'activité du secteur de la construction. Reflétant les médiocres performances de la construction et de l'activité hors hydrocarbures en général, la croissance de la population totale du Qatar est en ralentissement significatif depuis 2015. La population expatriée, qui représente plus de 80% de la population totale de l'émirat, n'a augmenté que de 2,5% en moyenne entre 2016 et 2018, contre plus de 10% au cours des années précédentes.

#### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020f
PIB réel, variation annuelle (%)	1,7	1,4	1,0	2,3
Inflation moyenne (IPC, %)	0,3	0,2	-0,5	1,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,8	0,5	1,0	2,3
Dettes publiques / PIB (%)	50	48	47	46
Solde courant / PIB (%)	3,8	8,7	5,1	3,9
Dettes extérieures / PIB (%)	100	101	107	98
Réserves de change, mds USD	14	26	28	29
Réserves de change, en mois d'imports	2,3	4,4	4,4	4,5
Taux de change USDQAR (fin d'année)	3,64	3,64	3,64	3,64

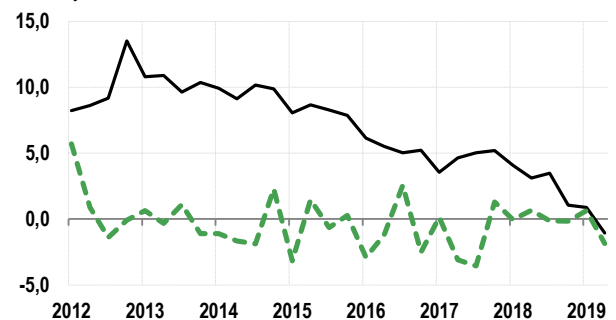
e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Croissance du PIB réel

g.a. %

— PIB hors hydrocarbures

--- PIB hydrocarbures



Sources : Qatar Planning and Statistics Authority, BNP Paribas

Même si son importance économique est plus symbolique que réelle, le secteur du tourisme peine à se redresser depuis mi-2017 et la baisse drastique des touristes en provenance du Golfe. Si la fréquentation semble se redresser depuis le début de l'année, le nombre annuel d'entrées dans le pays (12 millions au T1 2019 sur un an) reste loin des niveaux atteints jusqu'en 2016 (plus de 19 millions annuels). Symbole de ce ralentissement de l'ensemble du PIB hors hydrocarbures, la croissance de l'activité du secteur financier est en baisse régulière depuis 2015. Au T1 2019, l'activité de ce secteur n'a crû que de 3,4% en g.a. contre plus de 10% en moyenne avant 2016.



A court terme, les perspectives sont mitigées et devraient confirmer le régime de croissance faible inauguré en 2016. Le secteur des hydrocarbures ne devrait pas connaître de changement significatif étant donné l'absence de nouvelle mise en production. Par ailleurs, le Qatar ne fait plus partie de l'OPEP depuis le début de l'année et ne participe donc plus à sa politique de régulation de la production pétrolière. Nous prévoyons une très légère progression du PIB du secteur des hydrocarbures de 0,5% en 2019 et de 2% en 2020 avec la mise en production du projet gazier Barzan destiné à répondre à la hausse de la demande énergétique locale. La performance du secteur hors hydrocarbures devrait rester médiocre. L'essentiel de l'activité devrait être liée à la progression des dépenses budgétaires, notamment en matière d'investissement. On constate cependant au niveau régional que l'effet d'entraînement des dépenses publiques sur l'ensemble de l'économie s'est réduit. On peut supposer qu'après des années de croissance soutenue des investissements publics, la capacité d'absorption de l'économie a diminué. La croissance de l'économie hors hydrocarbure devrait encore ralentir à 1,5% en 2019 (3,0% en 2018), avant de revenir à 2,5% en 2020.

Au total, nous prévoyons une croissance du PIB total de 1,0% en 2019, soit son niveau le plus faible depuis plus de vingt ans, et une légère reprise à 2,3% en 2020.

### ■ Soutien du secteur des hydrocarbures à moyen terme

A moyen terme, deux éléments devraient permettre de redonner du dynamisme à l'économie. La Coupe du monde de football devrait relancer temporairement l'activité, au moins dans le secteur des services, même si son effet d'entraînement ne doit pas être surestimé. Le principal risque est d'ordre géopolitique. En effet, la région du Golfe est actuellement le carrefour de tensions régionales importantes, et tout accroissement du risque politique dans la région agit de façon défavorable sur l'activité et plus particulièrement sur le secteur des services. Le secteur de la construction pourrait de son côté bénéficier du surplus d'activité lié au plan Qatar National Vision 2030. Ce dernier prévoit des investissements équivalents à USD 16 mds dans les infrastructures et l'immobilier afin de soutenir l'activité économique après 2022. Se posera alors la question de l'adéquation des investissements avec les besoins du marché local.

Le second soutien à l'activité économique sera la reprise de l'investissement dans le secteur du GNL dans l'objectif d'accroître d'environ 40% la capacité d'exportation de l'émirat d'ici à 2023-2024. La rationalité économique du projet est forte étant donné les perspectives de croissance de ce marché à moyen terme (notamment vers l'Asie).

