

ECO EMERGING

1^{er} trimestre 2020 (achevé de rédiger le 24 janvier 2020)

Editorial

Naissance de l'Eco : un changement essentiellement symbolique

L'abandon du franc CFA et son remplacement par l'Eco, prévus en juin prochain, répondent à la volonté légitime des pays membres de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) de gérer leur monnaie commune...

p.2



Chine

p.3

Répét de début d'année



Inde

p.5

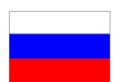
Des perspectives bien sombres



Brésil

p.7

En quête de rythme



Russie

p.9

Une économie de surplus



Mexique

p.11

L'investissement en panne



Chili

p.13

Temps de crise



Taiwan

p.15

L'économie trouve un nouveau souffle



Israël

p.17

La politique monétaire au défi du shekel fort



Ukraine

p.19

Vents favorables



Arabie saoudite

p.21

Une orientation budgétaire favorable à la croissance



Algérie

p.23

La transition économique, l'autre chantier



Éthiopie

p.25

Changement de stratégie

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

Eco
EMERGING



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Editorial

Naissance de l'Eco : un changement essentiellement symbolique

L'abandon du franc CFA et son remplacement par l'Eco, prévus en juin prochain, répondent à la volonté légitime des pays membres de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) de gérer leur monnaie commune. La gouvernance du régime de change va changer avec le retrait du Trésor français des instances de l'union, lequel restera malgré tout le prêteur en dernier ressort. La parité par rapport à l'euro demeurera fixe, limitant de fait l'indépendance de la politique monétaire. La principale raison de ce choix est que la stabilité macroéconomique de l'UEMOA reste fragile.

■ Fin officielle du franc CFA

Le 21 décembre 2019, les présidents ivoirien et français ont annoncé la fin du franc CFA et la réforme du fonctionnement de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA), premier pas vers la création d'une monnaie commune aux 15 pays membres de la Communauté économique des Etats d'Afrique de l'Ouest, la CEDEAO (8 pays de l'UEMOA, Nigéria, Ghana, Gambie, Libéria, Guinée, Cap-Vert et Sierra-Leone). En juin 2020, l'Eco remplacera officiellement le franc CFA et la France n'interviendra plus dans la gouvernance de l'UEMOA. Elle conservera néanmoins son rôle de garant et prêteur en dernier ressort, du moins dans un premier temps. Cette réforme répond à la volonté légitime des pays de l'UEMOA de gérer leur monnaie déjà commune. Son succès repose sur le maintien de la fixité par rapport à l'euro.

■ Changement de gouvernance

Outre le changement de nom, la France et les pays de l'UEMOA ont décidé de la fin de l'obligation, pour la Banque centrale régionale de pays d'Afrique de l'Ouest (BCEAO), de déposer au moins 50% de ses réserves de change sur le compte d'opérations auprès du Trésor français¹ et le retrait des représentants français des organes de décision et de gestion de la politique monétaire régionale.

Pour autant, la convertibilité illimitée de la nouvelle monnaie au taux fixe inchangé de 655,957 Eco pour 1 euro restera garantie par la France. Des détails techniques sont encore à apporter, en particulier les modalités de soutien en cas de tensions sur les réserves de change. A priori, une ligne de crédit illimitée sera mise en place. Mais l'UEMOA a déjà démontré sa capacité de résistance à des chocs politiques ou financiers, la garantie n'ayant été activée qu'une seule fois depuis sa création, juste avant la dévaluation de 50% du FCFA en 1994². Elle a notamment résisté à l'instabilité politique en Côte d'Ivoire (principal pays de la zone) et la baisse des prix des matières premières en 2015-2016. Les réserves de change sont revenues à un niveau convenable de EUR 13 mds, soit 5,1 mois d'importations de biens et services, au T3 2019 grâce, notamment, aux émissions d'Eurobonds de la Côte d'Ivoire et du Sénégal ces deux dernières années (pour 5 mds de dollars).

■ Les freins à plus de flexibilité

En pratique, l'accession à la souveraineté monétaire ne donnera pas plus de liberté à la BCEAO dans la conduite de sa politique monétaire. En effet, si le taux de change est fixe, elle devra maintenir l'écart qui existe déjà entre son taux directeur (2,5%) et celui de la zone euro quand bien même la plupart des pays de l'UEMOA respectent tous les critères de convergence tels que définis dans le projet d'union monétaire des pays de la CEDEAO³.

On peut toutefois se demander si les pays de l'UEMOA n'auraient pas dû saisir cette occasion pour introduire une dose de flexibilité au régime de change, en adoptant un ancrage à un panier de monnaies et une marge de fluctuation, et ainsi donner des marges de manœuvre à la politique monétaire. La principale raison à ce choix est que la stabilité macro-financière de l'UEMOA reste fragile. Depuis 2016, le déficit courant de la région dépasse 6% du PIB et le FMI n'entrevoit pas d'amélioration avant 2022 avec le démarrage de la production pétrolière au Sénégal. Surtout, l'endettement public a fortement progressé. De 35% du PIB en 2014, la dette publique de la zone est passée à 47,6% du PIB en 2019 en dépit d'une croissance soutenue. La dette en devise a suivi une tendance similaire en enregistrant une hausse de 11 points de pourcentage de PIB sur les 5 dernières années pour atteindre 33% du PIB en 2019. La charge d'intérêt a fortement progressé, dépassant 10% des recettes publiques (dons inclus) en Côte d'Ivoire et au Sénégal.

Par ailleurs, les élasticités prix des volumes d'exportations et d'importations sont faibles⁴ en raison de la forte proportion des exportations de matières premières non transformées dans le total des exportations (54%) et d'une base de production industrielle insuffisante pour se substituer aux importations. En d'autres termes, les économies ne sont pas assez diversifiées pour répondre positivement à une dépréciation du change. La stabilité du FCFA contre euro a permis de neutraliser les évolutions des prix du pétrole (largement importé) dans la mesure où ces derniers sont corrélés négativement avec le dollar. Enfin, et surtout, les Etats sont très largement endettés en devises, la dette extérieure de la zone représentant 70% de la dette totale.

Stephane Alby - François Faure

³ Inflation inférieure à 10%, déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB, un financement monétaire du déficit budgétaire inférieur à 10% des revenus budgétaires, un ratio de couverture des importations par les réserves de change supérieur à 3 mois d'importations.

⁴ M. Diarra, *La balance des paiements est-elle une contrainte à la croissance économique des pays de l'UEMOA*, Revue Economique et Monétaire – BCEAO juin 2014.

¹ La BCEAO va perdre des recettes sur la moitié de ses réserves de change qui étaient rémunérées à un taux préférentiel de 0,75% par la BCE.

² Avant 1994, il s'agissait de l'UMOA (Union Monétaire Ouest Africaine) mais les principes et modalités de fonctionnement (libre convertibilité, garantie du Trésor français, existence des comptes d'opération) étaient les mêmes.



Chine

Répit de début d'année

La croissance économique a ralenti à 6,1% en 2019. Les exportations se sont contractées et la demande intérieure continue de s'affaiblir. L'année 2020 débute sous de meilleurs auspices, puisque l'activité a montré quelques signes de reprise et un premier accord commercial vient d'être signé avec les Etats-Unis. Cependant, les perspectives de croissance pour 2020 restent dégradées, le rééquilibrage du modèle de croissance s'avère lent et difficile, et la gestion de la politique économique est de plus en plus complexe. Cette situation pourrait inciter Pékin à donner une nouvelle impulsion au processus de réformes structurelles, unique solution pour entretenir le regain d'optimisme de ce début d'année et améliorer les perspectives économiques de moyen terme.

La croissance économique s'est établie à 6,1% en 2019 contre 6,6% en 2018. Ce ralentissement marqué a été causé à la fois par le recul des exportations et l'affaiblissement de la demande intérieure (graphiques 1 et 2). Même si les indicateurs d'activité les plus récents et la signature d'un accord commercial préliminaire par les Etats-Unis et la Chine laissent place à un peu d'optimisme en ce début d'année, la croissance devrait continuer de ralentir en 2020.

Si la politique économique a pris un tour de plus en plus accommodant depuis deux ans, les autorités sont toutefois restées prudentes. Leur marge de manœuvre est en effet fortement restreinte par l'excès de dette de l'économie et par la nécessité de poursuivre les efforts d'assainissement du système financier, des entreprises publiques et du marché immobilier. En réponse à la dégradation des perspectives de croissance et aux difficultés grandissantes pour mener une politique de relance par le crédit, les autorités ont eu recours à des mesures fiscales de soutien aux entreprises et aux ménages. Les tensions avec les Etats-Unis et les difficultés du rééquilibrage des sources de la croissance pourraient-elles aussi pousser les autorités à donner un nouvel élan aux réformes structurelles ?

■ 2019 : choc externe et difficile adaptation du modèle de croissance

Les exportations chinoises ont été durement affectées par les hausses des droits de douane américains et la baisse de la demande mondiale en 2019. Les exportations de marchandises en direction des Etats-Unis ont chuté de 12,9% (en valeur en dollars) par rapport à 2018 et le total des exportations est resté quasi inchangé (-0,1%). Bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB ait été positive sur l'ensemble de 2019, les difficultés du secteur exportateur ont eu des effets importants sur le reste de l'économie. Le ralentissement de l'investissement dans le secteur manufacturier (il n'a progressé que de 3,1% en valeur) s'est aggravé en 2019 du fait de la détérioration des perspectives de ventes et des profits des entreprises, et la consommation privée a pâti des conséquences du ralentissement industriel sur le marché du travail et sur la confiance. La hausse du revenu réel moyen des ménages a fléchi (+5,8% en 2019 contre 6,5% en 2018), d'autant plus que l'inflation des prix à la consommation a accéléré (pour atteindre 4,3% en g.a. au T4 2019). Ces tensions inflationnistes ont principalement résulté de la flambée des prix du porc, qui ont doublé entre le T4 2018 et le T4 2019 et fait bondir l'inflation des prix alimentaires (+17,3% sur la même période). L'inflation sous-jacente a en revanche progressivement diminué de 1,8% en g.a. au

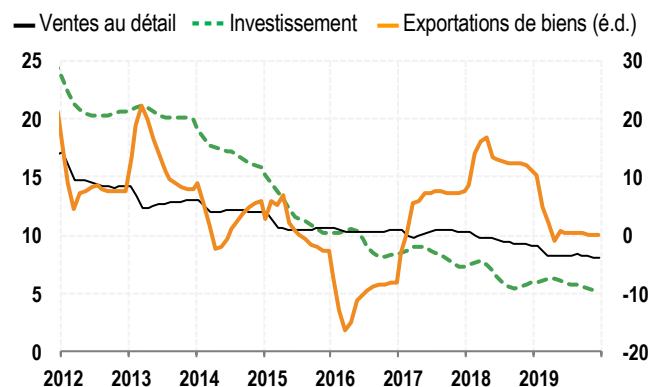
1- Croissance et inflation

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	6,6	6,1	5,7	5,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	2,9	3,5	1,5
Solde budgétaire, % du PIB	-4,2	-4,5	-3,8	-3,5
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,6	17,0	19,0	20,0
Balance courante, % du PIB	0,4	1,7	1,4	1,0
Dette externe totale, % du PIB	14,5	14,9	14,8	14,7
Réserves de change, mds USD	3 073	3 108	2 980	2 930
Réserves de change, en mois d'imports	14,5	15,1	14,8	14,5
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,9	7,0	6,9	6,7

Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Ralentissement généralisé

g.a. % en valeur, cumul annuel, mm3



Source : NBS, douanes chinoises

T4 2018 à seulement 1,4% au T4 2019, signe de l'atonie de la demande intérieure. Par ailleurs, les ménages ont aussi subi le resserrement de leurs conditions de crédit, alors que le service de la dette pèse de plus en plus lourdement dans leur budget (conséquence de la forte hausse de leur dette, passée de 28% du PIB fin 2011 à 55% fin 2019).

L'accumulation de ces facteurs baissiers explique que la progression des dépenses des ménages se soit peu renforcée au cours des derniers mois en dépit des mesures d'allégement fiscal. Ainsi, les taux de croissance des volumes de ventes au détail et du commerce électronique de biens et services se sont tout juste



stabilisés en novembre-décembre (à 4,9% en g.a. et 12% respectivement). Les ventes automobiles (qui représentent environ 10% du montant total des ventes au détail) ont continué de baisser, mais dans une proportion moindre qu'en début d'année (-2,5% en g.a. au T4 2019, contre -12,5% au premier semestre).

■ Trêve dans le conflit commercial

La performance de l'économie chinoise semble toutefois connaître une légère amélioration depuis quelques semaines. La hausse de la production industrielle s'est redressée à 6,2% en g.a. en novembre 2019 et à 6,9% en décembre, contre 4,9% sur la période juillet-octobre. Cette timide reprise accompagne celle des exportations, qui ont rebondi de 7,4% en g.a. en décembre après plusieurs mois de baisse et devraient rester un peu plus dynamiques à court terme. La récente hausse du PMI manufacturier publié par le NBS (passé de 49,3 en octobre à 50,2 en novembre et décembre) est ainsi largement tirée par le rebond de la sous-composante « commandes à l'exportation » (passée de 47 en octobre à 50,3 en décembre).

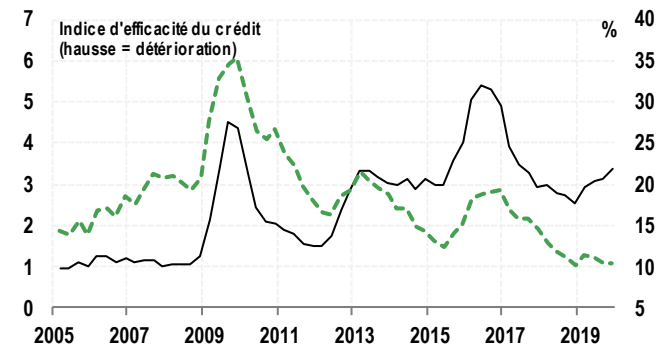
La trêve dans le conflit entre les Etats-Unis et la Chine depuis l'annonce en décembre dernier d'un premier accord commercial (signé le 15 janvier) explique en partie la meilleure performance industrielle ainsi que le regain de confiance des entreprises et des marchés. Les problèmes de fond à l'origine des dissensions entre Pékin et Washington demeurent, et les prochaines négociations resteront très compliquées. Néanmoins, l'accord de « phase 1 » du 15 janvier réduit considérablement le risque de nouvelles hausses tarifaires américaines en 2020. L'accord prévoit que la Chine augmente ses importations de biens et services américains de USD 200 mds sur les deux prochaines années par rapport aux USD 186 mds achetés en 2017 (dont USD 78 mds dans le secteur manufacturier, USD 52 mds dans l'énergie, USD 32 mds dans le secteur agricole et USD 38 mds dans les services). La Chine semble également s'engager à faire quelques concessions en matière de propriété intellectuelle et d'accès à son marché intérieur par les entreprises étrangères (assouplissement des règles de transferts de technologie et ouverture du secteur financier, par exemple). En échange, les Etats-Unis renoncent simplement à introduire de nouveaux droits de douane et réduisent de moitié la dernière hausse, en vigueur depuis septembre 2019 (de 15% à 7,5% sur environ USD 120 mds d'importations). Les autres barrières tarifaires introduites depuis deux ans sont maintenues. Ainsi, le droit de douane moyen pondéré imposé par les Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois ne diminuerait que légèrement de 21% fin 2019 à environ 19% (contre 3% avant le début du conflit commercial), et deux tiers de ces importations restent surtaxées.

■ Quel élan des réformes ?

Depuis 2018, les autorités ont assoupli leurs politiques monétaire et budgétaire afin de soutenir l'activité. Elles sont restées prudentes et ont, dans le même temps, poursuivi des efforts visant à renforcer la réglementation du secteur financier et à contenir la hausse de la dette des ménages et des entreprises les plus fragiles. L'an dernier, en raison du contexte international particulièrement défavorable, de la performance décevante de la demande intérieure et de la montée

3- Nouvelle dégradation de l'efficacité du crédit en 2019

- Efficacité du crédit (= nouveaux crédits / variation du PIB nominal)
- - - Stock du crédit, ou « financement social », glissement annuel % (é.d.)



Source : NBS, BNP Paribas

des difficultés financières des entreprises, le dilemme des autorités – soutien de la croissance contre désendettement et réforme – s'est accru¹. Le recours aux mesures de soutien budgétaire a été étendu et l'assouplissement monétaire s'est poursuivi. La dernière mesure mise en œuvre (effective au 6 janvier 2020) a pour but de stimuler le crédit bancaire aux entreprises via une nouvelle baisse des coefficients de réserves obligatoires (de 50 points de base à 10% pour les petites et moyennes banques et à 12,5% pour les grandes banques). Davantage de mesures de relance pourraient de fait aider la croissance à court terme, mais également retarder le processus d'assainissement de l'économie et dégrader les perspectives de moyen terme, notamment à cause des risques d'instabilité financière et de la baisse de l'efficacité du crédit et de l'investissement. Ce danger est mis en évidence par la nouvelle détérioration de l'efficacité du crédit en 2019 après deux années d'amélioration (graphique 3). Au contraire, une accélération des réformes structurelles peut limiter ces risques.

