

ECOEMERGING

4e trimestre 2024

Novembre 2024



“ L'ÉLECTION DE DONALD TRUMP N'A PAS DÉCLENCHÉ DE TENSIONS FINANCIÈRES MAJEURES SUR LES PRINCIPALES PLACES ÉMERGENTES. PLUS INQUIÉTANT, LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES SERONT LES VICTIMES DIRECTES OU COLLATÉRALES DE LA GUERRE COMMERCIALE PROMISE PAR LA FUTURE ADMINISTRATION AMÉRICAINE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

LES ÉMERGENTS, VICTIMES D'UNE GUERRE COMMERCIALE ANNONCÉE

3

L'élection de Donald Trump n'a pas déclenché de tensions financières majeures sur les principales places émergentes. Le dollar s'est malgré tout renforcé, ce qui devrait retarder l'assouplissement des politiques monétaires. Plus inquiétant, les économies émergentes seront les victimes directes ou collatérales de la guerre commerciale promise par la future administration américaine. Elles seront confrontées à un double choc : un fort ralentissement du commerce mondial et le redéploiement des exportations chinoises. Le premier choc sera nécessairement récessif voire inflationniste. L'impact du second n'est pas univoque car il dépend de la nature des exportations chinoises (complémentaires ou concurrentes) et, surtout, de leur lien avec les investissements directs.

CHINE

5

Veillée d'armes

HONG KONG

7

Toujours convalescent

INDE

9

Une croissance forte mais l'Inde ne peut remplacer la Chine

MALAISIE

11

Une économie très vulnérable au ralentissement chinois

BRÉSIL

13

En quête d'équilibre

CHILI

15

Croissance proche du potentiel

EUROPE CENTRALE

17

Une région encore attractive malgré la croissance en berne

HONGRIE

19

L'investissement, une stratégie pour relancer la croissance

TURQUIE

21

Mieux armée pour une année 2025 à hauts risques

MOYEN ORIENT

23

Quelles conséquences de la hausse du risque géopolitique au Moyen-Orient ?

ANGOLA

25

L'étai se resserre

MAROC

27

Un potentiel à confirmer



LES ÉMERGENTS, VICTIMES D'UNE GUERRE COMMERCIALE ANNONCÉE

L'élection de Donald Trump n'a pas déclenché de tensions financières majeures sur les principales places émergentes. Le dollar s'est malgré tout renforcé, ce qui devrait retarder l'assouplissement des politiques monétaires. Plus inquiétant, les économies émergentes seront les victimes directes ou collatérales de la guerre commerciale promise par la future administration américaine. Elles seront confrontées à un double choc : un fort ralentissement du commerce mondial et le redéploiement des exportations chinoises. Le premier choc sera nécessairement récessif voire inflationniste. L'impact du second n'est pas univoque car il dépend de la nature des exportations chinoises (complémentaires ou concurrentes) et, surtout, de leur lien avec les investissements directs.

L'horizon s'assombrit pour les pays émergents avec l'élection de Donald Trump. À très court terme, l'impact est essentiellement financier. Depuis le 4 novembre, les taux de change des principaux pays émergents se sont dépréciés de 1,5 % en médiane contre le dollar US. Les monnaies les plus affectées sont celles d'Europe centrale, en ligne avec la dépréciation de l'euro contre dollar de 2,8%, les pesos chilien et mexicain (-2,7% chacun), le baht thaïlandais (-3,1%) et le rand sud-africain (-3,6%). Depuis octobre, les flux d'investissements de portefeuille des non-résidents à destination des principaux pays émergents se sont taris à l'exception de quelques pays qui ont continué d'attirer les investisseurs obligataires. Pour autant, les rendements des obligations d'État en monnaie locale et les CDS *spread* sont restés stables. Si elles en restent là, les dépréciations de change ne sont pas d'ampleur à relancer l'inflation durablement. En revanche, elles pourraient retarder l'assouplissement des politiques monétaires. Par ailleurs, l'appréciation du dollar US et la hausse des rendements obligataires américains ne peuvent qu'alourdir la charge d'intérêts des pays en développement, y compris ceux qui ont bénéficié d'un abandon ou d'une restructuration de dette, car celle-ci reste majoritairement libellée en dollar.

SPIRALE PROTECTIONNISTE : UN EFFET GLOBAL RÉCESSIF

Plus inquiétants à court moyen terme, le durcissement annoncé du protectionnisme aux États-Unis et le risque de mesures de rétorsion de la part de la Chine et de l'Union européenne réduisent les perspectives de croissance mondiale, et donc celles de pays émergents via l'impact négatif sur le commerce international. L'administration Trump envisage d'augmenter les taxes à l'importation existantes de 10 points de pourcentage (pp) sur l'ensemble des produits importés de tous les pays hors Chine et une augmentation de 60 pp sur les produits chinois. D'après le Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)¹, dans l'hypothèse de mesures de rétorsion équivalentes des autres pays², l'impact récessif à l'horizon 2030 (par rapport à un scénario de référence sans hausse de taxes) serait de -3,3% sur les exportations mondiales et de -0,5% sur le PIB mondial.

La Chine et les États-Unis seraient évidemment les plus affectés avec une contraction de leur PIB de 1,3%. Selon une étude publiée par le Peterson Institute for International Economics (PIIE)³ avec une méthodologie différente⁴, l'impact négatif sur le PIB américain, toujours dans l'hypothèse de mesures de rétorsion de la part des autres pays, serait

compris entre -0,9% et -1,3% à l'horizon 2026⁵. Il serait de -1,2% au même horizon pour le PIB de la Chine (dans un scénario de +60 pp de taxes sur les produits chinois avec rétorsion de la part de la Chine et zéro sur les produits des autres pays). Pour le CEPII, le Canada et le Mexique, supposés protégés par l'USMCA, seraient largement bénéficiaires grâce à l'amélioration de la compétitivité-prix de leurs exportations. Pour le PIIE, ce serait l'inverse car ces deux pays subiraient la même augmentation des droits de douane que les autres pays et seraient plus fortement affectés par le choc récessif aux États-Unis en raison des liens commerciaux étroits entre les trois partenaires de cet accord de libre-échange.

Pour le reste du monde, la simulation du CEPII conclut à un impact négatif mais très limité. Celui sur le PIB indien serait inférieur à -0,5 pp. Dans l'étude du PIIE, l'effet serait même, contre toute attente, légèrement positif pour les principaux pays émergents, malgré l'impact inflationniste général simulé par le modèle. Les auteurs n'en donnent pas d'explication dans leur synthèse. Par rapport à l'étude du CEPII, l'impact récessif du choc protectionniste sur le commerce mondial nous paraît a priori sous-estimé.

REDÉPLOIEMENT DES EXPORTATIONS CHINOISES : DES EFFETS DIFFÉRENCIÉS ...

À l'exception peut-être du Mexique qui serait protégé par le USMCA, la guerre commerciale promise par Donald Trump aura très probablement un effet récessif pour la plupart des pays émergents. À cet impact récessif global s'ajoutent les effets plus spécifiques *i/* de la réorientation des exportations chinoises (*re-routing*) - indépendamment de celle induite par la guerre commerciale avec les États-Unis (qui est au cœur du modèle du CEPII) visant à soutenir une croissance bridée par la demande intérieure, *ii/du* redéploiement des investissements directs chinois pour contourner la hausse des taxes à l'importation américaines ou simplement celui des pays émergents eux-mêmes pour protéger leur marché domestique (cas du Brésil, de la Thaïlande et de la Turquie qui tentent d'attirer les investissements chinois pour protéger leur marché domestique de véhicules électriques).

Ces effets plus spécifiques peuvent renforcer l'effet récessif global d'une guerre commerciale ou, au contraire, l'atténuer dans le cas des investissements directs.

¹ Antoine Bouët & alii « Le prix du protectionnisme de Donald Trump » - La lettre du CEPII - Novembre 2024

² À l'exception du Canada et du Mexique car les auteurs font l'hypothèse que ces deux pays ne subiraient pas de hausse de taxes à l'importation en vertu de l'accord de libre-échange avec les USA (USMCA)

³ McKibbin & alii : « The international economic implications of a second trump presidency » - PIIE working paper - September 2024

⁴ Les auteurs de l'étude du CEPII utilisent un modèle d'équilibre général calculable dynamique multirégional et multisectoriel dont l'objectif principal est l'étude des politiques commerciales. Un modèle de croissance est adjoind pour simuler les principales variables macroéconomiques comme le PIB. Les auteurs de l'étude du PIIE utilisent un modèle macroéconomique moderne usuel (à agents optimisateurs) comportant 19 économies principales et 6 secteurs. Il est utilisé notamment par les banques centrales et autres institutions publiques pour évaluer les politiques économiques et monétaires.

⁵ Les auteurs de l'étude ont calculé 2 scénarios, l'un avec une hausse uniforme de +10 pp vis-à-vis de tous les pays, y compris la Chine, et un scénario spécifique « Chine » avec une hausse de +60 pp sur les produits chinois et 0 sur les produits des autres pays. En première approximation, on peut additionner les deux impacts même si l'effet global est un peu surestimé.



La réorientation des exportations est en cours depuis 2018, année des premiers relèvements de taxes US sur les produits chinois. Ainsi, la part des exportations de la Chine vers les États-Unis a diminué, passant de 19% à 14%, quand, dans le même temps, celles à destination de l'Asie émergente a augmenté dans les mêmes proportions de 21% à 25%, et notamment le Vietnam (dont la part est passée de 3,2% à 4,5%). L'Asie émergente est la seule zone pour laquelle cette part a significativement augmenté sur la période 2017-2024. Au sein des autres zones, le Mexique se démarque. Sa part dans les exportations de la Chine est encore faible, à 2,5%, mais comme pour le Vietnam les exportations chinoises y ont très fortement progressé (elles ont été multipliées par 2,5 depuis 2017).

Le Mexique et le Vietnam sont emblématiques de la réorientation des exportations chinoises qui vise à contourner les taxes et sanctions américaines (Mexique) et/ou simplement développer le réseau d'exportation (cas du Vietnam pour ces deux raisons). Pour ces deux économies, la réorientation des exportations chinoises n'est pas négative car elle s'est accompagnée d'une augmentation des IDE. En effet, les exportations chinoises n'entrent pas forcément en concurrence directe avec les biens produits localement. Elles contribuent, en s'insérant dans les chaînes de valeur, à étendre la capacité de production et la base d'exportation du pays récipiendaire. D'après l'OCDE, ces deux pays présentent d'ailleurs le contenu en valeur ajoutée chinoise de leurs exportations (mesuré par le backward participation index des pays vis-à-vis de la Chine) le plus élevé parmi les principaux pays émergents. Une réserve cependant : le redéploiement des exportations chinoises peut créer une dépendance à l'importation de produits *made in China*. Pour l'ensemble des pays émergents, la part des produits importés à plus de 50% de Chine dans le total des importations a augmenté, passant de 15% en 2019 à 20% en 2022 (cette part étant stable pour les pays développés à environ 8%).

... PLUS FAVORABLES A PRIORI AUX PAYS D'ASIE QU'AUX PAYS D'EUROPE CENTRALE

Quelles zones et quels pays seraient les plus affectés par un redéploiement des exportations chinoises ? Si l'on s'en tient, en première approximation, au poids des importations en provenance du partenaire commercial (ici la Chine) dans le total des importations, et sur le champ des produits manufacturés finis (pour lesquels la concurrence chinoise est potentiellement la plus forte), les pays d'Asie sont les plus exposés (poids de 27% pour la Malaisie à 44% pour l'Indonésie). D'un autre côté, ce sont les pays qui présentent les *backward participation indexes* les plus élevés. Cela signifie que les produits chinois importés sont, pour une part non négligeable, complémentaires (car s'insérant dans les chaînes de valeur) et non concurrents.

Pour les pays d'Europe centrale et la Turquie, la situation est plutôt inverse. Le poids de importations chinoises est plus faible que pour les pays d'Asie (de 9% pour la Roumanie à 27% pour la République tchèque) mais les *backward participation index* le sont également. De plus, l'Europe, principale destination de leurs exportations, est déjà un débouché important pour les exportations chinoises et il s'agit de produits a priori concurrents (électroménager, automobiles). De plus, contrairement à la Chine, ces pays ont connu une forte dérive des salaires réels et ont donc perdu en compétitivité coût. La Hongrie et la République tchèque pourraient toutefois tirer leur épingle du jeu car leur *backward participation index* est aussi élevé que celui de certains pays d'Asie. De plus, les investissements directs chinois dans ces deux pays répondent à

une stratégie de long terme d'implantation sur le marché européen. Dans les autres zones - Amérique latine et Afrique Moyen-Orient - le redéploiement des exportations chinoises devrait a priori conduire les entreprises chinoises à se renforcer principalement sur le marché brésilien. Enfin, les exportations de produits manufacturés du Maroc et, dans une moindre mesure, celles de l'Afrique du Sud (qui représentent 40% du total de ses exportations) seront également en concurrence avec les produits chinois.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



CHINE

VEILLÉE D'ARMES

En Chine, la politique économique a pris un tournant résolument expansionniste depuis fin septembre. Cela a donné une nouvelle impulsion à l'activité, qui devrait se renforcer à très court terme. Toutefois, sur l'ensemble de 2025, la croissance continuera de ralentir. Les contraintes pesant sur la demande intérieure persistent : les ajustements dans le secteur immobilier ne sont pas terminés, la confiance du secteur privé reste fragile et les ménages attendent toujours que les conditions sur le marché du travail s'améliorent. Par ailleurs, les risques qui pèsent sur la croissance se sont accrus avec l'élection de Donald Trump. La Chine pourra répondre aux nouvelles barrières douanières américaines de multiples façons, allant de mesures de rétorsion à la dépréciation de sa monnaie et à la poursuite de la réorientation de ses flux commerciaux. Les autorités semblent également prêtes à poursuivre l'assouplissement de leurs politiques monétaire et budgétaire.

LÉGÈRE ACCÉLÉRATION EN COURS

La croissance économique a accéléré à +0,9% en rythme trimestriel (t/t) au T3 2024, après sa mauvaise performance du T2 (+0,5% t/t). Elle s'est établie à +4,8% en glissement annuel (g.a.) sur les trois premiers trimestres de 2024, et devrait atteindre la cible de « 5% environ » fixée par les autorités pour cette année. Ce scénario suppose que la série de mesures de relance annoncées depuis la dernière semaine de septembre parvienne à redonner de l'élan à l'activité dans les services au T4, grâce à un début de stabilisation du marché immobilier et une amélioration de la confiance des consommateurs. Le pari n'est pas gagné mais, depuis deux mois, les autorités ont montré une nouvelle détermination à revigorer la demande intérieure et l'activité a, de fait, commencé à se renforcer.

Dans les services, la croissance de l'activité a accéléré à +5,1% en g.a. en septembre et +6,3% en octobre, contre +4,7% en moyenne sur les quatre mois précédents. Cette amélioration s'accompagne de celle des ventes au détail, qui ont été encouragées par le lancement de campagnes de soldes et la poursuite des programmes de « remplacement des biens de consommation durable » subventionnés par les pouvoirs publics (les ventes d'appareils électroménagers ont bondi de 39% en g.a. en octobre). Toutefois, la croissance des ventes au détail n'atteignait que +4,5% en g.a. en termes réels en octobre (après +2,8% en g.a. en moyenne sur les neuf premiers mois de 2024), à comparer à la croissance moyenne de +7% des trois années précédant la crise sanitaire. À très court terme, la dynamique plus favorable de la consommation privée devrait se poursuivre, et ce d'autant que l'activité sur le marché immobilier a donné des signes encourageants en octobre. La contraction des volumes de ventes s'est presque interrompue (-1,6% en g.a. après -12% au T3 2024 et -20% au S1 2024), ce qui révèle une légère amélioration du sentiment des ménages et un effet enfin positif de l'assouplissement des règles encadrant les prêts au logement. En revanche, l'activité de chantiers (démarrages et finalisations) a continué de chuter en octobre (de respectivement -27% et -20% en g.a.).

Dans le secteur industriel, la croissance a accéléré à +5,4% en g.a. en septembre après quatre mois de ralentissement, et s'est stabilisée en octobre (+5,3%). À très court terme, la croissance industrielle pourrait bénéficier d'une amélioration de la demande intérieure ainsi que d'un regain des commandes à l'exportation, en anticipation des hausses des droits de douane américains attendues en 2025. Les exportations de marchandises chinoises ont rebondi en octobre, en volume comme en valeur (+12,7% en g.a. en dollars courants, après +4,6% en g.a. en moyenne sur les neuf premiers mois de 2024), avec un prix moyen à l'exportation toujours en baisse (baisse estimée à -4% en g.a. au T3).

La progression de l'investissement est en léger recul depuis l'été par rapport au S1 et a atteint +3,4% en g.a. en valeur sur les dix premiers mois de 2024. Elle a logiquement été tirée par l'investissement dans le secteur manufacturier (+9,3%) et les infrastructures publiques (+4,3%). La contraction de l'investissement immobilier s'est poursuivie (-10,3%).

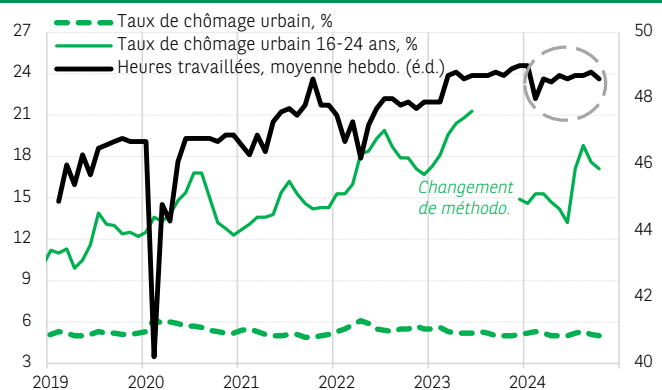
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024f	2025f
PIB réel, variation annuelle, %	8.4	3.0	5.2	4.9	4.5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0.9	2.0	0.2	0.4	1.3
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3.1	-2.8	-3.9	-3.8	-4.0
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	46.8	50.6	56.1	59.6	62.7
Solde courant, % du PIB	2.0	2.5	1.4	1.5	1.4
Dette externe, % du PIB	15.4	13.7	13.8	13.6	13.3
Réserves de change, mds USD	3 427	3 307	3 450	3 500	3 540
Réserves de change, en mois d'imports	13.3	12.6	13.2	12.8	12.4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : UN MARCHÉ DU TRAVAIL ENCORE DÉGRADÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

LES FREINS INTERNES PERSISTENT

Après une accélération au T4 2024 et début 2025, la croissance économique retrouvera une tendance baissière et devrait s'établir à +4,5% sur l'ensemble de 2025. Les risques sur ce scénario sont élevés. Sur le plan interne, ces risques s'expliquent principalement par la crise du secteur immobilier et la confiance durablement dégradée des ménages et des investisseurs privés.

La correction du secteur immobilier devrait se poursuivre, même si les autorités réussissent à atténuer la crise en ranimant la demande de logements et en réduisant les stocks de biens invendus grâce à des achats par les collectivités locales. Les ajustements sont loin d'être terminés, les prix



continuent de baisser (-8,9% en g.a. en octobre pour les logements anciens), les stocks de logements invendus et inachevés sont encore conséquents, et les promoteurs sont toujours confrontés à de graves difficultés financières. Le FMI estime ainsi qu'à la mi-2024 environ la moitié d'entre eux rencontraient des problèmes de solvabilité.

La consommation privée pourrait donc rester déprimée par les effets de richesse négatifs liés à la baisse des prix des logements et les répercussions de la crise immobilière sur le moral des ménages et leur propension à épargner. À ceci s'ajoutent des conditions sur le marché du travail toujours dégradées par rapport aux années d'avant-Covid. Le taux de chômage moyen a retrouvé son niveau de 2019 (il a baissé à 5% en octobre), mais le chômage des jeunes est toujours plus élevé. De plus, le nombre moyen d'heures travaillées reste sous sa tendance de long terme (graphique 1), et les revenus progressent moins vite. Sur les trois premiers trimestres de 2024, le revenu disponible par tête a augmenté de +4,9% en g.a. en termes réels (contre une hausse moyenne de +6,5% par an en 2017-2019). Dans ces conditions, l'indice de confiance des consommateurs s'est maintenu en baisse depuis avril (atteignant 85,7 en septembre, contre plus de 110 avant les confinements du printemps 2022), et sa sous-composante « emploi » a atteint un plus bas historique en septembre (71,3). Le taux d'épargne des ménages reste très élevé. Il est estimé proche de 37% du revenu disponible, et n'a pas retrouvé son niveau d'avant-Covid (il était passé de 34,8% en 2019 à 38,1% en 2020).

Enfin, les facteurs qui ont pesé sur la confiance et l'investissement du secteur privé depuis 2020 devraient persister (l'investissement privé a quasiment stagné en g.a. sur les dix premiers de 2024). D'une part, les profits des entreprises se sont dégradés en raison de la faiblesse de la demande intérieure et des pressions déflationnistes – les prix à la production continuent de baisser (-2,9% en g.a. en octobre) et l'inflation des prix à la consommation reste faible (+0,3% en g.a. en octobre et +0,5% au T3). D'autre part, alors que le risque politique et les incertitudes réglementaires dans les services demeurent, les risques géopolitiques et les tensions commerciales avec les États-Unis devraient s'intensifier.

