

ECOEMERGING

3^e trimestre 2024

Juillet 2024

“ DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE, LA CROISSANCE DES PAYS ÉMERGENTS RÉSISTE TOUJOURS TRÈS BIEN. ELLE SE REFLÈTE DANS LA CONFIANCE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES MAIS ÉGALEMENT DANS CELLE DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS SUR LES PLACES OBLIGATAIRES ET BOURSIÈRES. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3

Économies émergentes : les ressorts de la confiance

Depuis le début de l'année, la croissance des pays émergents résiste toujours très bien. Elle se reflète dans la confiance des entreprises et des ménages mais également dans celle des investisseurs étrangers sur les places obligataires et boursières. Le durcissement monétaire américain du début 2022 jusqu'à la mi-2023 a pourtant eu un impact négatif important sur les flux d'investissement de portefeuille. Mais cet impact a été largement compensé par l'attrait que constituent les places émergentes pour les investisseurs, privés comme institutionnels, soit pour des considérations purement financières (carry trade) ou par souci de stratégie de diversification. L'assouplissement monétaire à venir aux États-Unis devrait permettre, par ce biais, une détente des rendements obligataires locaux et, ce faisant, contenir la hausse quasi-générale des charges d'intérêts sur la dette publique observée au cours des dernières années.

CHINE

5

Double circulation
toujours difficile

INDE

7

Moins de coudées franches

TAIWAN

9

Croissance solide
dans un climat conflictuel

EUROPE CENTRALE

11

Une intégration
plutôt réussie

HONGRIE

13

La consolidation budgétaire
va limiter la reprise

BRÉSIL

15

Économie et marchés :
le défi de la synchronisation

MEXIQUE

17

Une succession délicate

ARGENTINE

19

Ça passe ou ça casse

ALGÉRIE

21

Des signaux positifs
mais des défis de taille

NIGÉRIA

23

Poursuite des réformes

TRANSITION BAS-CARBONE

25

L'Amérique latine et les pays du
Conseil de Coopération du Golfe
face à la transition bas-carbone



ÉCONOMIES ÉMERGENTES : LES RESSORTS DE LA CONFIANCE

Depuis le début de l'année, la croissance des pays émergents résiste toujours très bien. Elle se reflète dans la confiance des entreprises et des ménages mais également dans celle des investisseurs étrangers sur les places obligataire et boursière. Le durcissement monétaire américain du début 2022 jusqu'à la mi-2023 a pourtant eu un impact négatif important sur les flux d'investissement de portefeuille. Mais cet impact a été largement compensé par l'attrait que constituent les places émergentes pour les investisseurs, privés comme institutionnels, soit pour des considérations purement financières (*carry trade*) ou par souci de stratégie de diversification. L'assouplissement monétaire à venir aux États-Unis devrait permettre, par ce biais, une détente des rendements obligataires locaux et, ce faisant, contenir la hausse quasi-générale des charges d'intérêts sur la dette publique observée au cours des dernières années.

Depuis le début de l'année, la croissance dans le monde émergent résiste toujours très bien, voire se renforce dans plusieurs pays. Au T1 2024, le PIB agrégé de notre échantillon de 26 pays a continué de progresser sur un rythme légèrement supérieur à 1% t/t pour le troisième trimestre consécutif. Sur un an, la hausse ressort à 4,7%. Hors Chine, le constat est identique. Mais, contrairement à la Chine, les principales économies émergentes n'ont pas bénéficié, ou du moins dans une moindre mesure, du redressement des exportations.

Qu'elle soit un facteur explicatif en tant que tel ou le miroir d'autres facteurs, la confiance des entreprises, des investisseurs et, dans une moindre mesure, des ménages s'est améliorée, ce qui a contribué au dynamisme de la demande intérieure et limité l'effet du durcissement monétaire américain et des politiques monétaires locales sur les taux d'intérêt domestiques.

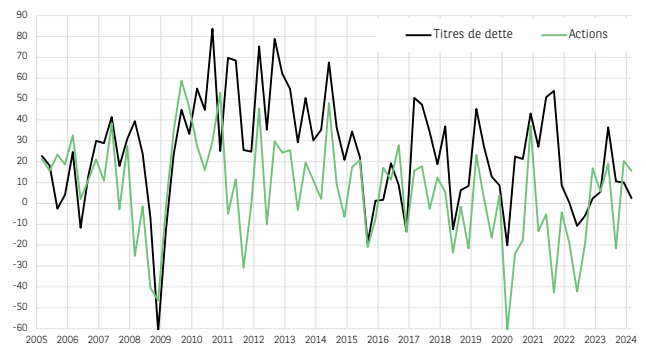
CONFIANCE RETROUVÉE DES MÉNAGES, DES ENTREPRISES ET DES INVESTISSEURS FINANCIERS ÉTRANGERS

Au cours du T2, les indices PMI se sont consolidés ou sont restés nettement au-dessus de 50, seuil au-delà duquel l'activité manufacturière est a priori en expansion. Seule l'Afrique du Sud fait exception avec une stagnation de ce baromètre.

Les indices de confiance des ménages offrent un tableau plus contrasté ; une franche amélioration jusqu'aux derniers mois connus pour les pays d'Europe centrale, et, dans la majorité des cas, un plafonnement depuis la fin 2023 après un net redressement en 2022-2023, en ligne avec i/ le ralentissement de l'inflation souvent couplé avec un assouplissement des politiques monétaires, ii/ le rattrapage salarial et iii/ la progression de l'emploi. En revanche, en Chine, le moral des ménages est resté à berne depuis le début de la crise immobilière dont les séquelles sont toujours présentes (cf. infra). En Argentine, la confiance des ménages plonge depuis le début de l'année en raison de la thérapie de choc infligée par J.Milei à sa population pour tenter de juguler l'hyper-inflation (cf. infra). En Afrique du Sud, elle stagne en dessous de la ligne de flottaison sur fond de quasi-récession. Enfin, en Turquie, le moral des ménages est dans une situation intermédiaire avec une tendance à l'amélioration depuis 2022 mais à un niveau encore historiquement faible et surtout un profil très erratique.

La confiance des investisseurs étrangers sur les places boursière et obligataire se maintient et a fait preuve d'une étonnante résistance/capacité de rebond aux chocs réels ou financiers extérieurs au cours des quatre dernières années. Ce fut également le cas au cours des six derniers mois malgré l'intensification des risques géopolitiques et la révision par les marchés financiers du timing et de l'ampleur de l'assouplissement monétaire américain.

FLUX ENTRANTS D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS VERS LES PRINCIPAUX MARCHÉS ÉMERGENTS HORS CHINE (MDS USD)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IIF, BNP PARIBAS ECONOMIC RESEARCH

D'après les données de balance de paiements, les flux nets entrants d'investissements de portefeuille des non-résidents (en titres de dette et en actions) sur les principales places émergentes (cf. graphique 1) ont atteint USD 179 mds de novembre 2023 à mai 2024 (USD 95 mds hors Chine) et USD 277 mds depuis le premier relèvement du taux directeur de la Réserve fédérale américaine (FED) en mars 2022 (USD 338 mds Chine exclue). Or, le durcissement monétaire américain a été particulièrement marqué (+525 points de base entre le 17/03/2022 et le 27/07/2023).

Les places financières émergentes seraient-elles devenues moins sensibles au durcissement monétaire venant d'outre-Atlantique ?

POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS ET INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DANS LES PAYS ÉMERGENTS : UN LIEN DE CAUSALITÉ TOUJOURS TRÈS FORT

D'après le FMI, une hausse de 100 points de base des rendements obligataires à long terme US entraîne une hausse équivalente des taux d'intérêt domestiques des pays émergents au bout de 2 ans¹. On peut donc supposer que le durcissement monétaire américain a eu un effet d'entraînement important sur les flux d'investissements de portefeuille en titres de dette de la part des investisseurs non-résidents (ce que l'on appelle communément le *flight to quality*). Mais cet impact négatif a visiblement été plus que compensé par d'autres facteurs.

1 Fiscal Monitor - April 2024



Pour vérifier ces suppositions, nous avons modélisé et simulé les flux entrants (nets) d'investissements en titres de dette des non-résidents à partir d'une équation linéaire simple, estimée sur un panel de 16 pays observés sur la période T1 2012-T4 2019, avec comme variable dépendante les flux d'investissements (en % du PIB) et comme variables explicatives 1/ la croissance sur un trimestre du PIB réel 2/ une mesure du carry trade entre les rendements des obligations d'État en monnaie locale du pays considéré et le rendement des obligations d'État américaines 3/ le taux des FED funds et 4/ un trend temporel commun à tous les pays².

Cette équation reproduit de façon satisfaisante les flux d'investissements sur la période récente (appliquée aux variables agrégées sur les 16 pays, la simulation de l'équation donne des résidus faibles et peu auto-corrélés depuis 2021 - cf. graphique 2).

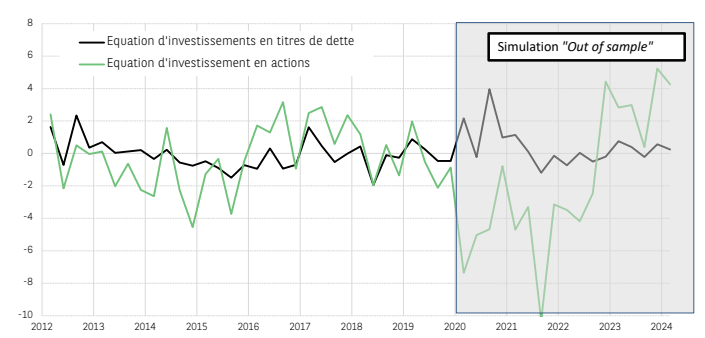
Le dernier durcissement monétaire américain aurait, selon notre équation, généré d'importantes sorties d'investissements depuis 2022 : -3,6% du PIB en cumul sur la période T1 2022-T1 2024, soit USD -384 mds, à comparer avec des flux cumulés observés de USD 51 mds. L'évolution de la variable *carry trade* laisse supposer qu'environ USD 34 mds d'entrées de capitaux auraient résulté d'opérations d'arbitrage purement spéculatives. Enfin, la contribution de la croissance du PIB réel a été pratiquement nulle.

C'est donc le trend temporel qui a, pour l'essentiel, compensé les sorties consécutives au durcissement monétaire américain. Cette variable, qui sert de variable de contrôle dans l'équation, capte probablement les stratégies de diversification des investisseurs en faveur des marchés émergents dans un contexte de besoins de financement croissants des Etats et des entreprises sur leurs marchés obligataires locaux. C'est notamment le cas des investisseurs institutionnels (fonds souverains, banques centrales) dont les motivations sont très différentes de celles des *carry traders*.

La confiance des investisseurs non-résidents transparaît également au travers de leurs investissements de portefeuille en actions. L'estimation économétrique des flux d'investissement, avec la même méthodologie que celle utilisée pour les flux d'investissement en titres de dette, mais avec un ensemble de variables explicatives un peu différent, est de bien moindre qualité³. Sur la période récente, l'équation surestime puis sous-estime très largement les évolutions observées (cf. graphique 2). Une variable de stress financier spécifique à la crise du Covid permettrait de réduire ces écarts⁴. Mais, au-delà de ces réserves d'ordre économétrique, l'impact du durcissement monétaire américain a été tout aussi fort que pour les flux d'investissement de dette puisque la valeur de l'élasticité au taux des Fed Funds est très proche dans les deux équations et les flux d'investissements étaient d'un montant équivalent fin 2019.

En 2024, l'assouplissement attendu de la politique monétaire américaine devrait générer des flux d'investissements de portefeuille à destination des marchés émergents et donc favoriser, toutes choses égales par ailleurs, la détente des rendements obligataires même si cette courroie de transmission est a priori moins puissante que par le passé⁵. Les ménages et les entreprises pourraient en retour en bénéficier si cette baisse se transmet aux taux débiteurs appliqués par les banques. Surtout, elle permettrait de contenir la hausse quasi générale des charges d'intérêts sur la dette publique observée au cours des dernières années.

RÉSIDUS D'ESTIMATION DES ÉQUATIONS DE FLUX D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DES NON RÉSIDENTS VERS LES PRINCIPAUX MARCHÉS ÉMERGENTS HORS CHINE (EN ÉCART-TYPES DES FLUX D'INVESTISSEMENTS)



GRAPHIQUE 2 SOURCE : BNP PARIBAS ECONOMIC RESEARCH

François Faure
francois.faure@bnpparibas.com

² L'échantillon de pays comprend le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, la République de Corée, Taiwan, la Thaïlande, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Turquie, la Russie et l'Afrique du Sud. Il ne comprend pas la Chine car, par rapport aux autres pays, les investissements de portefeuille sont encore très réglementés. La période retenue ne commence qu'en 2012, les données de rendements obligataires n'étant pas disponibles avant, et s'arrête volontairement au T4 2019 car, au-delà, les données portent la marque des chocs extérieurs purement exogènes (crise de la Covid, guerre en Ukraine). Or, étendant l'horizon temporel de l'échantillon au prix de l'introduction de deux variables indicatrices temporelles supplémentaires n'améliore pas la précision de l'estimation.