Les dernières réformes annoncées visent à accélérer l'ouverture du secteur financier. Les investisseurs étrangers devraient, par exemple, bénéficier d'un plus large accès aux marchés d'actifs et pourront investir d'ici fin 2020 dans des sociétés de gestion de fonds ou de courtage sans limite à la détention du capital. Devant la nécessité d'avancer dans les négociations avec les Etats-Unis, mais aussi et surtout, étant donné ses difficultés grandissantes pour rééquilibrer les sources de la croissance, Pékin pourrait chercher à donner une nouvelle impulsion au processus de réformes structurelles en 2020. En particulier, la poursuite de la restructuration des entreprises publiques (désendettement, fin des garanties implicites de l'état) et de l'assainissement du système financier permettrait une meilleure allocation du capital et un renforcement des perspectives de croissance à moyen terme.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ Voir EcoPerspectives : *Chine : Que voir dans la multiplication des défauts des entreprises*, T2 2019 et *Chine : Dosage monétaire sous contrainte*, T4 2019.



Inde

Des perspectives bien sombres

La croissance indienne reste très inférieure à son potentiel et les indicateurs d'activité ne laissent pas envisager de redressement significatif à court terme. Les marges de manœuvre du gouvernement pour soutenir l'économie sont faibles. Le déficit budgétaire a déjà atteint 115% de sa cible annuelle sur les huit premiers mois de l'exercice budgétaire, et la banque centrale fait face à une hausse des pressions inflationnistes qui contraint sa politique d'assouplissement monétaire (par ailleurs peu efficace). La perspective d'une baisse durable de la croissance a poussé l'agence de notation Moody's à mettre la note du souverain en perspective négative. Mais c'est le financement de l'ensemble de l'économie qui est en jeu.

■ Croissance bien inférieure à son potentiel

Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire en cours (juillet à septembre 2019), la croissance indienne a fortement décéléré pour n'atteindre que 4,5% en glissement annuel (g.a.). Ainsi, au S1 2019/20 qui s'achèvera le 31 mars 2020, la croissance n'a atteint que 4,8% alors qu'elle s'établissait à 5,4% à la même époque un an plus tôt. Une telle décélération n'avait pas été enregistrée depuis 2013 alors que les conditions étaient jusqu'à présent beaucoup plus favorables qu'en 2013. Sur les six premiers mois de l'année budgétaire, les pressions inflationnistes sont restées maîtrisées (+3,3% vs +11,3% en 2013/14) et les autorités monétaires ont abaissé leurs taux directeurs de 135 points de base (pb), bien que la baisse n'ait été que très partiellement répercutée sur les taux des nouveaux prêts. Par ailleurs, les prix du pétrole sont restés très inférieurs à ceux de 2013 (-43%) et les investisseurs étrangers ont manifesté leur confiance dans le nouveau gouvernement Modi. Or, en dépit des mesures prises par le gouvernement et la banque centrale, la croissance reste lourdement pénalisée par la forte décélération de la consommation des ménages (premier moteur de la croissance) et, dans une moindre mesure, par celle des investissements. Par ailleurs, bien que la contribution des exportations nettes à la croissance reste positive (en raison de la baisse des importations), les exportations se sont contractées au T2 de l'exercice budgétaire en cours. Pour finir, les indicateurs d'activité du troisième trimestre ne laissent pas entrevoir de rebond sensible de l'activité à court terme. En octobre, les productions d'électricité et de charbon se sont contractées pour le troisième mois consécutif. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier ont atteint un point bas jamais enregistré depuis 2013 et les productions de biens d'investissement et de biens de consommation ont reculé respectivement de 21,9% et 18% en g.a.

■ Peu de moyens pour soutenir la croissance à court terme

Les marges de manœuvre monétaires et budgétaires pour soutenir la croissance sont extrêmement réduites.

Le problème majeur des autorités monétaires est le faible degré de transmission de la politique monétaire. De plus, la hausse des pressions inflationnistes depuis le mois de septembre (+5,5% en g.a. en novembre 2019 vs cible de 4% +/- 2pp) les contraint aujourd'hui dans leur politique de soutien à la croissance. Lors du dernier comité de politique monétaire de décembre, elles ont maintenu leurs taux directeurs inchangés au regard de la hausse des prix.

1-Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel ⁽¹⁾ , variation annuelle (%)	6,8	4,8	5,5	6,0
Inflation moyenne ⁽¹⁾ (CPI, %)	3,4	4,3	4,5	4,5
Solde budgétaire gouv et adm. ⁽¹⁾ / PIB (%)	-6,3	-7,2	-6,9	-6,7
Dette gouv et des adm. ⁽¹⁾ / PIB (%)	69,8	70,7	70,8	70,6
Solde courant ⁽¹⁾ / PIB (%)	-2,1	-2,1	-2,2	-2,4
Dette extérieure ⁽¹⁾ / PIB (%)	20,0	19,9	20,0	20,0
Réserves de change, mds USD	393	457	493	530
Réserves de change, en mois d'imports	9,1	9,4	9,6	9,8
Taux de change USDINR (fin d'année)	71,0	71,3	73,5	73,9

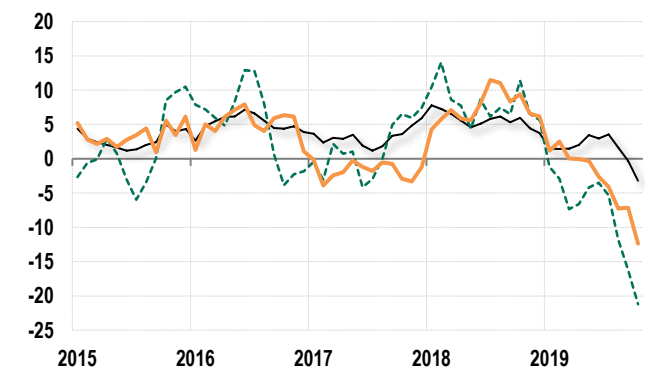
(1): Année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Production industrielle

g.a. % , moyenne glissante 3 mois

— Production industrielle totale - - - Production de biens en capital
— Production de biens de consommation durables



Source : CEIC

Elles doivent par ailleurs soutenir le financement des sociétés financières non bancaires, à l'origine de la forte hausse du crédit depuis 2017.

La politique budgétaire de soutien à la croissance est, elle aussi, fortement limitée par les risques de dérapage du déficit pour l'exercice en cours et la perspective de voir la note souveraine dégradée par les agences de notation. Sur les huit premiers mois de l'année budgétaire (avril à novembre), le déficit budgétaire a atteint 115% de sa cible annuelle. En outre, même s'il est courant que le gouvernement dégagne un surplus au dernier trimestre de



l'exercice budgétaire, celui-ci ne devrait pas être suffisant pour permettre d'atteindre l'objectif de déficit à 3,3% du PIB.

Compte tenu de ces contraintes, le gouvernement a adopté d'autres mesures fortes, parmi lesquelles : la baisse significative du taux d'imposition sur les sociétés, la privatisation de quatre importantes entreprises publiques et la réforme du marché du travail. Cependant, bien que ces mesures constituent des avancées majeures, elles ne soutiendront pas la croissance à court terme. Les investissements des entreprises resteront conditionnés à la reprise de la consommation des ménages, qui dépend elle-même d'une amélioration sensible des conditions de crédit, en particulier des sociétés financières non bancaires.

Dans ces conditions, les prévisions de croissance ont été sensiblement révisées à la baisse pour les deux prochains exercices budgétaires. La croissance pourrait être inférieure à 6% alors qu'elle s'établissait à 7,5% au cours des cinq dernières années. Or, un ralentissement durable de la croissance pourrait non seulement contraindre les créations d'emplois déjà insuffisantes pour accueillir les nouveaux entrants mais aussi peser sur les finances publiques, sur la consolidation des entreprises indiennes (en cours depuis 2014) et sur celle du secteur bancaire. En l'occurrence, la crainte d'une croissance durablement plus faible a incité l'agence de notation Moody's à mettre la notation de l'Etat indien en perspective négative.

■ Quels risques sur la soutenabilité de la dette ?

La dette publique pourrait excéder 70% du PIB dès l'exercice 2019/20. Néanmoins, les risques de refinancement restent, à ce jour, encore contenus.

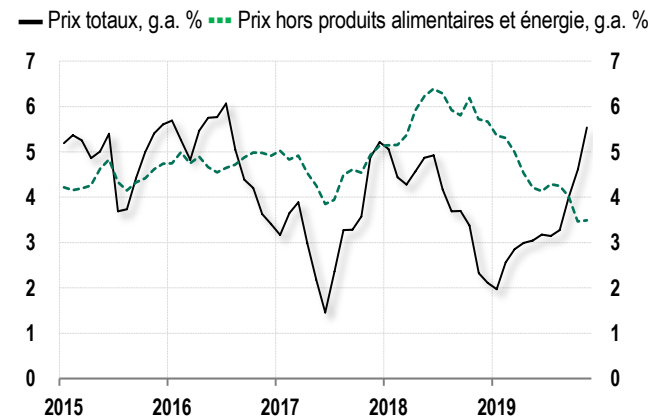
A la fin de l'exercice 2018/19, la dette publique s'élevait déjà à 69,8% du PIB (i.e. 285% des recettes annuelles du gouvernement et des Etats), en hausse de 2,8 points de pourcentage (pp) par rapport à 2013/14 et ce, en dépit de la baisse du déficit budgétaire de l'ensemble des administrations publiques (à 6,3% du PIB en 2018/19 vs 7,5% du PIB en 2013/14). Cette augmentation reflète la hausse des dépenses « hors budget », en particulier de la part des Etats.

Dans son programme de consolidation des finances, le gouvernement a pour objectif de réduire le ratio de dette publique rapportée au PIB à seulement 60% d'ici 2024/25. Mais cet objectif ne semble pas tenable au regard des perspectives de croissance.

Si la croissance restait inférieure à 6% en moyenne d'ici 2022/23, alors la dette rapportée au PIB excéderait 70% du PIB au cours des trois prochains exercices en supposant que le gouvernement parvienne à contenir le déficit primaire sous le seuil de 2% du PIB (1,4% du PIB en 2018/19).

Néanmoins, même si la dette publique indienne est l'une de plus élevées au sein des pays émergents, sa structure est peu risquée et les risques de refinancement sont contenus. Sa maturité est élevée (10 ans en moyenne), elle est détenue par les résidents (à plus de 96%) et libellée en monnaie domestique (à 97%). Cependant, les besoins de financement du gouvernement restent importants et pèsent sur la croissance. Ils sont estimés par le FMI à 11,4% du PIB

3- Hausse des pressions inflationnistes



Source : RBI

en 2019. Sur l'exercice budgétaire 2018/19, le paiement des intérêts s'élevait à 5,3% du PIB, soit 21,7% de l'ensemble des recettes. En outre, même si le risque de refinancement est limité, toute hausse des besoins de financement du gouvernement pourrait peser sur le financement du reste de l'économie. En effet, les banques sont les principaux acquéreurs des émissions de dette publique (39,1%) et le financement des sociétés non-bancaires s'est durablement réduit.

■ Secteur bancaire et financier : nouveau risque induit par le retournement du marché immobilier

Face à la forte hausse des coûts de financement, induite notamment par le désengagement des *mutual funds* depuis la faillite de IL&FS en septembre 2018, les crédits octroyés par les sociétés financières non-bancaires (NBFC) ont fortement diminué depuis le T3 2019 (-36% en g.a.). Globalement, leur situation financière reste pour autant solide et bien meilleure que celle des banques publiques. Au T3 2019, la part de créances douteuses, bien qu'en hausse, était encore contenue à 6,3% des prêts et le ratio de solvabilité s'élevait à 19,5% (bien au-delà du seuil réglementaire de 15%). Par ailleurs, la banque centrale a adopté une nouvelle réglementation afin de contraindre les NBFC au respect d'un ratio de liquidité de 100% dès décembre 2020. Le principal risque, hormis un ralentissement prononcé et durable de la croissance, porte sur le retournement du secteur immobilier. En effet, même si les NBFC dans leur ensemble restent peu exposées (6% des crédits), ce n'est pas le cas des *Housing Financing Companies* (HFC) spécialisées dans l'offre de crédit au secteur immobilier. De même, les banques commerciales, encore très fragiles, ont une forte exposition au secteur immobilier (22,5% du crédit), en plein retournement. En 2018/19, les nouvelles mises en chantier se sont contractées pour la troisième année consécutive. Par ailleurs, les ventes enregistrées par les sociétés immobilières cotées ont reculé de 27,8% au T3 2019 et les prix des logements ont continué de décélérer (+2,8% en g.a. au T3 2019).

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Brésil

En quête de rythme

Malgré un contexte externe plus difficile, la reprise économique brésilienne semble gagner du terrain, tirée par une demande interne qui se raffermie. Bien que les comptes externes se soient dégradés et que des interrogations subsistent quant à la capacité de l'économie à monter en régime, les perspectives de croissance pour 2020 sont mieux orientées. L'assouplissement des conditions monétaires et financières devrait profiter au marché du crédit mais peser sur le real. Pour sa première année en poste, la chute de popularité du président Jair Bolsonaro contraste avec des avancées notables sur le plan des finances publiques.

■ Des signes plus concrets de reprise ?

Au troisième trimestre 2019, l'activité économique a été marquée par le raffermissement des moteurs internes de la croissance. Le PIB réel a progressé de 2,5% t/t en rythme annualisé (r.a.), et de 1,2% en glissement annuel (g.a.), alors même que la contribution nette du commerce extérieur est restée fortement négative. Le chiffre de la croissance – qui a surpris la plupart des observateurs à la hausse – a notamment bénéficié d'un vif rebond de la production dans le secteur minier (+57,4% t/t r.a.) et d'un regain d'activité dans le secteur de la construction. Lourdemment affecté par la crise, ce dernier a affiché une croissance positive sur deux trimestres pour la première fois depuis 2013. Du côté de la demande, la croissance a été tirée par la consommation des ménages (+0,5 p.p.) et l'investissement (+0,4 p.p.) qui maintient sa progression observée au T2. Toujours marqué par les efforts d'ajustement budgétaire du gouvernement, les dépenses publiques, à l'inverse, ont reculé (-1,7% t/t en rythme annuel). À noter qu'une ventilation de l'activité par état et par région montre que la croissance est plus dynamique dans les zones où les services publics représentent une part proportionnellement moins importante du PIB local, avec des écarts en moyenne de l'ordre de 2 points de croissance. Ce constat entretient la thèse d'une reprise économique à deux vitesses et pose la question à terme de l'évolution des inégalités régionales.

Les indicateurs disponibles au T4 laissent anticiper une légère décélération de l'économie en fin d'année. En effet, si les ventes de détails sont restées solides en novembre (+0,6% m/m, cvs), affichant une progression positive depuis mai 2019, les services ont légèrement décéléré (-0,1% m/m) et la production industrielle a rechuté (-1,2% m/m) après trois mois consécutifs de hausse (reprise des activités du géant minier Vale et production pétrolière record de Petrobras au T3). La production industrielle semble souffrir du ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier (env. 11% du PIB). Le PMI manufacturier, bien que toujours en territoire expansionniste en décembre (50,2) s'effrite graduellement depuis septembre (53,4). Bien qu'il ait continué de progresser en octobre et novembre, le proxy du PIB (IBC-BR), calculé par la banque centrale, a aussi ralenti par rapport aux deux mois précédents. La hausse des dépenses pendant les fêtes de fin d'année conjuguée au déblocage, courant septembre, des fonds des comptes FGTS (cf. EcoEmerging T4 2019), ainsi que la bonne tenue de la production de minerais devraient toutefois permettre de contenir le ralentissement.

1-Prévisions

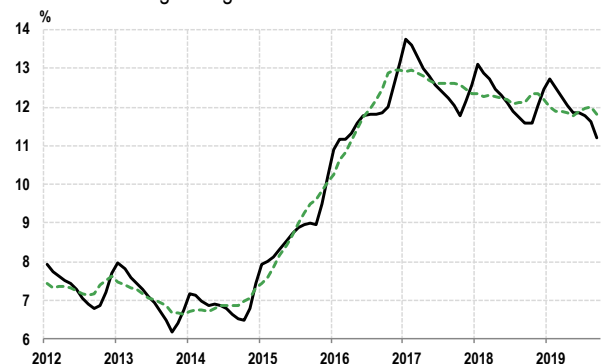
	2018	2019e	2020e	2021e
PIB (croissance %)	1,3	1,0	2,0	3,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,4	3,7	3,4	3,7
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7,1	-6,0	-5,4	-5,7
Dette publique brute (en % du PIB)	77	77	80	81
Solde courant (en % du PIB)	-2,2	-3,2	-3,5	-3,4
Dette externe (en % du PIB)	36	38	42	45
Réserves de change (USD mds)	374	357	340	333
Réserves de change, en mois d'imports	18	17	17	16
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,9	4,0	4,0	3,8

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

Note : l'institut statistique national, l'IBGE, a revu à la hausse ses chiffres de croissance de 2017 et 2018, passés tous deux de 1,1% à 1,3%.