LES RISQUES EXTERNES AUGMENTENT

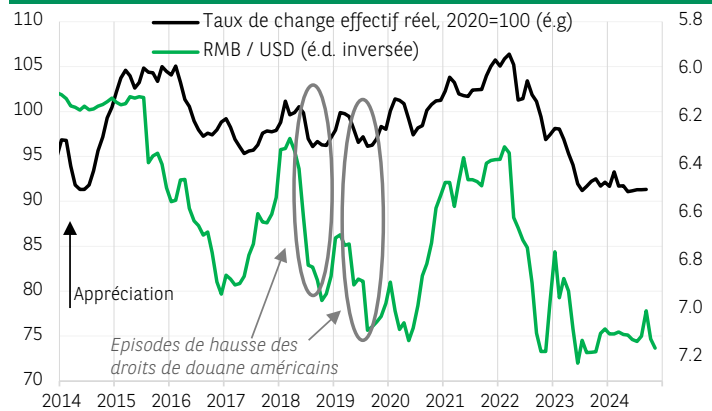
Sur le plan externe, le principal risque qui pèse sur la croissance chinoise est la montée du protectionnisme avec l'arrivée de Trump à la présidence des États-Unis en janvier prochain.

La politique industrielle mise en œuvre par Pékin, renforcée dans la période post-Covid pour stimuler l'activité économique et renforcer la sécurité nationale, a soutenu l'expansion et la montée en gamme du secteur manufacturier. Aidés par les subventions publiques et la compétitivité du yuan, les exportateurs chinois ont baissé leurs prix et gagné des parts de marché mondial dans une large gamme de secteurs. Cette stratégie a déjà amené, au cours des derniers mois, un nombre croissant de pays à introduire des barrières tarifaires à l'encontre de la Chine. Cette dérive protectionniste pourrait considérablement s'aggraver en 2025. En effet, Trump a menacé d'imposer un droit de douane universel de 10% sur les importations en provenance de tous les pays et de 60% sur les importations en provenance de Chine. Depuis début 2020, les États-Unis taxent 66% des importations de biens, avec un droit de douane moyen de 19,3% (contre 3,1% début 2018, avant la « première guerre commerciale » entre la Chine et les États-Unis).

Les répercussions directes sur les exportations, l'investissement et la croissance chinoise seront importantes. Elles sont néanmoins difficiles à estimer pour le moment car elles dépendent du calendrier de mise en œuvre des nouveaux droits de douane, de leur ampleur exacte et des mesures de rétorsion appliquées par la Chine et les autres pays partenaires commerciaux. En outre, l'Union européenne pourrait également accroître ses droits de douane.

Pékin semble se préparer à des négociations avec Washington pour éviter une nouvelle guerre commerciale. Toutefois, elle se prépare aussi à réagir

CHINE : LE YUAN EST DÉJÀ RELATIVEMENT FAIBLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BRI, CENTRAL BANK, BNP PARIBAS

en cas de hausse des droits de douane américains et de ralentissement de ses exportations. La Chine devrait y répondre de multiples façons : i/ avec des mesures de rétorsion (son droit de douane sur les importations de biens américains est passé de 8% à 21,1% entre début 2018 et début 2020, suivant de près la hausse imposée par les États-Unis), des représailles non tarifaires et de nouveaux contrôles sur ses exportations de matériaux critiques ; ii/ en laissant le yuan se déprécier, bien que la marge de manœuvre de la banque centrale pour agir sur le taux de change soit plus réduite qu'en 2018-2019 (graphique 2) ; iii/ en poursuivant la réorientation de ses flux commerciaux et la délocalisation de sa production pour contourner les droits de douane, compenser les pertes de part de marché aux États-Unis et étendre ses relations commerciales avec des partenaires alliés politiques ; et iv/ en assouplissant encore les politiques monétaire et budgétaire pour soutenir la demande intérieure. Les autorités disposent pour cela d'un peu de marge de manœuvre.

LES MESURES DE SOUTIEN POURRONT ÊTRE RENFORCÉES

Les autorités ont multiplié, depuis la dernière semaine de septembre, les mesures d'assouplissement monétaire et de soutien au secteur immobilier et aux marchés actions. Si les premières mesures sont dans la lignée de l'assouplissement mené depuis plusieurs mois, le soutien aux marchés boursiers est plus nouveau et vise à renforcer la confiance des épargnants et des investisseurs.

En revanche, décevant les attentes, les autorités n'ont pas accompagné ces mesures monétaires et financières d'importantes mesures de soutien direct aux revenus des ménages. Le gouvernement central a toutefois bien confirmé le 8 novembre dernier le volet budgétaire de son plan. Il s'agit d'un programme de renforcement des finances des collectivités locales, qui permet de réduire les risques de crédit dans le secteur financier et d'améliorer la capacité des collectivités à stimuler l'activité. Pékin augmente donc, une nouvelle fois, le quota d'émissions d'obligations spéciales alloué aux collectivités, d'un montant total de RMB 10 000 milliards, soit 7,5% du PIB estimé de 2024, à répartir sur les cinq prochaines années. Avec ces nouvelles ressources, les collectivités doivent refinancer une partie de leur dette « cachée », contractée par leurs véhicules de financement. Le swap de dette doit réduire les risques de défaut des véhicules de financement à court terme et alléger la charge d'intérêts pour les collectivités qui bénéficient de taux plus bas sur leur dette obligataire. Le refinancement d'une dette cachée par de la dette inscrite au bilan n'améliore cependant que très partiellement la solvabilité des collectivités locales.

Christine Peltier christine.peltier@bnpparibas.com

HONG KONG

TOUJOURS CONVALESCENT

Le difficile rebond de l'activité économique depuis deux ans est symptomatique de toutes les contraintes subies par le territoire hongkongais. La politique monétaire, qui doit suivre celle des États-Unis, a été restrictive jusqu'en septembre 2024, avec des conséquences d'autant plus douloureuses que l'inflation à Hong Kong est restée modérée et que la demande intérieure avait au contraire besoin de soutien. Le cycle économique est de fait bien davantage synchronisé avec celui de la Chine continentale. À très court terme, la croissance économique pourrait accélérer, aidée par l'assouplissement monétaire en cours et le renforcement attendu de la demande chinoise, mais les risques baissiers restent importants. À moyen terme, les perspectives du territoire hongkongais dépendent de la poursuite de son intégration économique et financière avec la Chine continentale.

L'ACTIVITÉ RETROUVE TOUT JUSTE SON NIVEAU DE 2018

Au T3 2024, l'activité économique a reculé en rythme trimestriel (-1,1% t/t corrigé des variations saisonnières), après une croissance modeste au T2 (+0,3% t/t) et un T1 plus solide (+2,5% t/t). La performance du T3, plus mauvaise qu'attendu, résulte principalement du ralentissement des exportations de marchandises et de la nouvelle baisse de la consommation privée. Plus généralement, l'activité a souffert depuis le début de l'année de conditions monétaires et financières restrictives et de la faiblesse de la demande intérieure en Chine – qui a notamment pesé sur la confiance et affecté les secteurs liés au tourisme à Hong Kong. Ceci a fortement aggravé les difficultés de l'économie hongkongaise à se relever des chocs successifs qu'ont constitué les mouvements protestataires de 2019, les bouleversements institutionnels depuis 2020 et la crise sanitaire de 2020-2022.

Sur les trois premiers trimestres de 2024, la croissance économique s'est établie à 2,6% en glissement annuel (g.a.), tirée par les exportations nettes de biens et l'investissement. La consommation privée et les exportations nettes de services ont, en revanche, apporté des contributions négatives à la croissance du PIB réel (graphique 1). En supposant une accélération au T4 et une croissance de +2,8% sur l'ensemble de l'année, le PIB réel devrait tout juste atteindre en 2024 son niveau de 2018. Consommation privée, investissement, échanges de biens et services : aucune de ces composantes n'aura récupéré en 2024 son niveau de 2018 (en termes réels), alors que les dépenses publiques devraient être environ 25% supérieures.

CONTRAINTES MULTIPLES

D'importants freins ont limité le rebond de la demande intérieure depuis la fin de la crise sanitaire. Tout d'abord, alors que le gouvernement a maintenu une politique budgétaire relativement accommodante, les conditions monétaires et de crédit ont été durcies, en ligne avec le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis (puisque Hong Kong est doté d'un régime de *currency board*). Le taux directeur hongkongais est monté de 0,5% en mars 2022 à 5,75% en août 2023, pour ensuite rester à ce niveau historiquement élevé jusqu'à mi-septembre 2024 – alors même que la reprise post-Covid était à la peine et que les pressions inflationnistes restaient très modérées. En moyenne annuelle, l'inflation des prix à la consommation est restée proche de 2% depuis 2022.

Ces conditions monétaires très restrictives ont affecté la consommation et l'investissement privés à travers la contraction du crédit bancaire (-3,6% en g.a. à fin 2023 et -3,1% en septembre 2024), la hausse du poids du service de la dette pour les ménages et les entreprises, et la baisse de la valeur des actifs immobiliers et financiers (graphique 2). En septembre 2024, le volume de transactions immobilières (en cumul sur douze mois) était inférieur de 40% à son niveau de 2021, et le prix moyen des logements était en baisse de 27% par rapport à fin 2021.

PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	6,5	-3,7	3,3	2,8	2,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	1,9	2,1	1,9	2,2
Solde budgétaire, % du PIB (1)	0,0	-6,6	-5,7	-5,5	-5,0
Dette du gouvernement, % du PIB	5,9	7,8	8,2	7,0	8,2
Solde courant, % du PIB	11,8	10,2	9,1	10,6	8,6
Réserves de change, mds USD	497	424	426	423	420
Réserves de change, mois d'import. non réexportées	47,7	42,6	38,3	38,3	37,0
Taux de change USDHKD (fin d'année)	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

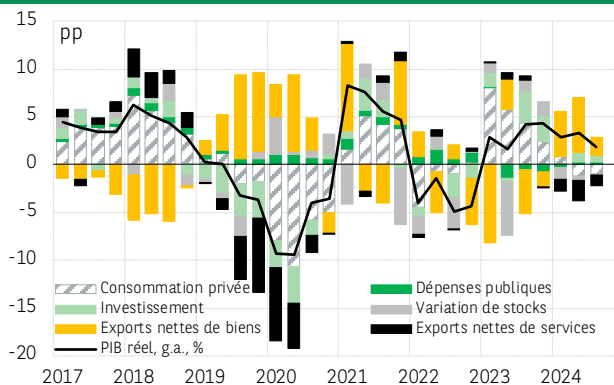
(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

HONG KONG : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE RÉELLE DU PIB



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT, BNP PARIBAS

Les effets de richesse négatifs induits par cette baisse des prix immobiliers ont été aggravés par la correction boursière : l'indice Hang Seng a perdu 22% entre décembre 2021 et septembre 2024 (mais il a récemment rebondi).

La demande intérieure, l'immobilier et les marchés financiers ont également été pénalisés par le faible niveau de confiance des résidents et des investisseurs étrangers, les effets de contagion de la crise immobilière en Chine (notamment via les répercussions des difficultés financières des promoteurs) et la faiblesse de la demande des consommateurs chinois. Le nombre de touristes visitant le territoire (8 sur 10 viennent



de Chine) s'est redressé doucement depuis 2022 et il était, au T3 2024, encore 30% en-dessous de son niveau du T3 2018. Ceci s'explique largement par la frilosité des ménages chinois et par l'appréciation du HKD par rapport au RMB du printemps 2022 jusqu'à l'été 2024. À l'inverse, le nombre de départs de hongkongais a dépassé son niveau de 2018-2019 depuis l'été dernier. Finalement, les ventes au détail sur le territoire hongkongais (dont plus du tiers provenait des dépenses de touristes en 2018) ont connu une reprise fragile depuis 2022. Sur les neuf premiers mois de 2024, elles ont même de nouveau chuté (-9% en g.a. en volume), et restaient 30% inférieures à leur niveau de 2018.

Par ailleurs, Hong Kong jouant un rôle de plateforme de transit et de réexportation de marchandises (Les réexportations constituent 99% de ses exportations et 92% de ses importations), son activité de commerce extérieur dépend des fluctuations de la demande mondiale et des flux commerciaux de la Chine continentale (qui représente 56% de ses exportations et 44% de ses importations). Ainsi, après une contraction en 2023, la contribution du commerce extérieur net de biens a rebondi, bénéficiant de la vigueur des exportations de la Chine et des autres pays d'Asie industrialisée au cours des premiers mois de 2024. Mais elle s'est affaiblie pendant l'été et cette tendance pourrait se poursuivre à court terme, dans un contexte de montée des barrières douanières.

CHANGEMENT DE CYCLE EN COURS

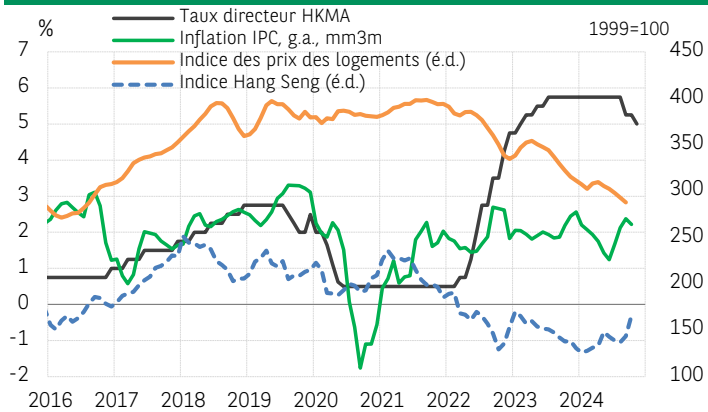
À l'inverse, la demande intérieure et les exportations de services pourraient se renforcer légèrement dans les prochains trimestres. D'une part, la politique économique sera plus accommodante. Sur le plan monétaire, Hong Kong a entamé mi-septembre un cycle d'assouplissement, qui se poursuivra au rythme imposé par la Fed américaine : le taux directeur est passé à 5% au 8 novembre et continuera d'être abaissé d'ici la fin 2025. Sur le plan budgétaire, le gouvernement semble préférer retarder le processus d'ajustement et poursuivre une politique de soutien modéré. Les autorités ont également annoncé le mois dernier un nouvel assouplissement des règles prudentielles pour stimuler la demande de prêts et de logements. D'autre part, les activités liées au tourisme pourraient bénéficier d'un regain d'intérêt des consommateurs chinois pour le territoire hongkongais - à condition que leurs revenus et leur confiance soient renforcés par les nouvelles mesures de soutien mises en œuvre par Pékin, et que le yuan s'apprécie contre le dollar US et le HKD. Or, le mouvement d'appréciation observé en août-septembre s'est interrompu, et est incertain à court terme étant donné le risque inflationniste des mesures envisagées par Trump et le risque de nouvelles tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

UN AVENIR LIÉ À CELUI DE LA CHINE CONTINENTALE

Les risques baissiers sur notre prévision de croissance à court terme (2,7% en 2025) sont donc élevés. À moyen terme, nous tablons sur une croissance du PIB réel de 2,4% par an en moyenne (2026-2029), contre 2,8% par an sur la période 2014-2018. Les perspectives de croissance restent soutenues par les solides fondamentaux macroéconomiques de Hong Kong : les comptes externes et les finances publiques sont robustes, et les larges réserves de change et réserves budgétaires donnent aux autorités une solide capacité financière pour faire face aux difficultés conjoncturelles, soutenir le développement du territoire et tenter de répondre aux défis structurels (amélioration de la protection sociale et de l'offre de logements, adaptation au dérèglement climatique, transition bas-carbone). Hong Kong est également doté d'un système financier solide et bien supervisé et de secteurs de services compétitifs.

Cependant, plusieurs facteurs tendent à dégrader la croissance potentielle de l'économie hongkongaise. Premièrement, les dynamiques démographiques : la population vieillit (la part de la population ayant

HONG KONG : CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : HKMA, CSD, BNP PARIBAS

plus de 65 ans est passée de 17% en 2018 à 22,8%, Hong Kong devenant une société « super âgée » ; la population en âge de travailler a diminué pour atteindre 5,06 millions d'individus mi-2024 (-5,2% depuis 2018), soit 67,2% de la population totale ; et les talents quittent le territoire (émigration des résidents, transferts des sièges d'entreprises multinationales).

Deuxièmement, les changements institutionnels depuis 2020, la hausse du risque politique et la perte de « neutralité géopolitique » de la Région Administrative Spéciale de Hong Kong pèsent sur la confiance des investisseurs locaux et étrangers. Ceci a contribué à la difficile reprise de l'investissement après les épisodes de contraction en 2019-2020 et en 2022 (l'investissement sera en 2024 environ 10% en-dessous de son niveau de 2018 en termes réels). Le ratio d'investissement a chuté à 15,8% du PIB au S1 2024, contre 21,6% en 2016-2018, ce qui augure mal de la dynamique de croissance à venir. En outre, la perception d'un environnement des affaires dégradé pourrait fragiliser les fondements de la réussite de Hong Kong en tant que centre commercial et financier basé sur la libre circulation des biens et des capitaux et sur un cadre légal et réglementaire stable et transparent. Hong Kong reste parmi les cinq principaux centres financiers internationaux, mais son secteur finance & assurance (21% du PIB, soit le secteur le plus important de l'économie) a déjà accusé une contraction de son activité depuis deux ans.

Il est probable que Hong Kong conserve un rôle crucial de plateforme de services et de centre financier, en devenant encore davantage tourné vers les besoins de la Chine. La place de Hong Kong joue d'abord un rôle clé dans l'internationalisation du RMB ; elle est le principal *pool* de liquidités en RMB offshore et le premier centre de transactions de RMB offshore (traitant plus de 70% des paiements SWIFT en RMB). Hong Kong est aussi une importante plateforme de financements pour les entreprises chinoises (qui représentent plus des 3/4 de sa capitalisation boursière). Enfin, la multiplication des dispositifs "Connect schemes" depuis dix ans a facilité les transactions financières et les flux d'investissements de portefeuille entre la Chine et Hong Kong. Et Hong Kong reste le point de passage de 60% du total des flux d'investissements directs (ID) vers et en provenance de la Chine continentale. Ce dernier rôle pourrait se renforcer : si les flux d'ID entrants en Chine baissent depuis 2022, les entreprises chinoises devraient, au contraire, augmenter leurs investissements dans le reste du monde.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



UNE CROISSANCE FORTE MAIS L'INDE NE PEUT REMPLACER LA CHINE

La croissance indienne a ralenti au premier trimestre de l'année budgétaire en cours et les indicateurs avancés laissent penser qu'elle atteindra 6,9% sur l'ensemble de l'exercice (vs. 8,2% l'année dernière). Plusieurs risques pèsent sur la croissance du PIB mais ils restent mesurés. Hormis une hausse des pressions inflationnistes, qui pourrait retarder l'assouplissement monétaire attendu d'ici le premier trimestre 2025, le ralentissement de la demande étrangère constitue le principal risque. L'essoufflement du modèle chinois, en particulier, peut brider le développement d'un secteur manufacturier indien déjà sous-dimensionné en raison de la concurrence de biens de consommation et d'équipement chinois à des prix toujours plus compétitifs. Si la croissance indienne est la plus élevée au sein des pays émergents, l'Inde ne peut évidemment pas remplacer la Chine comme moteur de la croissance mondiale. À défaut, grâce à l'augmentation de sa population, elle peut offrir des débouchés aux entreprises internationales. On observe déjà des changements significatifs dans la structure de la consommation des ménages au profit de biens de consommation durables.

LA CROISSANCE RALENTIT MAIS RESTE FORTE

Au premier trimestre de l'année budgétaire 2024/2025 (avril-juin 2024), la croissance a atteint 6,7% en glissement annuel (g.a.), soit une baisse de 1,1 point par rapport au chiffre de janvier-mars, sous l'effet d'une contraction des taxes nettes et d'une baisse des dépenses publiques. Néanmoins, la consommation des ménages a rebondi (favorisée par la baisse des pressions inflationnistes) et l'investissement total est resté solide. La contribution des exportations nettes à la croissance a été positive pour le deuxième trimestre consécutif en raison d'une décélération des importations.

Même si les indicateurs d'activité économique du deuxième trimestre confirment la poursuite du ralentissement, les perspectives de croissance pour l'ensemble de l'année 2024/2025 restent favorables. Bien qu'en décélération par rapport à l'année dernière (et à la moyenne de 7,4% enregistrée sur la période 2014-2019), la croissance devrait atteindre 6,9%, le niveau le plus élevé parmi les pays émergents. La consommation des ménages (57,2% du PIB en moyenne sur les cinq dernières années) devrait rester soutenue grâce au rebond de la demande des ménages ruraux (en raison d'une mousson favorable). En revanche, le dynamisme de l'investissement devrait s'émousser. Même si la situation financière des entreprises s'est renforcée ces dernières années et les taux d'utilisation des capacités de production restent supérieurs à leur moyenne de long terme, les crédits aux entreprises ont ralenti. Les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts déflatés de la hausse des prix à la consommation ont augmenté de 490 points de base (pb) depuis mi-2022. Par ailleurs, les données publiées par le ministère des Finances suggèrent que les investissements publics ont baissé sur les cinq premiers mois de l'exercice courant (-13% en g.a.) par rapport à la même période l'année dernière. Il faudrait que le gouvernement augmente très sensiblement ses investissements sur le reste de l'année (+41%) pour que son objectif de hausse des investissements publics, à 3,4% du PIB, soit atteint.