La variable de carry trade est l'écart des rendements obligataires divisé par la volatilité du taux de change contre USD (calculée sur une période 5 ans). L'estimation des paramètres a été réalisée en appliquant la méthode des moindres carrés ordinaires aux données en écart aux moyennes individuelles (estimateur Within) sous la forme dynamique la plus simple (i.e avec une variable endogène retardée d'un trimestre). L'estimation par variable instrumentale (qui est a priori recommandée pour les modèles dynamiques) n'est pas nécessaire compte tenu de la faible autocorrélation des résidus.

La croissance du PIB et la variable de carry trade ont été introduites avec un retard d'un trimestre pour pallier d'éventuels biais de simultanéité. Seul le taux des FED funds intervient de manière contemporaine dans l'équation. La variable temporelle sert de variable de contrôle. Au final, l'estimation des paramètres donne une valeur de -0,11 pour le taux des Fed funds, 0,5 pour la variable de carry trade et 0,05 pour la croissance du PIB réel. L'impact de cette dernière variable est très faible.

³ La variable de carry trade est remplacée par le rendement des obligations d'État (en monnaie locale) comme proxy du facteur d'actualisation. La qualité globale de l'estimation est très inférieure à celle de l'équation précédente, la moyenne des résidus, mesurés en écart-type de la variable endogène, est de 1,2 contre 0,7 pour les flux d'investissements en titres de dette. L'estimation donne une valeur de -0,14 (statistiquement significative) pour le taux des Fed funds, -0,07 pour le rendement des obligations (non significatif statistiquement) et 0,01 pour la croissance du PIB réel (non significatif statistiquement).

⁴ Mais au détriment de la condition de parcimonie que la taille finie de l'échantillon dans sa dimension temporelle mais surtout individuelle impose. C'est une deuxième raison pour laquelle nous avons restreint l'estimation à la période pré-Covid.

⁵ La part de titres obligataires d'État libellés en monnaie locale détenue par des investisseurs non-résidents a diminué depuis (au moins) le milieu de la décennie passée d'environ 25% à 15%.

CHINE

DOUBLE CIRCULATION TOUJOURS DIFFICILE

En Chine, l'activité du secteur manufacturier reste dynamique, mais la montée des tensions avec la plupart de ses partenaires commerciaux et la multiplication des mesures protectionnistes pèsent dorénavant sur les perspectives d'exportations. Dans le même temps, la demande intérieure reste bridée par la crise du secteur immobilier et la croissance du crédit ralentit malgré les mesures d'assouplissement monétaire. Les autorités devraient donc encore assouplir, de manière prudente, leur politique économique à court terme. Les difficultés financières des collectivités locales et, plus généralement, la dégradation des finances publiques ont réduit la marge de manœuvre budgétaire. Le gouvernement central est contraint à prendre un rôle plus direct dans les mesures de soutien.

MENACE PROTECTIONNISTE

Les différentes composantes de la croissance économique chinoise ont affiché des trajectoires variées depuis le début de l'année 2024. La performance d'ensemble est plutôt terne. Après un rebond à +1,6% en rythme trimestriel au T1 2024, la croissance devrait ralentir au T2.

Au cours des derniers mois, l'activité a été largement portée par le dynamisme du secteur manufacturier exportateur, lui-même soutenu par la politique industrielle très ambitieuse des autorités. Bien qu'elle ait légèrement ralenti en mai, la croissance de la production industrielle a atteint +6,2% en glissement annuel (g.a.) sur les cinq premiers mois de 2024 (contre +5,2% au S2 2023). Ce taux de croissance est proche de ceux enregistrés pendant les années pré-Covid (graphique 1). L'investissement manufacturier s'est quant à lui accru à un rythme soutenu depuis le début de l'année (+9,6% en g.a. contre +6,5% en 2023).

La croissance industrielle a été largement tirée par la production de biens destinés à l'exportation dans les secteurs de haute technologie et de technologie verte. La production de puces électroniques et celle de véhicules électriques (VE) ont par exemple bondi de plus de +30% en g.a. en janvier-mai. Les exportations mesurées en dollars courants ont enregistré une hausse modeste sur les quatre premiers mois de 2024 (+2% en g.a.) puis ont rebondi de +7,6% en g.a. en mai. Surtout, les volumes d'exportations de marchandises ont atteint des niveaux records (+10% en g.a. au T1 2024), les entreprises chinoises gagnant des parts de marché grâce à la baisse de leurs prix de vente.

Ces stratégies ont aggravé les tensions entre la Chine et la plupart de ses partenaires commerciaux. Par conséquent, si les perspectives d'exportations semblent rester bonnes à très court terme, elles pourraient rapidement s'assombrir avec la montée du protectionnisme. Diverses barrières protectionnistes ont en effet été mises en œuvre ou envisagées : i) l'Union européenne prévoit d'imposer à partir de juillet 2024 des droits de douane sur les importations de VE chinois, allant de 17,4% à 38,1% selon le constructeur, ii) les États-Unis ont récemment augmenté leurs droits de douane sur une série de biens chinois tels que VE, semi-conducteurs et équipements médicaux (et le candidat à l'élection présidentielle Donald Trump menace même d'appliquer, s'il est élu, une hausse importante des droits de douane américains sur l'ensemble des marchandises chinoises), et iii) un nombre croissant de pays émergents leur emboîtent le pas. La Turquie vient, notamment, d'annoncer des droits de douane supplémentaires sur les importations de véhicules chinois, et plusieurs États ont lancé des enquêtes sur les subventions chinoises (comme le Brésil dans le secteur de l'acier ou le Vietnam dans l'éolien).

CRISE SANS FIN DU SECTEUR IMMOBILIER

Dans les services, l'activité s'est renforcée en mai et s'est accrue de +5% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024 - à comparer à la croissance moyenne de +7,6% pendant les trois années précédant la pandémie.

PRÉVISIONS

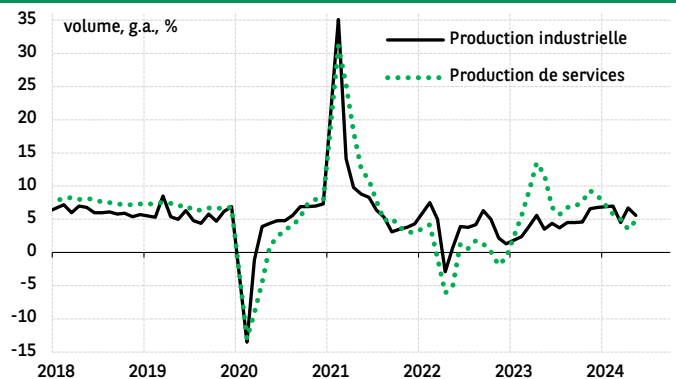
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	8,4	3,0	5,2	5,2	4,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,9	2,0	0,2	-0,1	1,2
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,1	-2,8	-3,9	-3,8	-3,6
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	46,8	50,6	56,1	59,0	62,0
Solde courant, % du PIB	2,0	2,5	1,4	1,4	1,2
Dette externe, % du PIB	15,4	13,7	13,8	13,2	12,8
Réserves de change, mds USD	3 250	3 128	3 238	3 233	3 203
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	11,9	12,4	11,8	11,1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCES: BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : DIVERGENCES ENTRE SECTEURS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les secteurs de services ont bénéficié au mois de mai du léger regain des ventes au détail, dont la progression est néanmoins restée modeste (+3,7% en g.a. en valeur). L'inflation a légèrement accéléré mais reste très faible ; l'indice des prix à la consommation a augmenté de +0,3% en g.a. en avril et en mai, après 0% au T1 2024 et -0,3% en g.a. au T4 2023.

Surtout, le principal frein à la croissance de la demande intérieure reste puissant puisque la crise immobilière ne montre pas de signe d'amélioration. Les volumes de ventes de logements continuent de se contracter (-24% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024), de même que les démarrages de chantiers (-25%). L'investissement dans le secteur immobilier a poursuivi sa chute (environ -10% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024). En outre, la baisse des prix immobiliers s'est



aggravée (-7,5% en g.a. en moyenne en mai pour les logements anciens dans les 70 principales villes, contre -4,1% en g.a. en décembre 2023). Le train de nouvelles mesures de soutien annoncé en mai par les autorités n'a pas encore eu d'effets positifs sur l'activité du secteur immobilier. Ces mesures comprennent un nouvel assouplissement des conditions de prêts hypothécaires (avec une baisse de l'apport personnel minimum et des mesures visant à réduire les taux d'intérêt) et un programme d'achat de logements invendus par les collectivités locales, visant à réduire les stocks d'invendus des promoteurs et à augmenter les stocks de logements sociaux.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DU CRÉDIT

Plus généralement, la croissance des crédits à l'économie a ralenti depuis le début de l'année en dépit du maintien d'une politique monétaire accommodante (graphique 2). L'encours total des financements domestiques (*Total Aggregate Financing*, TAF) a augmenté de 8,4% en g.a. en mai 2024, contre +9,8% en décembre 2023, et l'encours des prêts bancaires en monnaie locale (64% du TAF) a augmenté de +8,9% en g.a. en mai, contre +10,9% en décembre. En revanche, les émissions obligataires par le gouvernement et les collectivités locales ont augmenté à un rythme un peu plus soutenu depuis le T4 2023, afin d'accompagner la hausse des dépenses publiques (en particulier des investissements dans les infrastructures, les projets environnementaux et les logements sociaux).

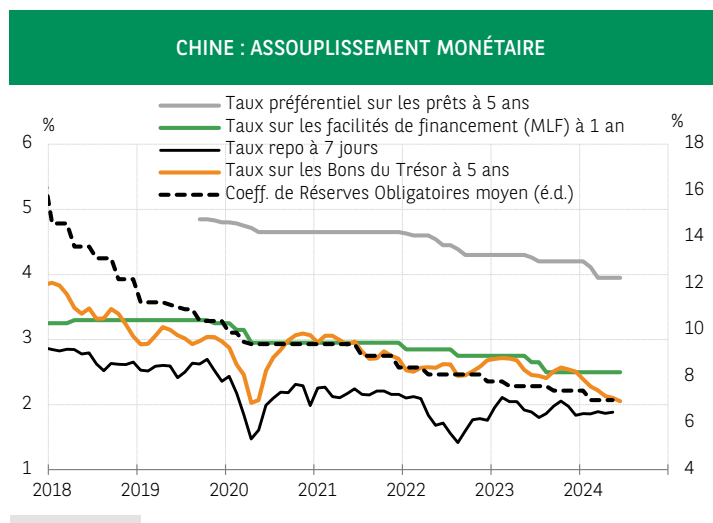
Étant donné la persistance de la crise immobilière, le manque de vigueur de l'activité dans les services et l'émergence de nouveaux risques pesant sur les perspectives d'exportation, les autorités devraient encore assouplir leurs politiques monétaire et budgétaire dans les prochains mois. Elles garderont toutefois une attitude prudente. D'abord, l'action de la banque centrale est actuellement gênée par les sorties de capitaux et les pressions à la baisse sur le yuan - qui devraient se réduire une fois le cycle de baisse des taux entamé par la Réserve fédérale américaine, soit au T4 2024, selon nos prévisions. Ensuite, la marge de manœuvre des autorités pour stimuler le crédit est toujours très contrainte par le niveau excessif de l'endettement des entreprises et des collectivités locales. Le gouverneur de la banque centrale a d'ailleurs récemment précisé que le soutien à l'activité devait davantage passer par une meilleure allocation des crédits plutôt que par une hausse plus rapide de leur encours total.

DES FINANCES PUBLIQUES MOINS SOLIDES

La fragilité financière des collectivités locales et, plus généralement, la dégradation continue des finances publiques limitent également de plus en plus la marge de manœuvre budgétaire des autorités.

De fait, les soldes budgétaires et la dette des administrations publiques se sont fortement dégradés au cours des dernières années. Sur la base des estimations du FMI, le déficit total du gouvernement général s'est creusé de 3,9% du PIB en moyenne sur les années 2015-2019 à plus de 7,5% depuis 2020. Cette hausse s'explique par l'augmentation des dépenses publiques, en particulier liée à la crise sanitaire, par l'affaiblissement des recettes fiscales, et par la baisse des revenus fonciers des collectivités locales provoquée par la chute des ventes de terrains. Le déficit budgétaire « officiel » est, quant à lui, passé de 2,7% du PIB en moyenne en 2015-2019, à 3,9% en 2023. Mais ce déficit ne reflète pas correctement la situation de l'ensemble des comptes publics, puisqu'il représente le solde du gouvernement général ajusté de différents transferts en provenance d'autres comptes publics, sur lesquels les données disponibles restent incomplètes.

Entre 2018 et 2023, la dette totale officielle du gouvernement général a augmenté de 36,4% à 56,1% du PIB. Il s'agit de la dette inscrite au budget, constituée de titres obligataires émis par le gouvernement central



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, NIFC, BNP PARIBAS

(23,8% du PIB en 2023) et les collectivités locales (32,3% du PIB). La dette obligataire du seul gouvernement central est encore à un niveau modéré et son refinancement ne pose aucune difficulté. Son profil est très favorable puisqu'elle est constituée essentiellement de titres en monnaie locale (98,9% du total), émis à des taux d'intérêt faibles et détenus par des institutions financières locales. Les investisseurs étrangers détenaient 8,7% des obligations du gouvernement central fin 2023 (contre un pic à 11,9% fin 2021).