2- Marché du travail

- Taux de chômage officiel (taux moyen sur 3 mois)
- Taux de chômage corrigé des variations saisonnières



Sources : IBGE, GSP

■ La politique monétaire, principal levier de croissance

En 2020, la politique monétaire demeurera le principal levier pour stimuler l'activité et contrebalancer les effets défavorables liés à l'austérité budgétaire et à un environnement externe moins porteur. Les effets de l'assouplissement monétaire (baisse du SELIC de 200 points de base depuis août 2019) devraient en effet se faire ressentir dans les prochains trimestres et permettre une expansion plus vigoureuse du crédit. Pour l'instant, il reste tiré par les ménages (58% du crédit total et +10,8% de croissance en g.a. en novembre) mais on observe un redémarrage du crédit aux



entreprises (+2,5% en g.a. en novembre). La baisse graduelle du chômage (11,8%, données cvs en novembre contre 12,3% en janvier), la hausse récente de l'emploi formel et la progression des salaires réels (1,2% g.a. en novembre) devraient profiter à la consommation des ménages, tandis que la baisse des taux longs devrait finir par soutenir l'investissement.

■ Des comptes externes sous pression

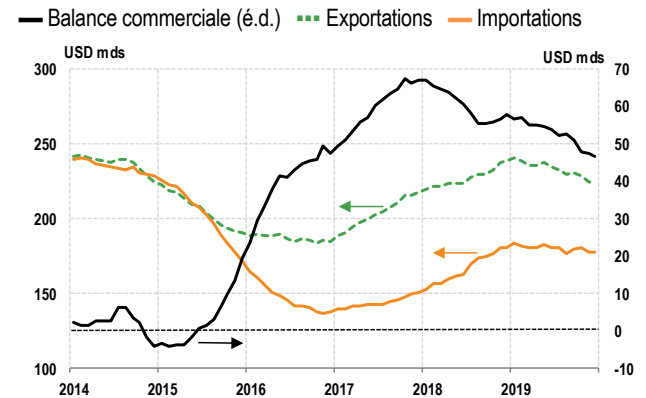
Les révisions méthodologiques apportées aux statistiques de la balance des paiements en 2019 dépeignent un tableau un peu plus sombre des comptes externes. Le déficit courant pour l'année 2018 est passé de USD 15 mds (-0,8% du PIB) à USD 42 mds (-2,2% du PIB) en raison d'un déficit de la balance des revenus plus important que prévu (+USD 19,6 mds). En 2019, le déficit s'est creusé davantage (-2,8% du PIB sur 12 mois en novembre) en raison d'un fort repli de l'excédent commercial (-20%).

La balance commerciale a notamment souffert de la chute des ventes de soja (-21% g.a.), le premier poste d'exportations du pays, due à la baisse de la demande chinoise suite à une épidémie de grippe porcine. La Chine – qui absorbe environ 80% des exportations de soja brésilien destiné principalement à l'alimentation animale – a dû, dans le même temps, intensifier ses importations de viande de porc, bœuf et poulet. La hausse des exportations de viande, conjuguée à celle des minerais de fer, n'a toutefois pas été suffisante pour contrebalancer la baisse des exportations de soja, de pétrole ainsi que la forte chute des ventes de véhicules (-27,5% g.a.). En 2020, la décélération de ses deux principaux partenaires commerciaux (la Chine et les États-Unis) devrait peser sur les exportations du Brésil. Ces dernières devraient aussi continuer de pâtir de l'ajustement macroéconomique en Argentine (dont les importations ont baissé de USD 5,2 mds en 2019), et ne profiter que marginalement de la dépréciation du BRL, selon une étude de l'IIF¹.

Du côté du compte financier, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) ont également été revus à la baisse, d'USD 88 mds à USD 78 mds sur la base de nouvelles données d'enquête. En 2019, les IDE se sont maintenus (USD 77 mds sur 12 mois en novembre) mais leur composition a changé : les prêts intragroupes ont fortement baissé (-USD 17 mds) tandis que les investissements *greenfields* et autres fusions acquisitions ont augmenté (+USD 16 mds). Les IDE nets financent toujours le déficit du compte courant mais le taux de couverture se réduit (2,9% PIB en novembre contre 4% du PIB en 2018). Dans le même temps, les sorties nettes d'investissements de portefeuille se sont accentuées (USD 10,9 mds sur 12 mois en novembre 2019 contre USD 6,4 mds fin 2018) en raison de la réduction de l'écart de taux d'intérêt avec les pays développés. À la Bourse, alors que l'indice B3-Ibovespa a pris 31% en 2019, la participation des investisseurs étrangers est passée de 52% en 2018 à 44% en 2019, tandis que la détention de titres de dette souveraine par les non-résidents sur le marché local est tombé à un plus bas en novembre (11,1%).

Plus généralement, les sorties nettes de devises ont atteint un record de USD 44,8 mds expliquant en partie les fortes pressions

3- Balance commerciale



Source : BCB

baissières sur le real. La monnaie, qui a atteint un plus bas historique contre le dollar à 4,27, a manqué de facteurs de soutien : d'une part, l'intérêt limité des compagnies étrangères pour la vente aux enchères des droits pétroliers en novembre a conscrit les flux d'IDE initialement escomptés; d'autre part, les entreprises ayant des recettes d'exportation détenues *offshore* ont préféré accélérer l'amortissement de leurs engagements extérieurs plutôt que rapatrier leurs avoirs. Pour contenir les pressions sur la monnaie et atténuer sa volatilité, la BCB a ainsi vendu USD 36,9 mds sur le marché des changes. Accusant le pays de « dévaluation massive », les États-Unis – dont le secteur agricole est en forte concurrence avec le Brésil – ont rétabli, fin 2019, des tarifs douaniers sur l'acier (25%) et l'aluminium (10%) brésiliens.

■ Jair Bolsonaro : an 1

La première année de Jair Bolsonaro à la tête du Brésil a été marquée par la dégradation rapide de l'image du chef de l'Etat. Son taux d'approbation est tombé à 30%, un plus bas historique pour un président durant sa première année en exercice. Son gouvernement peut toutefois se féliciter d'avancées notables sur le plan des finances publiques. En 2019, le secteur public consolidé devrait avoir réduit son déficit primaire d'au moins 0,4 point de PIB par rapport à 2018 (-1,6% du PIB). De plus, après avoir mené à bien une réforme des retraites ambitieuse, son gouvernement a présenté, début novembre, de nouvelles mesures budgétaires (le plan *Mais Brasil*) pour endiguer la progression des dépenses obligatoires, réformer la fonction publique, décentraliser les revenus, simplifier la fiscalité et renforcer la responsabilité budgétaire. En conséquence, l'agence S&P a relevé la perspective encadrant sa note souveraine (BB-) de stable à positive, laissant augurer une première hausse de la note du Brésil depuis 2011.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

¹ *Weak currencies are failing to lift exports*, November 2019, Institute of International Finance.



Russie

Une économie de surplus

En 2019, en dépit d'une croissance faible et d'une baisse des revenus du pétrole, l'économie russe génère des surplus courant et budgétaire. Les perspectives de croissance demeurent toutefois faibles malgré la désinflation et l'assouplissement monétaire. En effet, le niveau de vie reste bas et le taux de pauvreté a augmenté. Le principal risque sur la croissance est un durcissement des sanctions, même si la forte hausse des réserves de change, la reconstitution du fonds souverain et la baisse sensible de la dette extérieure sont autant de facteurs qui réduisent le besoin de financement en dollars du pays. Un durcissement des sanctions pourrait peser sur les investissements directs étrangers, en forte baisse depuis cinq ans.

■ Les perspectives de croissance restent faibles

La croissance économique au T3 2019 a sensiblement accéléré à 1,7% en glissement annuel (g.a.) après une croissance de seulement 0,7% en g.a. au premier semestre. C'est le secteur agricole qui a été le plus dynamique. La demande intérieure a légèrement rebondi, sous l'impulsion notamment d'une hausse de la consommation des ménages, alors que les exportations ont continué de pâtir d'un environnement mondial défavorable. Ce rebond a été favorisé par une forte décélération de l'inflation et l'assouplissement des conditions monétaires qui en a découlé. En novembre 2019, la hausse des prix n'a atteint que 3,5% en g.a., un rythme inférieur à la cible de 4% fixée par les autorités monétaires. Dans ce contexte, en décembre 2019, la banque centrale a abaissé pour la cinquième fois consécutive ses taux directeurs les ramenant à seulement 6,25%, un plus bas depuis 2014. Les taux des prêts (en termes nominal et réel) et les taux sur les obligations d'Etat à 10 ans se sont sensiblement réduits par rapport à l'année dernière. Les taux à dix ans s'élevaient à seulement 6,5% mi-décembre (vs 8,8% un an plus tôt), un niveau inférieur à ce qui prévalait avant la crise de 2014.

Même si la croissance se consolide au T4, elle ne devrait guère excéder 1,1% sur l'ensemble de l'année 2019 (vs 2,3% en 2018).

En 2020, la croissance devrait bénéficier d'un effet de base positif. Plus fondamentalement, la baisse de l'inflation et la poursuite de la détente monétaire au S1 2020 continueront de soutenir l'investissement privé et, dans une moindre mesure, la consommation des ménages. Les conditions sur le marché de l'emploi resteront favorables. Les investissements publics devraient continuer d'augmenter conjointement à la mise en place des projets de développement. En revanche, la contribution des exportations nettes à la croissance devrait rester négative. Dans le cadre des derniers accords signés avec l'OPEP en décembre 2019, la production pétrolière russe devrait diminuer de 95000 baril/jour au T1 2020 par rapport à la production de novembre (-8,4%).

Hormis une baisse marquée des prix du pétrole, le principal risque pour l'économie russe est un renforcement des sanctions qui pèserait sur les investissements.

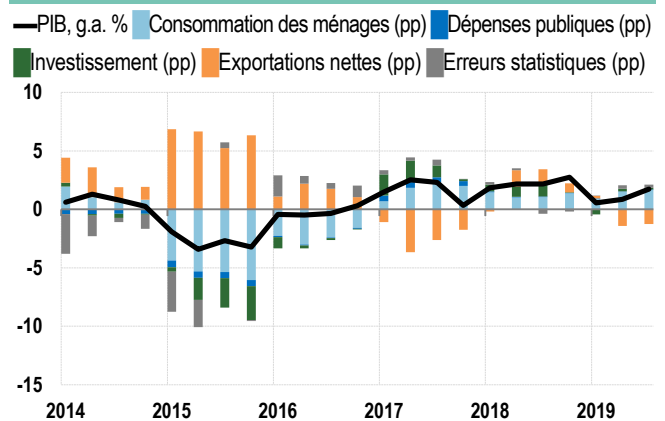
Les perspectives de croissance (1,6% en 2020 et 1,8% en 2021) restent insuffisantes pour accroître sensiblement le niveau de revenu de la population russe. Selon le FMI, le revenu par tête libellé en USD serait, en 2021, encore 26% inférieur à celui qui prévalait avant la crise. En outre, bien que le taux de chômage ait

1- Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	2,3	1,1	1,6	1,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,9	4,5	3,7	4,0
Solde budg. du gouv. et des adm. % PIB	2,9	1,6	1,0	0,6
Dette publique, % du PIB	14,3	14,9	15,2	15,5
Balance courante, % du PIB	6,9	4,3	3,3	3,0
Dette externe, % du PIB	27,5	28,5	29,0	29,5
Réserves de change, mds USD	382	433	470	510
Réserves de change en mois d'imports	12,8	13,0	13,2	13,3
Taux de change USDRUB (fin d'année)	69,4	61,9	65,0	66,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- La croissance reste faible



Sources : CBR, CEIC

atteint un de ses points bas, à seulement 4,4% au T3 2019, la hausse des revenus réels a ralenti avec l'augmentation de la TVA. Au T2 2019, on recensait 19,8 millions de pauvres (soit 13,5% de la population) contre 16,1 millions en 2014 (11,2% de la population).

L'évolution démographique et la faiblesse des investissements productifs pèsent structurellement sur la croissance. Le nombre d'actifs n'a pas cessé de baisser depuis 2012 et ce mouvement devrait, selon la Banque mondiale, se poursuivre jusqu'en 2027 en dépit du relèvement de l'âge de départ à la retraite.

Par ailleurs, le rythme de croissance des investissements a fortement ralenti depuis 2009 (+2% par an en moyenne sur la période 2009-18 contre +12,5% sur la période 2000-08). En outre,



même si le taux d'investissement est resté relativement stable à 23% du PIB, la structure des investissements a changé. Selon la Conference Board, la part des investissements productifs a baissé au profit des investissements dans la construction, pesant sur l'évolution du progrès technique. Le stock de capital privé a diminué à 159% du PIB en 2017 contre 282% du PIB en 2000.

■ Les finances publiques vont rester solides

Sur les dix premiers mois de l'année 2019, le surplus budgétaire du gouvernement a atteint 3,5% du PIB en dépit de la baisse de plus de 1 point de pourcentage (pp) des recettes issues des activités liées au pétrole et au gaz (7,6% du PIB). Cette bonne tenue des finances publiques a été permise par la forte hausse des recettes de TVA (+16,7%) qui ont contribué à l'augmentation de 1 pp des recettes hors pétrole et gaz, lesquelles ont atteint 11,3% du PIB, un rythme jamais atteint depuis la période 2000-08 (alors que la croissance s'établissait à 7% en moyenne). Les dépenses sont restées contenues sur les dix premiers mois de l'année (+6%) malgré la hausse des investissements en octobre qui ont atteint 66,1% de leur cible annuelle fixée dans le programme de développement à moyen terme.

Sur l'ensemble de l'année 2019, les comptes publics devraient rester excédentaires et enregistrer un surplus de 1,6% du PIB qui baissera progressivement jusqu'à 0,6% du PIB d'ici 2021 avec la diminution des revenus du pétrole et la hausse des dépenses.

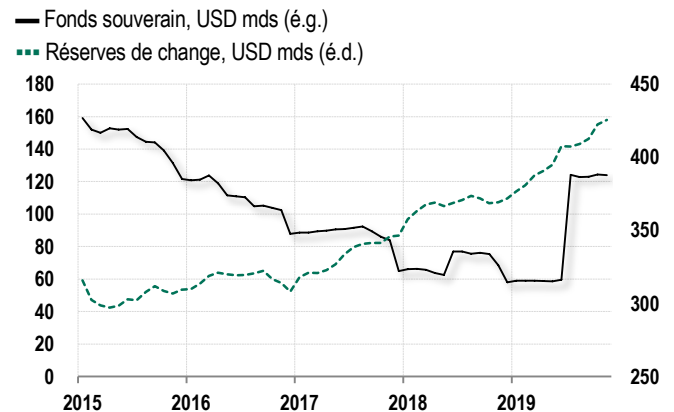
En baisse constante depuis 2015, la dette publique a atteint seulement 14,9% du PIB au T2 2019. Elle devrait augmenter progressivement au cours des cinq prochaines années car une partie des dépenses d'investissement 2019-24 (estimées à 1,1% du PIB par an) seront financées par l'émission de dette. La structure de la dette reste peu risquée et peu affectée par les sanctions mises en place en août 2019. La dette extérieure du gouvernement (i.e. détenue par les non-résidents en monnaie locale et en devises), bien qu'en hausse, s'élevait à seulement USD 64,5 mds au T3 2019 et était libellée à plus de 63% en roubles (la dette libellée en USD s'élevait à seulement USD 22,9 mds, soit 36% du total). Par ailleurs, le gouvernement pourrait toujours puiser dans son fonds souverain (le *National Wealth Fund*) pour financer une partie de ses dépenses d'investissement. Ce dernier a été en partie reconstitué et s'élevait à USD 124 mds au 1^{er} décembre 2019, soit l'équivalent de 7,3% du PIB contre 4,4% du PIB en décembre 2018.

■ Les comptes extérieurs restent robustes

Depuis la crise de 2014-15, les comptes extérieurs de la Russie se sont renforcés. La dette extérieure a diminué de 34% depuis son point haut de 2013 (pour atteindre seulement USD 471 mds au T3 2019), la dépendance au financement en dollars a baissé (la part de la dette extérieure libellée en dollars était de 49% au T2 2019 contre 61% en 2013) et la corrélation entre le rouble et le prix du pétrole s'est distendue. Néanmoins, la diversification des exportations russes reste faible et les IDE ont sensiblement baissé depuis cinq ans, conjointement à la mise en place des sanctions internationales.

Les réserves de change ont atteint USD 436 mds en novembre 2019, soit USD 57 mds de plus qu'il y a un an. Elles sont proches de leurs plus hauts niveaux de 2013 (USD 486 mds) et couvrent

3- Réserves de change et fonds souverain



Source : CBR

4,5 fois le service de la dette extérieure. Cette hausse des réserves s'explique principalement les achats de devises de la banque centrale (qui s'élevaient à USD 42 mds sur les onze premiers mois de 2019) et, dans une moindre mesure, par un surplus du compte courant.

Sur les neuf premiers mois de l'année 2019 le solde du compte courant est resté positif, bien qu'en baisse par rapport à 2018. Il s'est élevé à 4,7% du PIB contre 6,2% à la même époque en 2018. Cette légère baisse reflète la contraction du surplus commercial aux T2 et T3 2019, induite par la diminution des exportations de pétrole et de gaz (effet prix et volume).

Sur les neuf premiers mois de l'année, les sorties nettes de capitaux ont fortement diminué par rapport à la même période en 2018 lorsque le renforcement des sanctions américaines avait généré d'importants mouvements de défiance de la part des investisseurs étrangers. Au deuxième et au troisième trimestre 2019, le compte financier a enregistré une entrée nette de capitaux.