Les exportations ont aussi commencé à se contracter (dès le mois de juillet) et il ne faut pas s'attendre à une amélioration d'ici la fin de l'année. L'évolution de la demande extérieure constitue un risque sur la croissance à court terme, même si l'Inde est moins vulnérable à l'environnement extérieur que les autres pays d'Asie, compte tenu de sa faible intégration dans le commerce mondial. En raison de la structure de ses relations commerciales et de l'origine des investissements étrangers, l'Inde est plus exposée à un ralentissement américain qu'à celui de la Chine (ses exportations à destination des États-Unis et de la Chine constituent respectivement 17,6% et 3,8% de ses exportations). Pour autant, la concurrence des biens de consommation et d'équipement chinois à des prix toujours plus compétitifs pourrait non seulement brider le développement d'un secteur manufacturier indien, déjà sous-di-

PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	9.7	7.0	8.2	6.9	6.7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	5.5	6.7	5.4	4.7	4.3
Solde budgétaire gov. et adm., % du PIB (1)	-9.5	-9.6	-8.5	-7.9	-7.5
Dette gov. et adm., % du PIB (1)	85.2	84.8	82.5	83.9	83.7
Solde courant, % du PIB (1)	-1.2	-2.0	-0.7	-1.1	-1.2
Dette externe, % du PIB (1)	19.7	18.4	18.7	19.0	18.5
Réserves de change, mds USD	618	562	623	678	721
Réserves de change, en mois d'imports	7.9	6.7	8.6	8.1	8.5

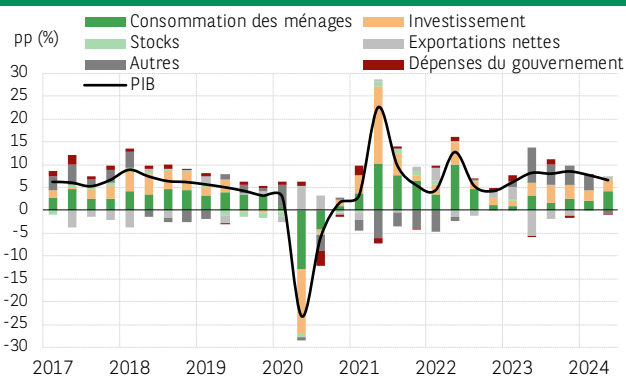
(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

INDE : RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

mentionné au regard des besoins en emplois, mais aussi accroître la dépendance de l'économie indienne à celle de son grand voisin. Par ailleurs, l'intégration des obligations souveraines dans les indices émergents (depuis juin 2024 dans l'indice JP Morgan et à partir de septembre 2025 pour l'indice FTSE Russell) pourrait accroître la vulnérabilité du pays à un choc financier extérieur, même si le risque sera partiellement limité par l'instauration d'un plafond de détention de la dette du gouvernement par les étrangers, qui ne devra pas excéder 6% de la dette totale.



À moyen terme, la croissance devrait rester comprise entre 6,5% et 7%, grâce au dynamisme des services et aux programmes d'incitation fiscale adoptés par le gouvernement depuis 2020, dont le secteur manufacturier devrait bénéficier.

EFFET LIMITÉ DU FUTUR ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE

L'inflation a sensiblement accéléré en octobre (+6,2% en g.a.), en raison d'effets de base défavorables et de la forte hausse des prix alimentaires (+10,9%). Les pressions inflationnistes devraient décélérer au T1 2025 car les récoltes ont été favorables. Néanmoins, les risques restent orientés à la hausse en raison de la forte volatilité des prix alimentaires. Sur l'ensemble de l'année budgétaire, l'inflation devrait atteindre 4,7% (sous la cible de 4% +/- 2pp), ce qui devrait permettre à la Banque centrale (*Reserve Bank of India*, RBI) de procéder à une première baisse des taux d'ici le premier trimestre 2025. Mais le moment et l'ampleur de l'assouplissement monétaire sont conditionnés à ceux de la Réserve fédérale américaine (Fed). À ce jour, une baisse cumulée des taux directeurs de la RBI de 75pb est l'hypothèse la plus probable (le taux repo réel « neutre » serait compris entre 1,4% et 1,9% selon la RBI). Un assouplissement de seulement 50pb (au total) n'est toutefois pas à exclure. Quoi qu'il en soit, même une baisse de 75pb n'engendrerait pas de pressions baissières sur la roupie car l'écart de taux avec les États-Unis serait plus important qu'aujourd'hui (en supposant que la Fed abaisse ses taux à 3,25%-3,5% d'ici la mi-2025).

L'effet d'un tel assouplissement monétaire sera cependant limité car la transmission de la politique monétaire à l'économie reste imparfaite. La hausse des taux directeurs (+250pb entre mi-2022 et début 2023) a entraîné une hausse des taux sur les nouveaux prêts de seulement 169 pb. En outre, les récents changements dans la composition de l'épargne des ménages (au détriment des dépôts bancaires et en faveur de produits d'épargne mieux rémunérés) créent davantage de distorsions. Les tensions sur la liquidité ont augmenté et les banques pourraient être moins enclines à accroître leur offre de crédit.

FINANCES PUBLIQUES : PEU DE MARGES DE MANŒUVRE

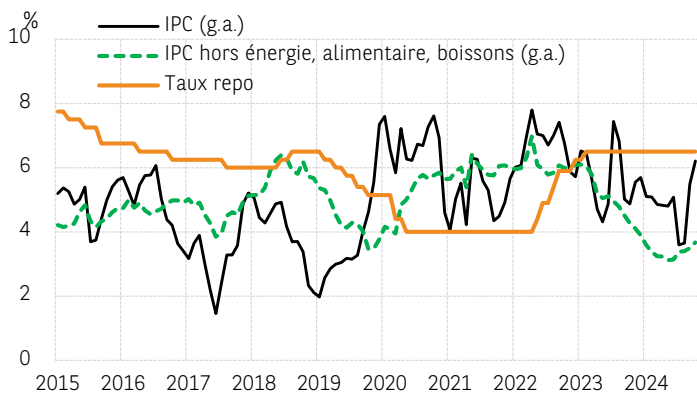
Les finances publiques demeurent le talon d'Achille de l'économie indienne. La dette reste élevée (près de 84% du PIB) et, même si le risque de refinancement est faible, le gouvernement dispose de peu de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir sa croissance et répondre aux besoins du pays en matière d'équipement et d'infrastructures. Bien qu'en baisse, le déficit du gouvernement et de l'ensemble des administrations reste proche de 8% du PIB, et le paiement des intérêts sur la dette absorbe près de 38% des recettes budgétaires. Depuis 2021/2022, le gouvernement a cependant choisi de ralentir le rythme de consolidation budgétaire pour accroître ses dépenses d'investissement.

L'INDE N'EST PAS LA CHINE ...

Aujourd'hui, l'Inde n'est pas en mesure de remplacer la Chine comme moteur de la croissance mondiale. Au cours des cinq dernières années (hors périodes marquées par la pandémie), sa contribution à la croissance mondiale a été inférieure de moitié à celle de la Chine. Elle n'a ni la capacité industrielle, ni les revenus suffisants pour devenir une puissance économique comparable à la Chine. Néanmoins, bien qu'encore modeste, son marché intérieur se développe.

La contribution de l'Inde au commerce mondial est faible : 1,9% des exportations mondiales de biens et 4,5% des exportations de services (alors que les exportations chinoises atteignaient 14,5% des exportations mondiales de biens et 5% des exportations de services en 2023). Ses importations restent modestes. Elle est le septième importateur mondial (2,9% du total) loin derrière les États-Unis, la Chine, et l'Allemagne.

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI

Sa consommation d'énergie primaire, bien qu'en hausse de 51% sur les dix dernières années, reste très inférieure à celle de la Chine (22,7% de la consommation de la Chine), selon les dernières données de la *Statistical Review of World Energy*. En effet, le secteur manufacturier reste peu développé (17,3% du PIB) et les investissements, notamment dans l'industrie, les infrastructures et l'immobilier, secteurs consommateurs d'énergie, restent modestes. La consommation d'énergie de l'Inde est aujourd'hui comparable à celle de la Chine il y a vingt ans. Ainsi, à moins que l'Inde parvienne à développer très rapidement son industrie et accélère son urbanisation, il paraît aujourd'hui peu probable que le pays devienne un aussi gros consommateur de matières premières que la Chine à l'horizon des dix prochaines années. Même si sa consommation d'énergie primaire doublait (comme celle du Vietnam au cours des dix dernières années conjointement au développement de son industrie), elle resterait encore inférieure de 50% à celle de la Chine aujourd'hui.

La consommation des ménages indiens ne peut pas être comparée à celle de la Chine (3,2 fois inférieure) car son niveau de PIB par tête (à PPA) est encore 2,5 fois inférieur. Sa taille est pourtant significative (près de USD2,2mds en 2023) et proche de celle du Japon (4,2% à inférieure en 2023). Elle a augmenté de 5,7% par an en moyenne en volume au cours des dix dernières années. Cela reflète la hausse de la population (+1% par an) mais aussi l'apparition d'une classe moyenne supérieure. Selon Euromonitor, 119 millions d'Indiens (11% de la population de plus de 15 ans) touchaient un revenu annuel supérieur à USD5000 en 2023 (contre 37 millions en 2010), et il dépassait USD10 000 par an pour 40 millions d'entre eux. En outre, selon les données de la *World Inequality Database*, 1% de la population indienne adulte (plus de 9 millions d'Indiens) touchait un revenu annuel moyen supérieur à USD60 000 en 2022. L'Inde voit donc émerger une population avec des revenus suffisants pour acquérir des biens d'équipement et des véhicules.

La dernière enquête sur la structure de la consommation des ménages reflète cette hausse du pouvoir d'achat. La part du panier de consommation consacrée aux biens non alimentaires a augmenté de près de 9 points de pourcentage en vingt ans pour constituer près de 61% de leur panier de consommation, tandis que les biens de consommation durables (comme les voitures) constituaient 7,2% des achats des ménages urbains en 2022/2023 (contre 5,6% dix ans plus tôt). Le potentiel de développement du marché automobile se reflète dans l'évolution des investissements directs étrangers (IDE). C'est l'un des principaux secteurs destinataires d'IDE dans l'industrie indienne (avec la construction, la chimie et les énergies renouvelables).

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

MALAISIE

UNE ÉCONOMIE TRÈS VULNÉRABLE AU RALENTISSEMENT CHINOIS

La croissance économique reste solide mais elle devrait ralentir en 2025. En raison de son degré d'ouverture élevé, l'économie de la Malaisie est plus vulnérable au ralentissement chinois que l'Inde ou l'Indonésie. De plus, les tensions entre les États-Unis et la Chine pourraient rendre plus complexe la mise en œuvre de son programme de développement industriel (« *New Industrial Masterplan* ») pourtant indispensable pour donner un nouveau souffle à sa croissance. Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir l'économie sont limitées. La Banque centrale devrait laisser ses taux directeurs inchangés à horizon des six prochains mois, contrairement aux autres banques centrales d'Asie. Les risques inflationnistes sont orientés à la hausse en raison de la suppression des subventions sur l'énergie et de la hausse des salaires. Par ailleurs, la consolidation budgétaire, entamée depuis deux ans, se fait au détriment des dépenses d'investissement.

DÉCÉLÉRATION ATTENDUE DE LA CROISSANCE

La Malaisie est le pays d'Asie émergente avec les plus hauts niveaux de revenus (2,5 fois le PIB par tête de l'Indonésie, 1,6 fois celui de la Chine et de la Thaïlande à parité de pouvoir d'achat) mais elle ne fait pas encore partie de la catégorie des pays dits à « hauts revenus ». Elle pourrait ne jamais le devenir à moins de parvenir à élever le rythme de croissance de son économie qui a commencé à ralentir bien avant la pandémie (de 5,8% sur la période 2010-2014 à 4,9% sur la période 2015-2019). Contrairement à d'autres pays d'Asie, comme l'Inde ou l'Indonésie, la croissance de la Malaisie est structurellement plus dépendante de ses exportations que de sa consommation intérieure. Or, le pays subit la concurrence étrangère, notamment celle du Vietnam, dont les parts de marché mondial ont augmenté depuis dix ans alors que les siennes ont pratiquement stagné à 1,3%.

Pour stimuler sa croissance, notamment dans le secteur manufacturier, le gouvernement a donc adopté un programme de développement « *New Industrial Masterplan 2030* » (NIMP 2030) qui vise à accroître son intégration dans les chaînes de valeurs mondiales, en particulier dans les secteurs de la microélectronique, et à se positionner comme un acteur clé des technologies vertes à forte valeur ajoutée. La mise en œuvre d'un tel programme pourrait toutefois s'avérer difficile compte tenu de ses faibles marges de manœuvre budgétaires. À ce jour et selon les dernières prévisions du FMI, la croissance de la Malaisie devrait ralentir au cours des cinq prochaines années pour s'établir à 3,9% par an en moyenne.

Sur les neuf premiers mois de l'année 2024, la progression du PIB réel aurait atteint 5,1% (vs. 2,9% en 2023) selon les premières estimations. Elle devrait être de 5,1% sur l'ensemble de l'année (vs. 3,6% en 2023). L'activité a été soutenue par le dynamisme de la consommation des ménages, favorisée par la bonne tenue du marché du travail (le taux de chômage a baissé à 3,2% en août, un niveau légèrement inférieur à celui qui prévalait avant la pandémie), la hausse des salaires (+ 5,6% en g.a. en juin 2024 pour le salaire médian), et une maîtrise des pressions inflationnistes (1,8% sur les neuf premiers mois de l'année). Les investissements ont accéléré et la contribution des exportations nettes à la croissance est repassée en territoire positif au deuxième trimestre en raison, notamment, de la reprise des exportations de produits électriques et électroniques, reflet du rebond du cycle électronique mondial.

En 2025, la croissance devrait ralentir. La politique budgétaire sera plus restrictive et la consommation des ménages devrait décélérer car la bonne dynamique du marché du travail devrait s'essouffler. La croissance devrait s'établir entre 4% et 4,5% selon les prévisions du ministère des Finances, un niveau supérieur à celui de la Thaïlande mais inférieur à celui des autres pays de l'ASEAN. Les risques sur la croissance sont orientés à la hausse. Le pays est à la fois vulnérable à un ralentissement

PRÉVISIONS

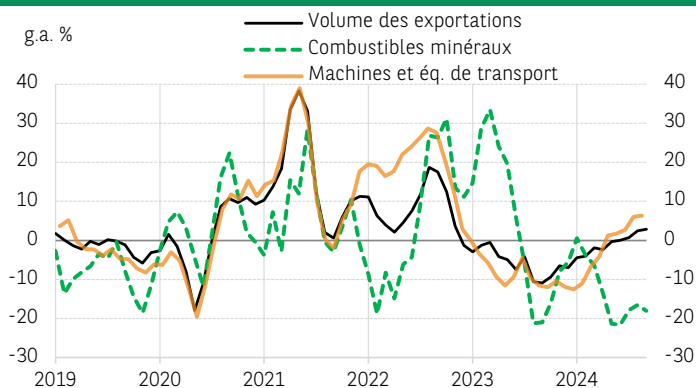
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,3	8,9	3,6	5,1	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	3,4	2,5	2,0	2,8
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-5,6	-5,0	-4,4	-3,9
Dette du gouvernement % du PIB	63,3	60,2	64,3	63,9	63,4
Solde courant, % du PIB	3,9	3,2	1,5	1,8	2,0
Dette externe, % du PIB	70,0	63,9	68,2	70,8	71,1
Réserves de change, mds USD	104	103	101	107	103
Réserves de change, en mois d'imports	5,7	4,6	4,5	4,9	4,8

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

MALAISIE : REBOND DES EXPORTATIONS (EN VOLUME)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNM, BNP PARIBAS

économique mondial, à un choc sur les prix des matières premières et à un retournement du marché électronique.

PAS D'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE EN VUE

Contrairement aux autres banques centrales d'Asie, la Banque centrale de Malaisie (*Bank Negara Malaysia*, BNM) a, pour l'instant, maintenu ses taux directeurs inchangés. Il paraît peu probable qu'elle assouplisse sa politique monétaire à horizon des six prochains mois car sa croissance est robuste. De plus, même si l'inflation est maîtrisée, les risques sont orientés à la hausse en raison des changements de



politique adoptés par le gouvernement. Dans son budget 2025, le gouvernement a rappelé que les subventions sur les prix du diesel (RON 95) seraient totalement levées d'ici la mi-2025. Par ailleurs, les salaires des fonctionnaires seront augmentés en décembre 2024 et janvier 2025 (pour une augmentation totale variant de 7% à 15% selon le niveau de rémunération) ainsi que le salaire minimum dans le secteur privé (+13,3%). Cette mesure soutiendra la demande intérieure mais pourrait générer une hausse de l'inflation qui atteindrait entre 2% et 3,5% en 2025 selon le ministère des Finances.

POURSUITE DE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Dans le budget voté au Parlement en octobre, le gouvernement prévoit de poursuivre sa consolidation budgétaire. Bien que toujours supérieur à son niveau de 2019, son déficit devrait baisser de 4,3% du PIB cette année à 3,8% du PIB l'année prochaine, et son déficit primaire devrait être réduit de 0,5 point de pourcentage (pp) à 1,2% du PIB. Les recettes budgétaires, attendues en légère baisse par rapport à cette année (-0,1pp à 16,1% du PIB), devraient rester inférieures de 2,4pp au niveau de 2019. Le gouvernement refuse de ré-instaurer la taxe sur les biens et services supprimée en 2018 et les recettes issues des activités liées au pétrole et au gaz sont attendues en baisse. La diminution des dépenses publiques, grâce à la suppression des subventions, sera utilisée pour réduire le déficit et non pas pour accroître les dépenses d'investissement, lesquelles vont diminuer à 4,1% du PIB.

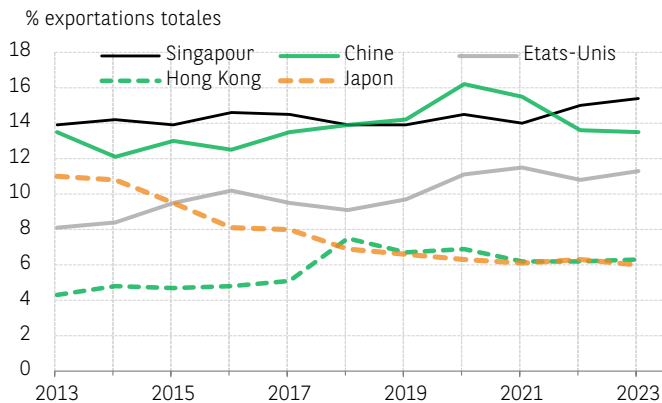
La dette fédérale devrait rester stable autour de 64% du PIB. Le paiement des intérêts sur la dette devrait absorber 15,6% des recettes. À moyen terme, le gouvernement a réaffirmé sa volonté de réduire le déficit et la dette à respectivement 3% et 60% du PIB.

FORTE VULNÉRABILITÉ AU RALENTISSEMENT CHINOIS

La Malaisie est vulnérable au ralentissement économique chinois. Selon les estimations de la banque malaise UOB, une baisse de la croissance chinoise de 1pp entraînerait une diminution de la croissance de la Malaisie comprise entre 0,3pp et 0,5pp. Le ralentissement chinois agit via trois canaux : i) les flux commerciaux (le canal de transmission le plus important) et les prix des matières premières, ii) l'afflux de touristes, et, dans une moindre mesure, iii) les investissements directs étrangers (IDE).

L'intégration de la Malaisie dans le commerce mondial est plus importante que celle des autres pays de l'ASEAN. Ses exportations représentent 68,6% du PIB (en moyenne sur les cinq dernières années). Par ailleurs, elle est devenue beaucoup plus vulnérable aux cycles économiques mondiaux car la concentration de ses exportations par produit a augmenté depuis 2016. En dehors de Hong-Kong et de Taiwan, la Malaisie est le pays d'Asie avec l'indice de concentration par produits le plus élevé. La Chine est son premier fournisseur et son deuxième marché à l'exportation (13,5% de ses exportations en 2023) derrière Singapour mais devant les États-Unis. La Malaisie exporte principalement des produits électriques et électroniques (38,4% de ses exportations), en particulier à destination de la Chine (14,9% du total), ainsi que des hydrocarbures (qui constituent 10,5% de ses exportations vers la Chine). Bien que toujours modestes, ses parts de marché en Chine ont augmenté depuis 2017 (+1pp à 4% des importations chinoises totales), en particulier les ventes de produits électroniques (hors composants), l'aluminium, le cuivre et le pétrole raffiné. En revanche, et contrairement aux autres pays d'Asie (comme le Vietnam, Taiwan et la Corée du Sud), la Malaisie n'a pas su tirer profit des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis pour accroître ses parts de marché sur le sol américain. Depuis 2017, ces dernières ont même légèrement baissé de 0,1pp pour s'établir à seulement 1,5% en 2023 (celles du Vietnam ont augmenté

MALAISIE : EXPORTATIONS PAR PAYS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNM, BNP PARIBAS

de 1,7pp pour atteindre 3,8%). La décélération de la croissance chinoise s'est déjà traduite par une baisse des exportations de la Malaisie sur les neuf premiers mois de 2024 (-1,9%), en particulier ses exportations de machines et équipements de transport (-10,4%).