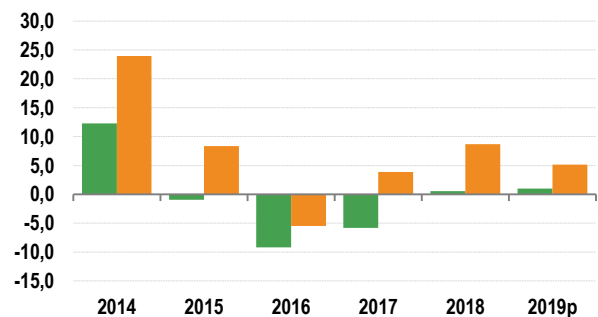
### ■ Inflation négative

A l'instar des autres pays du Golfe, l'inflation des prix à la consommation est en fort repli en raison de la baisse continue des prix de l'immobilier. La sous-composante logement de l'indice des prix (22% du total) est en baisse continue depuis fin 2016 (-2,1% en moyenne depuis le début de l'année). Nous prévoyons un taux d'inflation moyen de -0,4% en 2019. Celui-ci pourrait revenir en territoire positif l'année prochaine avec la possible introduction de la TVA. Cependant si on se réfère aux précédents régionaux, son taux et son assiette devraient être limités, relativisant ainsi son effet sur le niveau général des prix. En 2020, l'inflation moyenne devrait atteindre 1,5%.

### 3- Retour des excédents

% du PIB

■ Solde Budgétaire, ■ Solde courant



Source : BNP Paribas

### ■ Des fondamentaux solides

Malgré ce contexte économique morose et un environnement politique régional défavorable, la solidité financière de l'émirat reste forte. Après trois années de déficits liés à la baisse des prix du pétrole, la situation budgétaire est redevenue excédentaire en 2018 (+0,5% du PIB). La maîtrise des dépenses publiques devrait permettre de maintenir un excédent budgétaire en 2019 et 2020 (+1,0% et 2,3% du PIB respectivement). La solvabilité des finances publiques est confortable étant donné une dette modérée du gouvernement (41% du PIB en 2018, mais 78% du PIB si on inclut les entreprises publiques), un accès au marché des capitaux à des conditions favorables (la prime de risque sur les obligations en devises est actuellement de 53 pb, soit parmi les plus basses de la région), et les avoirs en devises du gouvernement sont estimés à plus de 1,6 fois le PIB. De même, les comptes externes sont solides et les excédents courants sont récurrents (8,7% du PIB en 2018).

Du côté du secteur bancaire, les conséquences négatives de l'embargo débuté en 2017 ont été effacées grâce au soutien public important (dépôts de la banque centrale et du gouvernement) puis au retour des déposants étrangers, notamment en provenance d'Asie. Il nous paraît cependant nécessaire de souligner la croissance rapide de la position extérieure débitrice nette des banques. En effet, compte tenu de la croissance soutenue des créances privées et publiques (+17% et +9% g.a. respectivement en juin 2019 selon le FMI) et le déclin des dépôts (-1,9% g.a.), une part croissante des ressources provient de l'extérieur. La position extérieure nette des banques était débitrice de USD 73 mds (39% du PIB) en juin 2019.

Pascal Devaux

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

# Maroc

## Bilan plutôt satisfaisant

Entre les difficultés rencontrées par les pays européens et une mauvaise campagne agricole, les vents contraires sont nombreux. De fait, la croissance économique ralentit en 2019 pour la deuxième année consécutive. Néanmoins, la demande interne reste robuste, soutenue notamment par la faiblesse de l'inflation et une politique monétaire accommodante. Les autorités tablent aussi sur d'importantes recettes de privatisation pour infléchir leur politique budgétaire sans détériorer la dynamique de la dette publique. Surtout, le développement continu de la filière automobile laisse entrevoir un rebond de la croissance en 2020 tandis que la baisse de la facture pétrolière devrait se traduire par une résorption du déficit courant.

### ■ La croissance décélère mais reste robuste

Le ralentissement se poursuit. La croissance économique est tombée à 3% en 2018 contre 4,2% en 2017 et, selon les derniers chiffres publiés par le HCP, elle atteindra au mieux 2,7% cette année. Entre les difficultés en Europe et une mauvaise campagne agricole, les nuages sur l'économie marocaine sont nombreux. Pour autant, le panorama est bien plus nuancé qu'il n'y paraît et laisse même présager un rebond de l'activité à partir de 2020.

De fait, la décélération de la croissance observée sur les six premiers mois de l'année résulte avant tout de la contraction de 3% de la valeur ajoutée agricole dont le poids dans le PIB est prépondérant (11%). Pour le reste, les signaux sont plutôt encourageants. La croissance hors agriculture s'est aussi essouffée au T2 (3,2% en g.a.) par rapport au T1 (3,6%), mais elle reste soutenue par rapport à une moyenne de 2,9% entre 2016 et 2018. Que ce soit le tourisme ou l'industrie manufacturière, la plupart des secteurs sensibles à la conjoncture européenne affichent une bonne résistance jusqu'à présent. En outre, deux nouveaux projets structurants viennent d'être finalisés, à savoir l'extension du port de Tanger et le démarrage de l'usine de Peugeot à Kénitra. Avec une montée en puissance attendue pour 2020, l'augmentation de la production automobile devrait ainsi donner une nouvelle impulsion à une filière devenue stratégique mais qui commençait à marquer le pas. Les exportations d'automobiles n'ont progressé que de 2,2% depuis le début de l'année après avoir plus que doublé entre 2013 et 2018.