Cette consolidation des comptes extérieurs depuis la crise de 2014-15 est à nuancer. Premièrement, hors pétrole et gaz, le solde du compte courant a affiché un déficit de 9,8% du PIB sur les trois premiers trimestres 2019, reflet de la forte dépendance de l'économie aux exportations énergétiques. En 2018, les matières premières représentaient toujours 67% des exportations russes. Deuxièmement, les IDE ont fortement baissé depuis l'instauration des sanctions en 2014. Sur la période 2014-2019, les nouveaux investissements (hors réinvestissements des profits) n'ont atteint en moyenne que USD 4,9 mds par an alors qu'ils s'élevaient à USD 32,5 mds par an sur la période 2008-13. Il est difficile de déterminer l'origine des IDE en Russie compte tenu des importants mouvements de capitaux effectués via Chypre ou les Pays-Bas. Néanmoins, les IDE en provenance d'Europe et des Etats-Unis ont baissé respectivement de 88% et 41% sur la période 2015-18 alors que ceux en provenance d'Asie ont été multipliés par 5,2. Or, la forte baisse des IDE occidentaux a pesé sur la diversification de l'économie. En effet, les IDE d'Asie sont fortement concentrés dans le secteur de l'énergie tandis que les IDE américains et européens étaient répartis dans de nombreux secteurs.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

Mexique

L'investissement en panne

Après avoir quasiment stagné en 2019, la croissance devrait légèrement rebondir en 2020, soutenue par la consommation privée et les exportations nettes. En dépit d'un plan d'infrastructures largement ouvert au secteur privé, les perspectives d'investissement peinent à s'améliorer. Un an après son arrivée au pouvoir, la politique économique d'Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) reste peu lisible. Le manque de clarté concernant la réforme énergétique pèse également sur le sentiment des investisseurs. Dans le même temps, le risque de dérapage des finances publiques augmente : dans un contexte de faible croissance, maintenir la politique d'austérité souhaitée par le gouvernement s'avèrera plus difficile à partir de 2021.

■ Légère amélioration de la croissance en 2020

Après avoir quasiment stagné en 2019, la croissance devrait légèrement rebondir en 2020. La consommation privée restera le principal moteur de la croissance, soutenue par la hausse des salaires réels et les transferts des travailleurs à l'étranger (en hausse de près de 9% en g.a. au cours des trois premiers trimestres 2019). Comme en 2019, les exportations devraient contribuer positivement à la croissance, en dépit du léger ralentissement de l'économie américaine.

En revanche, les perspectives d'investissement ne s'améliorent pas franchement. Au cours des trois premiers trimestres 2019, l'investissement privé a chuté de près de 4% en glissement annuel. Ce recul traduit la méfiance des investisseurs vis-à-vis de l'administration d'Andres Manuel Lopes Obrador (AMLO) depuis son élection (en juillet 2018), et leur attentisme quant à la politique menée au cours du mandat.

Dans le but de rassurer et d'améliorer les perspectives d'investissement, le gouvernement a annoncé, fin novembre, un vaste programme d'infrastructures. Ce dernier, comprenant près de 150 projets pour un montant de USD 43 mds (soit près de 4% du PIB), est très largement ouvert au secteur privé. La première phase, qui concerne les secteurs des transports et des télécommunications, devrait être lancée dès le premier trimestre 2020. Cela dit, les difficultés de réalisation pourraient significativement retarder la mise en route de plusieurs projets déjà programmés et en partie financés. Par ailleurs, la deuxième phase du plan, qui détaille notamment les projets relatifs au secteur de l'énergie, doit encore être annoncée. Au total, même si plusieurs chantiers sont effectivement lancés dès le premier trimestre 2020, la hausse de l'investissement devrait rester limitée.

■ Le rôle central du secteur de l'énergie

Les annonces concernant le secteur de l'énergie sont très attendues. D'une part, l'évolution de la participation des acteurs privés dans le secteur reste très incertaine. Au moment de son arrivée au pouvoir, en décembre 2018, AMLO avait annoncé l'annulation de la réforme énergétique mise en place par le précédent gouvernement et son intention de remettre les deux entreprises publiques, PEMEX (entreprise chargée de l'exploitation pétrolière) et la CFE (l'entreprise nationale d'électricité) au centre du jeu.

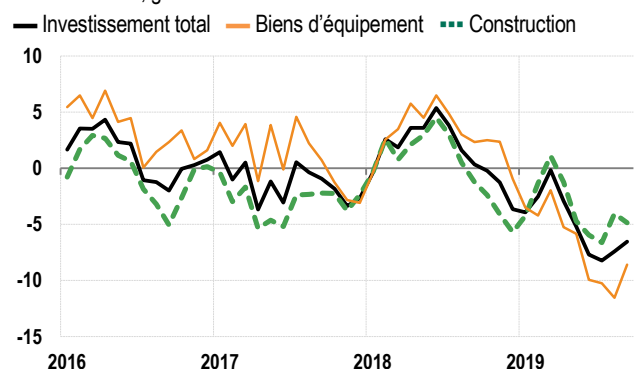
1-Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
Real GDP growth (%)	2,0	0,1	0,6	1,7
Inflation (CPI, year average, %)	4,9	3,7	3,1	3,4
Budget balance / GDP (%)	-2,1	-3,2	-3,7	-3,8
Public debt / GDP (%)	53,8	47,8	50,3	53,5
Current account balance / GDP (%)	-1,8	-0,9	-1,1	-1,2
External debt / GDP (%)	36,5	37,0	39,6	39,8
Forex reserves (USD bn)	174,8	180	178	178
Forex reserves, in months of imports	3,8	3,5	3,6	3,6
Ex change rate USDMXN (year-end)	20,0	18,9	18,5	18,3

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Recul de l'investissement

Investissement, g.a. en %



Source : INEGI

Dans ce cadre, la participation des opérateurs privés devait être progressivement réduite au cours du mandat. Dès la fin 2018, le gouvernement a effectivement mis fin aux appels d'offres privés relatifs au projet de construction d'une nouvelle raffinerie, et suspendu les enchères prévues pour des contrats de fourniture d'électricité à la CFE. En octobre dernier, le gouvernement a également signifié un changement de règle concernant le mécanisme des « certificats d'énergie propre », dans le but de freiner l'intervention des investisseurs privés sur ce marché, de favoriser le développement du marché de l'énergie électrique et



renforcer ainsi le poids de la CFE. Comme dans le cas, un an auparavant, de l'annulation du projet de construction d'un aéroport supplémentaire à Mexico, ces décisions ont surpris les investisseurs et contribué à alimenter leur sentiment de défiance vis-à-vis du gouvernement.

D'autre part, la situation opérationnelle et financière des entreprises publiques, surtout PEMEX, représente une vulnérabilité importante pour l'économie mexicaine. En juillet dernier, le gouvernement a présenté un plan de développement à cinq ans peu convaincant, reposant sur des hypothèses très optimistes (tant sur l'augmentation de la production que sur la projection des réserves), limitant encore la coopération avec des intervenants privés et prévoyant d'importants investissements dans le raffinage, une activité déficitaire. Le gouvernement a également annoncé une augmentation des aides financières allouées à l'entreprise (là encore, probablement sous-estimée), ainsi qu'une baisse de la taxe sur les revenus pétroliers.

Les récentes injections de capital (USD 5 mn en septembre dernier) ont permis d'améliorer la situation financière à court terme, mais celle-ci reste très fragile à moyen terme. D'après les estimations du FMI, même en retenant les hypothèses d'une stabilisation de la production au cours des cinq années à venir et de la réalisation des investissements présentés dans le plan de développement, l'entreprise devrait rester déficitaire et nécessiter de nouvelles injections de capital, ce qui pèsera sur les finances publiques. Les potentielles difficultés rencontrées pour refinancer la dette exerceront une pression supplémentaire.

■ Maintien de l'austérité budgétaire...

Au moment de la présentation de son budget pour l'année 2020, le gouvernement a renouvelé son engagement de soutenir la croissance sans détériorer les finances publiques ni augmenter les impôts et taxes au cours de la première partie du mandat (soit jusqu'en 2021).

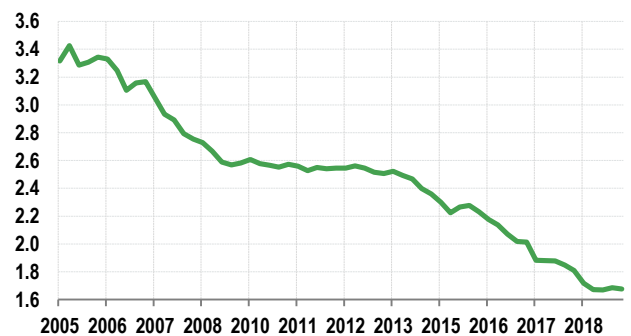
Dans ce cadre, le budget prévoit une hausse des dépenses de seulement 1% (en termes réels, relativement au budget 2019). Comme l'avait indiqué AMLO, le ministère de l'Énergie (dont le budget est multiplié par 20) et l'entreprise publique de production pétrolière PEMEX (dont le budget augmente de près de 9%) sont largement favorisés, au détriment de plusieurs programmes sociaux et des budgets des États fédérés. D'après les prévisions fournies par le gouvernement, l'excédent primaire et le déficit public devraient atteindre respectivement 0,7% et 2,6% du PIB (après 1% et 2,7% attendus en 2019) et le ratio de dette publique devrait se stabiliser à 46% du PIB.

L'engagement pourrait toutefois s'avérer difficile à tenir, les hypothèses retenues dans le budget paraissant trop optimistes. Le gouvernement prévoit en effet une croissance du PIB de 2% en 2020, et une augmentation de la production pétrolière (combinant la production de l'entreprise publique PEMEX et la production privée) s'élevant à 1,95 million de barils par jour.

Or depuis le début de l'année 2019, la production pétrolière s'est stabilisée autour de 1,7 million de barils par jour (voir graphique) et

3- Production pétrolière stabilisée à de bas niveaux

Production pétrolière de PEMEX, millions de barils par jour



Source : PEMEX

la Commission nationale des hydrocarbures mexicaine prévoit une baisse de la production d'environ 5% en 2020. En retenant cette hypothèse, la perte de revenu devrait avoisiner 0,5% du PIB, soit un montant équivalent à celui estimé par le ministère des Finances pour 2019.

Le gouvernement a indiqué que la perte de revenus pour 2019 serait compensée (pour un montant équivalent à 0,6% du PIB) par les réserves du Fonds de stabilisation des recettes budgétaires (FEIP). D'après les estimations du FMI, celles-ci représentent environ 1,3% du PIB, ce qui laisserait la possibilité au gouvernement de renouveler l'opération en 2020.

■ ...pour combien de temps ?

Les contradictions du gouvernement pèsent sur les perspectives de moyen terme. Le pays reste exposé au retournement du sentiment des investisseurs, et le manque de lisibilité de la politique économique, surtout concernant la réforme énergétique, entretient l'attentisme constaté depuis le début du mandat de AMLO. Dans le même temps, le risque de dérapage des finances publiques augmente : dans un contexte de faible croissance, maintenir la politique d'austérité souhaitée par le gouvernement s'avèrera plus difficile à partir de 2021. Les dépenses ont déjà été nettement réduites au cours du précédent mandat (proches de 13% du PIB en 2019, contre 17% en 2015), laissant peu de marges de manœuvre, et les réserves du FEIP ne suffiront pas à compenser le manque de revenus, et le besoin de financement de PEMEX, sur la durée du mandat. Enfin, le niveau de l'économie informelle est encore très élevé au Mexique (58% selon l'INEGI), ce qui signifie que même si la réforme fiscale (promise par AMLO) était effectivement mise en place à partir de 2021, les revenus n'augmenteraient pas suffisamment pour compenser la baisse de revenus liée à la faiblesse de la croissance.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



Chili

Temps de crise

Les violentes manifestations qui se déroulent au Chili depuis le mois d'octobre dernier ont poussé le gouvernement à annoncer un ensemble de mesures destinées à lutter contre les inégalités et une nouvelle version de son projet de réforme du système de retraites. Surtout, le gouvernement a signé un accord avec les principaux partis d'opposition, afin d'élaborer une nouvelle constitution. Cela dit, les tensions politiques et sociales restent vives et pèseront sur la croissance. Les perspectives pour les deux années à venir sont largement revues à la baisse. En outre, le déficit et la dette publics augmenteront au cours des cinq prochaines années.

■ Remise en question du modèle politique

Les violentes manifestations qui se déroulent au Chili depuis le mois d'octobre dépassent largement le cadre de l'opposition aux réformes proposées par le gouvernement de Sebastian Piñera (formé par une coalition de partis du centre droit, au pouvoir depuis mars 2018). Les mouvements de protestation se sont formés spontanément, regroupant un ensemble très vaste de revendications. Plusieurs sondages montrent que les manifestations traduisent principalement la frustration quant à la montée des inégalités, la volonté du gouvernement de réformer les systèmes de retraite et d'accès aux soins, ainsi que le manque de confiance dans les institutions. Dans un premier temps, la réaction très répressive du gouvernement a renforcé l'ampleur des manifestations. Sebastian Piñera a ensuite annoncé plusieurs vagues de mesures économiques et sociales.

Ainsi, un « programme social » a été proposé (pour un montant de USD 1 md en 2019, USD 1,4 md en 2020). Les principales mesures comprennent l'augmentation du salaire minimum et de la pension de retraite minimale, un accès facilité aux soins et la hausse des dépenses publiques dans différents domaines (soutien aux personnes âgées, aux étudiants, et dépenses de maintenance d'infrastructures). D'autres mesures ont suivi au mois de décembre (pour un montant de USD 5,5 mds), le gouvernement souhaitant limiter au maximum l'effet des manifestations sur l'activité économique en soutenant la consommation privée (notamment via des transferts aux familles les plus pauvres), et l'investissement (mesures de soutien pour les petites et moyennes entreprises, restauration des infrastructures détériorées par les manifestations, notamment dans la capitale).

Les mesures budgétaires n'ayant pas suffi à dissiper les manifestations, les partis d'opposition ont proposé l'élaboration d'une nouvelle constitution, qui remplacerait l'existante (promulguée en 1980 au moment de la dictature de Pinochet). Fin novembre, un « accord pour la paix et la nouvelle constitution » a été signé entre le gouvernement et les principaux partis d'opposition.

Par conséquent, au mois d'avril prochain, un référendum comportant deux questions sera organisé : la première déterminera si la constitution doit être remplacée et la seconde, le cas échéant, quel type d'assemblée aura en charge sa rédaction (une « assemblée constituante » exclusivement composée de parlementaires déjà élus, ou une « commission mixte constitutionnelle » composée de parlementaires et de nouveau

1-Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	4,0	1,0	1,3	2,0
Inflation, IPC, v ar. annuelle, %	2,4	2,3	3,0	3,0
Solde budgétaire, % du PIB	-1,7	-2,9	-4,7	-3,5
Dette publique, % du PIB	25,7	27,6	30,1	34,3
Balance courante, % du PIB	-3,1	-3,4	-2,7	-2,1
Dette externe, % du PIB	62,0	61,8	70,7	76,8
Réserves de change, mds USD	39,9	36,9	32,3	34,1
Réserves de change, en mois d'imports	7,6	7,8	6,5	6,1
Taux de change USDCLP (fin d'année)	696	744	770	750

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- L'indicateur mensuel d'activité a chuté

PIB mensuel, sa, g.a., %



Source: banque centrale

membres spécialement élus). En octobre, les membres chargés de rédiger la constitution seront élus. Enfin, après que ceux-ci auront proposé un nouveau texte (dans les 12 mois suivant leur élection), un dernier référendum sera organisé pour son adoption (ou non).

Bien que le projet de nouvelle constitution semble approuvé par une large partie de la population, la situation politique et sociale restera extrêmement tendue, d'autant plus que des élections municipales et régionales (en mars), puis présidentielles (en novembre) se tiendront en 2021.



■ Quelle réforme du système de retraites ?

Les manifestations ayant repris de la vigueur au début de l'année, le gouvernement a proposé mi-janvier une nouvelle version de sa réforme du système de retraites. D'après le communiqué de presse, il propose de porter le prélèvement de chaque salarié de 10% de son salaire mensuel (le taux actuel, nettement inférieur à la moyenne de 18% des pays de l'OCDE) à 16% (contre 15% dans la première version du projet de réforme). La différence de cotisation serait assumée par les entreprises, et ne modifierait pas les salaires nets. Les montants de cotisation supplémentaires seraient répartis entre des comptes individuels de capitalisation et un « fonds solidaire ». Dans les deux cas, la gestion sera prise en charge par un administrateur public afin de répondre aux critiques visant la gestion privée actuelle, jugée coûteuse et peu efficace. La réforme serait mise en œuvre progressivement, en augmentant le taux de cotisation par palier de 0,5% par an, afin de modérer la hausse du coût du travail.

Le gouvernement affirme que le montant des pensions de retraite ne pourra ainsi plus être inférieur à celui du salaire minimum pour tous les salariés ayant cotisé au moins 30 ans. Avant d'être adoptée, la proposition de réforme devra être présentée au parlement.