Du côté des collectivités locales, la dette obligataire est élevée, et de moins en moins soutenable pour certaines provinces ou municipalités. Mais surtout, à cette dette « officielle » s'ajoute une dette indirecte contractée par les véhicules de financement des collectivités locales (*Local Government Financing Vehicles*, LGFV). La dette des LGFV a augmenté de 38% du PIB en 2018 à 53% en 2023, selon les estimations du FMI, et est excessivement élevée. Les risques de défaut des LGFV se sont très fortement accrus ces deux dernières années. En conséquence, Pékin a autorisé depuis l'an dernier certaines collectivités à émettre de nouvelles obligations pour refinancer les LGFV les plus fragiles et réduire ainsi les risques de liquidité à court terme. Cependant, ces mesures sont d'ampleur modeste (les swaps de dette en 2023 n'ont représenté que 1,2% du PIB). De plus, le passif des collectivités locales s'alourdit, de sorte que le risque de solvabilité à moyen terme demeure. Les autorités ont également demandé aux banques de restructurer certains de prêts aux LGFV (via un allongement des maturités et/ou une réduction des taux). Mais cette solution a également des limites car elle pèse sur la performance du secteur bancaire.

Par ailleurs, le gouvernement central accroît son rôle direct dans la politique de stimulus budgétaire et le soutien aux collectivités locales. Il a par exemple lancé mi-mai un programme d'émissions de titres obligataires à très long terme (20 à 50 ans), d'un montant de RMB 1 000 mds pour l'année 2024 (0,8% du PIB). La moitié de ce montant doit servir à couvrir les besoins financiers du gouvernement central et l'autre moitié doit être transférée aux collectivités locales. À court et moyen terme, la dette du gouvernement général devrait continuer d'augmenter, essentiellement en raison du maintien de déficits budgétaires élevés dans un contexte de ralentissement structurel de la croissance économique. Dans le même temps, il est probable que la part du gouvernement central dans le stock total de dette augmente progressivement.

Christine PELTIER
christine.peltier@bnpparibas.com

MOINS DE COUDÉES FRANCHES

La croissance économique indienne a atteint 8,2% pour l'année budgétaire 2023/2024. Mais une telle performance n'a pas permis au BJP, le parti au pouvoir de Narendra Modi, de conserver la majorité au parlement. Au cours des cinq prochaines années, le BJP devra composer avec les petits partis partenaires de la coalition qu'il conduit pour diriger le pays. L'adoption de nouvelles réformes pour libéraliser davantage l'économie pourrait être difficile. Par ailleurs, le Premier ministre pourrait avoir à modifier la structure des dépenses budgétaires afin d'accroître de nouveau la part des subventions et autres transferts sociaux, en baisse depuis cinq ans. Un tel changement de stratégie pourrait ralentir la consolidation budgétaire en cours, et/ou freiner le développement des infrastructures, pourtant nécessaire afin d'attirer les investissements étrangers et s'adapter au changement climatique. La croissance à moyen et long-terme s'en trouverait nécessairement pénalisée.

RÉVISION EN HAUSSE DE LA CROISSANCE 2024/2025

Sur l'année budgétaire 2023/2024 achevée fin mars 2024, la croissance économique indienne a dépassé les prévisions du gouvernement. Elle a accéléré à 8,2% (le niveau le plus élevé au sein des pays d'Asie) après avoir atteint 7% en 2022/2023. Cependant, le rythme de croissance de la valeur ajoutée, qui reflète mieux l'évolution de l'activité économique que le PIB (car le PIB intègre l'impact des taxes indirectes), a été moins important (+7,2% vs +6,7% l'année précédente).

Contrairement aux dix dernières années, le principal moteur de la croissance n'a pas été la consommation des ménages, qui a sensiblement ralenti, mais les investissements. Le taux d'investissement a atteint 33,5% du PIB (vs 32,4% il y a cinq ans). La contribution des exportations nettes à la croissance a, en revanche, été négative.

Les perspectives de croissance pour l'année 2024/2025 ont été révisées à la hausse en raison, notamment, d'un effet d'acquis favorable au quatrième trimestre de l'année budgétaire 2023/2024 (la croissance ayant atteint +7,8% en glissement annuel). L'activité économique devrait atteindre 7,2% selon les dernières prévisions de la Banque centrale (*Reserve Bank of India*, RBI).

Les indicateurs d'activité du mois d'avril montrent que la production industrielle est restée solide (+5% en g.a. après avoir enregistré une croissance de 5,1% au T1-2024). La demande des ménages urbains et ruraux a accéléré et les investissements sont restés dynamiques, bien qu'en décélération, si l'on en croit l'évolution du crédit bancaire (+7,4% en g.a. en avril pour le secteur industriel contre +8,8% au T1-2024). Les taux d'utilisation des capacités de production sont restés élevés et les bilans des entreprises ont continué de s'améliorer. La confiance des entreprises s'est consolidée et celle des ménages a retrouvé son niveau prépandémique.

Les pressions inflationnistes ont continué de s'alléger, bien qu'à un rythme lent (+4,7% en g.a. en mai contre +5% au T1-2024). En effet, si la hausse des prix de l'énergie s'est tassée, celle des prix des produits alimentaires est restée forte (+8,7% en g.a au mois de mai). De plus, les chaleurs extrêmes enregistrées au mois de juin, et des réserves en eau inférieures à la normale (-8% sur l'ensemble du territoire), font peser un risque sur les récoltes d'été et sur les prix des fruits et légumes. Heureusement, ces facteurs inflationnistes pourraient être compensés par une baisse des prix des céréales par rapport à l'année dernière. En effet, selon les prévisions de l'Institut de météorologie (*India Meteorological Department*, IMD), réalisées à la fin du mois de mai, la mousson (qui a commencé au début du mois de juin et finira fin septembre et qui est déterminante pour les récoltes d'hiver) devrait être d'une intensité légèrement supérieure à la normale cette année. Si ces prévisions se confirment, les pressions sur les prix alimentaires

PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	9,7	7,0	8,2	6,9	6,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	5,5	6,7	5,4	4,7	4,3
Solde budgétaire gov et adm., % du PIB (1)	-9,5	-9,6	-8,8	-8,3	-7,7
Dette gov. et adm., % du PIB (1)	85,2	85,0	83,3	82,7	82,0
Solde courant, % du PIB (1)	-1,2	-2,0	-0,7	-1,5	-1,8
Dette externe, % du PIB (1)	19,7	18,4	18,7	19,0	18,5
Réserves de change, mds USD	618	562	618	578	620
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	6,7	8,6	8,1	8,5

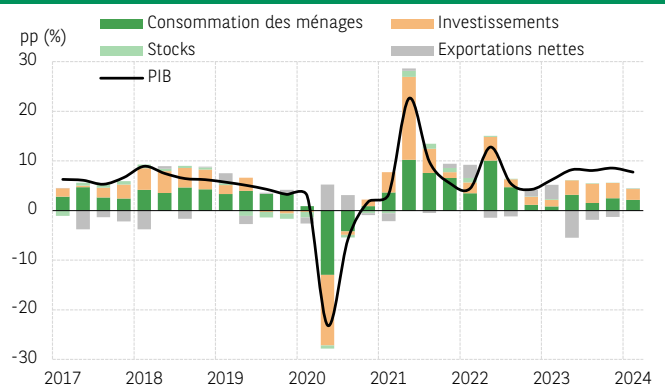
(1) Année budgétaire du 1er avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

INDE : FORTE CROISSANCE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

pourraient refluer, ce qui permettrait à la RBI d'assouplir sa politique monétaire au quatrième trimestre 2024. La Banque centrale reste néanmoins prudente sur ses prévisions d'inflation (+4,5% sur l'ensemble de l'année budgétaire 2024/2025 en cours).

LE PARTI DE N. MODI A PERDU LA MAJORITÉ AU PARLEMENT

Le parti de Narendra Modi, le *Bharatiya Janata Party* (BJP), a perdu 63 sièges à la Chambre basse du Parlement (*Lok Sabha*) lors des élections générales de juin 2024. Ses pertes sont concentrées dans



trois États : l'Uttar Pradesh (-29 sièges), le Maharashtra (-13 sièges) et le Rajahsthan (-10 sièges). Avec 240 sièges sur 543, il ne dispose donc plus de la majorité absolue (272 sièges). Cependant, son parti de coalition (*National Democratic Alliance*, NDA), dispose pour sa part de 293 sièges, soit 59 sièges de plus que l'alliance d'opposition (I.N.D.I.A) dirigée par le parti Congrès (*Indian National Congress*). Ce dernier a remporté 47 sièges de plus que lors des dernières élections de 2019.

Pour son troisième mandat, les marges de manœuvre du nouveau gouvernement Modi seront donc moins confortables que lorsqu'il avait pris le pouvoir en 2014 et en 2019 car le BJP avait alors la majorité absolue. Il est pourtant courant, en Inde, qu'un Premier ministre gouverne sans que son parti ait la majorité. Rappelons qu'en 2014, c'était la première fois qu'un parti avait la majorité à la Chambre basse du parlement depuis la victoire du Congrès en 1984.

La composition du nouveau gouvernement, dirigé pour un troisième mandat par le Premier ministre sortant, N. Modi, laisse supposer que la politique menée sera dans la continuité des précédentes. Sur les 71 membres de ce nouveau gouvernement, seulement 11 ne font pas partie du BJP. Certains ministres clés, comme la ministre des Finances, ont été renouvelés pour un second mandat. Cependant, même si l'environnement politique devrait rester stable, le gouvernement Modi aura plus de difficultés à adopter de nouvelles réformes structurelles pour libéraliser le pays. Il semble notamment peu probable qu'il parvienne à convaincre les partis de sa coalition de voter en faveur de l'amendement sur l'acquisition des terres, qu'il espérait pouvoir soumettre une nouvelle fois au Parlement. Cet amendement aurait pourtant favorisé le développement du secteur industriel.

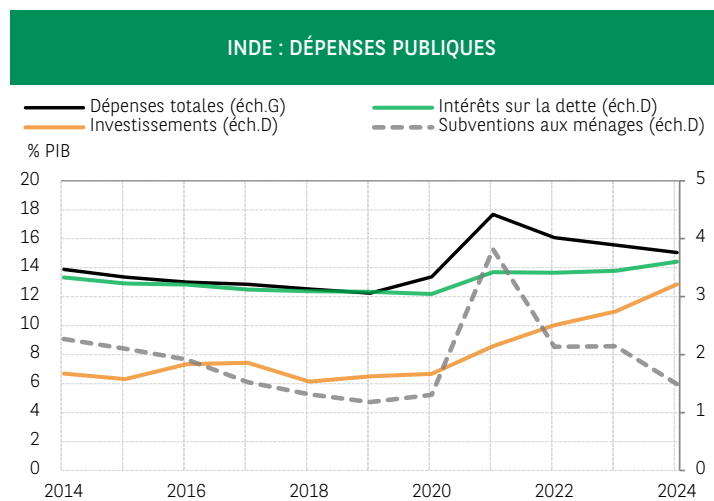
À ce jour, hormis un gel des réformes, le principal risque induit par ce gouvernement de coalition est un dérapage des finances publiques et/ou une révision de la structure budgétaire.

FINANCES PUBLIQUES : MARGES BUDGÉTAIRES TOUJOURS ÉTROITES

Les finances publiques constituent l'une des plus fortes contraintes pour ce nouveau gouvernement. Alors même que les élections ont révélé le mécontentement d'une partie de la population (en raison d'un taux de chômage élevé, notamment chez les jeunes, et d'une forte hausse des inégalités), les marges de manœuvre budgétaire du gouvernement pour accroître les dépenses sociales sont réduites car les recettes budgétaires restent faibles et le paiement des charges d'intérêt sur la dette est important. Par ailleurs, une augmentation des dépenses sociales irait à l'encontre de la stratégie budgétaire menée depuis deux ans par le gouvernement Modi, qui a mis les dépenses d'infrastructures au cœur de sa stratégie de développement, et ce, aux dépens des dépenses sociales. Bien qu'en baisse, l'insuffisance et la qualité parfois médiocre des infrastructures pénalisent la croissance.

Pour l'année budgétaire 2023/2024, le déficit du gouvernement s'est réduit de 0,8pp à 5,6% du PIB, mais il était encore supérieur au niveau préandémique (3,8% du PIB sur la période 2016-2020). De même, le déficit du gouvernement et de l'ensemble des administrations est resté élevé à 8,8% du PIB, selon les premières estimations.

Les recettes budgétaires du gouvernement, bien que toujours très faibles, ont légèrement augmenté au cours de l'année écoulée (+0,3pp) à 9,4% du PIB. Mais elles sont toujours au même niveau qu'il y a dix ans. Il faut toutefois saluer l'augmentation des recettes fiscales brutes sur la dernière décennie (+1,6pp). Elles ont atteint 11,7% du PIB, un niveau faible, mais inédit. Cette hausse résulte principalement d'une augmentation de l'assiette des impôts sur les revenus. En effet, les impôts sur les sociétés se sont effrités, conséquence de l'allègement de la fiscalité des entreprises en 2019 pour accroître leur compétitivité.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, MOF, BNP PARIBAS

De même, les recettes douanières ont diminué.