La robustesse de la demande intérieure sera aussi un élément de support. En particulier, la consommation des ménages est bien orientée (+3,8% en g.a sur les six premiers mois) et devrait le rester grâce à une inflation extrêmement basse, inférieure à 1% depuis la fin 2018, et aux effets à venir de la revalorisation de 10% du salaire minimum dans le secteur privé. Les faibles pressions inflationnistes offrent également des marges de manœuvre à la banque centrale. Avec un taux directeur à seulement 2,25% et un taux de réserve obligatoire qui vient d'être réduit à 2%, la politique monétaire est déjà accommodante. Le statu quo devrait perdurer même si le fait que le taux d'intérêt réel demeure positif à 1,5% laisse la place à une nouvelle baisse de taux si nécessaire. Dans tous les cas, les conditions financières resteront favorables pour les ménages et les entreprises. Le taux moyen pondéré sur les prêts à l'économie a touché un point bas à 4,98% au T2. L'exécution budgétaire sur les huit premiers mois de l'année traduit également la volonté des autorités de soutenir l'économie.

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	4,2	3,0	2,7	3,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0,7	1,8	0,6	1,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,6	-3,7	-4,0	-3,8
Dette du gouv. central, % du PIB	65,1	65,3	65,9	65,5
Balance courante, % du PIB	-3,6	-5,5	-5,1	-4,1
Dette externe, % du PIB	47,1	44,4	46,5	46,7
Réserves de change, mds USD	26,2	24,5	25,0	26,1
Réserves de change, en mois d'imports	6,4	5,3	5,3	5,4
Taux de change (fin d'année)	9,35	9,57	9,62	9,45

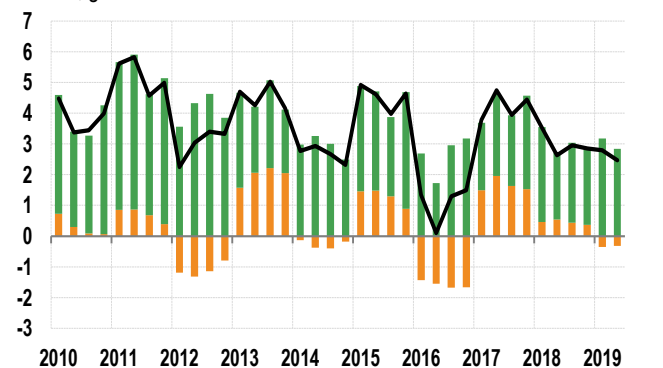
e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Contribution sectorielle à la croissance

■ Valeur ajoutée du secteur agricole, en p.p.

■ PIB hors agriculture, en p.p.

— PIB, g.a. en %



Sources : HCP, BNP Paribas

Avec une progression du PIB hors agriculture à 3,4% et sous réserve d'une normalisation de la production agricole, la croissance économique pourrait atteindre 3,5% en 2020. L'économie marocaine serait alors une des plus performantes de la région. Certes, cela sera insuffisant au regard des besoins de développement du pays. A 8,5%, le taux de chômage reste élevé, tout comme la proportion de la population en dehors du marché du travail (le taux d'emploi est de seulement 42%). Néanmoins, l'économie a continué de créer des emplois au premier semestre 2019 malgré la destruction massive de postes dans le secteur de l'agriculture, soulignant une fois de plus la solidité de ses performances face à un environnement international qui se dégrade.



## ■ Consolidation budgétaire ralentie

Après l'important dérapage affiché en 2018, les finances publiques se sont encore détériorées en 2019. De janvier à août, tous les principaux postes du budget sont en hausse, les dépenses de fonctionnement (+5,5%) comme d'équipement (+4,9%). Malgré la relative bonne tenue des recettes fiscales hors privatisations (+3,4%), le déficit budgétaire s'est de nouveau creusé. Il devrait ainsi atteindre 4% du PIB en 2019 contre 3,7% en 2018 (la cible initiale était de 3%) avant de se résorber graduellement à partir de 2020.

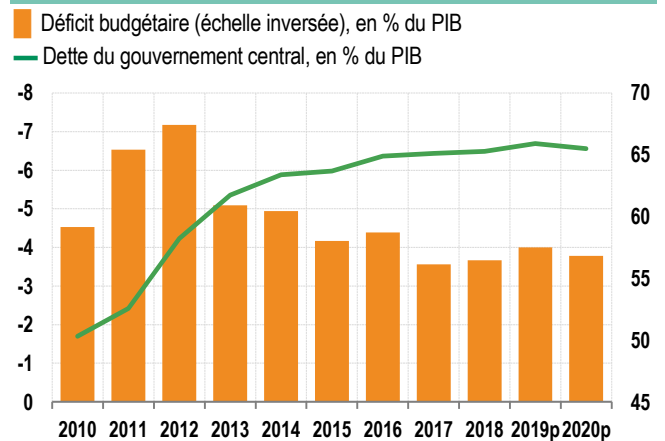
Malgré l'inflexion prise par le gouvernement dans son programme de consolidation des finances publiques, la situation est dans l'ensemble sous contrôle. Que ce soit du côté des recettes ou des dépenses, les principaux facteurs de risque à l'origine de la contre-performance de 2018 se sont en effet dissipés. Le montant attendu de dons en provenance du Golfe est modeste et les autorités se sont couvertes contre la volatilité des cours du pétrole dont l'envolée l'an dernier avait généré un dépassement de 26% de l'enveloppe allouée aux subventions dans le budget. Un recours accru à des partenariats public-privé pour alléger la pression sur les comptes publics est aussi envisagé. Les investissements publics constituent le deuxième poste de dépenses derrière les salaires de la fonction publique et ils sont élevés (autour de 6% du PIB). Surtout, les autorités tablent sur des recettes de privatisations de l'ordre de 0,4% de PIB par an jusqu'en 2021 afin de stabiliser la dette du gouvernement à 65% du PIB. Avec la cession, en juillet dernier, d'une partie des titres que détient l'Etat au capital de Maroc Télécom, l'objectif est déjà rempli pour 2019, et d'autres opérations ont été identifiées.