■ Ralentissement de la croissance

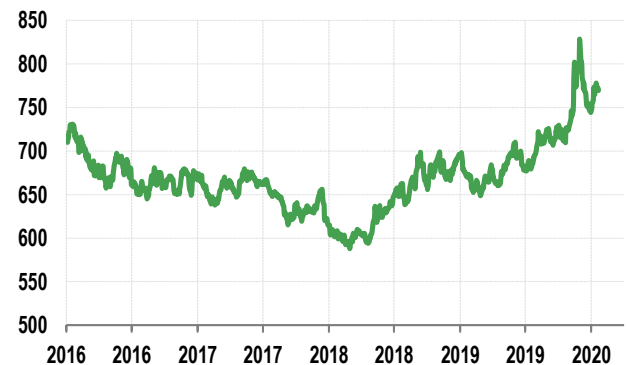
Après avoir progressé de 1,7% en g.a. au premier semestre, puis de 3,3% au troisième trimestre, la croissance du PIB marquera un coup d'arrêt au cours des prochains trimestres. L'indice d'activité mensuelle a déjà reculé de 3,4% en octobre et novembre (après avoir progressé de 2,3% en septembre). Les mesures de relance proposées par le gouvernement et le faible niveau des taux d'intérêt n'empêcheront pas le recul de la consommation des ménages et de l'investissement. L'indice de confiance des consommateurs continue de se détériorer, et les conditions sur le marché du travail ont commencé à se dégrader. Dans le même temps, la confiance des investisseurs continue de chuter. D'après une enquête menée par la banque centrale, plusieurs entreprises ont déclaré reporter les projets d'investissement prévus pour 2020. En revanche, les solides perspectives du secteur minier, pour le moment relativement épargné, devraient permettre de limiter la chute de l'investissement. Au total, la croissance du PIB devrait s'établir à 1% en 2019 et 1,3% en 2020, contre 4% en 2018.

■ Soutien de la politique économique

La consolidation budgétaire à laquelle le gouvernement s'était engagé n'est plus d'actualité, du moins à court terme. D'après les projections du ministère des Finances publiées en décembre, les dépenses devraient progresser de 1% (en termes réels) entre 2021 et 2024. La nouvelle version de la réforme des retraites ne devrait pas sensiblement modifier cette projection. Le déficit budgétaire dépasserait ainsi 5% du PIB en 2020, avant de se réduire progressivement. La dette publique augmenterait de 28% du PIB en 2019 à 38% en 2024.

3- Dépréciation limitée du peso

USDCLP



Source : banque centrale

Parallèlement, le soutien apporté par la banque centrale, qui a abaissé son taux directeur de 175 points de base (à 1,75%) au total sur l'année 2019, devrait se poursuivre en 2020. Dans son dernier communiqué, celle-ci a indiqué que la politique monétaire resterait accommodante « si l'évolution de l'inflation le permettait ». Or, ses dernières projections prévoient une hausse de l'inflation, autour de 3,5% en moyenne pour l'année 2020 (après 2,3% en 2019) – soit un taux supérieur à la cible de 3%. Mais le scénario paraît retenir des hypothèses trop pessimistes. L'inflation au mois de décembre est ainsi ressortie à 3% en g.a., soit un niveau inférieur à celui retenu par la banque centrale. La répercussion observée de la dépréciation du change est probablement moins élevée que celle retenue par la banque centrale, et compensée partiellement par les effets du ralentissement de l'activité.

Les solides fondamentaux de l'économie ont permis de limiter la dépréciation du peso (plus de 8% depuis le début de la crise). Les communications de la banque centrale ont également rassuré les marchés : d'abord par le biais d'un communiqué (début novembre), dans lequel la banque centrale a précisé qu'elle avait les moyens (variété d'outils et niveau des réserves de change) de contenir les risques de liquidité et de volatilité. Ensuite, début décembre, la banque centrale a annoncé un programme de stérilisation des changes, de début décembre 2019 à fin mai 2020. Alors qu'il avait atteint 828 pesos (CLP) par USD à la fin du mois de novembre, le taux de change est revenu autour de 770 depuis le début du mois de janvier (769 le 21 janvier). Dans ce contexte, nous envisageons encore au moins une baisse du taux directeur pour soutenir l'économie en 2020.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



Taiwan

L'économie trouve un nouveau souffle

Si le secteur exportateur taiwanais a souffert du ralentissement des échanges entre la Chine et les Etats-Unis dès le printemps 2018, il a aussi rapidement bénéficié d'autres effets, positifs, du conflit commercial sino-américain. D'une part, les importateurs américains ont substitué certains produits chinois par des biens achetés directement à Taiwan. D'autre part, le conflit incite des entreprises taiwanaises du secteur manufacturier à quitter la Chine continentale pour relocaliser leur activité de production sur l'île, avec un ferme appui du gouvernement. Ces dynamiques ont permis à Taiwan d'afficher une croissance plus forte que prévu en 2019 et devraient se poursuivre en 2020.

La croissance économique a ralenti de 3,3% en 2017 à 2,7% en 2018, puis s'est maintenue à ce niveau en 2019. Cette dernière performance est meilleure que prévu il y a un an. Après une période de ralentissement entre la mi-2018 et début 2019, lié aux tensions commerciales sino-américaines et à l'affaiblissement de la demande mondiale, l'économie taiwanaise a, de fait, trouvé un nouveau souffle. Le secteur manufacturier a rapidement bénéficié de la substitution de certains produits chinois par des biens achetés directement à Taiwan. Le conflit entre les Etats-Unis et la Chine encourage également des entreprises exportatrices taiwanaises à quitter la Chine continentale pour relocaliser leur activité de production sur l'île.

Les perspectives de court terme demeurent bien orientées, et nous tablons sur un taux de croissance de 2,8% en 2020. Le secteur exportateur devrait bénéficier du rebond attendu du marché électronique mondial et continuer de profiter de la réorganisation des chaînes de valeur en Asie. La demande intérieure devrait rester solide, notamment soutenue par la solide croissance de l'investissement et des politiques monétaire et budgétaire accommodantes. À la suite des élections du 11 janvier, qui ont reconduit la présidente Tsai Ing-wen dans ses fonctions pour un second mandat de quatre ans, et permis à son parti, le *Democratic Progressive Party* (DPP), de conserver la majorité au parlement, les autorités devraient poursuivre le programme économique engagé depuis 2016. Les tensions inter-détroit pourraient s'aggraver, mais leurs effets sur l'activité à court terme devraient rester modérés.

■ L'économie tient bon

La croissance du PIB réel a ralenti de 3,3% en glissement annuel (g.a.) au S1 2018 à 2,2% au S2 2018 et 1,8% au T1 2019, avant de se redresser progressivement (2,6% au T2 et 3% au T3). Selon les premières estimations du bureau des statistiques taiwanais, elle a atteint 3,4% en g.a. au T4 2019 (ou 1,7% en glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières). La dynamique du PIB s'explique principalement par la contribution du commerce extérieur, devenue négative au S2 2018 puis de nouveau positive en 2019, et par la forte accélération de l'investissement. Celui-ci s'est en effet considérablement renforcé à partir de la mi-2018 après plusieurs trimestres de croissance faible ou négative. Il a progressé de 7,4% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2019 (contre 2,5% par an en moyenne en 2014-2018) et a probablement encore accéléré au T4 2019.

1-Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	2,7	2,7	2,8	2,3
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1,4	0,6	1,2	1,0
Solde des adm. publiques, % du PIB	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4
Dette des adm. publiques, % du PIB	35,1	36,0	36,8	38,0
Balance courante, % du PIB	11,6	11,4	11,5	12,0
Dette externe, % du PIB	31,4	34,2	33,6	33,4
Réserves de change, mds USD	462	478	490	500
Réserves de change, en mois d'imports	19,4	20,0	19,6	19,0
Taux de change USDTWD (fin d'année)	30,7	30,1	29,8	29,0

e : estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

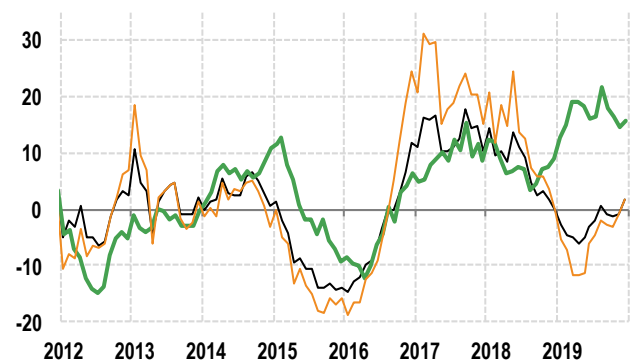
2- Effets des tensions sino-américaines sur les exportations

Exportations de marchandises en USD, g.a. en %, moy. glissante 3 mois

— Exportations totales de Taiwan

— Vers la Chine (28% du total)

— Vers les États-Unis (14% du total)



Source : ministère des Finances

Les conséquences du conflit commercial sino-américain ont largement contribué à ces évolutions. De par sa forte dépendance aux exportations de biens de haute technologie et son exposition aux marchés chinois et américain, l'économie taiwanaise a immédiatement souffert des effets de contagion du ralentissement des échanges entre les Etats-Unis et la Chine. Ses exportations de marchandises n'ont augmenté que de 1% en valeur en g.a. au S2 2018 (contre 11% au S1 2018) puis ont chuté de 2% sur l'ensemble de 2019 (graphique 2). Le secteur manufacturier a donc, dans un premier temps, réduit sa production (-1,2% en g.a. sur les



dix premiers mois de 2019). Mais Taiwan a aussi rapidement bénéficié d'autres effets, favorables, du conflit sino-américain.

■ Le secteur exportateur profite du conflit sino-américain

Premièrement, le secteur manufacturier a profité d'effets de substitution, les importateurs américains remplaçant certains produits en provenance de Chine par des biens achetés directement aux entreprises taiwanaises. Les exportations de Taiwan à destination des Etats-Unis ont ainsi bondi de 17% sur l'ensemble de l'année 2019 (contre une hausse moyenne de 4% par an en 2014-2018). Ceci explique en partie que la baisse des exportations totales de Taiwan ait été beaucoup moins importante que celle, par exemple, de la Corée du Sud (-10% en 2019). La performance du secteur exportateur taiwanais reste toutefois très corrélée à celle des exportations totales de la Chine, qui se sont légèrement redressées depuis deux mois. Les perspectives à très court terme se sont un peu améliorées suite à l'accord de « phase 1 » signé par Pékin et Washington (voir pages 3 et 4), et devraient également être soutenues par le rebond attendu du marché électronique mondial. La production industrielle taiwanaise a pu rebondir en fin d'année 2019 (+6,4% en g.a. en décembre), soutenue par l'amélioration des ventes et la nécessité de reconstituer les stocks (qui se sont réduits au cours des trois premiers trimestres de 2019). Son redressement devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

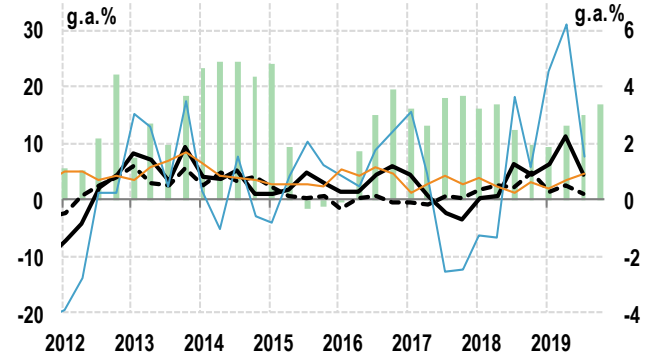
Deuxièmement, et c'est là l'effet positif le plus intéressant, le conflit sino-américain conduit des entreprises taiwanaises à réinvestir dans des usines sur l'île. La hausse des droits de douane américains sur les importations de biens chinois, qui est venue s'ajouter à l'augmentation des coûts salariaux en Chine, incite en effet de nombreux producteurs taiwanais à revoir leurs stratégies de production, pour quitter la Chine continentale et relocaliser leur activité à Taiwan. Cette réorientation est soutenue par les autorités, qui ont mis en place, dès janvier 2019, un plan d'action (« *Action Plan for Welcoming Overseas Taiwanese Businesses to Return to Invest in Taiwan* ») visant à apporter une aide financière et logistique aux entreprises souhaitant relocaliser leur production. Ce premier programme a été complété depuis juillet 2019 par deux plans supplémentaires visant à encourager l'investissement des petites et moyennes entreprises locales. Mi-janvier 2020, plus de 300 entreprises taiwanaises avaient déjà présenté une demande auprès d'un des trois plans d'aide du gouvernement, dont 169 entreprises produisant jusqu'à présent en Chine (principalement dans le secteur des hautes technologies). L'investissement en « machines et équipements » (à 90% privé) a ainsi fait un bond de 20% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2019 (graphique 3) et devrait continuer de croître rapidement à court terme.

Les dynamiques récentes du secteur manufacturier exportateur (réorganisation des flux commerciaux en Asie, relocalisation de la production) devraient se poursuivre à court-moyen terme. Des risques baissiers subsistent néanmoins. D'abord, les tensions inter-détroit, en hausse depuis l'arrivée au pouvoir du DPP en 2016, pourraient s'aggraver après la réélection de la présidente Tsai Ing-wen. Jusqu'à présent, les échanges de biens manufacturés avec la Chine continentale en ont été peu affectés. Mais Pékin peut adopter

3- Nouveaux investissements dans l'appareil productif

Investissement (FBCF, en volume) : — Total — Machines et équipement (42% du total) - - - Construction (33%) — Propriété intellectuelle (21%)

■ PIB réel (é.d.)



Source : DGBAS

des mesures pénalisant certains secteurs, tels que l'agriculture ou le tourisme. Ainsi, depuis la suspension de la délivrance de laissez-passer individuels aux voyageurs chinois en août 2019, les entrées de touristes chinois sur l'île (38% du total en 2018) se sont réduites de moitié. Le secteur du tourisme ne représente cependant que 2% du PIB taiwanais. Les effets des tensions inter-détroit sur l'activité devraient donc être modérés à court terme. En revanche, les pressions de Pékin gênent fortement le développement des liens de Taiwan avec le reste du monde. De plus, Taiwan pourrait devenir une cible directe des mesures protectionnistes américaines en raison de la hausse de l'excédent commercial bilatéral. Enfin, le conflit sino-américain, en se déplaçant de plus en plus sur le terrain technologique, pourrait avoir des conséquences importantes sur ce secteur à Taiwan et dans le reste de la région asiatique.

■ La demande intérieure est dynamique

Le regain de dynamisme du secteur exportateur a eu des effets positifs sur le marché du travail et la consommation privée, dont la croissance réelle a déjà accéléré de 1,7% en g.a. au S1 2019, à 2,3% au T3. En outre, l'investissement public s'est également redressé (+5,9% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2019), principalement tiré par un large programme de développement des infrastructures. Les conditions monétaires accommodantes restent un autre facteur de soutien à la demande interne.

La bonne santé des finances publiques donne au gouvernement une marge de manœuvre confortable pour conduire une politique budgétaire expansionniste et mettre en œuvre des programmes de soutien à l'investissement privé. Ces politiques, en consolidant l'appareil productif et en élevant la compétitivité de l'économie, apportent une réponse au déclin de la croissance potentielle observé depuis plusieurs années et renforcent donc les perspectives économiques de l'île à moyen terme.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Israël

La politique monétaire au défi du shekel fort

La croissance économique est restée soutenue en 2019 malgré un environnement local et international moins favorable. Les bonnes performances extérieures ont contribué à une appréciation significative du shekel, réduisant fortement les pressions inflationnistes. Les exportations de gaz en 2020 devraient soutenir cette tendance. Dans ce contexte, les instruments à la disposition de la banque centrale sont limités. Celle-ci a repris ses interventions sur le marché des changes pour tenter de limiter l'appréciation du shekel. Après le dérapage budgétaire de 2019, nous n'attendons pas d'importante amélioration des finances publiques étant donné l'incertitude politique actuelle.

■ Croissance économique soutenue

Malgré une situation politique locale incertaine et un environnement économique international moins favorable, l'activité économique est restée soutenue en 2019. Selon les premières estimations officielles, la croissance a atteint 3,3% en termes réels, une évolution pratiquement équivalente à celle de 2018 (3,4%). La consommation des ménages et les dépenses publiques ont été les principaux moteurs de cette croissance.

Deux facteurs ont soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Le taux de chômage est inférieur à 4% depuis juillet 2019, tandis que l'évolution des salaires réels reste positive (+2,7% en octobre 2019), en lien avec la persistance d'une inflation des prix à la consommation faible (+0,9% en moyenne durant les onze premiers mois de 2019). De leur côté, les dépenses publiques ont continué de croître à un rythme régulier (+4,1% en 2019). Par contre, la croissance de l'investissement a à peine progressé en 2019 (+0,3%) en raison de la faiblesse de l'investissement productif, tandis que l'investissement résidentiel reste soutenu.

En 2020, la croissance économique devrait s'inscrire en léger repli, inférieure à 3%, en raison du ralentissement attendu de l'économie mondiale, et des contraintes qui pèseront sur les dépenses publiques au moins dans la première partie de l'année. Par ailleurs, l'orientation générale de la politique budgétaire – une fois le nouveau gouvernement formé – devrait contribuer à l'augmentation de la pression fiscale afin de réduire le déficit budgétaire. Cela pourrait modérément affecter la consommation de ménages.