Concernant les dépenses budgétaires, en baisse de 0,6pp sur l'année écoulée à 15% du PIB, elles restent supérieures au niveau préandémique et au niveau qui prévalait il y a dix ans. Cependant, leur structure a changé. En effet, même si le paiement des charges d'intérêt reste toujours le premier poste de dépenses budgétaires (23,9% des dépenses totales au cours de l'année 2023/2024, soit le même niveau qu'il y a dix ans), le poids de certaines autres dépenses considérées comme « incompressibles » s'est allégé. Les subventions aux ménages, qui avaient sensiblement augmenté au moment de l'épidémie de COVID-19, ont diminué à 1,5% du PIB en 2023/2024 ; elles représentent 9,9% des dépenses totales, un niveau inférieur à la moyenne enregistrée au cours des cinq années préandémiques (11,3% des dépenses). De même, les dépenses d'éducation, de retraite et de santé ont très légèrement diminué à 1,4% du PIB, pour ne plus constituer que 9,5% des dépenses totales l'année dernière, contre 12,7% il y a cinq ans.

En revanche, les investissements ont sensiblement augmenté depuis 2020/2021. Le gouvernement Modi a réalloué une partie des dépenses sociales vers les dépenses d'infrastructures qui ont atteint 3,2% du PIB l'année dernière (vs 1,6% du PIB il y a cinq ans). En 2023/2024, 21,4% des dépenses totales étaient consacrés aux investissements, soit 9,4pp de plus qu'il y a dix ans.

Pour le budget 2024/2025 présenté en février, le gouvernement avait pour objectif de réduire son déficit à 5,1% du PIB. Cette légère consolidation s'appuyait sur une nouvelle baisse des dépenses et notamment des subventions aux ménages. L'objectif étant de réallouer, une fois encore, les fonds « économisés » vers les dépenses d'infrastructures.

Cependant, compte tenu du faible niveau de recettes (attendues en baisse de 0,1pp pour l'exercice budgétaire en cours), le nouveau gouvernement est aujourd'hui confronté à un choix : accroître ses dépenses sociales tout en maintenant inchangés ses objectifs d'investissements, au risque d'enregistrer un creusement du déficit budgétaire, ou réduire ses investissements publics au risque de voir les flux d'investissements directs étrangers ralentir encore davantage, ce qui pèserait alors sur sa croissance à moyen terme et pourrait fragiliser les comptes extérieurs. Le nouveau gouvernement doit annoncer une révision de son budget mi-juillet, ce qui permettra d'avoir une première idée de ses nouvelles priorités.

Johanna Melka johanna.melka@bnpparibas.com

TAIWAN

CROISSANCE SOLIDE DANS UN CLIMAT CONFLICTUEL

Le nouveau président taiwanais Lai Ching-te a pris ses fonctions le 20 mai dernier. Il devrait poursuivre l'agenda de politique intérieure et de politique étrangère de sa prédécesseuse, dans un climat plus tendu. D'une part, Pékin pourrait accroître ses manœuvres militaires autour de l'île. D'autre part, le Parlement est désormais dominé par les partis d'opposition, qui devraient ralentir ou bloquer de nombreux projets du gouvernement. Au moins la nouvelle administration pourra-t-elle compter sur une conjoncture économique favorable pour entamer son mandat. La croissance accélère depuis un an, tirée par le rebond du cycle électronique mondial. Alors que Taiwan conserve une très forte avance technologique dans l'industrie des puces électroniques, son secteur manufacturier connaît des changements liés à la réorganisation des chaînes de valeur en Asie.

NOUVEAU GOUVERNEMENT, NOUVEAU PARLEMENT

Le nouveau président Lai Ching-te, du Parti démocrate progressiste (*Democratic Progressive Party, DPP*), a été investi dans ses fonctions le 20 mai 2024 pour un mandat de quatre ans. Son agenda de politique intérieure et de politique étrangère devrait être dans la continuité de sa prédécesseuse, Tsai Ing-wen, issue du même parti et restée huit ans au pouvoir. Cependant, le nouveau président devra affronter un climat beaucoup plus tendu. D'abord, alors que le maintien du *statu quo* officiel dans les relations entre Taipei et Pékin est le scénario le plus probable à court terme, les tensions dans le détroit de Taiwan resteront très élevées. Pékin a multiplié les exercices militaires autour de l'île en réponse au discours offensif de Lai Ching-te, et pourrait à l'avenir accroître progressivement ses manœuvres d'intimidation. Sur le plan intérieur, le nouveau gouvernement devrait rencontrer d'importantes difficultés pour avancer dans son agenda, puisque le DPP a perdu la majorité au Parlement depuis les élections générales du début d'année¹. Les partis d'opposition pourraient faire obstruction à de nombreux projets, de surcroît dans un climat parfois chaotique, comme le laissent présager les récentes rixes au Parlement.

L'INDUSTRIE EN PLEIN REBOND

Après un net ralentissement en 2022 et début 2023, la croissance économique s'est redressée. Elle a atteint +1,3% en 2023 et +6,6% en glissement annuel (g.a.) au T1 2024, et devrait dépasser 4% en moyenne cette année. Taiwan bénéficie d'une position dominante et d'une très forte avance technologique dans l'industrie des puces électroniques, qui représentent 39% du total de ses exportations de marchandises et 34% de sa production industrielle. L'activité économique est donc très dépendante du cycle électronique mondial. Après avoir atteint un pic historique début 2022, les exportations de marchandises et la production industrielle se sont contractées continûment du T2 2022 au S1 2023 en raison, notamment, du retournement du cycle électronique. Puis ces dynamiques se sont de nouveau inversées à partir de l'été 2023. La demande mondiale de semi-conducteurs s'est redressée, soutenant le rebond de la production et des exportations du secteur manufacturier. La production industrielle a rebondi de +8,8% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024, après une baisse moyenne de -12,2% en 2023, et les exportations ont augmenté de +9,1% en g.a. en valeur sur la même période (après -10% en 2023).

La croissance du secteur industriel restera solide au S2 2024, même si les entreprises ont encore des stocks à écouler. De fait, les niveaux de stocks du secteur manufacturier sont encore relativement élevés après plus d'un an de baisse depuis le pic atteint au T1 2023. Les prévisions de demande mondiale de puces électroniques pour 2024 sont favorables, en particulier dans le secteur de l'IA et des ordinateurs à haute performance – ce qui profite particulièrement aux usines de Taiwan.

¹ Le DPP détient désormais 51 sièges au Parlement sur un total de 113 (contre 61 précédemment), alors que le parti d'opposition, le Kuomintang, a 52 sièges (contre 38 auparavant) et le *Taiwan People's Party* 8 sièges. Les 2 sièges restants sont occupés par des indépendants.

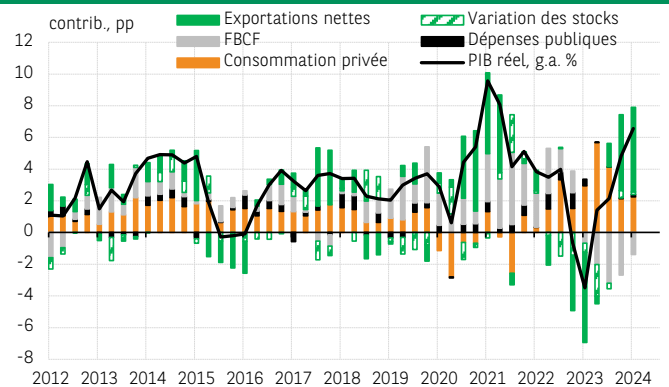
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, v variation annuelle, %	6,6	2,6	1,3	4,3	2,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	2,9	2,5	1,9	1,5
Solde des adm. publiques, % du PIB	-0,2	0,2	-0,7	-0,6	-0,7
Dette des adm. publiques, % du PIB	30,2	27,5	25,0	23,6	23,0
Solde courant, % du PIB	15,3	13,3	13,8	13,9	13,9
Dette externe, % du PIB	27,6	26,6	27,3	25,7	24,9
Réserves de change, mds USD	548,4	554,9	569,3	579,3	591,3
Réserves de change, en mois d'imports	18,5	16,5	19,4	18,7	18,3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TAIWAN : REDRESSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : DGBAS, CEIC

RÉORGANISATION

L'investissement a baissé de -8,2% en termes réels en 2023, entraîné par la chute des dépenses en machines et équipements (-19,8%). Ce recul a succédé à cinq années de hausse soutenue : le taux d'investissement est passé de 21,1% du PIB en 2017 à 28,1% en 2022, puis à 25,5% en 2023. L'investissement a souffert l'an dernier du retournement du marché électronique mondial, du resserrement des conditions de financement et des inquiétudes des entrepreneurs liées au changement de gouvernement à Taiwan et aux tensions avec la Chine.

L'investissement a continué de se contracter au T1 2024 (-5,4% en g.a.), mais devrait bientôt se redresser, encouragé par le rebond du cycle électronique.

Cependant, d'autres causes plus structurelles expliquent la faiblesse de l'investissement. Dans les années 2018-2022, l'industrie électronique à Taiwan a renforcé ses capacités de production et sa position de leader mondial dans le secteur des puces très sophistiquées. Son expansion a été portée par la forte hausse de la demande de biens électroniques pendant la crise sanitaire. En outre, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont incité certains producteurs taiwanais installés en Chine continentale à relocaliser une partie de leur activité. Ils ont investi dans des usines dans d'autres pays de la région, pour profiter de coûts de production plus bas, mais aussi à Taiwan - d'autant plus que des programmes de soutien financier et logistique ont été mis en place par le gouvernement. Depuis 2022, le contexte géopolitique s'est complexifié et la guerre technologique sino-américaine s'est intensifiée. Les gouvernements et les entreprises multinationales ont adopté des politiques de *de-risking*, qui visent à sécuriser les chaînes de production (y compris en s'immunisant des répercussions éventuelles de conflits et de sanctions occidentales contre la Chine) et leur approvisionnement en biens stratégiques (y compris en puces et équipements électroniques). Cette réorganisation des chaînes de production mondiales concerne directement le secteur manufacturier à Taiwan, étant donné sa spécialisation et les tensions dans le Détroit de Formose. Elle pourrait freiner la croissance de l'investissement domestique à court et moyen terme. Dans le même temps, la capacité de l'industrie taiwanaise à conserver son avance technologique dans les microprocesseurs fait peu de doute.

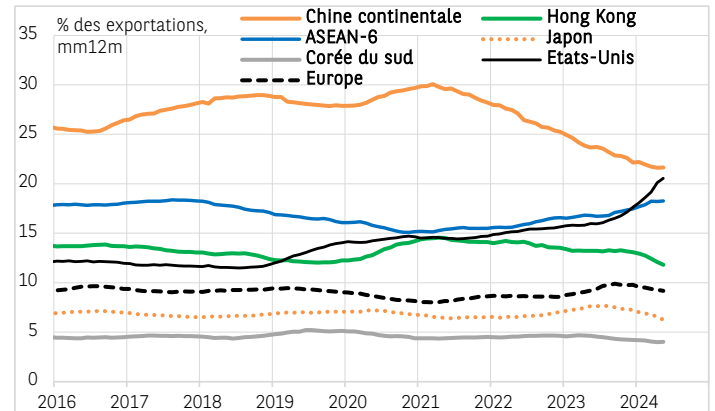
L'évolution des flux d'investissements directs (ID) et de la composition des exportations témoigne des ajustements en cours. D'abord, les ID taiwanais à l'étranger ont augmenté fortement en 2023 (de USD 15,6 mds en 2022 à USD 24,8 mds) et les ID étrangers à Taiwan ont légèrement reculé ; les sorties nettes d'ID (résidents et non-résidents) ont ainsi atteint un pic historique de -USD 19 mds ou -2,5% du PIB, contre -0,7% en moyenne en 2019-2022 (les flux nets d'ID sont structurellement négatifs et Taiwan est dans l'ensemble un exportateur net de capitaux). Ensuite, la composition des ID taiwanais a changé : les investissements en Chine se réduisent depuis plusieurs années, et leur baisse s'est accélérée en 2023 (ils représentaient 11% du total des flux d'ID en 2023, contre 33% en moyenne en 2020-2022 et 50% en 2015). À l'inverse, les ID taiwanais dans les pays de l'ASEAN et aux États-Unis ont augmenté à un rythme soutenu.

Enfin, la structure des échanges commerciaux de Taiwan a aussi évolué sous l'effet de la réorganisation des chaînes de production, des tensions sino-américaines (qui ont conduit les importateurs américains à substituer certains biens en provenance de Chine par des biens achetés directement aux producteurs taiwanais) et de la nécessité pour Taiwan de réduire sa dépendance économique à la Chine. Sur les cinq premiers mois de 2024, les exportations de Taiwan vers les États-Unis ont par exemple bondi de +58% en g.a. et celles vers l'ASEAN-6 ont augmenté de 22%, alors que les exportations vers la Chine continentale et Hong Kong ont chuté de 4%. La part de la Chine et de Hong Kong dans les exportations totales de Taiwan est passée de 43,9% en 2020 à 33,5% sur les douze mois glissants finissant en mai 2024 ; la part des pays de l'ASEAN-6 a augmenté de 15% à 18,3% (dont 7,2% pour Singapour) et celle des États-Unis de 14,6% à 20,6%.