Quoi qu'il en soit l'endettement du gouvernement ne nous apparaît pas comme une source importante de risque. Contrairement à de nombreux pays émergents, le Maroc a peu sollicité les marchés financiers internationaux. Deux émissions d'eurobonds sont attendues à court terme. Avec une prime de risque de 150 points de base, elles devraient se dérouler dans de bonnes conditions. D'autant que l'agence de rating Standard & Poors vient de relever sa perspective de négatif à stable sur son appréciation du risque souverain du Maroc. En outre, le profil de la dette, dont 80% est libellé en monnaie locale, ne changera pas fondamentalement et les conditions de financement du gouvernement en termes de taux et de maturité ont rarement été aussi avantageuses. Avec un coût apparent de la dette à seulement 4%, le gouvernement conserve des marges de manœuvre confortables.

## ■ Position extérieure solide

La dégradation de la conjoncture européenne pourrait peser sur la dynamique des comptes extérieurs du Royaume sans pour autant menacer sa stabilité. Hormis les transferts financiers de la diaspora marocaine (-1,3% en g.a.), les principales sources de devises étaient encore en progression sur les huit premiers mois de l'année (exportations : +3,7% ; recettes touristiques : +4,5%). Si la hausse des importations d'une amplitude similaire s'est traduite par un léger creusement du déficit commercial, la situation pourrait s'améliorer dans les prochains mois grâce à une accélération des ventes

## 3- Indicateurs des finances publiques



Sources : ministère des Finances, BNP Paribas

d'automobiles. Ces dernières comptent déjà pour ¼ des exportations marocaines. Dans un environnement extérieur instable, et alors que le poids des matières premières dans les échanges reste important (phosphates), la montée en gamme des exportations renforce la résilience de l'économie. Les pressions baissières sur les cours du pétrole (15-20% des importations) pourraient également aider à l'amélioration des comptes externes.

Avec un déficit courant attendu à 5,1% du PIB en 2019 et 4,1% en 2020 contre 5,5% en 2018, le Maroc ne devrait pas avoir trop de difficultés à couvrir ses besoins de financements. Les flux nets d'investissements étrangers (IDE) sont robustes, autour de 1,5-2,5% du PIB, et le niveau de la dette extérieure est modéré, à 44% du PIB. Les amortisseurs sont également adéquats. Les réserves de change couvrent plus de cinq mois d'importations de biens et services et le Maroc bénéficie d'une ligne de précaution du FMI d'un montant de USD 3 mds jusqu'à fin 2020 pour se prémunir d'éventuels chocs sur sa balance des paiements. A l'image des précédents programmes, les autorités ne devraient pas utiliser ces fonds.

Dernier élément, depuis l'élargissement en janvier 2018 de la bande de fluctuation du dirham à +/-2,5% autour de son cours pivot (+/-0,3% précédemment), la banque centrale n'intervient quasiment plus sur le marché des changes, ce qui réduit la pression sur la liquidité extérieure. La volatilité du dirham est demeurée extrêmement limitée et devrait le rester alors que les autorités se montrent toujours aussi prudentes dans le processus de flexibilisation du régime de change.

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

# Angola

## Sous la supervision du FMI

Le pays a renoué ses relations avec le FMI et obtenu une aide financière à la fin de 2018. Sous la supervision du Fonds, une légère reprise est attendue à court terme mais les perspectives restent moroses en raison de tensions persistantes sur la liquidité en devise, des difficultés du système bancaire et de la fragilité de l'environnement extérieur. Dans un contexte de hausse de la volatilité des prix du pétrole, l'Angola continue de dépendre du secteur des hydrocarbures comme source de croissance, de recettes fiscales et de revenus en devises. Des mesures ont été adoptées pour attirer les investisseurs étrangers, mais les IDE restent limités. Des réformes budgétaires ont également été introduites, mais la marge de manœuvre du gouvernement reste mince.

Des réformes favorables aux entreprises ont été engagées en Angola, visant à améliorer la gouvernance et la transparence ainsi qu'à diversifier l'économie. Au-delà de la transition politique, de la refonte du secteur des hydrocarbures et de la nouvelle politique de change, le gouvernement a rétabli ses relations avec le FMI et conclu, en décembre 2018, un accord avec ce dernier dans le cadre d'un mécanisme élargi de crédit, portant sur un montant de USD 3,7 mds et étalé jusqu'en 2021. Cependant, le lancement du programme du FMI coïncide avec la dégradation des perspectives à court terme, dans un environnement international difficile (hausse de la volatilité des prix du pétrole, tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, qui est le principal partenaire commercial de l'Angola).

### ■ Une très légère reprise de la croissance est possible

Après une troisième année consécutive de récession en 2018, le PIB angolais continue d'avoir du mal à se redresser, comme en témoigne son maintien en territoire négatif au premier trimestre 2019. Selon les données de l'Institut national des statistiques (INS), l'économie s'est contractée de 0,4 % en glissement annuel au T1, après une expansion de 2,6% au trimestre précédent. Le repli du T1 2019 est principalement dû au secteur pétrolier (-6,9%), qui continue de jouer un rôle prépondérant dans l'économie angolaise<sup>1</sup>, mais aussi à une contraction dans les télécommunications (-6,8%) et dans les services financiers (-4,8%). La contraction du PIB du secteur pétrolier s'explique en grande partie par la baisse de la production<sup>2</sup> en pleine augmentation des cours du brut, sous les effets conjugués de gisements arrivant à maturité, des arrêts nécessaires à la maintenance et de l'absence de nouvelles opportunités d'exploration en eaux profondes en Angola.