D'un point de vue sectoriel, de nouveaux développements dans le secteur gazier soutiendront l'activité. Le champ gazier *offshore* Leviathan est entré en production à la fin de l'année 2019. Selon la banque centrale (Bol), sa contribution à la croissance du PIB devrait être de 0,3% en 2020. Étant donné que la majeure partie de la demande locale en gaz naturel est satisfaite par la production du champ *offshore* Tamar, la production de Leviathan est principalement destinée à l'exportation vers l'Égypte et la Jordanie, et devrait augmenter régulièrement jusqu'en 2022.

■ Faiblesse de l'inflation

L'inflation des prix à la consommation reste faible malgré une situation de quasi plein emploi, et devrait atteindre en moyenne 0,9% en 2019. Les prix des biens échangeables devraient être quasiment stables en moyenne en 2019 (+0,11% durant 11M 2019), tandis que les prix des biens non échangeables ont crû de 1,2% en

1-Prévisions

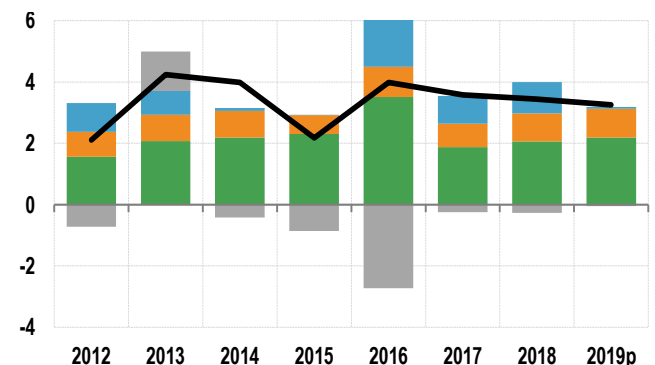
	2018e	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	3,4	3,3	2,9	3,2
Inflation, IPC, v. var. annuelle, %	0,8	0,9	1,0	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-3,6	-3,5	-3,0
Dette du gov. central, % du PIB	59	62	64	65
Balance courante, % du PIB	2,7	2,2	3,1	3,0
Dette externe, % du PIB	25	25	26	25
Réserves de change, mds USD	115	126	145	155
Réserves de change, en mois d'imports	13	12	13	13
Taux de change USD/ILS (fin d'année)	3,7	3,5	3,3	3,2

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Contributions à la croissance du PIB

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

— PIB réel ■ Consommation privée ■ Consommation du gouvernement
■ Investissement ■ Exportations nettes



Sources : Bol, BNP Paribas

moyenne sur la même période. La modération de l'inflation s'explique notamment par la baisse des prix du pétrole, l'appréciation du shekel par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux (le taux de change effectif nominal s'est apprécié de 8,3% en 2019), et plus généralement la libéralisation progressive de l'économie. En 2020, l'inflation des prix à la consommation pourrait légèrement augmenter, notamment avec la hausse modérée attendue des prix du pétrole, mais rester proche de la borne basse de la zone cible de la Bol (1-3%). En dehors de facteurs conjoncturels, il est pour le moment difficile d'estimer ce qui



pourrait faire repartir l'inflation à la hausse à court terme. L'amélioration attendue des comptes extérieurs devrait soutenir le shekel, tandis qu'un dérapage significatif des finances publiques (par une augmentation sensible des dépenses courantes par exemple) paraît peu probable.

■ Le shekel reste orienté à la hausse

L'excédent du compte courant est devenu récurrent grâce à la hausse continue des exportations de services, dynamisées par le secteur des hautes technologies et, dans une moindre mesure, par le tourisme. L'excédent de la balance des services permet de compenser le déficit de la balance commerciale. En 2019, nous estimons que l'excédent courant devrait atteindre 2,2% du PIB (contre 2,7% en 2018). A court terme, le déficit commercial pourrait se réduire grâce à l'augmentation des exportations de gaz naturel. Cependant, cet effet devrait rester relativement marginal. En effet, ces exportations ne devraient représenter qu'environ 1,6% des exportations totales de biens.

L'attractivité du marché israélien pour les investisseurs étrangers reste forte, particulièrement dans le domaine des hautes technologies. Les investissements directs étrangers en Israël ont atteint plus de 5% du PIB en 2017 et 2018 et devraient rester soutenus à moyen terme. Les flux de portefeuille sont plus volatils et difficilement prévisibles. Cependant, l'insertion des obligations souveraines domestiques dans l'indice WGBI¹ à partir d'avril 2020 devrait avoir un effet positif sur les entrées de capitaux. Au total le surplus de la balance des paiements devrait se maintenir, et soutenir l'appréciation du shekel. Si à court terme, les flux de portefeuille peuvent rendre les variations du shekel plus erratiques, certains facteurs vont plutôt dans le sens d'une appréciation de la monnaie israélienne : le resserrement de l'écart entre le taux directeur de la Bol et celui des *Fed Funds* américains, la poursuite de la politique d'assouplissement monétaire en zone euro, et une orientation plutôt à la baisse du dollar US contre les principales devises de l'OCDE. Il semble donc que les éléments structurels et de court terme aillent dans le sens d'une appréciation du shekel.

■ Politique monétaire

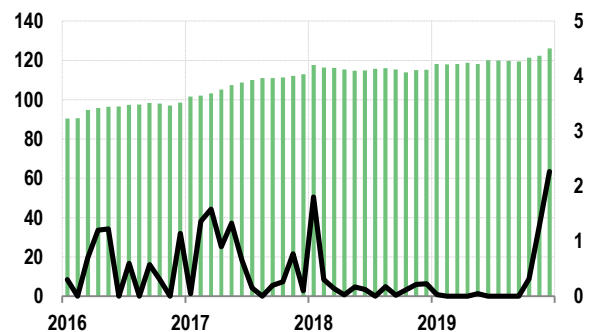
Comme lors des années précédentes, l'inflation se situe en dehors de la zone cible de la Bol. La banque centrale doit faire face à un choix délicat entre favoriser une remontée de l'inflation vers le milieu de la zone cible et ne pas pénaliser le dynamisme de l'économie. Selon l'OCDE, l'*output gap* a été légèrement positif en 2019 (+0,4% par rapport à la croissance potentielle).

Le taux directeur de la Bol est resté inchangé depuis novembre 2018 à 0,25%. Par ailleurs, la banque centrale n'est pratiquement pas intervenue sur le marché des changes au cours des 10 premiers mois de l'année². Tandis que les achats mensuels moyens s'élevaient à plus de USD 500 mn entre 2013 et 2017, ils ont atteint USD 277 mn en 2018 et USD 40 mn sur 10 mois en 2019. Étant

3- Avoirs en devises de la Bol

USD mds

■ Réserves de change, é.g — Achats par la Bol, é.d.



Sources : Bol, BNP Paribas

donné l'appréciation significative du shekel pendant cette période et son impact sur les prix domestiques, la Bol a repris sa politique d'achat de devises en novembre et décembre 2019 (respectivement USD 1,3 md et 2,3 mds). La Bol neutralise les conséquences de ces achats de devises sur la masse monétaire par des opérations *d'open-market* et par des dépôts à terme des banques commerciales auprès de la Bol. Ces interventions sur le marché des changes devraient continuer cette année et permettre d'atténuer la pression à la hausse sur le shekel.

■ Incertitude budgétaire

L'exercice budgétaire 2019 a été marqué par un accroissement notable du déficit. Celui-ci est estimé à 3,6% du PIB contre 2,8% du PIB en 2018. Selon les estimations du gouvernement, les revenus ont augmenté de 2,5% et les dépenses de 5,9% au cours de l'année 2019. L'absence de gouvernement jusqu'aux élections de mars 2020 empêche l'adoption d'une loi de finance, et implique donc un fonctionnement par douzièmes. Étant donné l'incertitude politique et le renouveau des tensions régionales, une réduction significative du déficit paraît peu probable. Nous prévoyons que celui-ci se stabilise à 3,5% du PIB cette année. Dans ce contexte, la dette du gouvernement devrait augmenter à environ 64% du PIB en 2020. L'essentiel du financement du déficit est local. Environ 85% de la dette totale est locale et elle est détenue aux deux tiers par des investisseurs institutionnels.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

¹ World Government Bond Index

² Le programme d'achat de devises a été mis en place en 2013 par la Bol pour atténuer les conséquences de la production de gaz sur le shekel via la balance commerciale.



Ukraine

Vents favorables

La croissance ukrainienne a sensiblement accéléré au cours des neufs premiers mois de 2019, tirée notamment par le secteur agricole et la consommation des ménages avec un large recours au crédit. L'appréciation de la hryvnia a entraîné une forte baisse de l'inflation et permis une détente plus franche de la politique monétaire. À court terme, le soutien monétaire devrait compenser les effets du ralentissement mondial déjà sensible sur l'activité industrielle. Parallèlement, l'annonce d'un nouvel accord avec le FMI ne peut que rassurer les investisseurs étrangers. La banque centrale va faire face au dilemme classique entre risque d'emballement du crédit et nécessité de limiter les entrées d'investissements de portefeuille.

Depuis son investiture en mai 2019, le président Volodymyr Zelensky a su s'imposer sur la scène politique intérieure en s'assurant une majorité à la Chambre des députés et en prenant ses distances avec l'oligarque Igor Kolomoisky, l'un de ses principaux soutiens lors de la campagne présidentielle. Sur la scène internationale, il a fait preuve de fermeté vis-à-vis de son homologue russe sur la question du Donbass et de la Crimée lors d'un sommet quadripartite sous la médiation de la France et de l'Allemagne, tout en montrant une volonté de dialogue. Il bénéficie également de la poursuite de l'amélioration de la situation économique. Enfin, la bonne tenue des comptes publics et les engagements de réformes structurelles (projet de loi permettant la levée du moratoire sur la vente de terres agricoles) ont convaincu la direction du FMI d'accorder une nouvelle ligne de crédit au pays.

■ Une croissance tirée par la demande privée

Sur les neufs premiers mois de l'année, la croissance ukrainienne s'est établie à 3,8% par rapport à la même période de 2018 (+4% au T3 dernier trimestre connu). En termes d'offre, l'ensemble des secteurs y ont contribué, notamment la production agricole – qui représente environ 10% du PIB, soit autant que la production manufacturière – avec des récoltes records de céréales grâce à des conditions météorologiques favorables mais aussi à une amélioration de la productivité dans le secteur.

En termes de demande, la croissance est pour l'instant assez équilibrée et repose sur la demande privée ; la consommation des ménages, l'investissement et les exportations ont progressé sur des rythmes soutenus (respectivement 10%, 13% et 9%) quand, dans le même temps, de la consommation publique reculait de 5%.

La consommation des ménages bénéficie de la progression toujours forte des salaires réels (9,7% en 2019 après 12,6% en 2018), d'un chômage en baisse (7,8% de la population active), malgré une hausse du taux de participation, et d'une forte accélération du crédit à la consommation (+19% en termes réels). En revanche, l'investissement est largement autofinancé, le crédit aux entreprises s'étant tassé après une reprise en 2018. L'accélération de la croissance doit aussi à la vigueur des exportations, notamment agricoles.

Cet élan est probablement retombé au T4 en ligne avec le tassement de l'activité industrielle (graphique 2). Mais l'assouplissement de la politique monétaire et l'annonce du soutien financier du FMI devraient permettre une détente plus sensible des conditions de financement domestiques et externes, et donc un

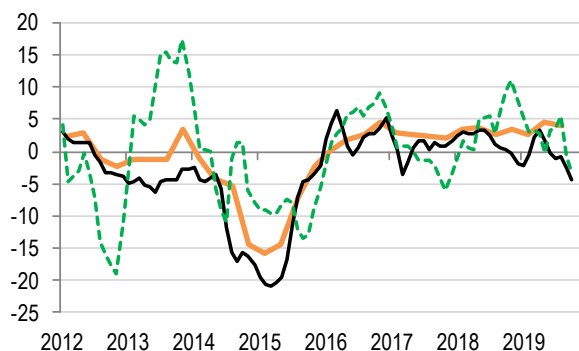
1- Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	3,3	3,5	3,2	3,8
Inflation, IPC, v. ar. annuelle, %	10,9	7,9	5,0	5,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,1	-2,2	-2,1	-2,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	61,9	50,0	48,0	47,0
Balance courante, % du PIB	-3,3	-2,8	-3,2	-3,8
Dette externe, % du PIB	87,7	80,1	76,1	75,0
Réserves de change, mds USD	20,8	25,3	27,0	29,0
Réserves de change, en mois d'imports	3,5	4,0	3,8	3,8
Taux de change EURUAH (fin d'année)	30,0	26,6	27,0	28,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Une croissance stable depuis 2016

--- Production agricole (mm3 – g.a.) — Production industrielle (mm3 – g.a.)
— PIB réel (g.a.)



Sources : Ukrstat – BNP Paribas

redémarrage des crédits à l'investissement. Même si l'année 2020 devrait être en retrait par rapport à 2019, les fondamentaux macroéconomiques (inflation, comptes extérieurs, comptes publics) sont en amélioration.

■ Afflux de liquidité

La liquidité extérieure du pays a continué de se renforcer, les réserves officielles de change ayant atteint USD 25,3 mds fin décembre, soit près de 4 mois d'importations de biens et services. Le déficit courant s'est réduit à USD -3,4 mds entre janvier et novembre 2019 contre -4,2 mds sur la même période de 2018, et les flux nets d'investissements directs ont atteint USD 2,5 mds. Bien qu'en amélioration, la balance de base est donc restée déficitaire.



La consolidation des réserves de change s'explique principalement par des investissements de portefeuille des non-résidents qui ont doublé par rapport à 2018, atteignant USD 5 mds entre janvier et novembre, et le versement de USD 2,9 mds de Gazprom à Naftogaz dans le cadre de la renégotiation de l'accord de fourniture de gaz.

Fin 2019, les relations entre Naftogaz et Gazprom se sont en effet normalisées avec des conséquences positives sur la balance des paiements, du moins à court terme. Les deux sociétés ont signé un accord fin décembre au terme duquel Gazprom s'est engagé sur des volumes de livraison de gaz jusqu'en 2024 pour un total de USD 7 mds en cumul sur l'ensemble de la période. En échange, Naftogaz a accepté d'effacer les arriérés de Gazprom, à l'exception de USD 2,9 mds que ce dernier lui a donc versé en décembre. Ce versement compensera largement la baisse des revenus de transit pour Naftogaz en 2020.

Estimant que l'appréciation de la hryvnia tenait plus à des facteurs spéculatifs qu'à une amélioration fondamentale de la balance des paiements, la banque centrale a procédé à d'importants achats nets de devises (USD 7,9 mds), ce qui a facilité le remboursement du service de la dette extérieure du gouvernement et de la banque centrale.

Au-delà de ces évolutions positives à court terme, l'amélioration de la liquidité extérieure a comme contrepartie une augmentation de la vulnérabilité aux investisseurs étrangers (fin décembre 2019, ces derniers détiennent 14,5% de la dette domestique contre seulement 1% fin 2018). L'annonce d'un accord avec le FMI pour un mécanisme élargi de crédit (*Extended Fund Facility*) d'un montant de USD 5,5 mds devrait les rassurer. Mais les réserves de change sont encore faibles comparées au service annuel de la dette extérieure (USD 15 mds de dollars hors dette commerciale et dette intra-groupe en 2020). La fragilité des comptes extérieurs impose une politique budgétaire rigoureuse que les autorités ont maintenue jusqu'à présent.

■ Objectifs budgétaires respectés

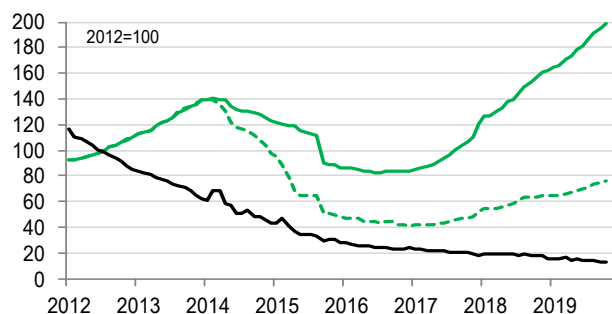
Sur la période janvier-octobre 2019, le déficit du gouvernement central a été contenu à 2% du PIB pour un objectif de 2,3% ; l'excédent primaire s'est un peu réduit à 1,1% contre 1,5% en 2018 mais la charge d'intérêts s'est allégée de 3,3% à 3,1%.

Pour 2020, le parlement a adopté un budget prévoyant un déficit de UAH 94 mds (USD 3,5 mds), soit 2,1% du PIB. Le principal risque pour le gouvernement réside, non pas dans une sous-estimation des dépenses, mais dans une surestimation des recettes en raison de l'appréciation du taux de change ; 30% des recettes sont en dollars contre seulement 5% des dépenses (toutes choses égales par ailleurs, une appréciation accroît donc le déficit). Or, le budget a été construit avec une hypothèse conservatrice de USD/UAH de 27 contre 24 actuellement. Un argument supplémentaire pour limiter l'appréciation de la hryvnia. Les risques de dérapage sont néanmoins a priori très limités et le FMI sera vigilant.