Le ralentissement économique chinois, s'il perdurait, pourrait aussi se traduire par une baisse du prix des matières premières qui pèserait non seulement sur les comptes extérieurs de la Malaisie mais aussi sur ses finances publiques. Les exportations de matières premières représentaient 31,4% de ses exportations en 2023 et les revenus issus des activités pétrolières devraient constituer encore près de 16% de ses recettes budgétaires en 2025 (2,7% du PIB). Fin octobre, les prix des métaux continuaient d'enregistrer une évolution positive par rapport à la même époque l'année dernière (hors nickel) mais le prix du pétrole était inférieur de près de 16% au prix enregistré il y a un an. Les risques de dérapage budgétaire restent à ce jour contenus car les hypothèses budgétaires sont assez conservatrices (le ministère des Finances prévoit un prix du pétrole compris entre USD75 et USD80 le baril).

Le deuxième canal par lequel le ralentissement chinois pourrait peser sur la Malaisie est le tourisme, dont les recettes s'élevaient à 6% du PIB avant la pandémie. En 2019, les touristes chinois représentaient 18% des recettes touristiques totales, mais, en 2023, elles étaient toujours inférieures de 5,7pp au niveau pré-pandémique et aucun rebond n'est à attendre à court terme. La confiance des ménages chinois reste déprimée et les entrées touristiques ont fortement baissé en septembre.

Enfin, concernant le canal des investissements, les IDE chinois, bien qu'en hausse depuis 2021, restent modestes (3,7% des IDE reçus par le pays en 2023) en comparaison des investissements en provenance des autres pays d'Asie (les IDE en provenance de Singapour, de Hong-Kong et du Japon ont constitué respectivement 21,3%, 10,9% et 9,9% des IDE nets reçus par la Malaisie en 2023) et des États-Unis (11,5% du total). Par ailleurs, même si le gouvernement envisage une collaboration accrue avec les autres économies d'Asie, et notamment avec la Chine dans le cadre du plan NIMP 2030, ses projets pourraient être contraints par les tensions géopolitiques entre la Chine et les États-Unis. En effet, le gouvernement américain pourrait interdire à ses entreprises d'investir dans les pays où la Chine est implantée car cela pourrait être un moyen pour elle de détourner les mesures restrictives américaines.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



BRÉSIL

EN QUÊTE D'ÉQUILIBRE

Le portrait macro-financier brésilien est saisissant de contrastes : d'un côté, le chômage est à un plus bas historique, les comptes externes sont robustes et la croissance économique surperforme, portée par des leviers multiples ; d'un autre côté, la monnaie continue de se déprécier, les résidents augmentent leurs avoirs à l'étranger et les primes de risque se tendent – signes d'une défiance persistante des marchés qui réclament de nouvelles mesures pour réduire les dépenses publiques. La Banque centrale a amorcé, à contre-courant de la tendance mondiale, une phase de durcissement monétaire en réponse à la remontée de l'inflation. Celle-ci subit des pressions haussières tant du côté de l'offre que de la demande. Les arbitrages entre réduction du déficit budgétaire et soutien social seront sans doute difficiles, d'autant que la croissance ralentira en 2025. La politique économique sera moins favorable et une perte de vigueur de la demande chinoise pourrait affecter le Brésil via différents canaux. Pour le gouvernement, les résultats des dernières élections municipales mettent en lumière les faibles dividendes politiques d'un bilan économique pourtant favorable.

CROISSANCE : UNE MULTIPLICITÉ DE LEVIERS

L'économie brésilienne continue de déjouer les attentes. La croissance économique a accéléré au T2 2024, progressant de 1,4% t/t alors que les inondations dans le sud du pays en avril et mai laissaient initialement présager des pertes d'activité importantes. De surcroît, une révision à la hausse a été apportée à la croissance du T1 (1% t/t contre 0,8% précédemment). Malgré quelques signes d'essoufflement en juillet et août, les indicateurs d'activité disponibles au deuxième semestre sont demeurés dans l'ensemble bien orientés et la production agricole devrait finalement mieux résister qu'escompté en début d'année. L'octroi de crédits ralentit depuis l'été mais sa croissance, en termes réels, dépasse toujours celle de l'économie (+5,8% en moyenne au T3). Le PIB en volume devrait ainsi progresser d'un peu plus de 3% cette année – en ligne avec sa moyenne annuelle depuis début 2022, mais bien au-dessus des estimations de croissance potentielle (1,5% à 2%).

L'économie peut compter sur une diversité de moteurs pour tirer sa croissance : côté offre l'industrie au T2, les services au T1 et le secteur agricole en 2023; côté demande l'investissement (variation des stocks incluse) au T2, la consommation privée au T1 et la demande extérieure en 2023. La multiplicité des sources de croissance confère à l'économie une meilleure capacité de résistance aux fluctuations sectorielles et au ralentissement d'activité sur les principaux marchés d'exportation du Brésil (Chine, États-Unis, UE, Argentine).

POLITIQUE MONÉTAIRE : À CONTRE-COURANT

Outre la nomination du nouveau gouverneur de la Banque centrale (BCB), Gabriel Galipolo, qui prendra ses fonctions le 1^{er} janvier 2025, la rentrée de septembre a surtout été marquée par le resserrement de la politique monétaire, une première depuis deux ans. Les autorités ont procédé à deux hausses de taux de 25 et 50 pb ramenant le taux SELIC à 11,25%. Cette décision, qui va à contre-courant de la tendance mondiale et maintient la politique monétaire brésilienne en territoire restrictif¹, fait suite à la remontée de l'inflation proche de la borne supérieure de la cible (3% +/- 1,5 pp). Divers déterminants se sont conjugués pour alimenter la reprise de l'inflation depuis avril : i/ macro-financiers (chômage au plus bas, impulsion budgétaire, dépréciation du change, décrochage des anticipations), ii/ réglementaires (hausse des prix de l'essence contrôlés par Petrobras) et iii/ climatiques (d'importants épisodes de sécheresse ont affecté la production d'électricité dans les régions du nord et du centre-ouest du pays², tandis que des incendies et autres inondations dans le sud du pays ont touché des zones agricoles et affecté les chaînes d'approvisionnement).

¹ Le taux réel ex ante (retranché de l'inflation attendue dans les 12 mois) est à 7,2%, au-dessus de l'estimation de taux neutre de 4,75% de la BCB.
² La matrice énergétique du pays dépend à ~ 65% de l'hydroélectricité, les réserves des barrages sont très sensibles aux sécheresses, ce qui pèse sur les prix de l'électricité.

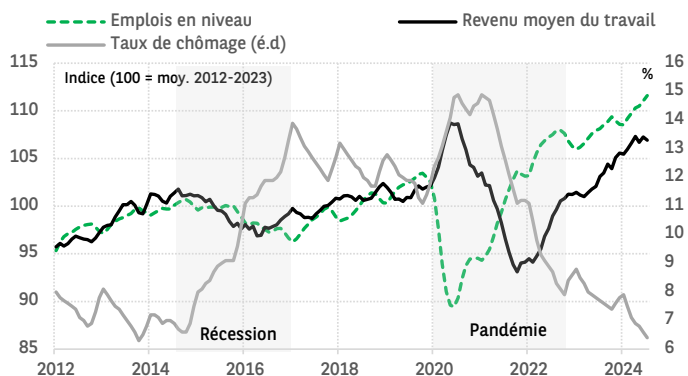
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,1	3,1	2,9	3,1	2,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,3	9,3	4,6	4,4	4,2
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-4,6	-8,9	-7,2	-7,6
Dette publique, % du PIB	77,3	71,7	74,4	78,9	81,3
Solde courant, % du PIB	-2,8	-2,9	-1,3	-2,2	-2
Dette externe, % du PIB	42	36	34	36	37
Réserves de change, mds USD	362	324	355	360	362
Réserves de change, en mois d'imports	14,2	11	12,4	11,2	11,9

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
 SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

BRÉSIL : DYNAMISME DU MARCHÉ DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

Un *output gap* positif et les tensions sur le marché du travail restent toutefois les principaux points d'attention de la BCB (le chômage a atteint un plus bas historique en septembre à 6,4% et la forte demande de main-d'œuvre pousse les salaires à la hausse). En l'absence de gains de productivité du travail, l'augmentation des rémunérations

risque de se répercuter sur les prix à la consommation via l'augmentation des coûts de production. La remontée du dollar US à la suite de l'élection de Donald Trump est aussi un sujet de préoccupation. Dans ses communiqués, la BCB n'a pas fourni d'indications sur le rythme de resserrement monétaire qu'elle envisageait. Les marchés, après avoir parié sur un cycle agressif (anticipant près de 275 pb de hausse cumulée jusqu'à mai 2025), ont depuis modéré leur position.

COMPTES PUBLICS : LA DÉFIANCE DES MARCHÉS

Les bonnes performances économiques au premier semestre et l'annonce de l'amélioration de la note souveraine de Moody's à un cran de la catégorie « investment grade » n'ont pas suffi à enrayer la défiance des marchés. Les investisseurs locaux, qui détiennent 90% des titres d'État, s'inquiètent de la trajectoire de la dette (78,5% du PIB en août, soit +7 points de PIB depuis janvier 2023) et doutent de la capacité du gouvernement à atteindre même les objectifs qu'il a revus à la baisse en avril dernier : en 2025, le gouvernement devra dégager un solde primaire à l'équilibre avec une tolérance de 0,25% de PIB, soit, au pire, un déficit d'environ BRL 30 mds³. Or, pour atteindre cet objectif, le gouvernement doit geler près de BRL 15 mds de dépenses.

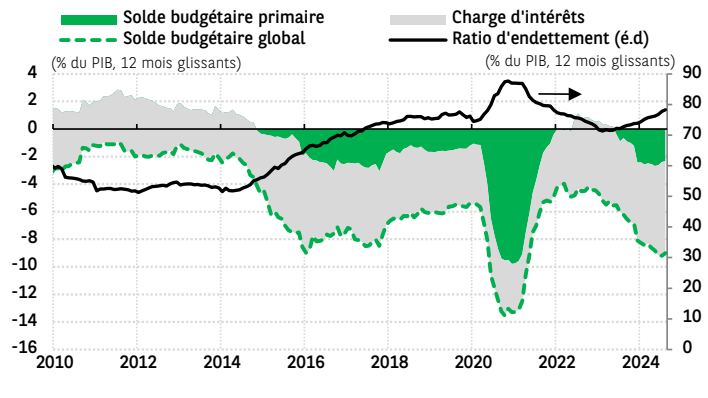
La défiance grandissante des investisseurs locaux s'est traduite par des tensions sur le marché obligataire, le Trésor éprouvant des difficultés à placer des obligations à taux fixes ou indexées à l'inflation en raison de l'appétit grandissant pour du taux flottant. Ainsi, la part des obligations indexées au SELIC a augmenté rapidement. Cela a aggravé la composition de la dette publique, réduit les maturités et augmenté la sensibilité de la dette aux fluctuations des taux d'intérêt. La hausse des rendements exigés pour détenir la dette publique (12,9% en novembre pour les obligations à 10 ans contre 10,3% fin 2023), l'affaiblissement de la monnaie (-18,6% contre le dollar depuis janvier) et l'accumulation d'avoirs des résidents à l'étranger (USD 9,2 mds sur les neuf premiers mois de l'année contre USD 4,5 mds sur l'ensemble de 2023) traduisent le sentiment de pessimisme au niveau local.

Pour retrouver la confiance des investisseurs, et permettre une baisse du coût de la dette (le taux effectif était de 11%, avec une charge d'intérêts de 7% du PIB au T3 en cumul sur 12 mois), le gouvernement a annoncé négocier de nouvelles mesures pour réduire les dépenses. Ces démarches arrivent au lendemain d'élections municipales marquées par l'affaiblissement du parti de Lula (le PT) et le renforcement des partis du grand Centre (le Centrao) et des partis d'extrême droite - signe de la résilience du Bolsonarisme dans le pays. Cette échéance - qui faisait figure de test de mi-mandat pour Lula - confirme la déconnexion croissante (à l'instar d'autres pays) entre performances économiques et opinion publique.

PERSPECTIVES 2025 : L'INCERTITUDE CHINOISE

En 2025, l'activité économique est appelée à ralentir. La demande interne devrait pâtir d'un *policy mix* moins favorable (resserrement monétaire, baisses du soutien aux ménages et aux entreprises). Le PIB réel devrait ainsi s'établir aux alentours de 2%, avec près d'un point de croissance dû à l'acquis de 2024.

BRÉSIL : PERFORMANCES BUDGÉTAIRES DU GOUVERNEMENT CENTRAL



GRAPHIQUE 2 SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, BNP PARIBAS

Les incertitudes entourant la vigueur de la demande chinoise⁴ font peser un risque baissier sur la croissance en raison de liens commerciaux étroits entre les deux pays⁵. Des simulations à l'aide du modèle NIGEM montrent qu'une réduction de 1% de la demande chinoise (via un choc de -3,3% sur la consommation privée pendant 2 ans) se traduit en moyenne, toutes choses égales par ailleurs, par un recul de l'activité 0,25 % après un an au Brésil. Au-delà de ses effets sur la contribution du commerce extérieur à la croissance et sur la Bourse (prépondérance des matières premières dans l'indice Bovespa), un ralentissement chinois affecterait aussi la demande intérieure via le canal de l'investissement (impact sur le chiffre d'affaires des entreprises brésiliennes de la baisse des prix des matières premières et des volumes exportés). Un fléchissement de l'activité chinoise pourrait aussi pousser le Brésil à renforcer ses droits de douane pour protéger son industrie sidérurgique contre l'afflux d'acier chinois bon marché⁶ (canal de la concurrence). Pour rappel, en avril, le pays avait doublé les droits sur certaines importations d'acier à hauteur de 25%.

Le ralentissement des flux d'investissement directs étrangers en provenance de la Chine paraît en revanche moins certain, notamment en raison de la politique industrielle chinoise⁷. Cette dernière cherche en effet à élargir les marchés pour ses producteurs d'énergie solaire et éolienne et les fabricants de véhicules électriques, en plus de garantir l'accès aux minéraux essentiels pour leur chaîne de valeur de production de batteries. Même si le Brésil a récemment décidé de ne pas se joindre à l'initiative « Nouvelles routes de la soie », le pays dit vouloir collaborer avec les investisseurs chinois (sujet qui devrait alimenter les échanges entre les présidents Lula et Xi Jinping au cours de la visite officielle de ce dernier le 20 novembre au lendemain du G20 à Rio de Janeiro). Entre 2020-2023, le Brésil a capté un peu plus d'un tiers des flux d'investissement directs chinois en Amérique latine.

Salim Hammad
salim.hammad@bnpparibas.com

³ L'objectif initial était un excédent primaire de 0,5% du PIB.
⁴ Malgré les mesures de soutien annoncées depuis septembre par les autorités chinoises, l'économie devrait ralentir en 2025. De surcroît, le retour de Donald Trump aux États-Unis conforte le scénario d'un renforcement des mesures protectionnistes américaines, ce qui pèserait sur les exportations chinoises (possible hausse des droits de douane à 60% pour les biens en provenance de Chine, contre une moyenne de près de 20% en 2023).
⁵ La Chine est le principal partenaire commercial du pays depuis 2009, absorbant entre 25 et 30% de ses exportations, soit près de trois fois plus qu'aux États-Unis. La nature des échanges demeure en revanche très déséquilibrée. Cf. Brésil : la structure des échanges commerciaux avec la Chine menace les promesses de réindustrialisation.
⁶ La Chine produit plus de la moitié de l'acier mondial mais la crise immobilière a réduit la demande intérieure d'acier, créant des surcapacités et abaissant les prix. Ces surcapacités - disponibles sur le marché international - sont toutefois confrontées à l'érection de mesures protectionnistes aux États-Unis, en Europe mais aussi au sein de certains émergents (i.e. Inde, Vietnam, Thaïlande, Mexique, Brésil, Chili).
⁷ La Chine considère, entre autres, un trio d'industries comme clé à sa croissance future : les véhicules électriques, les batteries lithium-ion et les panneaux solaires.

CROISSANCE PROCHE DU POTENTIEL

Au Chili, le rebond de l'activité économique observé en 2024 devrait se poursuivre en 2025. Les exportations de matières premières resteront dynamiques, tandis que la consommation privée bénéficiera du ralentissement de l'inflation et de l'amélioration progressive du marché du travail. Dans un contexte politique toujours tendu, et avec une coalition d'opposition renforcée par les résultats des récentes élections locales, le gouvernement tente de faire avancer ses réformes phares, notamment celle concernant le secteur de l'énergie, avant la fin du mandat qui s'achèvera à la fin de l'année 2025. Dans ce contexte, la consolidation progressive des finances publiques se poursuit, à un rythme moins rapide qu'initialement anticipé.

REBOND D'ACTIVITÉ

Le PIB devrait afficher une croissance proche de son potentiel en 2024 et 2025, après une année de croissance quasi nulle en 2023 (+0,2%). Le rebond d'activité en 2024 est tiré par les exportations (cuivre, lithium et cellulose principalement), en hausse de 5% en moyenne et en glissement annuel (g.a.) sur les neuf premiers mois de l'année, et dont la progression devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les exportations de cuivre, notamment, devraient rester dynamiques, en partie grâce à la résolution de problèmes techniques. La consommation privée constitue le deuxième moteur de la croissance. Elle est soutenue par la décélération rapide de l'inflation (de 14% en août 2022 à 3,7% en mars 2024), l'amélioration progressive du marché du travail - le taux de chômage est ressorti à 8,7% en septembre et devrait continuer à décroître, pour atteindre 8% à la fin 2025 d'après les estimations du FMI - et de l'accès au crédit. L'investissement devrait progressivement se redresser au cours des prochains trimestres.

Le taux d'inflation s'est légèrement redressé au cours des derniers mois (il a atteint 4,1% en septembre 2024), en raison de chocs transitoires, notamment la fin du gel du prix de l'électricité (en vigueur depuis 2019). Le prix de l'électricité devrait augmenter de 50% environ d'ici 2026. La Banque centrale a abaissé son principal taux d'intérêt de 600 points de base depuis juin 2023 (à 5,25% en octobre) et a indiqué que la baisse se poursuivrait au cours des prochains mois, en ligne avec l'évolution des prévisions macroéconomiques.

BALANCE DES RISQUES

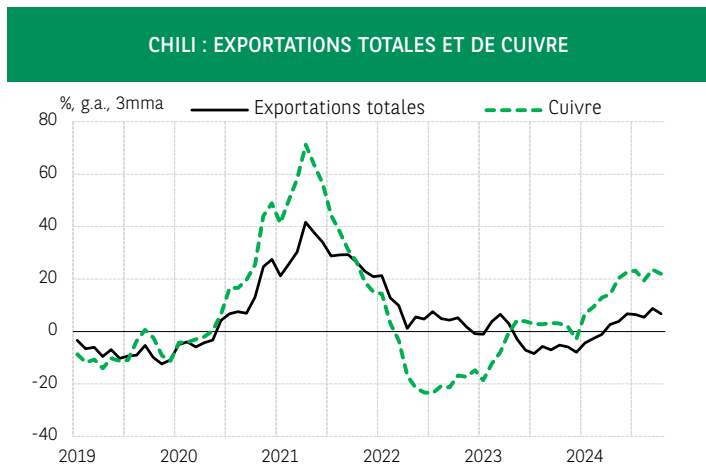
À très court terme, les risques pesant sur la croissance restent orientés à la baisse, principalement en raison de facteurs externes. La potentielle intensification des conflits au Moyen-Orient pourrait entraîner une hausse du prix du pétrole (dont le Chili est importateur net), tandis que le très probable durcissement de la politique commerciale des États-Unis pèsera sur le secteur exportateur chilien.

L'effet du ralentissement de la croissance chinoise sur l'économie chilienne est plus difficile à qualifier. Certes, la demande chinoise de cuivre représente actuellement près de la moitié de la demande mondiale et la Chine est le premier partenaire commercial du Chili (destinataire de plus de 40% des exportations totales du pays, et de 70% de ses exportations de cuivre). Néanmoins, la demande de cuivre provenant des secteurs liés plus ou moins directement à la transition bas-carbone reste dynamique ; elle pourrait partiellement

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	11,7	2,4	0,2	2,5	2,2
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4,5	11,6	7,6	4,0	4,4
Solde budgétaire, % du PIB	-7,5	1,1	-2,5	-2,4	-2,1
Dette publique, % du PIB	36,3	38,0	39,2	40,5	40,7
Balance courante, % du PIB	-6,6	-8,7	-3,5	-2,8	-2,6
Dette externe, % du PIB	75,0	76,4	71,1	74,1	70,4
Réserves de change, mds USD	51,3	39,1	46,3	47,8	49,3
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	4,9	7,0	7,3	7,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNPP

compenser la baisse de la demande en provenance du secteur de la construction (environ 30% de la demande de cuivre chinoise). Au total, les importations de cuivre chinoises ont ralenti. Elles continuent néanmoins d'augmenter (+4,5% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2024) et les perspectives restent relativement optimistes. L'Agence internationale de l'Énergie précise d'ailleurs dans son dernier rapport que la baisse (modérée) du prix du cuivre observée au cours des derniers mois est plutôt due à un excès



d'offre (liée à la mise en route de nouvelles exploitations minières et à la fin de travaux de maintenance dans divers pays) et que les prévisions pour les deux années à venir sont orientées à la hausse. Concernant les exportations de cuivre, l'effet du ralentissement chinois pourrait donc rester marginal.