Le sentiment économique global s'est légèrement amélioré au T1, mais reste nettement en territoire négatif. L'indicateur du climat économique (ICE), publié par l'Institut des statistiques, s'est en effet redressé de -9 points au T4 2018 à -5 points au T1 2019. En 2019, la croissance du PIB devrait être d'à peine 0,3%, plombée par une contraction continue du secteur pétrolier (malgré la montée en puissance du projet South Kaombo de Total). Néanmoins, une croissance modeste est attendue dans le secteur non pétrolier, favorisée par la mise en œuvre du programme du FMI. En juin 2019, le gouvernement a procédé au premier examen du Mécanisme

<sup>1</sup> A la fin de 2018, il représentait environ 30% du PIB, 95 % des exportations et plus de 60 % des recettes fiscales.

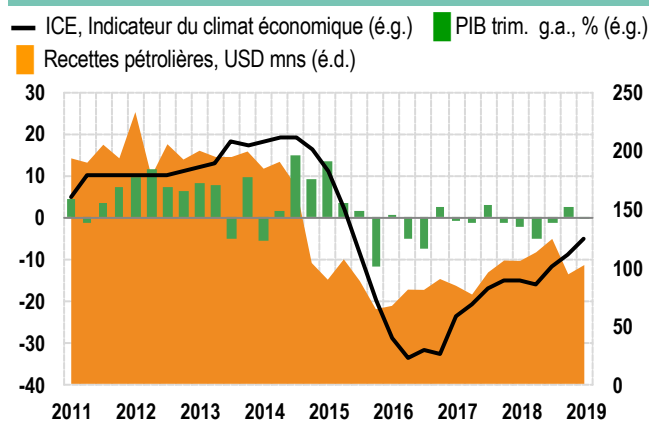
<sup>2</sup> Selon les données de l'OPEP, la production de brut angolais ressortait à 1,394 millions de barils/jour en août 2019, un plus bas record de la dernière décennie.

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,2	-1,7	0,3	2,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	29,8	19,6	17,4	11,1
Solde budgétaire, % du PIB	-6,3	2,1	-0,1	0,3
Dette des adm. publiques, % du PIB	69,3	87,8	90,6	83,6
Balance courante, % du PIB	-0,5	6,6	-2,0	0,4
Dette externe, % du PIB	38,2	56,0	58,5	54,9
Réserves de change, mds USD	18,6	16,1	15,2	16,5
Réserves de change, en mois d'imports	8,7	7,3	6,6	7,2
Taux de change USDAOA (fin d'année)	166	310	368	380

e : estimations et prévisions BNP Paribas recherche économique Groupe

### 2- Début d'année difficile



Sources : INS, Reuters, AIE, BNP Paribas

élargi de crédit avec le déblocage de la deuxième tranche de financement (USD 248 mns), portant à environ USD 1,24 md le montant total des décaissements obtenus à ce jour. Le gouvernement poursuit ses efforts en vue d'améliorer le climat des affaires et de soutenir le secteur privé<sup>3</sup>, mais les contraintes auxquelles se heurte le secteur bancaire pour accéder aux devises continuent de peser sur la dynamique d'ensemble.

<sup>3</sup> Avec, par exemple, la libéralisation du commerce des diamants bruts ou l'adoption d'une résolution portant sur la mise en place d'une Autorité de régulation de la concurrence et de la privatisation, et une liste d'entreprises publiques destinées à être cotées à la bourse nationale à l'horizon 2022.



## ■ Un accès à la devise toujours difficile

Malgré l'abandon de l'ancrage du kwanza au dollar en janvier 2018, l'accès aux devises reste difficile. La banque centrale continue de laisser varier le taux de change à l'intérieur d'une bande de fluctuation, et accorde l'accès aux devises en priorité à certains secteurs (alimentation, santé et pétrole), provoquant des restrictions sur 54 produits d'importation. La plupart des contrats libellés en dollars sont réglés en euros en raison de l'absence de correspondants bancaires (*correspondent banking*)<sup>4</sup> en dollars des Etats-Unis. Les autorités s'efforcent de restaurer la vente de dollars par les banques commerciales locales, mais les services de correspondance bancaire en dollars ne seront rétablis qu'après la mise en œuvre de réformes efficaces en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et la corruption.

Le pays dépend du secteur pétrolier comme source de recettes en devises. Or la baisse continue de la production pétrolière, en dépit d'un redressement partiel des prix de l'or noir, pèse sur les exportations, entretenant une pénurie aiguë de réserves de change. Le pays ne dispose pas de raffineries pétrolières et doit utiliser ses devises pour importer le pétrole raffiné<sup>5</sup>. De plus, les recettes d'exportation du secteur de l'énergie sont affectées au service de la dette, qui s'élevait à plus de 16% du PIB à la fin de 2018. Au T1 2019, les exportations ont diminué de 10% en g.a. tandis que les importations ont grimpé de plus de 40%. L'érosion des réserves de change se poursuit (-5% depuis janvier 2019). Après avoir affiché un excédent en 2018, la balance courante devrait redevenir déficitaire à hauteur de 2% en 2019. Par conséquent, même si les afflux d'investissements directs étrangers ont repris au premier trimestre, le besoin de financement extérieur devrait augmenter cette année. L'aide accordée par le FMI (USD 0,5 md en 2019 et USD 1,1 md par an en 2020-2021) devrait permettre un redressement des réserves de change en 2020 uniquement.