L'appréciation du change a permis une forte baisse du ratio d'endettement du gouvernement central de 62% du PIB (y compris

3- Boom du crédit à la consommation

- Crédit en hryvnia
- - - Crédit hryvnia déflaté par l'IPC
- Crédit en devises



Sources : NBU - BNP Paribas

la dette garantie) fin 2018 à 50% en novembre 2019 (près de 60% de la dette est en devises).

Le plan de financement est prudent. Le gouvernement prévoit une émission de dette obligataire internationale pour un montant de USD 5 mds uniquement pour couvrir le remboursement de sa dette extérieure. Compte tenu des déboursés attendus des IFI et de l'UE, le besoin d'émission d'obligations internationales devrait être limité à USD 2 mds.

■ Dilemme pour la politique monétaire

L'appréciation de la hryvnia contre le dollar depuis le début 2019 a généré des gains de désinflation, la hausse sur un an des prix à la consommation est ainsi revenue à 4,1% en décembre contre 9,8% fin 2018. La banque centrale a pu abaisser son taux directeur à 13,5%, contre 18% fin 2018, avec une accélération depuis octobre (la baisse cumulée du taux directeur a été de 300 points de base). Jusqu'à la mi-2019, la politique monétaire était restée très conservatrice avec un taux directeur maintenu au-dessus de 10% en termes réels. L'incertitude politique précédant les élections législatives suffisait à le justifier.

Cette contrainte étant levée, la banque centrale a plus de marge de manœuvre mais elle va rapidement se trouver confrontée à un dilemme classique pour les pays émergents : poursuivre la détente monétaire peut engendrer un risque de surchauffe, notamment de crédit, mais maintenir un écart de taux d'intérêt domestiques très positif attire les investissements de portefeuille et peut conduire à une surévaluation du change.

La banque centrale juge elle-même le rattrapage du crédit à la consommation trop rapide. Heureusement, les crédits se sont fortement dédollarisés ces dernières années. De plus, la banque centrale prévoit d'imposer aux banques une augmentation de la pondération appliquée sur les prêts à la consommation dans le calcul des actifs moyens pondérés pour le calcul du capital prudentiel à partir de 2021.

François FAURE

francois.faure@bnpparibas.com



Arabie Saoudite

Une orientation budgétaire favorable à la croissance

Le PIB non pétrolier a retrouvé une croissance soutenue en 2019 après trois années de résultats décevants. La consommation des ménages et les dépenses d'investissement du secteur public sont les principaux moteurs de cette reprise. Les perspectives d'activité restent positives à court terme, conséquence du ralentissement du rythme des réformes budgétaires. Le déficit budgétaire restera élevé même si des éléments de revenu exceptionnels et des dépenses reportées sur des entités extrabudgétaires permettent de le limiter. Le potentiel de croissance est contraint par le rythme erratique des réformes budgétaires et les perspectives mitigées du marché du pétrole.

■ Reprise confirmée de l'activité hors pétrole

La croissance du PIB hors pétrole a sensiblement accéléré depuis le deuxième trimestre 2019. Selon notre estimation, le PIB non pétrolier a progressé de 4,3% en T3 2019 (+3,1% en T2 2019), contre 2% en moyenne en 2018. Cette reprise de l'activité est avant tout due au rebond de la consommation des ménages. En effet, la croissance des activités de commerce (9% du PIB) a été de 8%. Les secteurs de la construction et de l'ensemble « immobilier et finance » ont aussi alimenté la croissance, progressant respectivement de 4,6% et 6,3%. Ensemble, ils représentent environ 15% du PIB. Cette tendance est confirmée par la progression des prêts immobiliers aux ménages (12% des crédits totaux au secteur privé) qui ont significativement augmenté depuis 2018. Au troisième trimestre 2019, ils ont progressé annuellement d'un tiers. Par contre, le secteur manufacturier (hors raffinage) continue de se replier (-0,8%) pour le troisième trimestre consécutif.

Selon les premières estimations, les dépenses budgétaires ont baissé de 2,8% en 2019. Mais la masse salariale (50% des dépenses totales) a augmenté de 4,1% en 2019. De plus, le fonds souverain saoudien (PIF pour *Public Investment Fund*) intervient de façon croissante dans la politique d'investissement du gouvernement et compense largement la réduction des investissements de ce dernier. Au total, malgré une baisse nominale des dépenses du gouvernement, les dépenses publiques dans leur ensemble restent orientées à la hausse et leur effet sur l'activité économique sera positif.

Notre indicateur avancé d'activité du secteur non-pétrolier¹ indique que cette reprise devrait se confirmer dans les trimestres à venir. En effet, celui-ci évolue positivement depuis deux trimestres après 14 trimestres consécutifs de baisse. Au total, nous estimons que la croissance du PIB non pétrolier a progressé de 3,5% en 2019. Au niveau de l'économie dans son ensemble, cela devrait permettre une légère croissance du PIB (+0,7%) qui reste contraint par l'évolution négative du PIB pétrolier (-3,4% en 2019).

L'activité non pétrolière devrait rester soutenue en 2020. Dans le projet de budget du gouvernement, les dépenses courantes devraient baisser de 3% tandis que la masse salariale devrait rester stable. Comme l'inflation devrait revenir en territoire positif (-1,2%

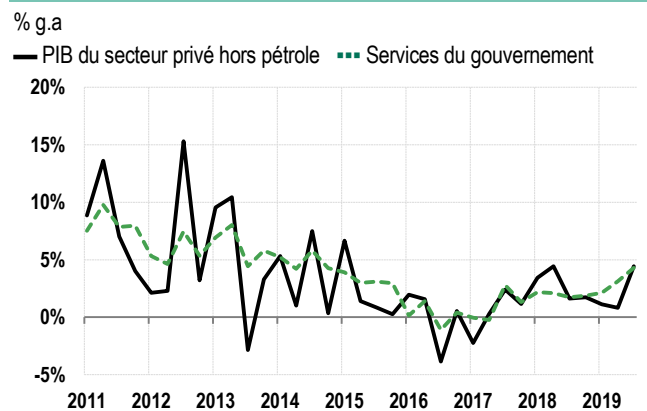
¹ Basé sur les indicateurs suivants : production de ciment, nombre de lettres de crédit et retraits de liquide des ATM.

1-Prévisions

	2018e	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	0,7	1,2	1,6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,5	-1,2	0,6	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	-5,9	-4,6	-7,4	-7,1
Dette du gouv. central, % du PIB	19	24	26	30
Balance courante, % du PIB	9,0	4,8	1,8	4,0
Dette externe, % du PIB	25	30	34	36
Réserves de change, mds USD	498	458	382	314
Réserves de change, en mois d'imports	28	24	20	16
Taux de change USDSAR (fin d'année)	3,75	3,75	3,75	3,75

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance du PIB réel



Sources : General Authority for Statistics, BNP Paribas

en moyenne en 2019, tiré par la baisse continue des loyers²) et atteindre en moyenne 0,6%, la masse salariale dans le secteur public devrait diminuer en termes réels.

Néanmoins, les récentes évolutions du marché du travail devraient soutenir la demande privée. Parmi la population des nationaux, la baisse du chômage et la hausse du taux de participation (notamment parmi les jeunes) devraient se poursuivre en 2020. Par ailleurs, les sorties du marché du travail des travailleurs expatriés

² Le poids de la composante « loyer, eau et énergie » dans l'indice des prix à la consommation est de 25%.



(les départs nets ont atteint pratiquement 2 millions de personnes depuis 2017) est en baisse notable depuis mi-2019.

Si les dépenses d'investissement du gouvernement devraient rester au mieux stables, les dépenses d'investissement public réalisées par le PIF devraient atteindre un rythme de croisière et contribuer encore positivement à l'activité du secteur de la construction au sens large. Nous prévoyons une stabilisation du PIB hydrocarbures. D'éventuelles nouvelles baisses de la production de pétrole brut devraient être compensées par une hausse de la production d'autres hydrocarbures.

Au total, en 2020 nous prévoyons une progression de 3% du PIB non pétrolier, ce qui devrait amener la croissance du PIB total à 1,2%.

■ Des évolutions budgétaires contrastées

Depuis 2014, les déficits budgétaires sont récurrents et assez significatifs. La difficile maîtrise des dépenses et la faible diversification des revenus, dans un contexte de déprime du marché pétrolier, ont dégradé la situation des finances publiques. D'après les premières estimations de l'année budgétaire 2019, le déficit est en réduction mais sans que des réformes aient été mises en place. Ce sont des opérations exceptionnelles ou utilisant des ressources non budgétaires qui permettent cette amélioration.

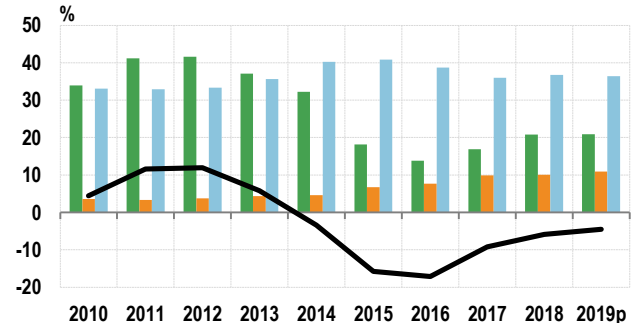
En 2019, le déficit budgétaire a atteint 4,6% du PIB, en réduction par rapport à 2018 (5,9% du PIB). Le service de la dette a augmenté de 40%, mais ne représente que 2% des dépenses totales. Une grande partie de l'ajustement a été fait par la baisse des dépenses en capital (16% des dépenses totales) qui ont baissé de 9%. Celles-ci – indispensables au plan de modernisation de l'économie – sont maintenant assurées en partie par le fonds souverain PIF. Du côté des revenus budgétaires, la diversification progresse timidement en l'absence de nouvelles réformes. Les revenus non pétroliers ont progressé de 7% et représentent toujours un tiers des recettes budgétaires totales. Bien que le prix du pétrole (référence Brent) ait baissé de 11% en moyenne en 2019, les revenus pétroliers sont restés quasiment stables (-1%). Ce sont les dividendes exceptionnels versés par la compagnie pétrolière nationale Aramco qui ont permis de stabiliser le revenu. L'amélioration des comptes publics en 2019 est donc en partie artificielle.

Pour 2020, le projet de budget prévoit une baisse des dépenses du même ordre que celui de 2019 (-3%), avec une réduction des dépenses courantes (sauf le service de la dette qui augmenterait de 48%) et une quasi-stabilité des dépenses d'investissement. Alors qu'un soutien budgétaire à la demande intérieure est nécessaire, il nous semble plus réaliste d'anticiper au mieux une stabilité des dépenses courantes. Du côté des revenus, aucune réforme fiscale qui permettrait d'augmenter la part du revenu non pétrolier n'a été annoncée. Le gouvernement prévoit une hausse de 2% des recettes non pétrolières. Concernant les revenus pétroliers, ceux-ci ont été calculés sur la base d'un prix moyen du Brent de 64 USD/baril, ce qui aboutit à une baisse de 16% du revenu pétrolier. Pour notre part, nous anticipons un niveau plus bas du prix moyen du pétrole et donc une baisse plus marquée de ce revenu (-20%).

3- Solde budgétaire et composantes

% du PIB

— Solde budgétaire ■ Dépenses ■ Revenu pétrolier ■ Revenu hors-pétrole



Sources : Ministère des Finances, BNP Paribas

Selon notre scénario central, le déficit budgétaire atteindrait 7,4% du PIB en 2020. La principale incertitude réside dans le caractère exceptionnel ou non du niveau de dividende versé par Aramco au gouvernement en 2019. Son renouvellement en 2020 amènerait le déficit budgétaire à 4,2% du PIB.

■ Hausse modérée de la dette publique

Traditionnellement, le financement du déficit budgétaire se fait par des émissions de dette et des retraits d'actifs du compte du gouvernement auprès de la banque centrale (SAMA). En 2020, selon les déclarations officielles, environ 35% du déficit serait financé par la dette, à 45% sur les marchés internationaux. Par conséquent, nous prévoyons une hausse de la dette du gouvernement à 26% du PIB fin 2020. Les avoirs du gouvernement à la SAMA devraient atteindre USD 142 mds, soit 18% du PIB. Si l'on suppose un recours croissant à l'endettement dans les années à venir, la dette du gouvernement pourrait atteindre 34% du PIB en 2022 et les avoirs à la SAMA, l'équivalent de 14% du PIB. La solvabilité du gouvernement ne présente donc pas de risque à court ou moyen terme, notamment si l'on prend en compte les actifs du PIF évalués à environ 50% du PIB.

Néanmoins, la vulnérabilité des finances publiques aux cours du pétrole reste élevée, et l'activité économique reste dépendante de la dépense publique. Le potentiel de croissance est contraint par le rythme erratique des réformes budgétaires et les perspectives mitigées du marché du pétrole.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Algérie

La transition économique, l'autre chantier

Entre une croissance atone, l'érosion de la rente pétrogazière et des déficits jumeaux significatifs, la situation macroéconomique inquiète. Pour l'instant, les réserves de change restent confortables mais la vitesse et l'amplitude de leur contraction constituent une source de vulnérabilité majeure à court-moyen terme. En outre, si certaines décisions laissent entrevoir un changement d'orientation dans la politique du gouvernement après des années de protectionnisme économique, ces avancées restent encore trop timides au regard des défis à relever et peu efficaces tant que le climat des affaires ne se sera pas stabilisé.

L'année 2019 s'est achevée par la tenue d'élections présidentielles remportées au premier tour par M. Tebboune dans un contexte marqué par un fort taux d'abstention et la poursuite de manifestations massives. Si elles comblent un vide constitutionnel, ces élections sont loin de clôturer la transition dans laquelle se trouve plongée l'Algérie depuis la démission du président Bouteflika le 22 février 2019 sous la pression de la rue. À la refonte politique s'ajoute un autre chantier d'envergure pour les autorités: restaurer la soutenabilité d'un modèle économique lourdement fragilisé par la chute des recettes d'hydrocarbures et la perte de confiance des investisseurs. La période qui s'ouvre s'annonce donc décisive et chargée d'incertitudes.

■ Une économie à l'arrêt

Selon l'ONS, la croissance économique n'a atteint que 1,2% au T3 2019 après avoir stagné à 0,3% au T2. Ce léger regain d'activité résulte essentiellement de la hausse de 1,4% du PIB réel des hydrocarbures. Or, ce dernier venait d'enregistrer huit trimestres de contraction. À 1,03 million de barils par jour en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année, la production de pétrole brut a ainsi touché son plus bas niveau depuis 2003 alors que celle du gaz a décroché de 7,5% par rapport à 2018. Compte tenu de la baisse des cours mondiaux du pétrole, le PIB nominal du secteur des hydrocarbures a ainsi enregistré une chute de 18% au T3 malgré la stabilité du dinar contre le dollar. Difficile donc d'y voir un effet de support pendant que des pans entiers de l'économie souffraient des soubresauts politiques.

De fait, la croissance hors hydrocarbures est tombée à 1,4% au T3 2019 contre 3,7% un an auparavant (graphique 2). Tous les secteurs ont été touchés à l'exception de l'industrie manufacturière, qui a affiché une résilience surprenante (+4,7% en moyenne sur les 9 premiers mois de l'année) mais dont le poids dans l'économie est faible (5% du PIB nominal). Pour le reste, la croissance du secteur des BTP (12% du PIB) a été divisée par deux à 3% et celle des services non marchands (15%) par près de quatre de 3,4% au T3 2018 à 0,9% au T3 2019. Malgré une inflation contenue à 2% sur l'ensemble de l'année grâce à l'importance des produits subventionnés (26% du panier de consommation) et le niveau élevé des importations, l'activité des services marchands a également été pénalisée par la décélération marquée de la consommation des ménages (+0,3% au T3 2019 contre 3,1% un an auparavant).

Surtout, l'investissement est atone depuis (+0,9% au T2 ; +0,7 au T3), ce qui obère toute perspective de reprise tant que le climat des

1-Prévisions

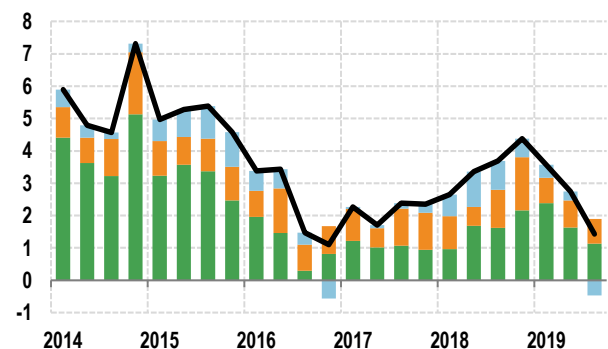
	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	1,5	1,1	1,7	2,0
Inflation, IPC, v. var. annuelle, %	4,3	2,0	3,5	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-8,1	-9,9	-10,8	-10,0
Dette du gouv. central, % du PIB	44,3	51,5	57,2	61,2
Balance courante, % du PIB	-9,4	-11,5	-11,7	-11,3
Dette externe, % du PIB	2,4	2,3	2,7	3,4
Réserves de change, mds USD	80,4	60,9	41,9	24,8
Réserves de change, en mois d'imports	16,1	12,6	8,7	5,3
Taux de change USDDZD (fin d'année)	119,0	121,9	125,0	130,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance hors hydrocarbures, contributions par secteur

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

— PIB hors hydrocarbures ■ primaire ■ secondaire ■ tertiaire



Sources : ONS, BNP Paribas

affaires ne se sera pas stabilisé. En outre, la loi de finances 2020 table sur d'importantes coupes budgétaires dans les investissements publics (voir ci-dessous). À 1,7% en 2020 contre 1,1% en 2019, la croissance économique ne se redresserait ainsi que sous l'effet d'une légère hausse de la production de gaz alors que la progression du PIB hors hydrocarbures ne devrait pas dépasser 1,5%. Mais au-delà des difficultés de l'économie à repartir, c'est la dérive des comptes publics et extérieurs qui inquiète.