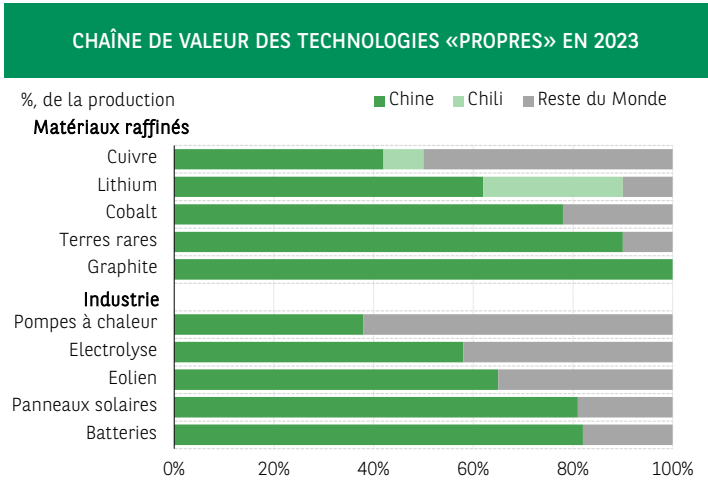
Cela dit, les relations entre les économies chinoise et chilienne dépassent largement le cadre des seules exportations de cuivre. Le Chili est le principal interlocuteur de la Chine dans la région. En effet, les relations diplomatiques entre les deux pays existent depuis plus de 70 ans et de nombreux accords commerciaux ont été signés au cours des quinze dernières années. Surtout, la stratégie d'investissement dans le secteur de l'énergie menée par le gouvernement chinois (principalement le lithium, l'éolien, le solaire, l'hydrogène vert) s'est naturellement portée vers le Chili. Les investissements directs étrangers et les prises de participations dans des entreprises chiliennes du secteur de l'énergie ont augmenté de manière exponentielle au cours des trois dernières décennies. Dans le cas du lithium par exemple, la Chine détient environ 30% des parts de la principale société chilienne productrice, la Sociedad Química y Minera (environ la moitié de la production totale de lithium chilien à l'heure actuelle).

Au-delà des enjeux de court terme, le défi que doit relever l'économie chilienne est donc de parvenir à diminuer sa double dépendance aux matières premières (la diversification de l'économie est en cours, mais les exportations de matières premières représentent encore plus de 50% du total), d'une part, et à la Chine (l'acteur principal de l'ensemble de la chaîne de valeur des matériaux critiques, et principalement du lithium), d'autre part. Les politiques nécessaires pour progresser au sein des chaînes de valeur sont peu à peu mises en place, mais les effets restent timides. D'après la base de données TiVA fournie par l'OCDE (qui permet de quantifier la valeur ajoutée par chaque pays dans les échanges internationaux), la valeur ajoutée des exportations chiliennes à destination de la Chine a progressé continuellement au cours des deux dernières décennies (y compris hors secteur minier). Elle reste néanmoins relativement faible. Par ailleurs, la montée en gamme dans les chaînes de valeur, dans le cas d'une industrie des piles au lithium-ion par exemple, est étroitement liée à la perspective de développement d'une industrie à grande échelle, l'électromobilité, dans une zone géographique voisine, ce qui n'est pas le cas actuellement en Amérique latine.

DÉBUT DE L'ANNÉE ÉLECTORALE

La fermeture du chapitre constitutionnel (pour « plusieurs années », d'après le gouvernement) a permis de diminuer sensiblement le bruit politique et les nombreuses incertitudes des investisseurs quant au cadre institutionnel chilien. Le gouvernement a pu se concentrer sur plusieurs réformes majeures, dont la nouvelle loi budgétaire, adoptée en juillet 2024, qui fixe de façon formelle un plafond de dette publique à 45% du PIB. Une loi de conformité fiscale a ensuite été approuvée en septembre. Son but est de « rendre l'imposition plus juste », tout en combattant l'évasion fiscale. Le principal objectif est d'augmenter les revenus d'un montant équivalant à 1,5% du PIB, de manière à financer la future hausse des pensions de retraite et d'autres dépenses sociales.

Cela dit, le paysage politique chilien reste polarisé et fragmenté. Le besoin de réformes structurelles fait largement consensus, mais la philosophie des réformes à adopter est âprement discutée.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IEA, BNPP

Le gouvernement doit composer avec une popularité en baisse, de fortes attentes populaires et une opposition vigoureuse (les partis d'opposition disposent de la majorité au Sénat). Les marges de manœuvre dont dispose le gouvernement pour mettre en place ses réformes avant la fin du mandat (la prochaine élection générale est prévue pour l'automne 2025) ont été réduites par le résultat des élections municipales et régionales de fin octobre d'où la coalition d'opposition est sortie renforcée. Les deux réformes phares du mandat - celle du système de retraites et celle du secteur de l'énergie (y compris les détails très attendus par les investisseurs concernant la stratégie nationale du lithium et l'exploitation des salars « stratégiques ») - sont toujours en discussion au Parlement.

C'est dans ce cadre que le président Boric a présenté le budget du gouvernement pour l'année 2025. La consolidation budgétaire devrait se poursuivre à un rythme plus lent qu'initialement anticipé (réduction progressive du déficit public pour atteindre l'équilibre d'ici 2029, contre 2028 dans le budget précédent). Cette hypothèse nous semble encore optimiste. Pour 2025, par exemple, le gouvernement mise sur une hausse contenue des dépenses (4% en termes réels, soit un taux de croissance équivalant à celui observé au cours des deux dernières années) et une hausse (peu probable) des revenus de plus de 9% en termes réels (au cours des dix dernières années, les revenus ont progressé d'à peine plus de 3,5% par an en moyenne). Le rebond d'activité, l'augmentation des revenus liés au secteur minier (lithium et cuivre) et les effets de la nouvelle loi ne seront certainement pas suffisants pour atteindre un tel objectif.

Le risque lié aux finances publiques reste cependant modéré au Chili. Si la dette publique a augmenté continuellement au cours des dernières années, elle reste modérée, proche de 40% du PIB, et présente un profil favorable (elle est majoritairement libellée en monnaie locale, avec une maturité moyenne supérieure à 10 ans).

Hélène Drouot
helene.drouot@bnpparibas.com

EUROPE CENTRALE

UNE RÉGION ENCORE ATTRACTIVE MALGRÉ LA CROISSANCE EN BERNE

En Europe centrale, l'activité économique a ralenti au T3 2024. L'économie polonaise a mieux résisté sur les trois premiers trimestres de l'année. Dans la région, l'inflation est repartie à la hausse et le retour à la cible n'est pas prévu avant 2026. À l'exception de la République tchèque, l'ensemble des pays d'Europe centrale sont en procédure pour déficit excessif. Fait marquant, plusieurs d'entre eux ont eu davantage recours aux marchés internationaux de capitaux. Cette situation s'accompagne d'un risque de change plus élevé mais, d'une manière générale, la gestion de la dette libellée en devises étrangères a été prudente. Les flux de capitaux ont enregistré un rebond au T3 et l'Europe centrale demeure une destination attractive à court et moyen terme pour ces flux.

RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Au cours du premier semestre 2024, et dans l'ensemble des pays d'Europe centrale, la consommation des ménages s'est redressée grâce à la bonne tenue des salaires réels. L'amélioration a été particulièrement marquée en Roumanie, en Pologne et en Hongrie. En revanche, l'investissement et la demande extérieure ralentissent sensiblement pour tous les pays de la région depuis la fin 2023.

Au troisième trimestre, la croissance a reflué à 2,3% en g.a. après 3,6% au T2 dans l'ensemble des pays d'Europe centrale (Pologne, Hongrie, Roumanie, République tchèque, Slovaquie et Bulgarie). Fait marquant, la Hongrie a basculé en récession technique avec un recul du PIB pendant deux trimestres consécutifs (T2 : -0,2%, T3 : -0,7%). En République tchèque et en Slovaquie, l'activité économique a fait preuve de résilience avec une croissance relativement similaire à celle du trimestre précédent. Au quatrième trimestre, la croissance resterait probablement en berne en raison des effets des inondations subies par les pays d'Europe centrale en septembre dernier.

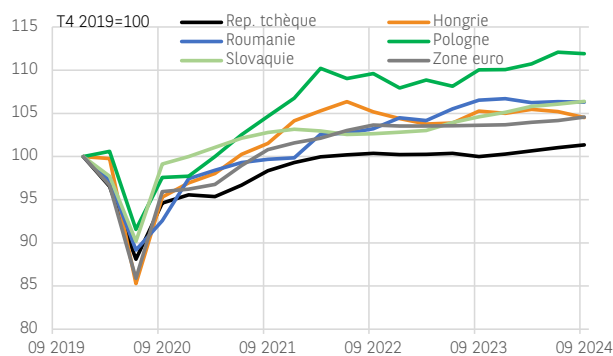
Sur l'ensemble de cette année, la Pologne pourrait toutefois faire partie des économies les plus performantes de la région malgré les vents contraires. L'acquis de croissance y est déjà de 2,5% au T3. En revanche, la Hongrie et la Roumanie resteraient probablement à la traîne en 2024 avec respectivement un acquis de 0,6% et de 0,7% au T3.

Les perspectives de croissance de la zone restent bien orientées pour 2025. La politique monétaire redeviendrait très probablement plus accommodante en 2025, et la politique budgétaire ne devrait pas se durcir. L'amélioration de la demande extérieure, bien que modérée, viendrait également en appui. Les risques sont néanmoins baissiers en raison d'un très probable durcissement protectionniste de l'administration Trump aux États-Unis qui pourrait affaiblir l'économie européenne, l'UE étant la principale destination des exportations des pays d'Europe centrale.

PAS DE RETOUR DE L'INFLATION À L'OBJECTIF CIBLE AVANT 2026

Dans la région, l'inflation est repartie à la hausse en octobre. Parmi les explications figurent, entre autres, l'augmentation des prix des biens alimentaires et, plus spécifiquement, en Hongrie, les taxes sur les transactions financières mises en place en août dernier. Pour la Pologne, le regain d'inflation est temporaire. En effet, il résulte de l'augmentation du plafond des prix de l'électricité et du gaz au deuxième semestre de cette année ; le point haut de l'inflation est attendu pour le T1 2025 en Pologne. Cependant, plusieurs de ces pays (Hongrie, Pologne et Roumanie) anticipent le retour à une désinflation modérée en 2025.

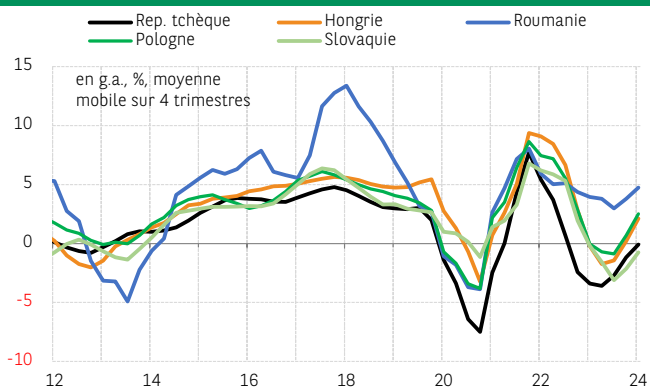
PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNPPARIBAS

EUROPE CENTRALE : PROGRESSION DE LA CONSOMMATION EN VOLUME



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

En effet, les pressions salariales demeurent importantes et l'inflation sous-jacente est, de ce fait, plus élevée que l'inflation globale. La Slovaquie devrait, quant à elle, enregistrer une accélération plus marquée en raison de la suppression des mesures de soutien liées à l'énergie et de l'augmentation du taux de TVA (de 20% à 23%) à partir du 1^{er} janvier 2025. Le retour de l'inflation à l'objectif cible de la banque centrale n'est pas prévu avant 2026 pour la plupart des pays d'Europe centrale, notamment la Pologne, la Hongrie, la Roumanie et la Slovaquie.

POLITIQUE MONÉTAIRE ACCOMMODANTE

Le reflux sensible de l'inflation, depuis le pic observé début 2023, a facilité l'adoption d'un assouplissement monétaire par la plupart des pays de la région dès fin 2023, dont le degré diffère selon les pays. Les Banques centrales de la République tchèque et de la Roumanie ont opté pour un assouplissement relativement mesuré avec respectivement une baisse cumulée de 225 points de base (pb) et de 25pb. En Hongrie, la baisse du taux directeur a été plus agressive, à 650pb en cumul, même si cela découle d'un resserrement plus agressif en 2022. La Pologne, qui avait baissé son taux directeur à deux reprises en septembre et en octobre 2023, a maintenu un *statu quo* monétaire depuis lors (taux directeur inchangé à 5,75%). Cette prudence s'explique par l'anticipation d'une montée de l'inflation à partir de la mi-2024.

À court terme, un changement de cap en matière de politique monétaire est attendu en Hongrie et en Pologne. L'assouplissement monétaire en Pologne pourrait avoir lieu au mieux à la fin du premier trimestre 2025 si l'on se réfère aux récents commentaires de la Banque centrale polonaise ; fin 2025, le taux directeur pourrait ainsi s'établir à 4,00%. En Hongrie, les autorités monétaires ont récemment décidé d'une pause, probablement jusqu'en mars 2025, date à laquelle le mandat de l'actuel gouverneur de la Banque centrale prendra fin ; au-delà, un assouplissement n'est pas à exclure.

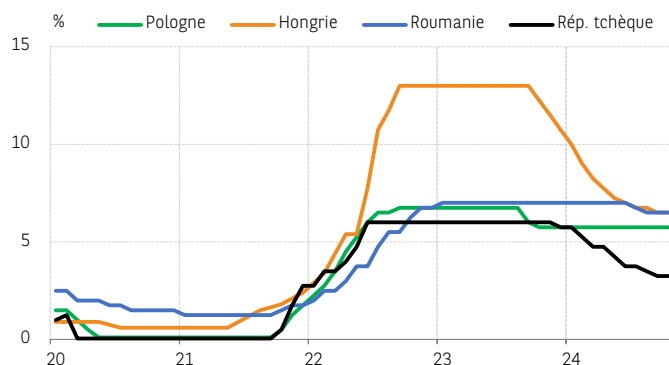
RECOURS AUX ÉMISSIONS OBLIGATAIRES INTERNATIONALES

L'Europe centrale compte quatre pays sous procédure pour déficit excessif. La Pologne, la Hongrie et la Slovaquie le sont depuis cet été, la Roumanie depuis plus longtemps (début 2020). En Pologne, le déficit budgétaire, déjà de 5,3% du PIB en 2023, devrait s'aggraver en 2024. En Europe centrale, le creusement du déficit budgétaire et l'augmentation des besoins de financements publics qui en découle ont poussé les gouvernements à lever davantage de fonds sur les marchés obligataires internationaux depuis 2023. Ce mouvement s'est accentué en 2024 et devrait rester soutenu en 2025. Selon Bloomberg, avant 2023, le montant pour l'ensemble des pays d'Europe centrale ne dépassait pas les USD 10 mds par an. Or, il a été supérieur à USD 30 mds en 2023 et devrait largement excéder USD 40 mds en 2024. La Pologne, la Hongrie et la Roumanie y ont eu recours à plusieurs reprises cette année. Pour 2025, la Pologne l'envisage de nouveau.

Les pays d'Europe centrale disposent de marchés obligataires domestiques très développés, ces levées de dette sur les marchés obligataires internationaux peuvent a priori surprendre. L'explication est double. En premier lieu, le coût d'emprunt sur les marchés euro-obligataires est bien plus faible que celui sur les marchés domestiques, malgré l'assouplissement monétaire amorcé par certains pays. Deuxièmement, le recours aux financements extérieurs permet de limiter un effet d'éviction des entreprises privées en concurrence avec l'État sur le marché domestique.

L'augmentation des émissions obligataires en devises s'accompagne d'un risque de change plus élevé. Ce risque reste néanmoins maîtrisable à l'heure actuelle compte tenu de la gestion prudente de la dette publique en Hongrie et en Pologne. La proportion autorisée de cette dette libellée en devises étrangères est respectivement de 30% en Hongrie et de 25% en Pologne (avec des dépassements temporaires possibles dans le cas de la Pologne). Pour ces deux pays, les ratios sont proches de leur limite mais ne la dépassent pas. En revanche, en Roumanie, ce ratio est très élevé à 51,8% en 2023. La majorité de la dette

EUROPE CENTRALE : TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

en devises étrangères étant libellée en euro, le risque de change reste contenu. En effet, le pays a adopté un régime de change géré, ce qui permet une relative stabilité de la devise roumaine vis-à-vis de l'euro.

REBOND DES FLUX DE CAPITAUX AU T3

Les réserves de change des pays d'Europe centrale ont atteint EUR 467 mds fin octobre 2024, soit une augmentation de EUR 39,5 mds sur les 10 premiers mois de l'année. Ce montant est déjà supérieur à celui de l'année 2023. La Pologne a contribué à elle seule à hauteur de 50% à cette hausse, suivie, dans une moindre mesure, par la Hongrie et la Roumanie.

L'augmentation plus marquée des réserves de change depuis 2023 s'explique en partie par le retour d'un excédent courant en Hongrie, en Pologne et en République tchèque. Par ailleurs, l'importance des capitaux étrangers dans la région y contribue également. Les années 2021 et 2022 ont été marquées, en particulier, par un retour en force des flux d'investissements directs étrangers (IDE) et des flux de portefeuille. Ces derniers ont ralenti en 2023 mais restent proches de la moyenne des années pré-Covid 19. Cette année, les flux nets de capitaux restent bien orientés même si un recul a été enregistré au T2 2024. Les premières estimations au T3 pour certains pays de la région montrent un rebond qui a largement compensé le repli du trimestre précédent.

La Pologne, la Hongrie et la Roumanie captent l'essentiel des flux nets d'IDE depuis trois ans. Fait marquant, la Roumanie est également devenue en 2020 une destination phare pour les flux nets de portefeuille (1,7% PIB en 2021, 2,4% en 2022, 6,5% en 2023). Par ailleurs, des réformes ont été mises en place pour obtenir le statut de « pays émergent » (le pays figure actuellement dans la catégorie *frontier markets*) et d'intégrer l'indice MSCI émergents. L'attractivité de la Roumanie serait renforcée si cet objectif se concrétisait rapidement.

À court et moyen terme, la région demeure une destination attractive pour les flux de capitaux en raison de la réorganisation de l'activité productive des pays développés, du fait des chocs d'approvisionnement observés lors de la crise de la Covid-19 et de la montée du protectionnisme. Par ailleurs, la Hongrie bénéficie de la manne des IDE chinois depuis 2022.

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



HONGRIE

L'INVESTISSEMENT, UNE STRATÉGIE POUR RELANCER LA CROISSANCE

En 2024, la Hongrie devrait figurer parmi des économies les moins performantes de la région avec une entrée en récession technique au T3. La croissance du PIB fait partie des priorités du gouvernement dont l'objectif officiel est 3% à 6% l'an prochain. Le budget pour 2025 récemment soumis au Parlement vise à la fois à redynamiser l'économie et à consolider les comptes publics. Toutefois, la croissance potentielle à moyen terme, estimée à 3% par le FMI, a été revue à la hausse par rapport son estimation de 2019. Elle est notamment portée par les bonnes perspectives en matière d'IDE, notamment ceux en provenance de Chine, qui viendraient soutenir l'investissement.

PRIORITÉ À LA CROISSANCE EN 2025

Contre toute attente, la Hongrie est entrée en récession technique au T3 2024 avec un recul du PIB de 0,7% t/t après -0,2% t/t au T2. Le détail des comptes nationaux n'a pas encore été publié mais l'investissement et la demande extérieure devraient y avoir largement contribué. L'investissement, en berne depuis septembre 2022, a reculé sensiblement au cours des derniers trimestres (-13,3% en g.a. au T2, -8,6% au T1), et de manière plus prononcée que les pays voisins. Par ailleurs, l'activité industrielle pâtit de l'affaiblissement de l'économie allemande. En revanche, la consommation, qui se redresse depuis deux trimestres, a bien résisté grâce probablement à la progression forte des salaires réels (+10,2% en g.a. en moyenne sur les huit premiers mois de l'année), à la bonne tenue des ventes au détail et à l'amélioration des enquêtes sur les intentions d'achats de biens durables. Au T3, avec un acquis de seulement 0,6%, la croissance sera faible cette année après -0,8% en 2023.

Pour 2025, la croissance économique est clairement affichée comme une priorité pour le gouvernement Orban avec un objectif de 3% à 6%. Les mesures de soutien visant à redynamiser l'économie, dont les détails ne sont pas encore connus, vont se concentrer sur l'accès aux logements, la convergence du salaire minimum vers le salaire moyen et le soutien aux PME. De même, les ménages peuvent désormais faire appel à leur fonds de retraite pour financer des projets immobiliers (achat de logement, rénovation). En tout état de cause, la fourchette haute semble difficilement atteignable sans une enveloppe budgétaire conséquente. Hormis la consommation, les autres relais de croissance sont limités. Le rebond modéré de l'économie allemande prévu en 2025 ne laisse espérer qu'une timide embellie de la demande extérieure. De même, le redressement de l'investissement sera probablement repoussé à 2026 compte tenu du maintien probable du blocage d'une partie des fonds européens qui servent à financer l'investissement public. La montée des incertitudes électorales sur la deuxième moitié de 2025 (élections législatives prévues d'ici avril 2026) devrait conduire au report des projets d'investissements privés.