CONSOMMATION PRIVÉE VIGOUREUSE

La consommation privée a récupéré à partir de l'été 2022, après une longue période de restrictions sanitaires. Sa croissance a atteint

TAIWAN : PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MIN. DES FINANCES, BNP PARIBAS

un solide taux de +8,2% en 2023 (après +3,8% en 2022) et +4,4% en g.a. au T1 2024. Elle a été stimulée par des mesures de soutien du gouvernement, le redressement du marché du travail dans le sillage du rebond de l'activité du secteur manufacturier (le taux de chômage a baissé de 3,6% à fin 2022 à 3,35% en mai 2024), et des effets de richesse positifs liés à la hausse des prix des actifs immobiliers et boursiers. L'indice des prix immobiliers à Taipei était en hausse de +13,6% en g.a. en mai 2024, et l'indice TAIEX a gagné 63% entre décembre 2022 et juin 2024, tiré par les sociétés du secteur *high tech* et battant des niveaux records depuis plusieurs semaines.

La reprise du tourisme sur l'île à partir de fin 2022 a également soutenu la consommation. Le nombre de visiteurs a progressé pour atteindre 2 millions au T1 2024, mais cette statistique reste 30% en-dessous de son niveau d'avant-Covid du T1 2019. Cela s'explique, notamment, par le moindre rebond du tourisme en provenance de Chine continentale, (38% du total des entrées de visiteurs en 2018, et seulement 20% au T1 2024).

La croissance de la consommation privée va ralentir à court terme. Des facteurs de soutien demeurent, en particulier les bonnes conditions du marché du travail. En revanche, les tensions dans le Détroit devraient empêcher une reprise plus importante du tourisme. Du côté de la politique économique, les mesures budgétaires devraient rester en soutien de l'activité, mais les conditions de crédit devraient devenir plus restrictives.

La banque centrale a augmenté son taux directeur de 1,125% début 2022 à 1,875% en mars 2023, en réponse à l'accélération (modérée) de l'inflation. L'inflation des prix à la consommation a ralenti aux S2 2022 et S1 2023, puis est repartie à la hausse (atteignant +2,6% en décembre 2023). De plus, le marché immobilier est de nouveau en surchauffe, avec une réaccélération de la croissance des prêts au logement, passée de +3,9% en g.a. en juin 2023 à +8,6% en mai 2024. La banque centrale a donc de nouveau augmenté son taux directeur en mars 2024 (à 2%). Elle a également augmenté le coefficient de réserve obligatoire (à 5,75%) et durci davantage les règles prudentielles encadrant les crédits immobiliers. L'inflation s'est modérée au S1 2024 et devrait encore ralentir. À court terme, la banque centrale devrait laisser son taux directeur inchangé, mais pourrait introduire d'autres mesures pour contenir la croissance des prix des logements.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



EUROPE CENTRALE

UNE INTÉGRATION PLUTÔT RÉUSSIE

L'entrée de plusieurs pays d'Europe centrale et orientale au sein de l'UE en 2004 s'est accompagnée d'une progression impressionnante de leurs économies respectives. L'amélioration de la productivité du travail a permis un rattrapage des salaires réels au cours des 20 dernières années, mais les pressions salariales sont restées très fortes sur la période récente sans toutefois entamer la compétitivité des économies jusqu'à présent. La région reste par ailleurs attractive pour les investissements directs étrangers et continue de bénéficier des activités de *nearshoring*. À court terme, la consolidation des comptes publics constitue une priorité pour tenir les engagements dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Certains pays sont déjà dans le viseur de l'UE avec l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif.

CONVERGENCE ÉCONOMIQUE ACCÉLÉRÉE

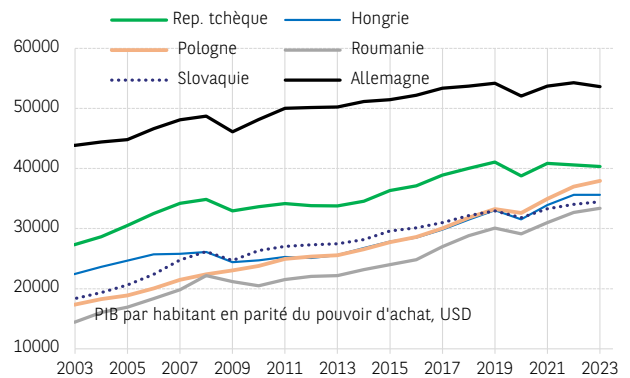
Quatre pays d'Europe centrale (Pologne, République tchèque, Slovaquie et Hongrie), aux côtés de six autres sont devenus membres de l'UE il y a vingt ans de cela. La Roumanie et la Bulgarie leur ont emboîté le pas trois ans plus tard. En retrospectif, cette adhésion a permis un rattrapage économique notable pour ces pays. Le PIB par habitant en volume et en parité de pouvoir d'achat, mesure couramment utilisée pour apprécier et comparer le niveau de revenus entre pays, a progressé de façon spectaculaire entre 2004 et 2024. La Pologne se démarque de ses voisins avec un doublement de son PIB par habitant sur cette période. Pour les autres pays de la région, il a été multiplié par environ 1,5 fois. La tendance a été similaire en Roumanie et en Bulgarie depuis leur entrée en 2007. L'augmentation du PIB par habitant reflète aussi une forte convergence avec les pays développés. Dans la région, le PIB par habitant de la République tchèque se rapproche le plus de celui de l'Allemagne avec un écart de 25% seulement en 2023. Celui-ci est de 30% pour la Pologne, 40% pour la Hongrie et la Slovaquie. La Bulgarie reste encore loin derrière à 48%.

Sur cette même période, les fonds européens reçus par les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) depuis leur date d'adhésion ont contribué à la mise en œuvre des réformes et à renforcer leur capacité à résister aux crises économiques internationales. La Pologne, la République tchèque, la Slovaquie, la Hongrie, la Roumanie et la Bulgarie ont reçu en cumul EUR 376 mds entre 2004-2022, soit 23,8% de leur PIB de 2022. En 2007-2009, lors de la grande crise financière mondiale, la contraction du PIB des pays d'Europe centrale a été rapidement suivie d'une forte reprise de l'activité économique. Il en a été de même en 2020 lors de la crise de la Covid-19. Fait marquant, la Pologne a été la seule économie à avoir échappé à une récession en 2009 et elle se distingue également en 2020 par une contraction plus faible de son PIB par rapport à celui de ses voisins. Cette résilience signifie aussi que les pays d'Europe centrale ont gardé des séquelles (*scarring effect*) relativement limitées lors des chocs. Cela a contribué au renforcement de leur poids économique (principalement la Pologne) au sein de l'UE (16,5% du PIB de l'UE en 2023 en PPA courants contre 12,5% en 2004).

UNE COMPÉTITIVITÉ BIEN ORIENTÉE

Le modèle économique sur lequel a reposé ce rattrapage économique diffère d'un pays à l'autre. La Slovaquie, la République tchèque et, dans une moindre mesure, la Hongrie ont vu le degré d'ouverture de leurs économies respectives s'accroître, devenant ainsi plus exposées aux variations de la demande externe. La part des exportations de la Slovaquie, de la République tchèque et de la Hongrie représentent respectivement 89%, 77%, 76% dans leur PIB en 2023 (contre 64%, 57%, 53% en 2004). En revanche, la Pologne et la Roumanie sont des économies dont la croissance

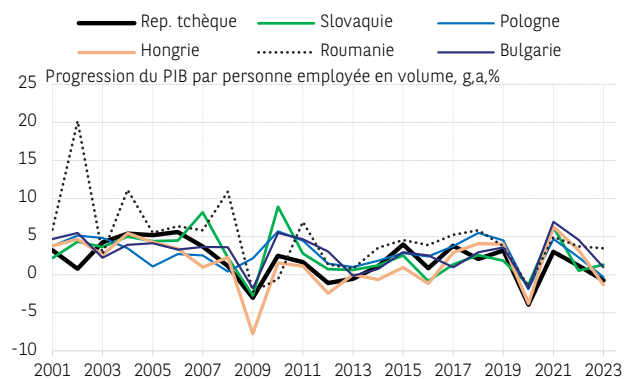
PECO : PIB PAR HABITANT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

PECO : ÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

repose largement sur la demande intérieure. Par ailleurs, certains pays comme la République tchèque et la Slovaquie se sont spécialisés dans le secteur automobile (respectivement 12,6% et 28,3% des exportations totales) alors que la Pologne a privilégié la diversification de son industrie. Par ailleurs, quel que soit le choix du modèle économique, l'évolution de la productivité du travail, calculée à partir du PIB et de l'emploi, a été importante au sein des PECO sur la période 2004-2008 et sur la période

2015-2019. Le calcul de la productivité horaire du travail donne des résultats similaires. Plus important, la progression des salaires réels s'est accompagnée d'une augmentation de cette productivité. Depuis peu, la situation semble évoluer moins favorablement. En 2023, les gains de productivité se sont affaiblis en Pologne et ont progressé plus lentement que les salaires réels. La remontée du coût salarial unitaire depuis 2023 en g.a. confirme cette tendance récente. Au cours des prochaines années, les pénuries de main d'œuvre vont maintenir les pressions salariales, donc la priorité va consister à accroître davantage la productivité. Toutefois, les bonnes perspectives en matière d'IDE et la poursuite des versements de fonds européens dans le cadre du budget européen et du plan de résilience et de relance devraient soutenir l'investissement (plafonné autour de 20% du PIB pour la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie, 27% pour la République tchèque et 24% pour la Roumanie ces 20 dernières années), lequel devrait également renforcer la productivité. Les efforts pour améliorer le taux d'absorption des fonds européens, en particulier pour la Slovaquie et la Roumanie viendraient davantage en appui aux perspectives d'investissement.

DES OPPORTUNITÉS DE NEARSHORING

Selon le dernier rapport de la CNUCED, les PECO avaient reçu en cumul, l'équivalent de USD 914 mds sous forme d'investissements directs étrangers fin 2023 (contre USD 94,6 mds en 2000). Dans la région, c'est la Pologne qui a reçu l'essentiel des IDE à hauteur de USD 335,5 mds. En % du PIB, le classement désigne plutôt la République tchèque et la Hongrie comme les principaux destinataires pour ce type de capitaux, soit 65% et 56% respectivement de leur PIB en 2023.

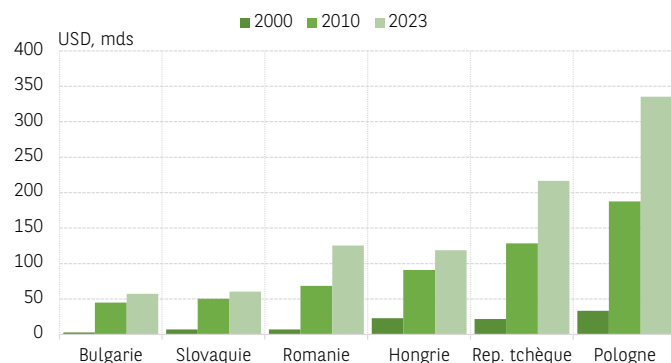
Les perspectives pour les flux d'IDE à court et moyen terme sont solides car les PECO devraient bénéficier du processus de réorganisation de l'activité productive des entreprises de la zone euro en cours et à venir. Les arguments récurrents qui plaident en faveur de l'activité de *nearshoring* incluent notamment la proximité géographique avec la zone euro, la réduction des délais et des coûts d'acheminement et une réglementation globalement favorable en matière d'IDE à en juger par l'indicateur *FDI restrictiveness index* de l'OCDE. À cela s'ajoute le coût relativement avantageux de la main d'œuvre en dépit des pressions salariales (coût horaire de 14,5 euros en Pologne, 12,8 euros en Hongrie, 18 euros en République tchèque contre 41,3 euros en Allemagne).

Toutefois, la difficulté réside dans l'évaluation des activités liées au *nearshoring* car le processus de réorganisation de l'activité est étalé dans le temps et certaines données sont connues avec retard. Plusieurs indicateurs permettent néanmoins d'apprécier l'activité de *nearshoring* et tendent à confirmer le processus en cours. Depuis 2018, l'ampleur des IDE et des projets d'implantation ou de développement (investissements dits « *greenfield* »), en dépit des incertitudes géopolitiques, témoigne d'une forte attractivité pour la région. Les IDE sont essentiellement concentrés dans le secteur des services (environ 60% en moyenne du stock d'IDE) avec un certain renforcement des secteurs « professionnel, scientifique et technique » et de la « communication et l'information ». La Hongrie se distingue avec une proportion à peu près équivalente des secteurs manufacturier et des services.

VERS UNE PROCÉDURE DE DÉFICIT EXCESSIF EN 2024 ?

En juin 2024, la Commission européenne a annoncé l'ouverture d'une procédure de déficit excessif pour 7 pays européens dont trois pays d'Europe centrale. Comme attendu, la Pologne, la Slovaquie et la Hongrie font partie de cette liste. La Roumanie l'est depuis 2020. Sur le marché des changes, les devises de ces pays ont peu réagi, cette

PECO : STOCK D'IDE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : CNUCED, WORLD INVESTMENT REPORT, BNP PARIBAS

décision ayant été déjà anticipée par les marchés. Le leu roumain n'a pas été affecté non plus, la devise étant ancrée à l'euro dans le cadre du mécanisme de change européen.