Par ailleurs, après avoir perdu plus de 40% en 2018, le kwanza (AOA) a enregistré une nouvelle dépréciation de 15% depuis le début de l'année 2019, se négociant actuellement à AOA 365 par dollar au taux officiel. Si la libéralisation partielle du régime de change a contribué à réduire la surévaluation du kwanza, la monnaie locale continue de se négocier à un niveau nettement plus élevé sur le marché parallèle (à plus de AOA 500 par dollar en septembre). Même si la probabilité d'un choc sur le kwanza a diminué depuis le passage à un régime de change plus flexible, de nouvelles dévaluations restent possibles à moyen terme.

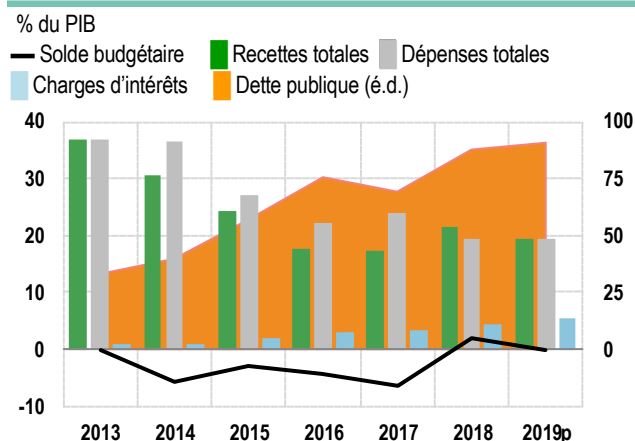
## ■ Réformes budgétaires, dette publique élevée

Les réformes budgétaires suivent leur cours, notamment avec la suppression des subventions aux carburants, l'amélioration de la gestion des entreprises publiques et l'apurement des arriérés. L'année dernière, l'exécution budgétaire a dépassé les attentes avec le retour à un excédent grâce à la maîtrise des dépenses

<sup>4</sup> En 2016, la Réserve fédérale américaine a mis fin aux services de correspondance bancaire en dollars en raison de l'insuffisance des moyens mis au service de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

<sup>5</sup> En mars 2019, le pays a connu une grave pénurie de carburant due aux difficultés d'accès au dollar des Etats-Unis.

## 3- Ajustement budgétaire mais hausse de la charge d'intérêt



Sources : FMI, BNP Paribas

publiques (inférieures à 20% du PIB), au rebond des prix du pétrole et aux effets de la dépréciation du kwanza. L'assainissement budgétaire devrait continuer en 2019, comme en témoigne la loi de finances rectificative présentée en mai dernier. Celle-ci a redimensionné l'enveloppe des dépenses en fonction de la baisse des prix du brut et identifié de nouvelles mesures visant à accroître les recettes non pétrolières<sup>6</sup> pour compenser le manque à gagner attendu (environ 3,8% du PIB selon le FMI). Néanmoins, les projections de revenus vont pâtir de l'introduction différée de la taxe à la valeur ajoutée (TVA) et le solde budgétaire va probablement redevenir déficitaire cette année.

La marge de manœuvre reste très mince. Le ratio dette publique sur PIB a plus que doublé au cours des quatre dernières années pour atteindre 88% en 2018, et la charge de la dette (intérêts/recettes) s'est envolée pour atteindre 21% en 2018. Le gouvernement semble déterminé à poursuivre une stratégie prudente de gestion de la dette en réduisant les émissions de dette publique et en développant le marché primaire de titres en monnaie locale pour réduire son exposition au risque de change, ainsi qu'en obligeant les entreprises publiques à faire preuve de prudence en matière d'emprunt (réduction des garanties souveraines). Un programme de privatisations est également envisagé<sup>7</sup>. La dette publique en pourcentage du PIB devrait pouvoir diminuer en 2020. Elle n'en reste pas moins très vulnérable à une nouvelle dépréciation de la monnaie et au repli des prix du pétrole.

Sara Confalonieri

[sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

<sup>6</sup> Comme, par exemple, l'ajustement des taxes indirectes sur l'énergie, les sodas et l'immobilier, la suppression de certaines exonérations de l'impôt sur le revenu, l'élargissement de l'assiette du droit de timbre afin d'inclure les travailleurs indépendants et les transactions non soumises à la TVA.

<sup>7</sup> Sonangol, Endiama, TAAG, Bancos de Comércio e Indústria, Banco Angolano de Investimentos et certaines entreprises de télécommunications figurent parmi les principales privatisations prévues.



# Afrique du Sud

## En panne

La croissance économique est prévue à seulement 0,4% en 2019, après s'être établie à 1% par an en moyenne entre 2015 et 2018. La marge de manœuvre du gouvernement Ramaphosa pour réformer est étroite et de fortes contraintes structurelles continuent d'entraver la croissance. Illustration de l'ampleur du déficit d'infrastructures du pays, d'importantes coupures d'électricité ont affecté l'activité au cours des premiers mois de l'année. Les graves difficultés financières de l'entreprise publique Eskom, à l'origine de ces coupures, ont également forcé l'Etat à débloquer des fonds supplémentaires pour lui venir en aide. Son dernier plan de sauvetage accélère le dérapage des déficits publics et pèse un peu plus sur la solvabilité du gouvernement à moyen terme.

La croissance économique sud-africaine s'est établie à 1% par an en moyenne de 2015 à 2018, un niveau très insuffisant pour permettre une amélioration du revenu par tête d'une population qui a crû de 1,7% par an sur la même période. La performance de l'économie est restée très médiocre depuis le début de l'année et ne devrait guère s'améliorer à très court terme. Alors que la banque centrale a légèrement assoupli la politique monétaire depuis l'été, le gouvernement n'a d'autre choix que de maintenir une politique budgétaire restrictive. Ceci n'empêchera toutefois pas son déficit et sa dette d'augmenter rapidement cette année.