PRESSIONS INFLATIONNISTES HAUSSIÈRES

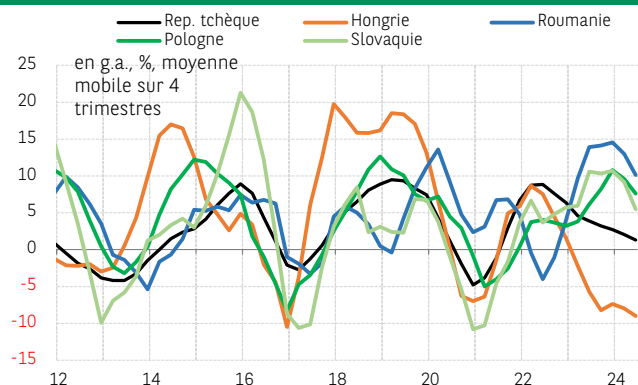
L'inflation a sensiblement reflué ces derniers mois. Elle a atteint 3,2% en g.a. en octobre (le pic était de 25,6% en g.a. en janvier 2023). Elle est désormais légèrement supérieure à la cible de 3% de la Banque centrale et pourrait monter à 4% en g.a. d'ici décembre 2024. Les prix des biens alimentaires repartent à la hausse depuis peu. La désinflation dans le secteur des services se fait plus lentement. Les pressions salariales resteront soutenues à court terme en raison de la revalorisation attendue du salaire minimum à 50% du salaire moyen d'ici 2027. Cette augmentation se ferait par étapes, probablement au rythme de 10 à 15% par an. Les mesures fiscales portant sur les transactions financières, introduites en août, n'auront qu'un impact modéré sur l'inflation

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	7.1	4.3	-0.8	1.4	2.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5.1	14.5	17.6	3.6	3.5
Solde budgétaire / PIB (%)	-7.2	-6.2	-6.7	-5.0	-4.7
Dette publique / PIB (%)	76.2	73.8	73.4	74.8	75.3
Solde courant / PIB (%)	-3.9	-8.5	0.8	2.1	1.4
Dette extérieure / PIB (%)	86.5	91.9	85.9	88.4	90.2
Réserves de change, mds EUR	38.4	38.7	41.4	46.9	52.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.8	3.0	3.4	4.1	4.4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

EUROPE CENTRALE : PROGRESSION DE L'INVESTISSEMENT EN VOLUME



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

totale, de l'ordre de +0,1 point cette année et de +0,2 à 0,3 point en 2025 selon les estimations de la Banque centrale. Le retour de l'inflation à sa cible n'est pas attendu avant 2026.

UNE PAUSE MONÉTAIRE À COURT TERME

L'assouplissement monétaire entamé en octobre 2023 s'est poursuivi sans interruption jusqu'en juillet. Une nouvelle baisse de 25 points de base (pb) a eu lieu en septembre 2024, portant le taux directeur à 6,5%. Le rythme d'assouplissement plutôt agressif au début du cycle, à raison de 50 à 75 pb à chaque réunion, a toutefois ralenti depuis juin dernier. En octobre dernier, la Banque centrale a de nouveau opté pour une pause monétaire qui devrait durer plus longtemps cette fois-ci.



Cette nouvelle orientation s'explique par une inflation sous-jacente encore élevée (4,5% en g.a. en octobre) et supérieure à l'inflation d'ensemble. Les pressions baissières sur le forint hongrois ont sans doute pesé dans la décision de la Banque centrale.

FAIBLE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Les efforts de consolidation, menés depuis 2022, n'ont pas permis de réduire significativement le déficit budgétaire au cours des deux dernières années. La Hongrie, aux côtés de six autres pays de l'Union européenne, a été placée en procédure pour déficit excessif pour le non-respect des règles budgétaires de nouveau en vigueur cette année, après une courte période de suspension. En 2024, même si le déficit budgétaire devrait légèrement s'atténuer, il dépasserait largement les 3% du PIB en raison du poids encore élevé des charges d'intérêt de la dette (4,7% du PIB en 2023). Le coût de financement sur le marché obligataire est le plus élevé de la région avec un différentiel de rendement, par rapport aux titres de l'État allemand, de 444pb pour les obligations à 5 ans. Toutefois, l'État hongrois a eu recours aux marchés internationaux pour se financer à des taux d'intérêts plus faibles. À deux reprises, il a ainsi levé des fonds sur le marché japonais en 2024.

Pour 2025, une consolidation d'envergure est peu probable en raison des préoccupations concernant la croissance et le calendrier électoral (élections législatives prévues en 2026). Le budget pour 2025 table pour un déficit de 3,7% du PIB mais les projections de croissance économique à 3,4% sont a priori optimistes. La dette publique rapportée au PIB, à 73,4% en 2023, est la plus élevée d'Europe centrale. Elle devrait augmenter ces deux prochaines années, puis baisser graduellement pour repasser sous la barre des 70% (mais loin du seuil de 60%) à horizon 2029/2030, notamment grâce à un excédent primaire attendu à partir de 2027/2028.

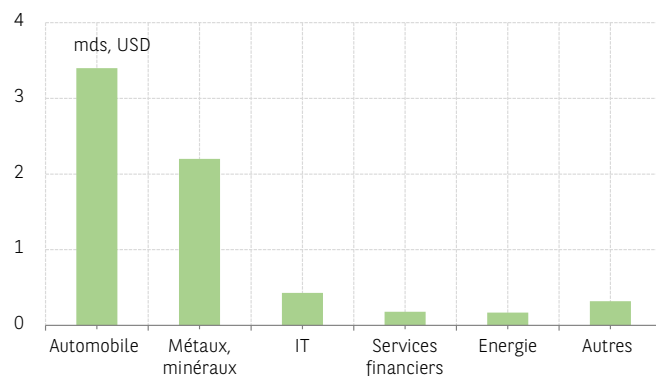
LA MANNE DES IDE CHINOIS

La Hongrie a reçu l'équivalent de USD 119 mds en cumul sous forme d'investissements directs étrangers (IDE) fin 2023 selon les derniers chiffres de la CNUCED. Dans la région, la Pologne arrive en tête avec un stock d'IDE d'une valeur de USD 335 mds, devant la République tchèque avec un montant de USD 216,6 mds. Toutefois, la Hongrie se place en deuxième position devant la Pologne quand les IDE sont rapportés au PIB.

En 2021 et en 2022, les flux nets d'IDE entrants ont atteint des records à respectivement 5,6% et 8,3% du PIB. En 2023, ils sont revenus au niveau des années pré-Covid mais un rebond de ces flux est attendu dans les prochaines années. Dans l'ensemble, ces flux ont principalement concerné le secteur automobile et les services. Par ailleurs, on observe un changement dans la composition géographique des IDE en stocks avec une hausse importante de la part de l'Asie, notamment de la Corée du Sud et de la Chine au détriment du continent américain et de l'Europe (dans une moindre mesure). Sur la période récente, la Chine s'est positionnée comme un investisseur important. Selon Rhodium group, la Hongrie reçoit une proportion importante d'IDE chinois à destination de l'Europe au sens large : USD 6,7 mds en stock (valeur des transactions réalisées) sur un total de USD 414,7 mds en Europe.

Ces deux observations sont en adéquation avec la stratégie du gouvernement hongrois en matière de mobilité électrique. La Hongrie ambitionne, en effet, de devenir une grande puissance dans le domaine des batteries pour les véhicules électriques. À l'échelle européenne, il est prévu que la Hongrie en devienne le deuxième fournisseur à horizon

HONGRIE : VALEUR CUMULÉE DU STOCK DES IDE CHINOIS PAR SECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RHODIUM GROUP, BNP PARIBAS

2030 derrière la Pologne. De même, le pays mise sur la production locale de véhicules électriques avec le site de production du chinois BYD, qui devrait être opérationnel d'ici deux ans. Cette stratégie va de pair avec des mesures incitatives, notamment des avantages fiscaux, visant à renforcer l'attractivité de la Hongrie. Le pays propose ainsi un taux d'imposition sur les sociétés parmi les plus bas en Europe à 9%, contre 19% en Pologne et en République tchèque, ou encore 29,9% en Allemagne.

Les perspectives en matière d'IDE restent bien orientées à court terme au vu des projets de création de nouveaux sites (investissements *Greenfield*) annoncés ces trois dernières années (2021 : USD 6,3 mds, 2022 : USD 12,5 mds, 2023 : USD 9,2 mds). Les IDE chinois vont probablement augmenter en 2025 et 2026 dans un contexte où les mesures protectionnistes touchant les véhicules électriques chinois, qui existent déjà en Europe, vont s'accroître aux États-Unis avec la récente victoire de Donald Trump aux élections présidentielles. La Hongrie constitue une base de production et d'exportation attractive vers l'UE, car elle lui permet de contourner les mesures tarifaires. À terme, le marché domestique pourrait également être concerné, même si pour l'instant les nouvelles immatriculations de voitures en Hongrie montrent toujours une nette préférence pour les marques européennes (54%) et japonaises (33% en 2023). Néanmoins, deux facteurs pourraient atténuer les perspectives en matière d'IDE, notamment une conjoncture moins bonne dans le secteur automobile et un éventuel allongement du délai relatif à la transition vers les véhicules électriques aux États-Unis ou en Europe.

À moyen terme, les perspectives en matière d'IDE asiatiques, notamment chinois, devraient donner un nouveau souffle à l'investissement et soutenir la croissance potentielle à moyen terme. Elle est estimée à 3% par le FMI, soit une augmentation de 1 point par rapport à son estimation précédente de 2019. Toutefois, à court terme, la prudence reste de mise. Ce nouveau souffle peinera à se concrétiser pleinement si une partie des fonds européens reste bloquée (environ EUR 20 mds). Ainsi, en 2022, l'investissement en volume est resté en berne malgré l'année record enregistrée pour les IDE.

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



TURQUIE

MIEUX ARMÉE POUR UNE ANNÉE 2025 À HAUTS RISQUES

Depuis juillet, les principales agences de notation ont relevé la note de la dette à moyen et long terme de l'État turc. Les fondamentaux macroéconomiques se sont, en effet, améliorés au cours des douze derniers mois, malgré le durcissement de la politique monétaire et le ralentissement induit de la croissance (effet des taux d'intérêt réels redevenus positifs). Le dérapage du déficit budgétaire reste sous contrôle et le ratio dette/PIB est à un plus bas historique. Le déficit courant s'est fortement réduit et la reprise des investissements de portefeuille a permis de reconstituer des réserves officielles de change. Enfin, la dédollarisation des dépôts bancaires s'est poursuivie et les risques de crédit pour les banques sont dans l'ensemble maîtrisés. La résistance de l'économie sera cependant mise à l'épreuve en 2025 avec une politique budgétaire restrictive. La prégnance de l'inflation pourrait retarder l'assouplissement monétaire et l'environnement extérieur sera plus difficile (marasme économique en Allemagne, concurrence de la Chine sur le marché européen et menace d'une aggravation du protectionnisme).

À l'occasion de la revue annuelle de leurs notations, les trois agences américaines (S&P, Moody's et Fitch) ont révisé à la hausse celle de la dette à moyen et long terme libellée en devise du Trésor turc : d'un cran pour Fitch et S&P, de B+ à BB- (respectivement le 06/09 et le 01/11), et de deux crans pour Moody's de B3 à B1 (le 19/07). Ces améliorations n'ont pourtant pas été saluées sur les marchés de taux, de change et d'actions. La prime de risque CDS à 5 ans s'est très légèrement écartée depuis la décision de Moody's. À 240 points de base fin octobre, elle reste à un niveau *historiquement* bas mais elle est toujours légèrement supérieure à ce que les nouveaux niveaux de ratings laisseraient supposer. Parallèlement, la livre turque a continué de se déprécier (-4% contre dollar depuis la décision de Moody's, -14% depuis le début de l'année). Le rendement des obligations du Trésor en livres s'est tenu de 26% mi-juillet à presque 29% fin octobre. Enfin, le principal indice de la Bourse d'Istanbul a perdu 20% en monnaie locale, effaçant ainsi la progression enregistrée au S1 2024.

Les évolutions récentes des variables financières témoignent de la fébrilité des investisseurs et des opérateurs de marché. La situation conjoncturelle turque en demi-teinte peut l'expliquer. Pour autant, la stabilité macroéconomique s'est sensiblement améliorée depuis la mi-2023.

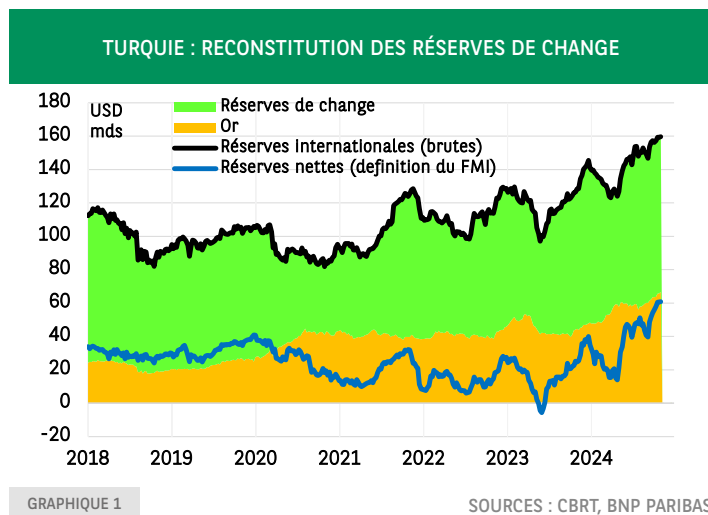
NOUVEAU TEST DE RÉSISTANCE DE L'ÉCONOMIE EN 2025

Au T2 2024, le PIB réel a stagné par rapport au trimestre précédent (+0,1%). Ainsi, la progression mesurée sur un an n'était plus que de 2,5% contre 5,1% en moyenne sur la période T1 2023-T1 2024. Au T2 2024, la consommation des ménages et les dépenses publiques courantes ont fortement ralenti, et l'investissement et les exportations se sont contractés. Les indicateurs d'offre (production industrielle, activité dans les services) disponibles sur juillet-août laissent prévoir au mieux une poursuite de la stagnation. En revanche, ceux relatifs à la demande intérieure (ventes au détail, importations de biens d'équipement) indiquent plutôt un rebond. Quant aux exportations (mesurées en dollar US), elles ont sensiblement progressé en juillet-août avant de se tasser en sept-octobre. En résumé, le PIB aurait au mieux faiblement progressé au T3 2024. Le point positif dans ce panorama conjoncturel est que les indices de confiance des ménages et des entreprises se sont conjointement renforcés en septembre et octobre.

Force est de constater que le durcissement sévère de la politique monétaire depuis mai 2023 n'a pas fait basculer l'économie dans la récession. En revanche, la désinflation est plus lente qu'espéré : en septembre et octobre, la progression mensuelle de l'indice d'ensemble des prix à la consommation était encore de 3%. Ainsi, mesuré sur un an,

PRÉVISIONS							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	0.9	1.9	11.4	5.5	5.1	3.0	3.0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	15.2	12.3	19.6	72.3	53.9	58.3	30.2
Solde budgétaire, % du PIB	-2.9	-3.5	-2.8	-1.0	-5.2	-4.6	-3.0
Dette publique, % du PIB	32.4	39.4	40.4	30.8	29.3	27.6	26.8
Solde courant, % du PIB	2.0	-4.3	-0.8	-5.1	-3.6	-1.0	-1.3
Dette externe, % du PIB	54.4	59.5	53.1	50.3	44.6	41.7	40.2
Réserves de change, mds USD	78.5	50.0	72.5	82.9	92.8	98.0	103.0
Réserves de change, en mois d'imports	4.1	2.6	3.1	2.6	2.9	3.3	3.4

TABLEAU 1 e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



le taux d'inflation s'élevait encore à 49% en octobre, pour une prévision du gouvernement de 41,5% en fin d'année 2024. La Banque centrale (CBRT) a d'ailleurs laissé inchangé son taux directeur à 50% et les taux des prêts aux particuliers et aux entreprises sont redevenus positifs en termes réels. Le crédit domestique a très fortement ralenti de +80% sur un an mi-mai 2023 à +30% à mi-octobre 2024), contribuant ainsi largement au ralentissement et l'atterrissage de la croissance.

La résistance de l'économie au choc monétaire depuis 2023 s'explique par i/ le soutien de la politique budgétaire, dont l'impact

fiscal (*fiscal pulse* i.e. la variation annuelle du solde primaire) est estimé par le FMI à 1,2 point de PIB en 2024, après 0,7 point en 2023 ; ii/ le très fort rattrapage salarial, en raison de l'indexation unitaire des salaires horaires sur le salaire minimum, lequel a progressé d'environ 50% en termes réels depuis la fin 2022 ; iii/ la progression de l'emploi (environ +4,5% depuis la fin 2022) ; iv/ le maintien des exportations sur l'ensemble de l'année 2024 (+1,4% entre janvier et octobre par rapport à la moyenne 2023) et des recettes du tourisme en hausse.

La résistance de l'économie turque sera véritablement testée en 2025 : d'une part, la politique budgétaire devrait redevenir restrictive (le *fiscal pulse* serait négatif de 0,8 pp) et, d'autre part, le durcissement plus fort et plus durable qu'anticipé de l'environnement extérieur continuerait de peser sur les exportations et l'investissement. Le maintien de la croissance reposera donc sur le succès de la désinflation qui doit permettre à la CBRT de desserrer son étai. La consolidation des gains de pouvoir d'achat et la baisse des taux d'intérêt autoriseraient alors une réaccélération de la consommation et de l'investissement. Mais pour que la désinflation se poursuive et s'accroisse, le durcissement de la politique budgétaire seul ne suffira pas. Une dose supplémentaire d'appréciation du taux de change réel est nécessaire. La difficulté pour les autorités budgétaire et monétaire sera d'opérer un réglage délicat entre stimulation de la demande intérieure et préservation de l'équilibre extérieur. Or, le marasme économique en Allemagne risque de perdurer, la concurrence chinoise va s'exacerber et le deuxième mandat de Donald Trump laisse craindre une relance généralisée du protectionnisme. Dans ce contexte, notre scénario de maintien de la croissance à 3% et de reflux de l'inflation à 26% en g.a. en fin d'année pour 2025 est un scénario optimiste.

MEILLEURE STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

Au-delà de la prégnance de l'inflation, qui reste très pénalisante pour les classes inférieure et moyenne de la population, la stabilité macroéconomique s'est renforcée au cours des deux dernières années.

Le déficit courant mesuré en cumul sur 12 mois s'est considérablement réduit, passant de USD 55 mds en mai 2023 à USD 11 mds en octobre 2024. L'allègement de la facture pétrolière en explique un peu plus de la moitié. Mais, hors énergie et importations nettes d'or, la balance courante reste largement excédentaire grâce à la résistance des exportations et, surtout, des recettes du tourisme qui ont atteint un record historique à USD 52,5 mds (toujours en cumul sur 12 mois en octobre). La diminution du déficit courant couplée au retour en force des investissements de portefeuille (USD +22 mds), et la capacité des banques et des entreprises à renouveler largement leur dette à moyen et long terme (USD +10,5 mds) ont permis une forte progression des réserves officielles de change depuis avril, à hauteur de USD 36 mds (stock d'or inclus) et USD 24 mds (stock d'or exclu). Début novembre, le montant des réserves de change au sens du FMI dépassait USD 60 mds, alors qu'elles étaient légèrement négatives fin mai/début juin 2023. Mieux encore, nette des positions hors bilan de la CBRT (constituées principalement de *swaps* de change avec les banques commerciales), la position de change de

la CBRT, qui avait été suivie par les marchés lors des épisodes de stress passés, est redevenue positive, à hauteur de USD 45 mds, alors qu'elle était encore très largement négative jusqu'en avril 2024¹. La dédollarisation des dépôts a, en effet, conduit les banques commerciales à réduire leur position de change créditrice hors bilan vis-à-vis de la Banque centrale.

L'amélioration de la stabilité macroéconomique s'explique aussi par un dérapage encore contrôlé du déficit budgétaire (hors dépenses exceptionnelles liées au tremblement de terre de février 2023) et la diminution spectaculaire du ratio de dette malgré la dépréciation de la livre (59% de la dette de l'État central est libellé ou indexé sur le change et 6% indexé sur l'inflation). Ainsi, le déficit en « base caisse » du Trésor s'est creusé (de 2,4% en 2023 à 4,4% en septembre 2024²), mais la dette du gouvernement central ne représentait plus que 22% du PIB en septembre³. La charge des intérêts s'est alourdie avec la hausse des taux d'intérêt (de 2,1% à 2,6% du PIB) mais elle est largement soutenable.

L'amélioration de la stabilité macroéconomique s'explique enfin par un risque de crédit des banques maîtrisé (fin septembre, le taux de créances douteuses était toujours très bas, à 1,7%) et l'amélioration de la solvabilité des entreprises dans leur ensemble.

FORTE EXPOSITION À LA CONCURRENCE CHINOISE SUR LE MARCHÉ EUROPÉEN

L'économie turque est structurellement vulnérable aux chocs extérieurs. Financiers, bien sûr, car les besoins de financements extérieurs restent très importants (même s'ils ont diminué). Ainsi, une sortie brutale des investissements de portefeuille, qui se sont reconstitués au cours des 12 derniers mois, affecterait la livre turque et les taux d'intérêt presque aussi durement que par le passé.