Dans l'ensemble, les déficits budgétaires se sont nettement dégradés depuis 2020 sous l'effet conjugué de la crise de la Covid-19 et du choc énergétique en 2022. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB a, par conséquent, fortement augmenté en l'espace de 4 ans (+14 points entre 2019 et 2023 pour la République tchèque et la Roumanie, suivie de la Hongrie et de la Slovaquie (+8,2 et +8,0 points respectivement). Si le coût des mesures de soutien s'atténue, les dépenses militaires et la charge d'intérêts sur la dette publique pèsent toujours sur les comptes. En 2023, la charge d'intérêts de la Hongrie s'est alourdie (4,7% du PIB, 11,1% des revenus contre 2,8% du PIB en 2022) plus fortement encore que celle de l'Italie au sein de l'UE. Cette année, le poids des intérêts resterait élevé.

Toutefois, la dette publique reste soutenable à court et moyen terme grâce à des garde-fous et à des amortisseurs budgétaires. Les autorités des pays d'Europe centrale restent engagées au respect du pacte de stabilité et de croissance. Dans le cas où les pays se retrouveraient sous statut de déficit excessif, (conformément aux réformes actées fin décembre 2023), un ajustement sur 4 ans avec une possibilité d'extension de 3 années supplémentaires pour ramener le déficit budgétaire sous la barre des 3% est imposé, faute de quoi les pays risquent une suspension des fonds européens. La Hongrie, la Roumanie et la Slovaquie ont déjà mis en place des mesures de consolidation bien avant la décision de la Commission européenne, même si celles-ci étaient de faible ampleur. La priorité va consister à mettre en place des mesures de plus forte envergure à court terme.

Les pays peuvent aussi compter sur le profil plutôt solide de leur dette, largement contractée à taux fixe et en devise locale, à l'exception de la Roumanie (52% de la dette totale en devises étrangères). La maturité moyenne est relativement élevée, ce qui limite le risque de liquidité. Par ailleurs, la dette observée sur les marchés obligataires devrait se poursuivre à court terme, ce qui contribuerait à atténuer la charge de la dette. Au sein des PECO, le ratio de dette publique sur PIB reste largement en dessous du seuil de 60% du PIB, ce qui laisse une certaine marge budgétaire, sauf en Hongrie où ce ratio avoisine 70%.

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



HONGRIE

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE VA LIMITER LA REPRISE

Les perspectives de croissance s'améliorent pour 2024 mais le rebond sera sans doute contenu en raison d'une demande domestique encore peu dynamique. Sur le marché des changes, le forint hongrois subit des pressions baissières sur la période récente. Du côté des comptes publics, la consolidation budgétaire commencée depuis l'été 2022 n'a pas permis de réduire significativement le déficit. Pour 2024, il sera probablement moins prononcé que l'an dernier mais restera de toute façon élevé (autour de 5% du PIB). Ainsi, la Hongrie, fera probablement l'objet d'une procédure de déficit excessif en 2024. Sur la scène politique internationale, l'attention sera centrée sur la présidence hongroise du Conseil de l'UE qui débutera le 1^{er} juillet 2024 (pour une durée de 6 mois) dans un contexte de fortes tensions diplomatiques avec les institutions européennes.

UNE REPRISE MODÉRÉE EN 2024

Au premier trimestre, la Hongrie a de nouveau renoué avec la croissance (0,8% t/t, 1,7% en g.a.), après une récession en 2023. La reprise est néanmoins déséquilibrée, reposant essentiellement sur l'ajustement des stocks et les exportations nettes. La consommation peine à se redresser avec des ventes au détail qui progressent peu et des volumes d'importations de biens de consommation qui continuent de reculer. Parallèlement, l'investissement est resté atone.

Au cours des prochains trimestres, les perspectives sont un peu mieux orientées, avec une croissance modérée à la fois pour 2024 et 2025.

Cette année, la consommation privée devrait s'améliorer sous l'effet conjugué du reflux de l'inflation et de la persistance des pressions salariales (autour de 14% en g.a en moyenne sur les 4 premiers mois de l'année). À cela s'ajoute le regain d'optimisme des ménages lié aux mesures de soutien en leur faveur (plafond sur le taux hypothécaire prolongé jusqu'à fin 2024, revalorisations de pensions et de salaires dans la fonction publique, subventions pour les rénovations énergétiques et achat du premier logement).

Toutefois, les ménages vont probablement adopter un comportement prudent à court terme. Même si le taux de chômage a légèrement reculé, le marché de l'emploi présente quelques signes de ralentissement depuis peu. Le nombre de postes vacants a chuté, notamment dans le secteur manufacturier. De même, le ratio des demandeurs d'emploi par rapport au nombre de postes vacants se dégrade. Il est en légère hausse (3,34 au T1 2024, 3,03 au T4 2023 et 2,9 au T3 2023). L'emploi croît aussi plus lentement dans les services.

En ce qui concerne l'investissement, les perspectives d'amélioration de sa composante publique restent limitées compte tenu du report des projets gouvernementaux. Les fonds européens, qui habituellement viennent en renfort, joueront un rôle relativement faible à court terme car pour l'instant, la Hongrie n'a reçu qu'une part infime du montant qui lui a été alloué dans le cadre du plan pour la relance et la résilience (EUR 0,14 md sur EUR 6,5mds, soit 2,2% du total). Enfin, le regain de dynamisme tant espéré de l'investissement privé est contraint par la demande extérieure dans la mesure où la zone euro ne verrait une accélération plus franche de ses importations qu'en 2025.

DÉPRÉCIATION DU FORINT HONGROIS

Ces derniers mois, le forint hongrois a été soumis à des pressions baissières. Il a perdu respectivement 3,6% et 5,8% de sa valeur vis-à-vis de l'euro et du dollar depuis le début de l'année, se positionnant ainsi parmi les devises les moins performantes non seulement en

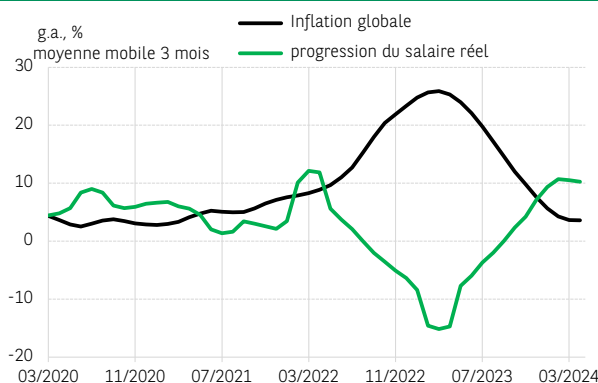
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	7,0	4,6	-0,7	3,3	3,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,1	14,5	17,6	3,8	3,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,2	-6,2	-6,7	-5,0	-4,5
Dette publique / PIB (%)	74,5	71,7	69,5	70,0	70,1
Solde courant / PIB (%)	-4,1	-8,4	0,3	0,8	0,5
Dette extérieure / PIB (%)	87,0	92,0	85,8	86,6	85,1
Réserves de change, mds EUR	38,4	38,7	41,4	48,5	49,8
Réserves de change, en mois d'imports	3,8	3,0	3,4	4,0	3,9

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

HONGRIE : INFLATION ET PROGRESSION DES SALAIRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, CENTRAL STATISTICAL OFFICE, BNP PARIBAS

Europe centrale mais aussi au sein des pays émergents. Dans la région, la couronne tchèque a baissé de 1% contre l'euro et le zloty polonais s'est apprécié de 1% sur la même période.



Le forint s'échangeait à 396 unités pour un euro fin juin, au-dessus de sa valeur moyenne de 340 des 10 dernières années. La moins bonne performance du forint comparée à celle des pays voisins s'explique tout d'abord par la divergence de stratégie en matière de politique monétaire. Les autorités monétaires hongroises ont opté pour un assouplissement monétaire d'envergure avec une baisse cumulée de 600 points de base du taux directeur depuis octobre 2023 alors que les autres banques centrales de la région ont, soit maintenu un *statu quo* monétaire sur la même période, soit réduit plus faiblement leur taux directeur.

Par ailleurs, les préoccupations sur la dette publique exercent aussi des pressions baissières sur la devise hongroise. Les incertitudes planent toujours sur les fonds européens, une ressource importante pour financer les besoins de l'économie. La décision de la Commission européenne sur le déblocage des fonds fin 2023 est remise en cause par le Parlement européen et reste encore en suspens.

À court terme, la tendance à la dépréciation reste de mise, avec un franchissement probable de la barre de 400 forints pour un euro d'ici fin décembre. Plusieurs facteurs contribueraient néanmoins à atténuer les pressions baissières. Les comptes extérieurs se sont nettement améliorés depuis 2023, avec un solde courant redevenu excédentaire et des flux de capitaux importants. Le compte courant a continué de dégager un excédent, de EUR 1,8 mds ou 4,4% du PIB au T1 2024 (0,3% du PIB en 2023), et il en sera probablement de même pour le reste de l'année. De même, les flux nets d'investissements directs étrangers ont représenté 1,8% du PIB en moyenne entre 2019-2023 en dépit des nombreux chocs subis par l'économie. Le pays pourrait attirer davantage de flux d'IDE à l'avenir, sous l'effet de la réorganisation des activités des entreprises de la zone euro dans la région, ainsi que dans le cadre des ambitions du pays de devenir un leader dans la production mondiale de batteries.

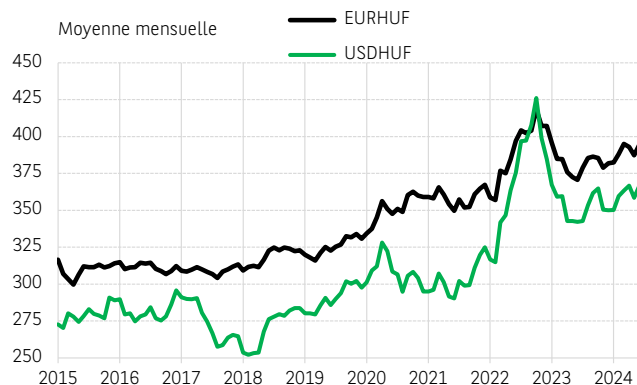
Les flux de portefeuille seront probablement soutenus par un différentiel de taux d'intérêt positif à court terme. Le *spread* entre le taux des obligations d'État hongrois et allemand d'une maturité de 5 ans reste élevé à 430 points de base fin juin. Enfin, le recalibrage déjà amorcé de la Banque centrale vers une politique monétaire plus prudente (par le biais d'une baisse du taux directeur de moindre ampleur) viendrait aussi en appui au forint hongrois.

POURSUITE DES EFFORTS BUDGÉTAIRES

Les efforts de consolidation entamés depuis l'été 2022, associés avec une forte hausse du PIB nominal, avaient permis de réduire le déficit budgétaire d'un point par rapport à l'année précédente à 6,2% du PIB en 2022. Ce ratio s'est néanmoins aggravé l'an dernier (6,7% du PIB) sous l'effet d'une augmentation des pensions, du prolongement d'une partie des mesures de soutien gouvernementales introduites en 2022 et de la montée des charges d'intérêts sur la dette. Celles-ci ont lourdement pesé dans le budget, notamment en raison de l'augmentation du service de la dette liée aux obligations indexées sur l'inflation. Rappelons que l'inflation a atteint 17,6% en moyenne en 2023 (14,5% en 2022 et 5,1% en 2021). En 2023, les intérêts exprimés en pourcentage des recettes budgétaires ont presque doublé à 11,1% en 2023 contre 6,6% en 2022.

En dépit des mesures de consolidation, le déficit budgétaire devrait inévitablement dépasser le seuil de 3% du PIB fixé dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE en 2024 et en 2025.

HONGRIE : TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE DE HONGRIE, BNP PARIBAS

Les autorités tablent sur un déficit budgétaire rapporté au PIB moins prononcé que l'an dernier mais l'ont tout de même révisé à la hausse, à 4,5% du PIB en 2024 contre 2,9% initialement prévu dans le budget 2024. Déjà, le cumul du déficit sur les quatre premiers mois de l'année a atteint 3,2% du PIB. La charge d'intérêts continuera de peser sur les dépenses à court terme, même si l'arrêt temporaire des émissions obligataires indexées sur l'inflation ainsi que la légère baisse des taux obligataires apporteraient un certain répit. Le ratio de dette publique rapportée au PIB pourrait franchir le seuil des 70% dès cette année, puis augmenter au moins jusqu'en 2026.

Conséquence de cette situation, dans son dernier rapport de juin, la Commission a annoncé son intention d'ouvrir une procédure pour déficit excessif et ce, dès juillet. Cette situation peut a priori constituer un sujet de préoccupation. Pour autant, la dette publique reste soutenable à court/moyen terme. Les autorités se sont engagées à resserrer la discipline budgétaire, ce qui suggère que de nouvelles mesures pourraient être annoncées prochainement. À court terme, le processus d'ajustement sera sans doute graduel compte tenu des nombreux défis auxquels le pays est confronté (nécessité de renforcer les dépenses militaires face aux tensions géopolitiques, maintien des mesures de soutien, retrait progressif des taxes sur les profits exceptionnels à court terme). Les élections législatives prévues en 2026, qui sont en général précédées de mesures généreuses sur la période pré-électorale, vont limiter la capacité du gouvernement à contenir le déficit budgétaire à court terme. Dans ce contexte, le retour vers un excédent primaire ne se ferait pas avant 2027 probablement.