■ Érosion inquiétante des réserves de change

Selon le FMI, il faudrait un cours du Brent à USD 106 le baril pour que l'Algérie rééquilibre sa balance courante en 2020, un niveau



non seulement inatteignable dans le contexte actuel mais aussi nettement supérieur aux autres pays exportateurs de pétrole de la région. Les raisons sont multiples, à commencer par la difficulté à réduire la facture des importations. Depuis 2016, ces dernières sont relativement stables, à USD 46 mds, et les statistiques douanières n'indiquent pas d'inflexion pour 2019 malgré la chute de 16% des achats de biens d'équipements industriels due à la morosité économique. Surtout, les exportations sont sous pression. Constituées à plus de 90% d'hydrocarbures, elles ont encore chuté de 12,5% sur les 10 premiers mois de 2019, conséquence d'un double effet volume-prix particulièrement significatif pour le gaz (saturation du marché européen, consommation nationale soutenue). Pour la première fois depuis des décennies, l'Algérie devrait avoir ainsi plus consommé de gaz en 2019 qu'elle n'en a vendu à l'étranger (graphique 3).

Avec un déficit courant d'environ USD 20 mds (11% du PIB) et en l'absence de flux de capitaux significatifs (les flux nets d'investissements directs étrangers oscillent autour d'un milliard de dollars US), la liquidité extérieure va donc continuer de s'éroder rapidement. Tombées à USD 60 mds fin 2019 contre un pic de USD 195 mds fin 2013, les réserves de change restent encore confortables (12,6 mois d'importations de biens et services). Néanmoins, elles pourraient atteindre seulement USD 25 mds d'ici deux ans, une dynamique qui inquiète compte tenu de la dépendance élevée aux importations de l'économie algérienne.

■ Les finances publiques restent sous pression

La situation des finances publiques n'est pas plus rassurante. Avec un « point mort » fiscal estimé par le FMI à USD 109 le baril en 2020, l'Algérie se distingue par rapport à ses pairs régionaux malgré l'effort de consolidation prévu dans la loi de finances. Les autorités ont programmé une baisse de 9% des dépenses cette année reposant exclusivement sur celles d'équipement (-20%). En revanche, les charges courantes resteraient stables (-1,2%), ce qui soulève plusieurs problèmes.

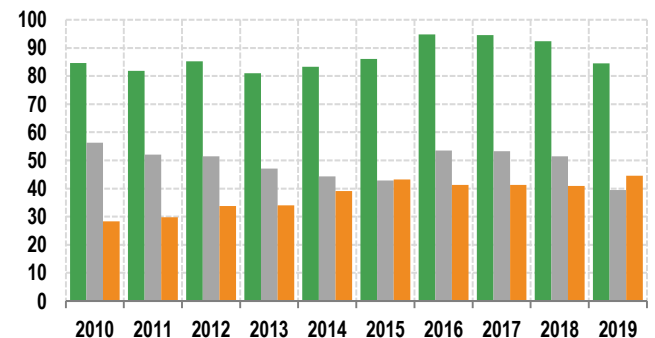
En faisant porter l'ajustement budgétaire sur les investissements publics, l'impact récessif sur l'économie risque en effet d'être décuplé. En outre, le déficit budgétaire restera élevé, à hauteur de 10% du PIB, en raison de la baisse attendue des recettes pétrolières. La question de sa couverture devrait alors resurgir rapidement alors que les autorités ont déclaré qu'elles ne recouraient plus au « financement non conventionnel » mis en place fin 2017. Sur les USD 55 mds mobilisés par le Trésor auprès de la Banque centrale, moins de la moitié a été réellement injecté dans l'économie. Parmi les USD 26 mds restants, le Trésor dispose d'un compte créditeur de 8 milliards, soit deux fois moins que le déficit budgétaire attendu pour 2020, alors que le manque de profondeur du marché des capitaux algérien laisse sceptique sur sa capacité à absorber de gros besoins de financement.

Dernier élément et non des moindres, la dette publique va continuer de croître rapidement et pourrait dépasser les 60% du PIB en 2021 contre 7% du PIB en 2014. Or, si la charge de la dette reste supportable grâce aux conditions très favorables dont a bénéficié le gouvernement dans le cadre du programme de « financement non

3- Performances du secteur gazier

En mds de m3

■ production ■ exportations ■ consommation domestique



Sources : JODI, MEES

conventionnel » et au niveau négligeable de dette en devise, la dynamique soutenue de la dette publique rappelle une fois de plus qu'une refonte du modèle économique algérien est indispensable.

■ Les réformes avancent mais timidement

Il semble y avoir une prise de conscience des dangers de la situation. Des lignes rouges ont en effet bougé. Dès cette année, l'Etat pourra s'endetter à l'étranger pour financer des projets ciblés. La règle du « 51/49 » conditionnant la participation des acteurs étrangers à un rôle minoritaire dans tout projet d'investissement a aussi été assouplie pour les secteurs non stratégiques et une nouvelle loi sur les hydrocarbures vient d'être votée avec pour objectif de renforcer l'attractivité du secteur. Après des années de politique protectionniste, il s'agit d'un changement de cap.

La portée de ces mesures reste néanmoins mesurée au regard des nombreuses entraves qui pèsent encore sur l'attractivité de l'Algérie et plus généralement sur le développement du secteur privé. Surtout, la question de l'équilibre des comptes publics et externes reste entière. La réforme du système de subventions, en particulier énergétiques, demeure un chantier prioritaire mais difficile à mener dans l'environnement actuel. En l'absence de solution pérenne, les autorités pourraient ainsi être obligées de réduire les importations au moyen de mesures tarifaires, voire d'un durcissement du contrôle des capitaux. Une dépréciation du dinar serait également une option pour enrayer l'érosion des réserves de change et augmenter les recettes pétrolières mais avec un risque inflationniste élevé. Dans tous les cas, des décisions s'imposent afin d'éviter à l'Algérie un ajustement macroéconomique sévère à court-moyen terme.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



Éthiopie

Changement de stratégie

Pour soutenir la croissance économique, le gouvernement éthiopien abandonne son modèle économique centré sur l'investissement public financé par la dette, pour adopter une stratégie d'ouverture aux capitaux étrangers. Des entreprises publiques seront privatisées et les restrictions aux investissements étrangers sont levées. Dans l'immédiat, l'aide approuvée dernièrement par le FMI vise à remédier aux pénuries de devises, en échange d'une gestion plus stricte des entreprises publiques. La libéralisation du taux de change sera progressive afin d'éviter les tensions inflationnistes et leurs conséquences sociales.

Au cours des quinze dernières années, l'Éthiopie a connu une croissance très forte (supérieure à 10% en moyenne depuis 2005) essentiellement liée à l'investissement public. Ce modèle a atteint ses limites et conduit à une pénurie de devises et à une forte augmentation de l'endettement extérieur. Pour y remédier, le gouvernement compte sur une nouvelle « stratégie de réforme économique locale » (*Homegrown Economic Reform Plan*) et sur le soutien financier du Fonds monétaire international (FMI). Ceci pourrait accélérer la transition vers un régime de taux de change plus flexible. Mais dans un contexte d'inflation élevée et à l'approche d'élections générales, il est probable que la prudence sera le maître-mot de la mise en œuvre de cette nouvelle stratégie.

■ Fléchissement de la croissance et pressions inflationnistes

Après une croissance à deux chiffres dans les années 2004-2017, l'économie éthiopienne ralentit depuis 2018 en raison notamment de la détérioration continue des termes de l'échange. En effet, la chute des prix du café (environ 40% des exportations totales) et la hausse des prix du pétrole brut (+31% en 2018 pour le Brent) ont fortement pesé sur les comptes extérieurs. En raison de leur fragilité, les restrictions à l'accès à la devise pèsent sur l'activité économique et contribuent à affaiblir la croissance industrielle. L'activité résiste néanmoins grâce au dynamisme de la consommation privée, stimulée par une forte croissance démographique¹ et par la réduction progressive de la pauvreté².

L'investissement constitue un autre moteur de l'activité économique. Des investissements publics importants dans les infrastructures sont en cours de réalisation, tandis que les investissements directs étrangers (IDE) restent solides malgré un récent fléchissement. Ils dépassent actuellement 4% du PIB et profitent notamment aux industries manufacturières. Le secteur de l'énergie concentre, quant à lui, l'essentiel de l'effort d'investissement national. Dans un pays où seulement 30% de la population est raccordé au réseau électrique, les besoins sont importants. Depuis 2018, de nombreux projets de production d'énergie ont été lancés pour un montant estimé à USD 6 mds. Par ailleurs, un accord d'un montant d'USD 1,8 md a été conclu avec une entreprise publique chinoise pour compléter le réseau de distribution électrique.

¹ +1,6% en moyenne sur les 10 dernières années

² Le PIB par habitant a triplé en 10 ans et atteignait USD 950 en 2019.

1- Prévisions

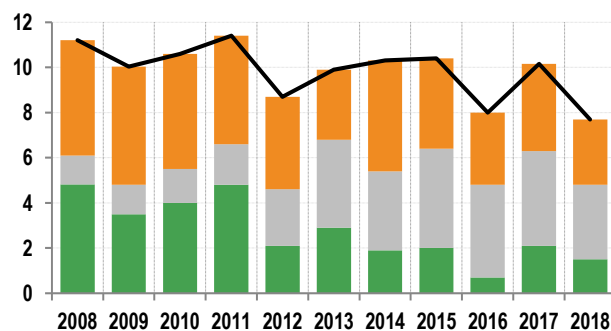
	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	7,7	7,4	7,2	7,1
Inflation, IPC, var. annuelle, %	13,8	14,6	12,7	9,3
Solde budgétaire, % du PIB	-3,2	-2,8	-3,0	-3,0
Dette publique, % du PIB	61,0	59,1	54,4	52,2
Balance courante, % du PIB	-6,5	-6,0	-5,3	-4,7
Dette externe, % du PIB	35,8	34,5	33,6	32,2
Réserves de change, mds USD	4,0	3,9	4,3	4,5
Réserves de change, en mois d'imports	2,0	2,8	3,2	3,4
Taux de change USDETB (fin d'année)	28,4	31,4	33,5	35,1

e : estimations et prévisions BNP Paribas Recherche économique Groupe

2- PIB réel et contributions par secteur

PIB, g.a. en %, et contribution en points de pourcentage

— PIB réel ■ Agriculture ■ Industrie ■ Services



Source : FMI

L'inflation des prix à la consommation a atteint 20% en novembre, son taux le plus élevé depuis cinq ans, en raison notamment d'une baisse de la production agricole. En moyenne, l'inflation devrait rester supérieure à 10% en 2020.

■ Appel à une participation accrue du secteur privé

Le gouvernement a bâti sa politique économique selon deux axes : stimuler la participation du secteur privé grâce à son nouveau programme économique, et réduire les déséquilibres macroéconomiques grâce au soutien du FMI.



L'ouverture de l'économie aux investisseurs étrangers est une priorité. Le parlement finalise la nouvelle loi sur l'investissement qui autorise les sociétés étrangères à détenir jusqu'à 49% du capital des sociétés éthiopiennes. Les secteurs concernés sont le transport aérien, l'énergie, la logistique et les télécommunications. Fin novembre, le gouvernement a annoncé la levée des obstacles à l'investissement dans le secteur minier et la privatisation de six projets sucriers au premier trimestre 2020. L'industrie bénéficiera également de l'amélioration de l'alimentation électrique ainsi que de certaines incitations, telles que la suppression des droits de douane à l'importation sur les biens d'équipement, et l'exonération de l'impôt sur le revenu et des taxes à l'exportation pour les sociétés qui exploitent ou aménagent des parcs d'activité industrielle.

Dans le secteur financier, la règle imposant aux banques de consacrer 27% de leur portefeuille de prêts au secteur public a été abolie.

En outre, le 20 décembre dernier, le FMI a approuvé un financement de USD 3 mds sur trois ans (environ 3% du PIB), dont environ USD 308 mn disponibles immédiatement. Ce soutien vise, dans un premier temps, à réduire les pénuries de devises, à accompagner la réforme des entreprises publiques et à accroître les recettes fiscales (seulement 10% du PIB actuellement).

Du côté des finances publiques, le déficit budgétaire s'est sensiblement accru depuis 2016. Il était en moyenne de 2,8% du PIB entre 2016 et 2018. Il devrait légèrement se réduire en 2019, grâce à une gestion plus prudente des dépenses courantes et à la maîtrise des dépenses de développement qui devraient se limiter à l'achèvement des projets déjà engagés. Cela devrait aider à la réduction du ratio de dette publique (61% du PIB à fin 2018) qui pourrait aussi bénéficier de la privatisation de certaines entreprises publiques.

■ Diminution des tensions sur la liquidité extérieure

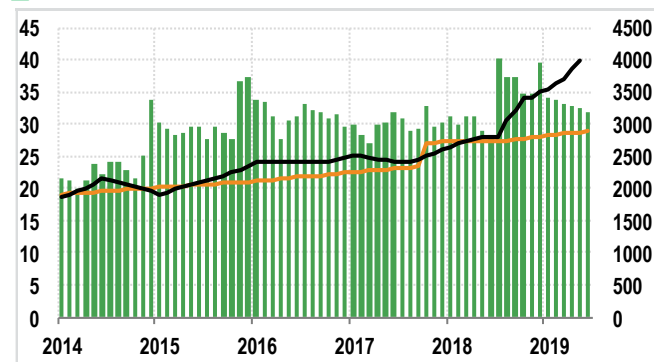
Si les déficits budgétaires semblent être sous contrôle, les comptes extérieurs restent le principal élément de fragilité de l'économie. L'important déficit de la balance commerciale (-14% du PIB) pèse sur le solde courant, qui est largement déficitaire malgré la contribution positive des transferts publics et privés. En termes net, le total des transferts représente en moyenne 55% des recettes totales du compte courant. Malgré ces flux, le déficit courant s'élevait en moyenne à 8,6% du PIB entre 2014 et 2018.

Si l'Ethiopie est le pays d'Afrique de l'Est qui attire le plus d'IDE, ces derniers diminuent depuis 2017 et ne couvrent qu'environ 70% du déficit courant. Le reste est financé par l'endettement extérieur, principalement à des conditions concessionnelles. Par conséquent, les tensions sur la liquidité extérieure sont significatives. Une partie des devises est destinée au service de la dette extérieure (environ 8% du total des recettes en devises en 2018).

Pour contenir la dépréciation du taux de change et limiter les pressions inflationnistes, la banque centrale intervient sur le marché des changes en puisant dans ses réserves en devises. Le Birr (ETB) s'est déprécié d'environ 10% contre le dollar en 2019. Les moyens de la banque centrale sont limités, et les réserves de

3- Evolution du taux de change et des réserves en devises

— USDET, marché officiel — USDET, marché parallèle
■ Réserves de change, USD mns (é.d.)



Sources : FMI, BNP Paribas

change sont inférieures au niveau d'alerte de trois mois d'importations de biens et de services. À la fin de l'année 2019, ces réserves s'élevaient à USD 3,6 mds, soit 2,2 mois d'importations de biens et services. Parallèlement à la politique de change, des contrôles des capitaux sont donc en place, ce qui contraint fortement les importations. Dans ce contexte, l'écart entre les taux de change officiel et parallèle est d'environ 40%.

Le soutien du FMI devrait permettre de débloquent des financements concessionnels d'autres institutions financières internationales. Ainsi, une aide supplémentaire de USD 3 mds de la Banque mondiale est envisagée. Par ailleurs, pour favoriser l'entrée de devises dans le pays, le gouvernement a décidé de mobiliser la diaspora éthiopienne, estimée à environ 3 millions de personnes. Pour encourager leurs investissements dans différents secteurs de l'économie, un fonds gouvernemental a été créé en octobre 2018, l'*Ethiopian Diaspora Trust Fund*. En outre, la banque centrale a assoupli le contrôle des changes s'appliquant aux non-résidents pour faciliter leurs transferts d'argent dans le pays. Pour le moment, les montants récoltés sont symboliques (USD 5,4 m en 2019).

Si la situation macroéconomique reste fragile, le soutien financier international devrait permettre au moins temporairement d'alléger la pression sur la liquidité en devises. En 2020, les réserves de change de la banque centrale devraient atteindre USD 4,3 mds, soit 3,2 mois d'importations. Cette tendance positive devrait continuer en 2021. Néanmoins, les comptes externes resteront vulnérables aux variations des cours des matières premières et aux besoins importants en importations du pays.

Sara CONFALONIERI

sara.confalonieri@bnpparibas.com



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

**La banque
d'un monde
qui change**

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni 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 au présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change