L'économie turque est également vulnérable au travers de son commerce extérieur, tout particulièrement dans les circonstances actuelles. Les exportations vont pâtir à la fois du marasme en Allemagne (premier partenaire commercial de l'Union européenne et du Royaume-Uni, totalisant 8% des exportations turques) et de la concurrence accrue de la Chine. Tout d'abord, les produits chinois importés en Turquie représentent 17% du total des importations hors énergie et or. Jusqu'à présent, il s'agissait de produits de consommation courante à faible valeur ajoutée, mais la pénétration chinoise progresse et ses entreprises montent en gamme. Ensuite, du côté des exportations, le marché chinois est marginal pour la Turquie (seulement 1,3% de ses exportations). En revanche, les entreprises chinoises sont des concurrents très sérieux sur le marché européen. Pour les produits manufacturés finis ou semi-finis, si on combine la part que représentent les exportations chinoises dans les importations totales de la zone euro et le poids de la zone euro pour les exportateurs d'un pays donné, l'exposition de la Turquie à la concurrence chinoise n'est que légèrement inférieure à l'exposition des pays d'Europe centrale, qui sont de loin les plus exposés.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ La position débitrice avait atteint un maximum de USD 61 mds fin mars 2024. Le retour à une position créditrice s'explique par l'accumulation des réserves retracée dans la balance des paiements mais surtout par le non-renouvellement des *swaps* de change avec les banques commerciales, qui permettaient à ces dernières de respecter la limite réglementaire de leur propre position générale de change (i.e. y compris la position hors bilan).

² Le solde budgétaire du trésor en « base caisse » (qui n'est d'ordinaire pas la référence) permet un suivi non biaisé de l'exécution depuis décembre 2023 contrairement au solde du gouvernement central en base engagement (la référence en temps normal). En effet ce dernier inclut les engagements de dépenses au titre du tremblement de terre, qu'elles aient été déboursées ou non. Or les engagements au titre de 2023 ont été comptabilisés en décembre de sorte que le déficit du gouvernement central est passé de 2,7% du PIB en septembre 2023 à 5,2% en décembre. A contrario, entre décembre 2023 et septembre 2024, le solde base engagement a diminué (à 4,9% du PIB en septembre 2024) alors que le solde base caisse a augmenté. De manière temporaire, le solde base caisse reflète plus fidèlement l'orientation actuelle de la politique budgétaire.

³ Les chiffres pour septembre 2024 sont calculés sur la base des montants de déficit et de dette publiés par le ministère des finances à cette date et d'une hypothèse de progression du PIB en valeur de 58% par rapport au T3 2023. Le ratio devrait temporairement augmenter en décembre avec la prise en compte des dépenses liées au tremblement de terre dans le déficit. Le ratio de dette aux standards européens est légèrement plus élevé de 3,5 pp de PIB.



MOYEN ORIENT

QUELLES CONSÉQUENCES DE LA HAUSSE DU RISQUE GÉOPOLITIQUE AU MOYEN-ORIENT ?

Bien que les tensions au Moyen-Orient et le risque géopolitique aient fortement augmenté depuis octobre 2023, les marchés du commerce maritime et de l'énergie ont connu des évolutions contrastées. Si le coût de certaines catégories de fret a augmenté, les prix du pétrole s'inscrivent en baisse, notamment en raison d'une offre abondante. Une intensification du conflit qui touche la région reste possible et amènerait les prix de l'énergie à la hausse. Celui du GNL en Europe, où le marché est déjà tendu, est particulièrement sensible au contexte géopolitique. Or, ce dernier se tend et c'est dans ce contexte particulier que les pays du Golfe voient leurs besoins de financement augmenter tandis que les marchés du pétrole dépriment. En outre, dans leur politique de diversification, ces pays ont besoin d'un environnement régional apaisé, notamment en mer Rouge.

HAUSSE DU RISQUE GÉOPOLITIQUE DANS UNE RÉGION STRATÉGIQUE

Le déclenchement de la guerre entre Israël et le Hamas en octobre 2023 et l'escalade des tensions qui a suivi se sont traduits par une hausse significative du risque géopolitique au Moyen-Orient. L'indice de risque géopolitique GPR¹ a fortement augmenté à cette date et il se maintient à un niveau élevé depuis. C'est à la fois l'évolution de la nature du conflit et sa localisation qui justifient la persistance de l'indicateur à ce niveau élevé.

Depuis son déclenchement, le conflit a augmenté en intensité et a impliqué des belligérants de plus en plus puissants militairement, passant de conflits multiples et localisés se déroulant en partie via des intermédiaires locaux, à un affrontement direct entre deux puissances régionales. Si, pour le moment, les conséquences de cette escalade du conflit restent relativement limitées, le risque d'une intensification des affrontements persiste.

L'importance géopolitique du Moyen-Orient est d'abord liée au rôle de cette région dans le marché des hydrocarbures. En effet, 34% des exportations mondiales de pétrole et 14% de celles de gaz naturel liquéfié (GNL) proviennent des pays du Golfe. Ensuite, la région concentre certains des points de passages du commerce maritime parmi les plus stratégiques au niveau mondial. Le flux maritime passant par le détroit de Bab el-Mandeb, au sud de la mer Rouge, représente environ 12% des flux mondiaux de marchandises en volume (16% en valeur), dont environ 11% des flux maritimes de pétrole brut et 23% de ceux de blé. Par ailleurs, environ 27% du commerce maritime de produits pétroliers emprunte le détroit d'Ormuz (plus de 80% à destination de l'Asie), qui voit transiter 10% (en volume) des flux mondiaux de marchandises.

CONSÉQUENCES LIMITÉES SUR LE MARCHÉ DU PÉTROLE ET LE COMMERCE MARITIME

Dans un premier temps, la hausse du risque géopolitique n'a entraîné qu'une augmentation limitée des prix du pétrole, avant de se replier. Jusqu'à présent, les diverses estimations de la composante « prime de risque géopolitique » dans le prix du pétrole l'établissent à environ 10% du prix du baril, soit une intensification limitée du conflit (sans atteinte aux installations de production et de transport des hydrocarbures) malgré son extension géographique. La réaction limitée du marché du pétrole au risque géopolitique est liée à deux facteurs : malgré l'extension du conflit, le passage du détroit d'Ormuz n'a pas été affecté. Le blocage du détroit est actuellement considéré comme peu probable, même si ses conséquences seraient très graves étant donné l'absence de routes alternatives pour certains exportateurs importants (par exemple le Koweït et le Qatar). Celles disponibles pour les exportations saoudiennes et émira-

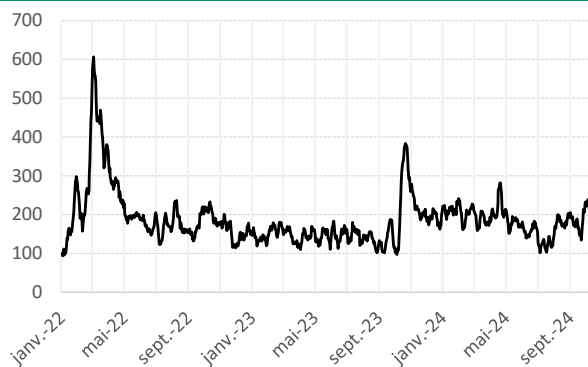
1 L'indice GPR, développé par D. Caldara et M. Iacoviello (*Geopolitical Risk (GPR) Index (matteoiacoviello.com)*) est un indicateur du risque géopolitique basée sur de la recherche textuelle dans une dizaine de titres de la presse anglo-saxonne.

FLUX D'HYDROCARBURES ET DÉTROITS STRATÉGIQUES			2023
Pétrole et autres liquides (mb/j)	Transit par Bab el-Mandeb		8,6
	Transit par détroit d'Ormuz		21
	Flux maritime total		78
Gaz Naturel Liquéfié (mds m ³)	Transit par Bab el-Mandeb		41
	Transit par détroit d'Ormuz		108
	Flux maritime total		550

TABLEAU 1

SOURCE: IEA, BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

INDICE DE RISQUE GÉOPOLITIQUE GPR (INDICE 100=JANVIER 2022)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GPR INDEX MATTEOIACOVIELLO.COM, BNP PARIBAS

ties ont une capacité limitée (respectivement 5 mb/j et 1,5 mb/j pour des exportations totales de 11 mb/j).

Par ailleurs, les fondamentaux du marché du pétrole sont actuellement baissiers en raison, d'une part, de la faiblesse de la demande chinoise, et d'autre part, de la hausse de la production provenant de pays non soumis aux quotas de l'OPEP (principalement les États-Unis, le Canada, le Brésil et le Guyana).

Le transport maritime a été perturbé par le blocage du détroit de Bab el-Mandeb, mais l'existence de routes maritimes alternatives a permis de limiter les conséquences au niveau mondial. La circulation en mer Rouge s'est réduite depuis fin 2023, mais de façon différenciée suivant le type de marchandise. La réduction et le re-routage par le Cap de

Bonne-Espérance a concerné les conteneurs et la plupart des matières premières, notamment les produits pétroliers raffinés. Le trafic maritime en mer Rouge a baissé de plus de 70% et la part de marché du Canal de Suez dans la totalité des flux maritimes de marchandises est passée de 10% avant octobre 2023 à 6% en août 2024². Deux facteurs sont toutefois venus limiter cette forte baisse des volumes : la baisse des flux de pétrole brut a été limitée, en raison notamment de la persistance des flux provenant de Russie, et, pour la même raison, le transit du blé par Suez a augmenté.

À un niveau plus global, les conséquences sur les prix des perturbations dans la circulation maritime en mer Rouge ne sont pas uniformes. C'est principalement le coût de transport de containers qui a été affecté. Ainsi, le Shanghai Containerized Freight Index a augmenté de 120% entre octobre 2023 et juin 2024 ; et, selon la CNUCED³, plus de 80% est dû aux perturbations en mer Rouge (celles liées à la baisse du niveau d'eau du Canal de Panama ne jouant qu'un rôle marginal). En termes de volumes, le fret maritime mondial a continué de progresser (+2,9% en g.a. durant 8M 2024, après +2,6% pour l'ensemble de l'année 2023).

PERSPECTIVES

• Le risque géopolitique devrait rester élevé

Selon notre scénario central, le risque géopolitique devrait rester élevé dans la région, au moins pendant une partie de l'année 2025. Comme au cours de l'année 2024, des épisodes de très fortes tensions pourraient survenir, mais la tendance principale reste celle d'opérations militaires ciblées.

La politique moyen-orientale de la nouvelle administration américaine constitue un nouvel élément d'incertitude. La politique de la première administration Trump – rapprochement diplomatique de certaines monarchies du Golfe et d'Israël, pression économique sur l'Iran – devra prendre en compte le conflit en cours, et donc un contexte géopolitique très différent où le risque d'escalade est élevé. À ceci s'ajoute le caractère en partie « transactionnel » de la diplomatie trumpienne, qui rend difficile tout exercice de prévision.

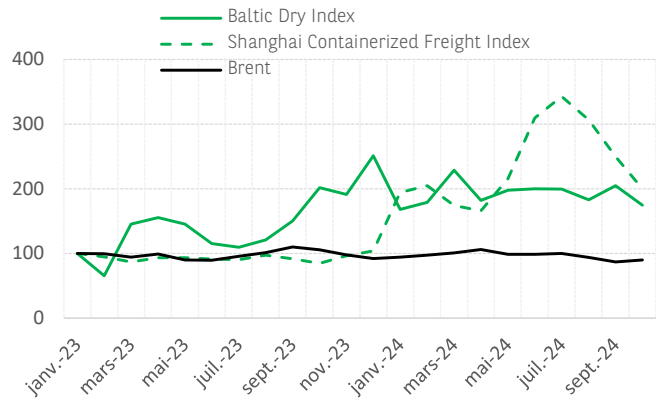
• Marché du LNG

Même si environ ¼ des exportations de GNL provenant du Golfe est à destination de l'Asie, la hausse de la part de contrats flexibles, qui facilitent les possibilités d'arbitrage entre les marchés asiatiques et européens, accentue la vulnérabilité européenne aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Les deux principaux risques sont : le blocage du détroit d'Hormuz, qui propulserait les prix vers des sommets étant donné l'importance du Qatar dans les exportations mondiales de GNL (20% en 2023), et des contraintes sur la production en Méditerranée orientale. La production gazière israélienne devrait atteindre 27 mds de m3 en 2024 et environ 10 mds de m3 devraient être exportés vers l'Égypte. Une atteinte à la capacité de production israélienne ou une perturbation des exportations vers l'Égypte augmenteraient la demande régionale de gaz, et pourraient avoir des répercussions sur le prix du GNL européen. En effet, l'équilibre du marché européen est relativement tendu à court terme, pour des raisons saisonnières (hausse de la consommation en hiver), ainsi qu'à cause de la fin probable des exportations russes vers l'Europe via l'Ukraine fin 2024 et des retards dans la mise en production de certaines unités de liquéfaction et d'exportation aux États-Unis.

• Marché du pétrole

Un blocage du détroit d'Hormuz constituerait le principal facteur qui pourrait significativement pousser les prix du pétrole à la hausse (au-delà de 100 USD/b). Hormis ce risque, qui ne fait pas partie de notre scénario central, les fondamentaux du marché pétrolier devraient plutôt orienter les prix à la baisse, en témoigne la récente décision du cartel de l'OPEP

PRIX DU PÉTROLE ET DU FRET (INDICE 100=JANVIER 2023)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DATASTREAM, BNP PARIBAS

de reporter la hausse de ses quotas de production. Pour le moment, le marché du pétrole a peu réagi à l'élection du nouveau président américain. En-dehors de sa volonté affichée de favoriser la production américaine, une des principales incertitudes à court terme sera l'éventualité de nouvelles sanctions sur les exportations iraniennes (environ 1,6 mb/j). Dans ce cas, la volonté des producteurs du Golfe (qui disposent des principales capacités de production non utilisées) de compenser rapidement la réduction de l'offre déterminera l'orientation des prix, au moins à court terme. En effet, ils peuvent avoir intérêt, au moins temporairement, à laisser le prix du pétrole augmenter.

• Pays du Golfe

Ce contexte de relative déprime du marché pétrolier et de risque géopolitique élevé dans la région affecte plus particulièrement certains pays du Golfe. Si la région reste exportatrice nette de capitaux, en raison des investissements de portefeuille des principaux fonds souverains (notamment aux UAE et au Qatar), le financement de déficits budgétaires (Arabie saoudite) et des investissements appuyant la diversification économique (les programmes « Vision ») accroît les entrées de capitaux. La situation de l'Arabie saoudite est, à ce titre, significative. Avec des projets d'investissement très importants (Vision 2030), des investissements directs étrangers en-deçà des attentes (équivalant à 0,9% du PIB en S1 2024) et le niveau élevé du prix du baril qui équilibre le budget (environ 100 USD/b pour l'Arabie saoudite), les besoins de financement du royaume augmentent fortement. Ainsi, le gouvernement et le *Public Investment Fund* (PIF) ont émis plus de USD 50 mds d'obligations internationales en 2024 (environ 5% du PIB), soit le montant le plus important parmi les économies émergentes hors Chine. Par ailleurs, le PIF a annoncé sa volonté de réduire son exposition aux actifs étrangers (de 30% à 18% du total) afin de privilégier l'investissement dans le royaume. À moyen terme, la zone de la mer Rouge devrait prendre une importance économique croissante pour l'Arabie saoudite dans le cadre de Vision 2030. Parmi les axes de développement figurent le secteur du tourisme, qui est particulièrement vulnérable au risque géopolitique, et d'autres secteurs dirigés en partie vers l'exportation (ressources minières, énergies renouvelables, hydrogène), qui dépendent donc de la disponibilité et de la sécurité des routes maritimes.

Selon notre scénario central, les conséquences économiques de la hausse du risque géopolitique sur les pays du Golfe devraient rester limitées à court terme. Néanmoins, à moyen et long terme, la sécurité des détroits continuera de peser sur leurs perspectives économiques de la région.

Pascal Devaux pascal.devaux@bnpparibas.com

² Kpler, Update on Red Sea trade flow impacts, 1 Oct 2024.
³ UNCTAD, 2024 Review of maritime transport.

ANGOLA

L'ÉTAU SE RESSERRE

En 2024, la croissance économique de l'Angola rebondit difficilement. L'économie non pétrolière fait face à de multiples vents contraires tandis que le secteur des hydrocarbures renoue timidement avec la croissance. Malgré des excédents courants importants, la pression sur les comptes extérieurs demeure forte depuis la reprise, en 2023, du service de la dette extérieure due à la Chine. Le kwanza continue de se déprécier face au dollar, ce qui détériore fortement la solvabilité de l'État. L'étau se resserre sur le gouvernement. Il doit faire face à des amortissements de dette extérieure de plus en plus élevés à l'heure où le risque d'un tarissement des flux de capitaux chinois s'accroît.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE TRIBUTAIRE DU SECTEUR PÉTROLIER

De 2015 à 2023, le PIB angolais s'est contracté en moyenne de 0,5% par an. L'activité économique a été systématiquement tirée vers le bas par le secteur des hydrocarbures (30% du PIB). Celui-ci s'est contracté de 37% en termes réels sur la même période du fait du déclin naturel des puits de pétrole en activité et du manque considérable d'investissements pour dynamiser le secteur.

En 2024, la croissance économique devrait rebondir pour atteindre 3,2%. Elle est notamment soutenue par le retour à la croissance du secteur pétrolier (graphique 1). Sur les neuf premiers mois de l'année, la production de pétrole est en hausse de 4% en glissement annuel (g.a.) et atteint 1,13 million de barils par jour (mb/j). Depuis sa sortie de l'OPEP en janvier 2024, l'Angola est libre de produire plus de 1,11 mb/j, le quota que lui avait imposé le cartel pour l'année en cours. Cela a quelque peu renforcé l'appétit des investisseurs : en mai 2024, un consortium d'entreprises pétrolières a annoncé une décision finale d'investissement à hauteur de USD 6 mds pour un projet d'extraction de 70 000 mb/j, qui devrait être opérationnel en 2028. Cependant, la production de pétrole ne devrait pas décoller significativement. Mis bout à bout, les projets d'investissement en cours et à venir devraient tout juste permettre de compenser le déclin naturel des puits de pétrole en activité. Ainsi, la production pétrolière devrait se maintenir autour de 1,1 à 1,2 mb/j jusqu'en 2030, soit bien en dessous des 1,8 mb/j que l'Angola produisait en moyenne sur 2010-2016.

En parallèle, la croissance du PIB non pétrolier était limitée à 1% par an en moyenne entre 2015 et 2023. Un rebond est attendu à 3,3% en 2024 mais, même à ce niveau, la croissance hors pétrole reste très faible eu égard au taux de croissance de la population. L'économie continue d'affronter de nombreux vents contraires : l'activité des entreprises est fortement contrainte par les pénuries de devises et le climat des affaires difficile, tandis que l'inflation est structurellement élevée et pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, ce qui alimente un climat social tendu. L'inflation des prix à la consommation a atteint un pic à 31,1% en g.a. en juillet 2024 et s'est maintenue à 29,2% en octobre. La politique monétaire de la Banque centrale d'Angola (BNA) ne parvient pas à juguler l'inflation. Depuis mai 2024, elle a laissé son taux directeur inchangé à 19,5%, mais l'efficacité de la politique monétaire est surtout limitée par la forte dollarisation de l'économie et par le faible poids du crédit bancaire au secteur privé dans l'économie (8% du PIB).

COMPTES EXTÉRIEURS SOUS PRESSION MALGRÉ DES EXCÉDENTS COURANTS

Depuis 2018, l'Angola parvient à dégager chaque année un excédent courant. En 2024, celui-ci devrait rebondir à 6,3% de PIB, contre 4,6%

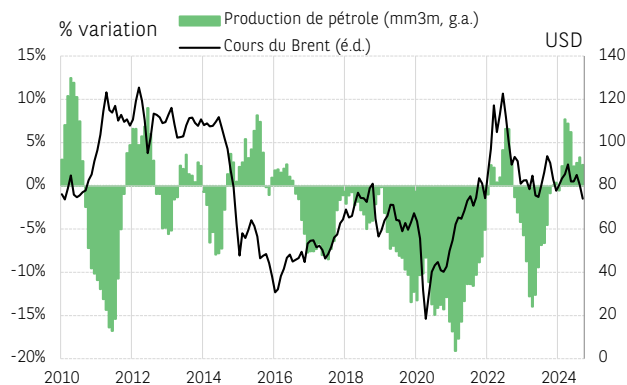
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	-5.6	1.2	3.0	1.0	3.2	3.2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	22.3	25.8	21.4	13.6	28.2	21.3
Solde budgétaire, % du PIB	-1.6	3.4	0.6	0.4	0.2	-1.5
Dette publique, % du PIB	130.2	87.6	65.8	84.7	69.8	63.6
Solde courant, % du PIB	1.6	11.9	10.4	4.6	6.4	4.8
Dette externe, % du PIB	119.2	93.6	53.1	71.8	64.9	59.2
Réserves de change, mds USD	14.9	15.5	14.7	14.7	14.9	15.1
Réserves de change, en mois d'imports	11.8	9.9	6.2	7.4	8.5	8.5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ANGOLA : CONJONCTURE DU SECTEUR PÉTROLIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ANPG, EIA, BNP PARIBAS

de PIB en 2023. Sur le premier semestre de 2024, la hausse de la production de pétrole et la stabilisation des cours du Brent ont permis d'accroître les recettes d'exportations pétrolières de 7,5% en g.a. En parallèle, les importations se sont contractées de 17% en g.a. Ainsi, le solde courant a enregistré un surplus de USD 3,5 mds au S1 2024, contre seulement USD 0,5 md au S1 2023.