Dans le cadre des réformes du Pacte de stabilité et de croissance, un processus d'ajustement sur les 4 prochaines années est prévu en cas de déficit excessif, ceci afin de ramener le déficit budgétaire en dessous de 3% du PIB. Dans le cas contraire, le pays risquerait une suspension des fonds européens.

Cynthia Kalasopatan Antoine

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

ÉCONOMIE ET MARCHÉS : LE DÉFI DE LA SYNCHRONISATION

Les messages envoyés par les marchés financiers et ceux de l'économie réelle peinent à s'harmoniser. La vigueur de la croissance économique, la faiblesse du chômage et une inflation contenue ont en effet été éclipsées par la montée des risques politiques et budgétaires, qui pèsent plus fortement sur la monnaie, le cours des actions et la courbe des taux. Les déroutes parlementaires de Lula, ses frictions avec la banque centrale et un interventionnisme plus marqué agitent les investisseurs, déjà ébranlés par d'importantes révisions de projections de taux d'intérêt aux niveaux mondial et local. Le défi pour la seconde moitié de l'année sera de renforcer la confiance des agents économiques et stabiliser leurs anticipations.

LA CONSOMMATION, DYNAMISÉE PAR LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

La lecture des données d'activité au premier semestre indique que les dépenses de consommation des ménages restent très dynamiques. La consommation – au centre des mesures de soutien à l'activité du gouvernement Lula et moteur principal de la croissance – s'appuie sur trois principaux leviers : i/ le rééchelonnement de la dette des ménages via le programme *Desenrola*¹, conçu pour éviter que le surendettement des années Covid ne vienne grever la consommation, ii/ la croissance des salaires, favorisée par le dynamisme du marché de l'emploi (baisse, une fois de plus, du taux de chômage en mai à 7,1%) et iii/ les programmes de transferts aux ménages (outre le règlement au T1 d'injonctions de paiement de l'État, ou *precatórios*, les dépenses de sécurité sociale et autres formes d'assistance sont passées de BRL 1 000 mds en 2021 à BRL 1 300 mds en 2024 à monnaie constante). Le levier du crédit – que Lula souhaite stimuler davantage – reste pour l'instant modeste et se heurte à l'interruption du cycle d'assouplissement monétaire. La constitution d'un fonds de garantie (FGO), dans le cadre du nouveau programme *Acredite*, devrait cependant permettre aux banques de fournir jusqu'à BRL 12 mds de crédits aux particuliers et aux entreprises.

Par ailleurs, l'investissement, qui avait renoué avec la croissance au T4-2023, s'est accéléré (+4,1% t/t et 2,7 en g.a au T1 2024). Signe d'une demande interne vigoureuse, les importations ont progressé plus rapidement que les exportations (6,5% vs 0,2% t/t respectivement au T1). Côté offre, la croissance dans les services est restée vive tandis que l'industrie a connu un léger déclin. En dépit d'une production céréalière en baisse, le secteur agricole a fait preuve de résilience, soutenu par la filière bovine et les récoltes de soja.

Les dégâts causés en mai par les fortes tempêtes et inondations dans près de 90% des municipalités de l'État de Rio Grande do Sul² devraient peser sur la croissance au T2 et réduire d'environ 0,2 pp le taux de croissance annuel du PIB. Le manque à gagner en termes de production agricole (l'État représente environ 70 % de la production nationale de riz et 48% de la production de blé et contribue à hauteur de 12% au PIB agricole national) et en termes de production de véhicules (les usines ont arrêté leur production, et les ventes de véhicules dans l'État ont chuté de 64% en mai par rapport à avril) devrait toutefois être partiellement compensé par les efforts de reconstruction. L'activité devrait aussi profiter de la hausse des financements dans le secteur agricole (BRL 476 mds de crédits subventionnés dans le cadre du nouveau *Plano Safra 2024/25*, +7% en g.a) ainsi que du lancement d'une nouvelle initiative (*Rota Quadrante Rondon*) visant à développer les infrastructures aux frontières du pays afin de stimuler le commerce en Amérique du Sud.

¹ Mis en place courant 2023 et touchant 70 mn de brésiliens ayant enregistré des impayés entre 2019-22, le programme a été reconduit jusqu'à mai 2024.

² État le plus au sud du pays dont la taille de l'économie est comparable à celles de l'Uruguay et du Paraguay réunies mais comptant au Brésil pour environ 6,5% du PIB national. Le bilan humain est lourd avec près de 180 morts et plus de 50 000 sinistrés. Le coût de la reconstruction a été estimée entre BRL 110 mds (USD 21 mds) et BRL 176 mds, par l'association d'entreprises Federasul.

PRÉVISIONS

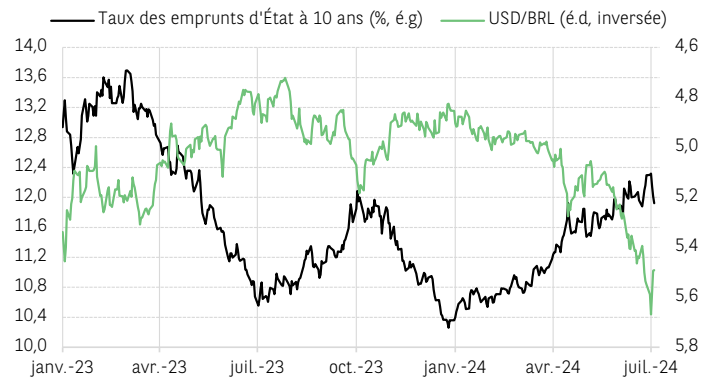
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,1	3,1	2,9	2,2	2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,3	9,3	4,6	4,1	4,1
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-4,6	-8,9	-7	-6,9
Dette publique, % du PIB	77,3	71,7	74,4	77,1	79,7
Solde courant, % du PIB	-2,8	-2,9	-1,3	-0,9	-1,3
Dette externe, % du PIB	42	36	37	42	40
Réserves de change, mds USD	362	324	355	348	350
Réserves de change, en mois d'imports	14,2	11	12,4	12,9	12,4

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BRÉSIL : REMONTÉE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES ET AFFAIBLISSEMENT DU REAL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND

REVIREMENT DE SCÉNARIO SUR LES TAUX

Malgré une inflation contenue dans sa fourchette cible (3% +/-1,5pp), la dégradation plus marquée des anticipations d'inflation ces derniers mois a conduit la Banque centrale à interrompre, en juin, son cycle d'assouplissement monétaire, mettant ainsi un terme à 7 baisses consécutives du taux SELIC (baisse cumulée de 325 bps entre août 2023 et mai 2024).



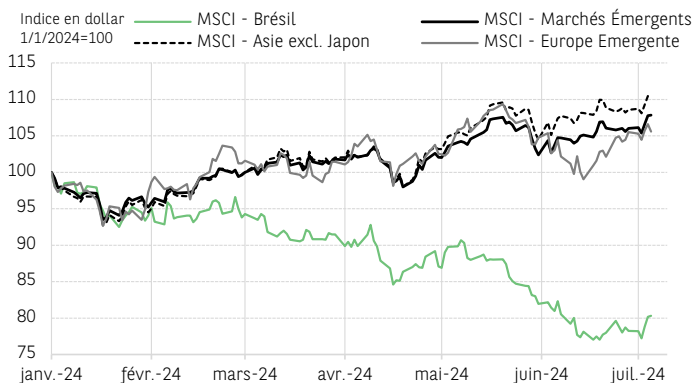
Les marchés n'anticipent désormais plus de baisse de taux cette année après avoir pourtant tablé sur une baisse terminale du taux directeur à 9% en début d'année (contre 10,5% actuellement).

Au-delà de l'évolution du contexte externe, la révision du scénario sur les taux brésiliens s'appuie surtout sur un triptyque de facteurs, affectant l'inflation anticipée. Premièrement, les conditions pour stabiliser l'endettement public – qui a augmenté d'environ 20 points en 10 ans – semblent de moins en moins réunies. Lula souhaite maintenir un certain niveau de dépenses publiques mais peine à faire voter une hausse des recettes. Ses tentatives pour, notamment, s'attaquer aux niches fiscales ont été jusqu'alors infructueuses. Outre les révisions à la baisse des objectifs budgétaires sur la période 2024-2028, les marchés s'inquiètent de la montée des dépenses obligatoires (sécurité sociale, santé, éducation) et la retenue d'hypothèses de croissance optimistes dans le projet de loi d'orientation budgétaire. Les pertes fiscales et le surplus de dépenses engagées pour faire face aux catastrophes naturelles dans le sud du pays préoccupent également (déblocage de crédits extraordinaires, suspension du remboursement de la dette de Rio Grande do Sul au gouvernement fédéral pendant trois ans, lancement de *Auxílio Reconstrução* un programme destiné à transférer des fonds aux familles qui ont perdu leur maison, etc.). Au moment où la hausse des taux de marché en termes réels fait grimper les paiements d'intérêts, l'État paraît moins en capacité de réduire un déficit qui pourrait se rapprocher de 7% du PIB cette année.

Deuxièmement, les marchés craignent une position plus conciliante du comité de politique monétaire (COPOM) à l'égard de l'inflation à horizon 2025 (période pendant laquelle Lula aura nommé la majorité des membres du COPOM). Cette crainte est alimentée par les tensions entre l'exécutif et la Banque centrale³ mais aussi par la mémoire du passé : entre 2011 et 2016, la BCB, alors plus proche du Gouvernement, avait opté pour une baisse de son taux directeur dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation, contribuant à accentuer certains déséquilibres macroéconomiques.

Troisièmement, les tensions plus persistantes que prévu par la BCB sur le marché du travail, laissent présager un biais plus durable sur l'inflation (notamment des services). Plusieurs signaux indiquent en effet que l'économie opère proche du plein emploi et donc par extension que l'écart entre PIB potentiel et PIB réel (ie. *output gap*) serait en réalité plus faible que postulé par la Banque centrale. Certains éléments tirés des comptes nationaux et de la balance des paiements semblent étayer cette thèse. La croissance rapide de la demande intérieure a conduit à une hausse des importations, dont le profil révèle les tensions actuellement à l'œuvre au sein de l'économie. Le creusement du déficit commercial en biens manufacturés traduit notamment la bataille que se livrent l'industrie et les services pour capter une main d'œuvre plus restreinte. Contrairement au secteur manufacturier (plus exposé à la concurrence internationale), les activités de services peuvent plus facilement répercuter la hausse des coûts unitaires du travail sur leurs prix. Pour répondre à une hausse de la demande interne, le secteur tertiaire bénéficie d'une plus grande flexibilité pour accroître son appareil productif. De fait, la croissance du PIB a été plus soutenue dans les services que dans le secteur manufacturier. S'il se confirme que l'économie est effectivement proche du plein emploi, cela pourrait limiter les perspectives de nouvelles baisses de taux au risque de provoquer une surchauffe de l'activité.

BRÉSIL : SOUS-PERFORMANCE DE LA BOURSE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

LA BOURSE ET LA MONNAIE SOUS PRESSION

Malgré les bons résultats économiques, le redressement du prix des matières premières, et l'attractivité relative des actions brésiliennes comparée à celle des autres émergents, la bourse et la monnaie subissent une correction importante depuis le début de l'année. Le principal indice boursier, B3 Ibovespa, a perdu près de 15% en dollar tandis que l'indice MSCI *Emerging Markets* a gagné 5%. Le fléchissement de la bourse, valorisée en dollar, est en partie imputable à la dépréciation du real qui a perdu plus de 12% contre le billet vert cette année – soit la 3^e plus mauvaise performance au sein des émergents. Le real, qui a atteint son niveau le plus bas contre le dollar depuis la prise de fonction de Lula, subit les effets du renforcement de la monnaie américaine à la suite de l'évolution du scénario de taux aux États-Unis. Mais elle traduit aussi une réévaluation des risques politiques et budgétaires de la part des investisseurs locaux et étrangers. En particulier, les interférences du gouvernement auprès de grands groupes cotés tels que Petrobras ou Vale se sont accrues – dans le but d'influencer les stratégies d'investissement, d'altérer la politique de distribution de dividendes, d'orienter la politique de prix des carburants, et décider des nouvelles nominations – expliquent en grande partie les remous sur la monnaie et la place boursière ces derniers mois (d'autant que Vale et Petrobras pèsent, à eux deux, 25% de l'indice boursier⁴).

Ces interférences, conjuguées à l'attrait d'un meilleur rendement sur les marchés nord-américains, ont conduit à des cessions nettes de titres boursiers par les non-résidents (estimées à USD 6.6 mds de janvier à mai selon les données de l'IIF). Les non-résidents (à l'origine d'environ 55% du volume quotidien des transactions sur le marché boursier) ont été rejoints dans leur mouvement de vente par leurs homologues locaux. Ceux-ci ont de surcroît été attirés par la hausse des rendements des titres d'État sur le marché obligataire⁵. Ce phénomène, familier de l'économie brésilienne, tend à détourner l'épargne privée vers les emprunts d'État, réduisant le financement disponible pour les entreprises.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

³ Le parti des travailleurs de Lula a récemment porté plainte contre le gouverneur de la BCB pour son positionnement jugé trop politique et trop proche des marchés.