### ■ Peu de croissance

Après un nouveau trou d'air au T1 2019, la croissance du PIB réel s'est légèrement redressée au T2, à +3,1% t/t cvs (contre -3,1% au trimestre précédent) et +0,9% en g.a. (contre 0% au T1). Les indicateurs avancés et les chiffres d'activité annoncent une nouvelle décélération au T3, et nous tablons sur une croissance du PIB de 0,4% sur l'ensemble de 2019.

Les coupures d'électricité liées aux difficultés de l'entreprise publique Eskom ont durement affecté les secteurs primaire et secondaire, surtout pendant les premiers mois de l'année. Une grève a également bloqué une importante mine d'or à partir de novembre 2018 jusqu'à la signature d'un accord salarial en avril dernier. L'activité dans le secteur minier (7% du PIB) s'est contractée de 4,6% en g.a. au T1 2019 puis de 2,1% au T2. La croissance du secteur manufacturier (seulement 12% du PIB) a ralenti à 0,5% en g.a. au S1, mais est devenue négative en juillet-août d'après l'indice de production industrielle. Le secteur agricole de nouveau subi une forte baisse de sa production (-12,7% au T1 et -6,7% au T2) et les difficultés persistent dans la construction (-2,4% au S1). Les services ont quant à eux enregistré une croissance de 1,5% au S1, en ligne avec la moyenne des quatre dernières années. Le secteur de la finance et de l'immobilier (18% du PIB) continue d'afficher la performance la plus dynamique.

Du côté de la demande (graphique 2), la contribution négative du commerce extérieur net a fortement pesé sur la croissance du PIB au T2 2019, en raison du rebond des volumes d'importations et d'une légère baisse des exportations, notamment à destination de l'Asie. Ce recul pourrait se poursuivre à court terme dans un environnement international dégradé. La croissance de la consommation privée (60% du PIB) s'est redressée au T2 (+1,4% en g.a.) après plusieurs trimestres de ralentissement, en partie grâce à une légère accélération du crédit aux ménages. Elle pourrait néanmoins fléchir à nouveau à court terme étant donné la

### 1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	1,4	0,8	0,4	0,8
Inflation moyenne (IPC, %)	5,3	4,6	4,2	4,5
Solde budgétaire / PIB (%) <sup>1</sup>	-4,4	-4,2	-6,1	-5,8
Dette du gouvernement / PIB (%) <sup>1</sup>	52,7	56,5	60,0	65,0
Solde courant / PIB (%)	-2,4	-3,6	-3,3	-3,6
Dette extérieure / PIB (%)	45,8	51,1	52,0	54,0
Réserves de change, mds USD	45,5	46,5	43,5	45,0
Réserves de change, en mois d'imports	4,7	4,4	4,0	4,0
Taux de change USDZAR (fin d'année)	12,4	14,3	14,5	13,7

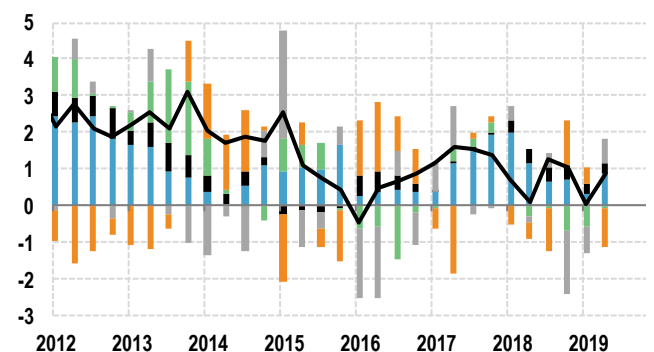
(1): Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

e : estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Croissance médiocre

PIB, g.a. en %, et contributions en points de pourcentage\*

— PIB ■ Consommation des ménages ■ Dépenses publiques  
■ Investissement ■ Variation des stocks ■ Exportations nettes



Source : Statistics South Africa

\* La composante résiduelle n'apparaît pas.

dégradation du marché du travail et la faible augmentation des revenus réels. L'emploi a légèrement diminué au S1 et le taux de chômage a atteint 29% à la mi-2019, soit un point haut historique.

Signal inquiétant, l'investissement s'est réduit de façon continue depuis le T1 2018 et le taux d'investissement en pourcentage du PIB n'est plus que de 18% (contre 20,5% en moyenne en 2011-2015). Cette tendance pourrait se poursuivre à court terme, en raison des sombres perspectives de demande externe et interne, et d'une nouvelle détérioration du sentiment des investisseurs.



### ■ Pas de marge de manœuvre

Le regain de confiance qui avait suivi l'arrivée au pouvoir du président Ramaphosa en février 2018 n'a pas duré. Aux espoirs suscités par les annonces de réformes (visant notamment à améliorer les finances publiques, combattre la corruption et élever le potentiel de croissance) et l'introduction des premières mesures ont succédé les craintes de paralysie. En effet, la marge de manœuvre du gouvernement pour mettre en place des réformes est sévèrement contrainte par la faiblesse de la croissance économique, un climat social très tendu et les profondes divisions au sein du parti au pouvoir. Les contraintes structurelles qui entravent l'investissement et la croissance (déficit d'infrastructures, manque de main d'œuvre qualifiée, rigidité du marché du travail, corruption, incertitudes sur l'évolution du cadre légal de certains secteurs) risquent donc de persister. La marge de manœuvre des autorités pour soutenir l'activité à court terme est également réduite.