Cependant, les performances du compte financier sont nettement moins favorables. Depuis 2023, la reprise du service de la dette extérieure due à la Chine a fait basculer les entrées nettes de dette de long terme en territoire négatif. De plus, les sorties nettes d'investissements de portefeuille ont repris au S1 2024 (USD -1,4 md), après être briève-



ment devenues positives en 2023. Point positif : les flux nets d'IDE sont devenus positifs au S1 2024 (USD +460mn) pour la première fois depuis 2016. S'ils demeurent largement insuffisants pour compenser les sorties nettes d'investissements de portefeuille, ils pourraient toutefois continuer de croître au S2 2024 et en 2025, compte tenu des projets d'investissement dans le secteur des hydrocarbures.

Par conséquent, la liquidité extérieure demeure à un niveau historiquement bas. En septembre 2024, les réserves de change atteignaient USD 14,9 mds (+0,1 md comparé à fin 2023) et restaient proches d'un niveau plancher atteint en février dernier. En 2024, la BNA a poursuivi ses opérations sur le marché des changes pour limiter la dépréciation du kwanza. Malgré cela, la monnaie angolaise s'est dépréciée de 11% face au dollar US entre décembre 2023 et septembre 2024, après -39% en 2023.

INQUIÉTUDES SUR LES FINANCES PUBLIQUES

À 19% du PIB en moyenne sur 2015-2023, les recettes publiques sont faibles. De plus, elles sont fortement volatiles, puisqu'en moyenne sur la période, plus de la moitié provient des revenus pétroliers. Ainsi, depuis 2018, le gouvernement fait preuve de prudence et ajuste en cours d'année ses dépenses afin de préserver l'équilibre budgétaire (exception faite de 2020, compte tenu de la pandémie de Covid-19).

Cependant, les marges de manœuvre des finances publiques s'ameublissent. Le déclin de la production pétrolière depuis 2015, alors que les recettes non pétrolières stagnent, est un facteur d'inquiétude majeur. En outre, la dépréciation continue du kwanza menace la solvabilité de la dette publique, dont 75% du stock est libellé en devises. En 2023, la dépréciation brutale du kwanza en juin a contraint le gouvernement à couper drastiquement dans ses dépenses au deuxième semestre pour pouvoir honorer ses créanciers, tout en préservant un maigre excédent budgétaire (0,4% de PIB). Le FMI estime que, sur la période 2024-2025, le paiement des intérêts sur la dette devrait dépasser 30% des recettes budgétaires, un niveau très alarmant.

Dans ce contexte, l'élimination des subventions sur l'énergie, initiée en juin 2023, est une réforme clé pour récupérer des marges budgétaires. Cependant, jusqu'à présent l'effet sur les finances publiques de la hausse, en monnaie locale, des prix sur l'essence (+87% en juin 2023) et du diesel (+48% en avril 2024) a été sapé par la dépréciation du kwanza. En septembre 2024, un litre d'essence à la pompe ne valait que USD 0,32 selon le taux de change officiel de la BNA, soit bien en dessous des prix du marché mondial. Par conséquent, la Banque mondiale estime que les subventions sur l'énergie devraient encore coûter 3% de PIB aux finances publiques de l'Angola en 2024. Compte tenu du climat social délétère et d'un taux d'inflation élevé, la libéralisation complète des prix de l'énergie, initialement prévue pour 2025, a été reportée.

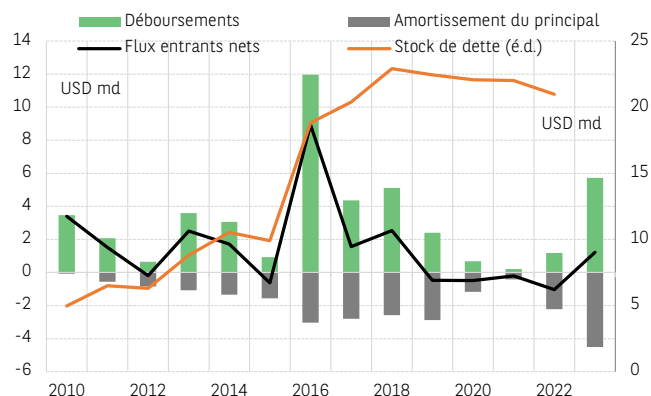
FORTE VULNÉRABILITÉ À LA CHINE

En 2023, le FMI estimait qu'une baisse de 1 point de pourcentage (pp) du taux de croissance du PIB réel chinois entraînait en moyenne une baisse de 0,5pp du taux de croissance des pays africains exportateurs de pétrole. Toutefois, ce groupe est caractérisé par de profondes disparités. L'Angola figure parmi les plus vulnérables au ralentissement de l'activité en Chine et à sa stratégie de mieux orienter ses crédits. Cette vulnérabilité se transmet *via* deux canaux : i) les flux de commerce bilatéraux et le prix des matières premières, et ii) les flux de capitaux.

Les exportations de l'Angola sont constituées de pétrole à plus de 90%, et la Chine est de loin son premier marché. Cependant, après un pic atteint

¹ Boston University Global Development Policy Center. 2024. Chinese Loans to Africa Database.

ANGOLA : STOCK ET FLUX DE DETTE EXTÉRIÈRE DUE À LA CHINE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

en 2017, les ventes de pétrole angolais à la Chine ont progressivement chuté (en volume) jusqu'en 2023. Alors qu'en 2010, l'Angola était le second fournisseur de pétrole de la Chine, le pays est tombé à la huitième place en 2023, devancé par les pays du Golfe, géographiquement plus proches et dont la production est moins volatile et plus importante. Ainsi, en moyenne sur 2022-2023, la part de la Chine dans les exportations de pétrole angolais a chuté à 50%, contre 70% en moyenne sur 2018-2021. Jusqu'à présent, l'Angola a été en mesure de réorienter ses exportations vers l'Europe, en profitant de l'embargo européen sur le pétrole de Russie. Ainsi, le top cinq des importateurs européens de pétrole angolais a vu sa part croître de 7% en moyenne sur 2018-2021 à 26% du total des exportations de pétrole angolais sur 2022-2023. Toutefois, la capacité de l'Europe à continuer d'absorber la baisse de la demande chinoise à moyen terme est fortement limitée. En outre, le ralentissement de la demande chinoise d'hydrocarbures peut également se traduire par une baisse du prix du pétrole, puisque la Chine à elle seule représente 16% de la demande mondiale. L'impact serait fortement négatif pour les comptes extérieurs de l'Angola ainsi que pour ses finances publiques.

Par ailleurs, l'Angola est le pays africain le plus vulnérable au risque de tarissement des capitaux chinois, qui résulterait de la stratégie de la Chine de réorienter ses crédits vers des emprunteurs moins risqués. Depuis 2000, la Chine s'est engagée à prêter à hauteur de USD 46 mds à l'Angola¹, faisant du pays le premier récipiendaire du continent (loin devant les USD 14 mds prêtés à l'Éthiopie, qui arrive en deuxième position). Mais la Chine a revu à la baisse son soutien financier depuis le choc pandémique, quand l'Angola s'est trouvé au bord du défaut. Selon la Banque mondiale, les entrées nettes de dette bilatérale de long terme sont devenues négatives sur la période 2019-2022, tirées vers le bas par des remboursements de principal élevés ; les entrées brutes, quant à elles, ont baissé à USD 1,1 md par an en moyenne, contre USD 3,9 mds par an en moyenne sur 2010-2018 (graphique 2). Alors qu'un tiers de sa dette extérieure est due à la Chine, et que les amortissements de dette bilatérale se maintiendront à des niveaux records sur 2025-2027 (plus de USD 4 mds par an), l'Angola pourrait faire face à un risque de refinancement externe accru si la Chine décidait de réduire davantage son soutien financier.

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

MAROC

UN POTENTIEL À CONFIRMER

L'économie continue de résister. Un nouvel épisode de sécheresse pèsera sur la croissance en 2024, mais l'activité hors agriculture reste soutenue. L'investissement se redresse fortement et le reflux rapide de l'inflation soutient la consommation des ménages. La stabilité macroéconomique n'est pas menacée. L'envolée des annonces de projets d'IDE constitue un autre motif de satisfaction. Idéalement situé et offrant des avantages indéniables dans un contexte de fragmentation géoéconomique, le Maroc semble tirer parti de la reconfiguration des chaînes de valeur mondiales. L'impact pourrait être considérable. Néanmoins, il en faudra sans doute plus pour endiguer un chômage qui ne cesse d'augmenter.

CROISSANCE : UN RALENTISSEMENT À RELATIVISER

Après un rebond à 3,4% en 2023, la croissance va décélérer et passer sous les 3% en 2024. Elle n'a ainsi atteint que 2,5% en g.a. en moyenne sur les six premiers mois de l'année. La contraction de 5% de la valeur ajoutée agricole, en raison d'une nouvelle sécheresse, explique l'essentiel du ralentissement. Hors agriculture, en revanche, l'activité reste soutenue à 3,3% en g.a. au S1 2024, soit un rythme similaire à sa dynamique pré-pandémique. Surtout, les moteurs de la croissance se rééquilibrent à mesure que les chocs se dissipent.

En 2022 et au S1 2023, l'activité a été principalement tirée par les échanges extérieurs de biens et services (*graphique 1*). Depuis le S2 2023, leur contribution à la croissance est redevenue négative, ce qui n'est pas inquiétant dans la mesure où la plupart des secteurs tournés vers l'extérieur enregistrent toujours des performances solides. À fin août, les exportations de marchandises et les recettes touristiques affichaient des hausses respectives de 5,5% et 7,1%. En parallèle, la demande intérieure a continué de montrer des signaux encourageants de consolidation, en particulier l'investissement qui se redresse fortement depuis le T4 2023 après deux années difficiles. La bonne résistance de la consommation privée se confirme également. Malgré une confiance des ménages en berne en raison notamment d'un marché du travail dégradé (voir ci-dessous), elle progresse désormais à un rythme annuel légèrement supérieur à 3% grâce à deux facteurs de soutien qui vont perdurer : les transferts financiers significatifs de la diaspora marocaine et la baisse de l'inflation.

LA BAISSÉ DE L'INFLATION OFFRE DES MARGES DE MANŒUVRE

Le risque inflationniste s'est nettement réduit. L'inflation des prix à la consommation a rapidement baissé depuis le pic de 10% en g.a. atteint au début 2023. Elle oscille désormais autour de 1% grâce au reflux de l'inflation des prix alimentaires, dont l'envolée à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine avait contribué aux ¾ de la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC). L'inflation hors alimentation est restée beaucoup plus contenue, passant d'un point haut à 5% à la mi-2022 à 1% en septembre 2024, notamment grâce à la baisse des cours mondiaux de l'énergie.

Dans ce contexte, les autorités monétaires ont procédé à une première baisse de taux de 25 points de base (pb) à 2,75% en juin 2024, puis maintenu le statu quo en septembre. Vont-elles poursuivre le mouvement de baisse lors de la prochaine réunion en décembre? D'un côté, de nombreux voyants sont au vert : ré-ancrage des anticipations d'inflation proches des 2% contre presque 5% au T2 2023, environnement extérieur plutôt favorable grâce notamment à l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et de la Fed (le MAD est arrimé à 60% à l'euro et 40% au dollar). D'un autre côté, la vigueur de la demande domestique, ou encore les incertitudes géopolitiques au Moyen-Orient pourraient inciter

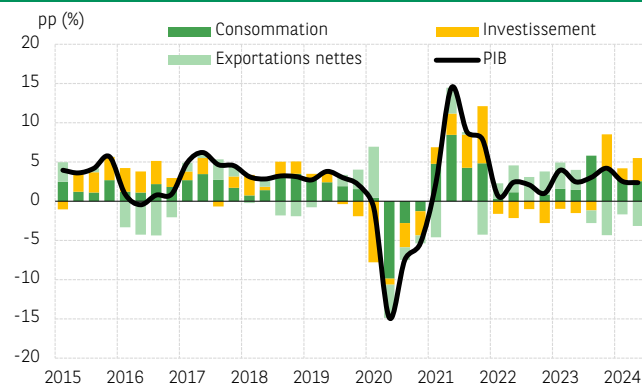
PRÉVISIONS

	2021	2022e	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	8,2	1,5	3,4	2,6	3,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,4	6,7	6,1	1,5	2,3
Solde budgétaire, % du PIB	-5,9	-5,2	-4,4	-4,3	-3,8
Dette du gouv. central, % du PIB	69,4	71,5	69,4	69,5	68,5
Solde courant, % du PIB	-2,3	-3,6	-0,6	-1,1	-1,9
Dette externe, % du PIB	45,7	49,5	48,0	48,2	48,8
Réserves de change, mds USD	35,6	32,3	36,3	39,1	38,0
Réserves de change, en mois d'imports	7,1	5,3	5,9	6,0	5,6

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MAROC : RÉÉQUILIBRAGE DE LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : HCP, BNP PARIBAS

La Banque centrale à temporiser de nouveau. De plus, les conditions monétaires sont toujours accommodantes. Le taux directeur réel (*ex-ante*) est redevenu positif mais il demeure en dessous du taux neutre, estimé par le FMI à 1-1,5%.

Quoi qu'il en soit, la Banque centrale dispose de marges de manœuvre plus confortables pour piloter sa politique monétaire, d'autant que les risques macro-financiers sont également contenus.

DES COMPTES EXTÉRIEURS ET BUDGÉTAIRES SOLIDES

Malgré des cours du pétrole élevés (15-20% des importations totales du Maroc) et une conjoncture dégradée en Europe, le principal partenaire



commercial du Maroc, le déficit courant s'est fortement réduit en 2023, pour atteindre 0,6% du PIB. Il va se creuser cette année sous l'effet d'une hausse des importations due à la fois par les nouveaux projets d'investissement et la hausse des besoins de biens alimentaires (liée à la mauvaise campagne agricole). Mais la bonne tenue des principales sources de devises (exportations de marchandises, transferts privés, recettes touristiques) devrait permettre de maintenir le déficit courant entre 1 et 2% du PIB. Ce niveau modéré de déficit n'est pas une source d'instabilité pour une économie qui bénéficie par ailleurs d'entrées de capitaux robustes. De plus, les réserves de change avoisinent les six mois d'importations. Avec une dette extérieure inférieure à 50% du PIB et des primes de risque revenues à leur niveau pré-pandémie, le Maroc dispose aussi de leviers pour emprunter sur les marchés financiers internationaux si nécessaire.

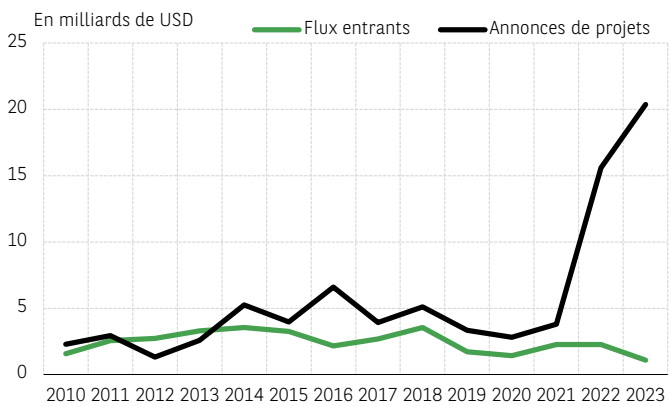
Les finances publiques sont également solides. Depuis le choc de la pandémie, le déficit budgétaire s'est contracté de presque 3 points de PIB (à 4,4% du PIB en 2023) en dépit d'une conjoncture parfois défavorable, de l'effort soutenu du gouvernement en termes d'investissement (+1,7 points de PIB entre 2019 et 2023) et de la mise en place de réformes coûteuses (refonte du système de protection sociale : 1,5-2% du PIB par an). Le déficit devrait se stabiliser à 4,3% du PIB en 2024 puis se réduire à nouveau en 2025, grâce notamment à la poursuite de la réforme du système de subventions. Selon la nouvelle loi de finances, le déficit budgétaire serait ainsi ramené à 3,5% du PIB en 2025, un objectif ambitieux mais crédible au regard de la bonne tenue du programme de consolidation des finances publiques jusqu'à présent. Ce faisant, la dette du gouvernement poursuivrait sa lente décade. À 69,5% du PIB, elle reste élevée mais son profil est favorable. À peine un quart du stock de dette est libellé en devises. De plus, l'assouplissement de la politique monétaire ne peut qu'améliorer des conditions de financement déjà avantageuses pour le Trésor public. Le taux apparent de la dette du gouvernement marocain est de 3,3% à fin 2023, soit l'un des plus bas de la région, et le regain de confiance des investisseurs dans la stabilité macroéconomique s'accompagne d'un allongement de la maturité de la dette domestique qui atteint désormais sept ans et trois mois.

DÉGRADATION TENDANCIELLE DU MARCHÉ DU TRAVAIL

L'horizon s'éclaircit notamment sur le plan de la croissance économique : un rebond à 4% est attendu pour 2025, en supposant une meilleure campagne agricole et une bonne tenue de l'investissement. Malgré la persistance de risques qui pèsent, en particulier, sur les cours mondiaux du pétrole, la dynamique des finances publiques et extérieures devrait rester sous contrôle sans entraver la capacité des autorités à soutenir l'économie et à mener à bien plusieurs chantiers structurants, dont l'extension de la couverture sociale est sans doute le projet le plus ambitieux.

Néanmoins, la dégradation continue du marché du travail soulève des questions de fond. Le taux de chômage culmine désormais à 13,6%, soit 3 points de plus que son niveau pré-pandémique, tandis que le taux d'activité ne cesse de reculer. De fait, le Maroc perd en moyenne plus de 90 000 emplois chaque année depuis 2020, ce qui peut s'expliquer en grande partie par la multiplication des épisodes de sécheresse (le secteur agricole contribue pour 30% de l'emploi) mais pas seulement. Les limites du modèle économique du Maroc étaient déjà visibles avant 2020. La croissance économique moyenne a ralenti de 5% par an sur la première partie des années 2000 et à 3-3,5% sur la période 2015-2019. De plus, son contenu en emplois s'est détérioré. Chaque point de PIB supplémentaire ne génère déjà plus que 12 400 emplois entre 2010 et 2019 contre 31 300 entre 2001 et 2009. En cas de choc dans l'agriculture, l'économie n'est donc plus en mesure d'absorber les destructions d'emplois de ce secteur. Or, la situation ne devrait pas s'améliorer dans les années à venir au regard de la vulnérabilité du Maroc au changement climatique et l'absence d'accélération attendue de la croissance économique.

MAROC : INVESTISSEMENT DIRECT ÉTRANGER



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CNUCED, BNP PARIBAS

Selon les prévisions du FMI, la croissance devrait atteindre 3,4% par an en moyenne sur la période 2026-2029. Elle resterait parmi les plus élevées des pays importateurs de pétrole de la région, mais insuffisante pour satisfaire les besoins de développement économique et social du Maroc.

INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS : UN LEVIER À FORT POTENTIEL

Conscientes de ces difficultés, les autorités ont lancé en 2021 un vaste programme pluriannuel qui vise à remodeler en profondeur le modèle de développement du Maroc. La portée des réformes reste encore difficile à mesurer. Néanmoins, l'économie marocaine dispose d'atouts indéniables qui devraient l'aider à tirer parti du contexte actuel de réorganisation des chaînes de production mondiales : une situation géographique stratégique, de solides infrastructures, un environnement macroéconomique stable, et des accords commerciaux avec l'Union européenne et les États-Unis.

Plusieurs indicateurs attestent ainsi d'un changement profond de l'attractivité du Royaume. Les annonces de nouveaux projets d'investissements directs étrangers (IDE) ont été multipliées par cinq au cours des deux dernières années (graphique 2). Le Maroc est le pays où la part de nouveaux projets ramené en points de PIB est la plus élevée comparé à d'autres pays « connecteurs » : 14% en 2023 contre moins de 2% pour le Mexique et la Turquie. En outre, cette envolée s'accompagne de l'émergence d'un nouvel investisseur, la Chine. Cette dernière représente historiquement moins de 2% des flux d'IDE, mais compte pour presque 30% des annonces de projets d'IDE en 2022-23. Le poids grandissant dans la composition des IDE du secteur manufacturier, désormais principal récipiendaire, traduit aussi une intégration accrue dans les chaînes de valeur mondiale.

L'impact de ces nouveaux projets est potentiellement considérable mais ne doit pour le moment pas être sur-estimé. Le Maroc vient de connaître de profondes mutations avec le développement de la filière automobile. Les exportations de ce secteur ont plus que triplé en une décennie, ce qui a considérablement amélioré la capacité de résistance de l'économie à des chocs extérieurs sans pour autant relever son potentiel de croissance. Renforcer les liens entre le développement de ces niches industrielles à haute valeur ajoutée et le reste de l'économie sera donc un des principaux enjeux des prochaines années.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 isabelle.mateosylago@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe à la cheffe économiste - Responsable +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

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

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). 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 : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright: Jo Panuwat D