La banque centrale a abaissé son taux directeur (taux repo) de 25 points de base à 6,5% en juillet 2019 ; son action précédente était une hausse de la même ampleur en novembre 2018. Elle pourrait assouplir encore légèrement sa politique au T4 2019, puisque l'inflation des prix à la consommation reste confortablement dans la bande ciblée de 3%-6% ; elle s'est établie en moyenne à 4,3% en g.a. sur les huit premiers mois de l'année, contre 5% au S2 2018. La banque centrale devrait néanmoins rester prudente. Les marchés financiers ont connu un calme relatif depuis le début de l'année, et le rand (ZAR) a perdu moins de 3% face au dollar. De nouveaux épisodes de sorties de capitaux et de pressions sur le rand sont néanmoins possibles à court terme en cas de choc externe, de dérapage plus important que prévu des déficits publics, et/ou de dégradation des notations souveraines par Moody's (prochaine revue attendue début novembre). Le passage en catégorie *speculative-grade* du rating souverain sud-africain pourrait en effet provoquer des ventes importantes de titres de dette publique par les investisseurs.

### ■ Dérapage accéléré des finances publiques

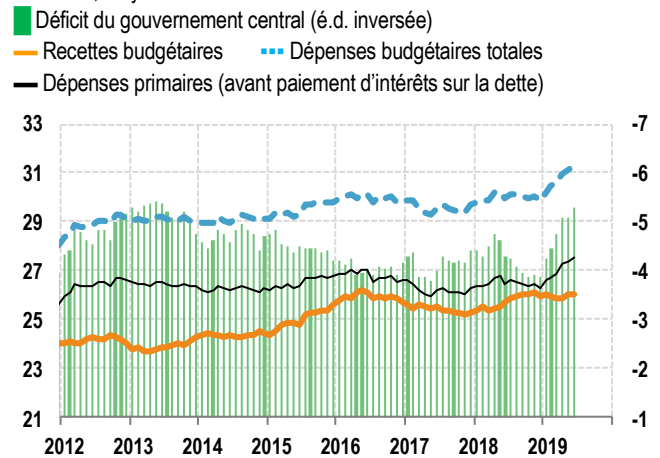
Les finances publiques se sont dégradées graduellement au cours de la dernière décennie du fait de l'insuffisance des recettes fiscales, de la hausse de la dette et des paiements d'intérêts, et des pertes des entreprises publiques. La situation s'est encore aggravée cette année.

Sur les années budgétaires de 2014-2015 à 2018-2019 (qui s'étendent d'avril à mars), le déficit du gouvernement central s'est établi entre 4% et 4,5% du PIB, et sa dette est passée de 47% du PIB à 57%. Alors que des efforts pour contenir l'augmentation des dépenses et accroître les recettes ont permis de réduire le déficit primaire à moins de 1% du PIB l'an dernier, contre 2,7% en 2012-2013, le déficit total n'a pas pu s'améliorer à cause de la hausse de la charge d'intérêts sur la dette. Celle-ci représentait 3,7% du PIB sur l'année 2018-2019, et 14,3% des recettes budgétaires.

En 2019-2020, le déficit total devrait se dégrader de façon significative et dépasser 6% du PIB (contre un objectif initial du gouvernement de 4,5%). Alors que la charge d'intérêts continue d'augmenter (prévue à 4,5% sur l'année budgétaire), le déficit primaire se détériore aussi rapidement (graphique 3). Il pourrait

### 3- Dégradation rapide des déficits budgétaires

% du PIB, moyenne mobile 12 mois



Source : Statistics South Africa

atteindre 1,6% du PIB sur l'année 2019-2020. La hausse beaucoup plus forte que prévu des dépenses provient de l'aide supplémentaire apportée par le gouvernement à l'entreprise Eskom. Le soutien prévu initialement était déjà de ZAR 23 mds par an pendant dix ans à partir de 2019. Il a été relevé à ZAR 49 mds pour 2019-2020 et à ZAR 56 mds pour 2020-2021 (soit environ 1% du PIB par an), une partie de la hausse étant un déboursement anticipé des injections de fonds prévues dans le cadre du plan de sauvetage à long terme. L'aide doit être accompagnée d'un programme de réorganisation de l'entreprise Eskom et de restructuration de sa dette, et une partie de la dette garantie par le gouvernement central sera probablement transférée à son bilan. Le risque que d'autres entreprises publiques nécessitent le soutien direct de l'Etat dans les prochains trimestres est élevé. En outre, la capacité du gouvernement à réduire ses autres dépenses ou accroître ses recettes est quasi-inexistante étant donné la faiblesse de la croissance économique, les fortes tensions sociales dans un contexte de chômage et de pauvreté très élevés, et des services publics très insuffisants.

La dette du gouvernement devrait atteindre au moins 60% du PIB à la fin de l'année 2019-2020 et 65% à la fin de 2020-2021. Alors que la solvabilité du souverain sud-africain à moyen terme continue de se dégrader, le risque de liquidité/de refinancement de la dette du gouvernement à court terme a aussi augmenté. Il reste néanmoins modéré par le profil toujours favorable des titres publics et par l'existence d'un large marché obligataire en monnaie locale. La dette du gouvernement central a en effet une maturité moyenne longue (15 ans) et est principalement libellée en rand (environ 90% de sa dette). Cependant, avec 40% de sa dette interne détenue par des non-résidents, le gouvernement est vulnérable aux changements de sentiment des investisseurs internationaux. Celui-ci pourrait se détériorer dans les prochains mois en réponse à la hausse des déficits publics.

**Christine PELTIER**

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



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre  
Rédacteur en chef William De 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](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change