⁴ Le cours de Vale a également subi la tendance baissière des prix du minéral de fer depuis le début de l'année et celui de Petrobras, l'annonce d'une baisse de 24% (t/t) de son bénéfice net au T1 (-38% en glissement annuel).

⁵ Pour préserver la valeur réelle de leurs placements face à la montée anticipée de l'inflation, les investisseurs exigent depuis quelques mois une prime de risque supplémentaire pour détenir des titres de dette publique à moyen-long terme.

MEXIQUE

UNE SUCCESSION DÉLICATE

Claudia Sheinbaum a été élue présidente du Mexique le 2 juin dernier. Les défis politiques et économiques auxquels elle sera confrontée au cours de son mandat sont nombreux et concernent surtout la soutenabilité des finances publiques, la réforme du secteur de l'énergie (point particulièrement sensible au Mexique, surtout dans le contexte de *nearshoring* et d'un regain d'attraction de la part des investisseurs étrangers) et la renégociation du traité commercial avec le Canada et les États-Unis (UMSCA) en 2026. Dans l'immédiat, membre du parti la Morena de l'ancien président sortant, la nouvelle présidente doit trouver la bonne distance vis-à-vis d'Andres Manuel Lopes Obrador et de ses soutiens. Les discussions concernent notamment la réforme de la justice qu'il avait lui-même proposée.

LARGE VICTOIRE DU PARTI MORENA

Le 2 juin dernier, Claudia Sheinbaum a été élue présidente du Mexique pour les six prochaines années. La nouvelle présidente (dirigeante du parti Morena, ancienne cheffe du gouvernement de la ville de Mexico et protégée du président sortant) a été élue à une large majorité (60% des suffrages exprimés), encore plus marquée que celle de son prédécesseur, Andres Manuel Lopes Obrador (AMLO, élu à 53% des suffrages exprimés en 2018). Le même jour, se présentaient devant les électeurs pour le renouvellement de leur mandat 128 sénateurs, 500 députés, 8 gouverneurs d'Etats ainsi que le nouveau chef du gouvernement de la ville de Mexico.

Dans l'ensemble, les résultats sont largement favorables au parti Morena de l'ancien président: la coalition législative est en position de disposer de la majorité qualifiée (c'est-à-dire deux tiers des voix) dans les deux assemblées. Autrement dit, le prochain gouvernement devrait pouvoir appliquer sa politique économique et sociale relativement facilement. Cela signifie également que le prochain gouvernement, s'il le souhaite, pourra entériner des réformes modifiant la constitution (ce que n'a pas pu faire le président sortant au cours de son mandat, en dépit d'essais répétés). Les candidats du parti Morena ont également remporté la gouvernance de six des huit états, et conservé le gouvernement de la ville de Mexico.

LA QUESTION DE LA RÉFORME DU SYSTÈME JUDICIAIRE

Conformément à la constitution mexicaine, la présidente élue prendra ses fonctions le 1^{er} octobre prochain et la session parlementaire débutera au début du mois de septembre. Cette période de latence doit lui permettre de clarifier l'orientation qu'elle souhaite donner à son mandat. Pour le moment, elle semble indiquer une voie plus consensuelle qu'AMLO, tournée vers les énergies renouvelables et plus ouverte aux investisseurs privés (notamment étrangers). L'éloignement de la politique menée par AMLO devrait cependant être progressif, il s'agit de ne froisser ni le président ni ses nombreux soutiens et de conserver la majorité afin de sécuriser l'adoption des projets de loi.

Durant la campagne, Claudia Sheinbaum avait déjà assuré respecter l'autonomie de la Banque centrale et de la Justice, rester « fiscalement responsable » et créer des conditions favorables pour augmenter sensiblement l'investissement privé.

Le peso et l'indice boursier mexicain ont pourtant chuté dès le lendemain de l'élection (graphique). Mais plutôt qu'une défiance vis-à-vis de la nouvelle présidente, la vive réaction des marchés financiers traduit plus la crainte qu'AMLO utilise la courte période de majorité qualifiée dont il disposera jusqu'en septembre (au moment de l'ouverture de la session parlementaire, avant de quitter ses fonctions le

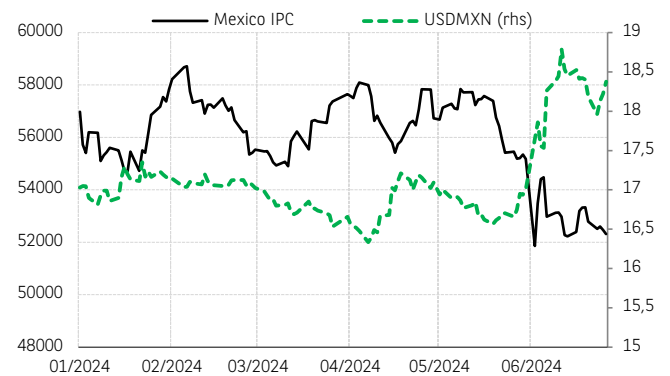
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,7	3,9	3,2	1,7	1,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	5,7	7,9	5,6	4,0	3,1
Solde budgétaire, % du PIB	-3,8	-4,3	-3,3	-5,0	-4,0
Dette publique, % du PIB	47,8	46,9	46,5	49,1	51,0
Solde courant, % du PIB	-0,3	-1,2	-0,3	-1,0	-1,0
Dette externe, % du PIB	47,5	42,9	34,8	35,2	35,1
Réserves de change, mds USD	202	194	207	210	215
Réserves de change, en mois d'imports	5,1	4,8	4,1	4,3	4,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MEXIQUE : INDICE BOURSIER ET TAUX DE CHANGE CONTRE USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE

mois suivant) pour faire voter plusieurs réformes constitutionnelles, dont une très contestée du système judiciaire. Cette réforme propose de diminuer le nombre de juges de la Cour suprême (de 11 actuellement à 9) et la durée de leur mandat (de 15 à 12 ans). Les juges et magistrats des Hautes Cours de justice devraient également être désignés par un vote populaire. Mais les opposants à cette loi craignent surtout que les juges élus soient majoritairement issus de la majorité présidentielle, ce qui ne garantirait plus l'indépendance du système judiciaire.

Un autre point très polémique de la réforme est l'élimination des « suspensions » créées par la loi dite « d'injonction », c'est-à-dire la possibilité donnée à un citoyen ou un parti politique de demander une injonction lorsqu'une loi qu'il juge non-constitutionnelle vient d'être votée. Si l'injonction est accordée, la loi est suspendue tant que la Cour suprême n'a pas statué sur la constitutionnalité de la loi. Plusieurs injonctions ont été demandées au court du mandat d'AMLO, notamment concernant la réforme du secteur de l'énergie.

Les opposants à la suppression de la loi d'injonction craignent qu'elle empêche l'examen approfondi de propositions de lois pouvant durablement modifier le pays, et notamment son cadre économique. Ce qui pourrait peser lourdement sur l'environnement des affaires, et plus particulièrement sur les entrées d'IDE dans un contexte de relocalisation (notamment des entreprises américaines) au Mexique.

Les inquiétudes se font déjà sentir : certes le montant total des IDE a progressé en 2022 et 2023, mais en raison de deux opérations spéciales (la restructuration de la compagnie aérienne Aeromexico et la fusion des deux entreprises audiovisuelles Televisa et Univision, respectivement). Surtout le montant des « nouveaux investissements » a diminué continuellement depuis le début de l'année 2022 (graphique).

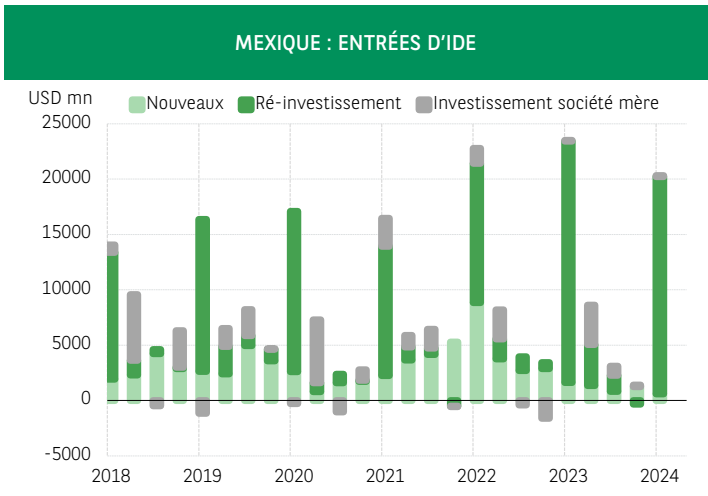
Claudia Sheinbaum ne s'est pas formellement opposée au projet présenté par AMLO, mais a précisé que des consultations publiques se tiendraient et que l'indépendance du système judiciaire mexicain n'était pas menacée.

GRANDES LIGNES DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Courant juin, la présidence a dévoilé le nom de plusieurs membres de la prochaine équipe gouvernementale, parmi lesquels le maintien de l'actuel ministre des Finances (Rogelio Ramirez de la O) à son poste et la nomination de l'ancien secrétaire d'État aux Relations extérieures (Marcelo Ebrard) au poste de ministre de l'Économie. L'expérience de ce dernier pourrait s'avérer un atout important lors d'une éventuelle renégociation du traité commercial avec les États-Unis et le Canada (UMSCA) prévue en 2026.

Concernant le secteur de l'énergie, les diverses déclarations sont pour le moment contradictoires et peu détaillées. Durant la campagne, C. Sheinbaum, qui est une ancienne membre du GIEC, s'est prononcée en faveur d'une accélération de la transition bas carbone du pays et a multiplié les engagements de principe. Un des objectifs est d'étendre à l'ensemble des entreprises les normes environnementales auxquelles se conforment les entreprises étrangères, en améliorant notamment une offre d'électricité la plus décarbonée possible, tout en profitant pleinement des opportunités offertes par la *nearshoring*. Dans le domaine des énergies renouvelables, les investissements privés pourraient être favorisés, mais les détails ne sont pas encore connus.

Paradoxalement, le nouveau gouvernement semble pourtant vouloir rester sur la ligne dessinée par AMLO de « souveraineté énergétique », avec un rôle prépondérant de l'État dans les projets (anciens comme nouveaux) liés à l'énergie. D'après les premières déclarations, le gouvernement ne prévoit pas de changer le modèle économique de l'entreprise nationale pétrolière PEMEX, et n'envisagerait pas non plus un support financier régulier envers l'entreprise.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE

Les détails concernant le soutien à PEMEX et plus généralement la politique budgétaire du nouveau gouvernement sont très attendus, particulièrement par les agences de notation et les investisseurs : le déficit budgétaire s'est creusé au cours des dernières années (on attend un déficit autour de 5% du PIB en 2024, après 3,3% en 2023) et les charges d'intérêt ont sensiblement augmenté (elles représentaient 15,1% des revenus budgétaires en 2023, soit plus de 2,5% du PIB). En mars, le gouvernement sortant a présenté les éléments préliminaires du budget (qui sera voté en novembre prochain), que la présidente a repris à son compte. L'objectif principal est une réduction du déficit (autour de 2,5% du PIB), quasi-exclusivement en réduisant les dépenses, tout en maintenant celles relatives aux grands projets d'infrastructures en cours (tels que le Train maya).

À ce jour, Claudia Sheinbaum et son équipe n'envisagent pas de réforme fiscale visant à augmenter les revenus, alors que la rigidité des dépenses a augmenté de manière significative au cours du mandat d'AMLO (soutien accru à l'entreprise nationale pétrolière PEMEX, hausse des transferts sociaux notamment vers les personnes âgées, épuisement des fonds souverains). Nous attendons donc une réduction du déficit beaucoup moins rapide : outre des paiements d'intérêts sur la dette plus élevés, le nouveau gouvernement devra composer avec des marges de manœuvre toujours très limitées.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



ARGENTINE

ÇA PASSE OU ÇA CASSE

La *Ley Bases* (ensemble de mesures destinées à la libéralisation de l'économie et, plus généralement, de la société) présentée par J. Milei au sortir de son investiture en décembre dernier a finalement été adoptée fin juin. Le parti du président ne disposant de majorité ni à la Chambre des députés, ni au Sénat, la version finale a été édulcorée. Pour autant, c'est une victoire pour J. Milei qui mène une course contre la montre entre une économie qui sombre dans une récession profonde et les premiers signes de désinflation. La lutte contre l'inflation justifie, pour le gouvernement, les coupes sombres dans les dépenses publiques et le maintien d'une stratégie d'appréciation du taux de change réel. Au-delà du rétablissement spectaculaire des comptes publics et de la balance commerciale depuis le début de l'année, la question est de savoir si ce traitement de choc, aussi utile soit-il pour maîtriser l'inflation, ne va pas affaiblir plus l'économie qu'il ne serait nécessaire.

Après six mois de bataille entre l'exécutif et les parlementaires, ponctuée de manifestations et d'émeutes, le gouvernement de Javier Milei a réussi à faire adopter son train de réformes (600 articles à l'origine, ramenés à 238 depuis). Ce dernier a dû faire des concessions mais des mesures fiscales emblématiques ont été votées en troisième et dernière lecture à la Chambre des députés¹. Le dénouement de cet affrontement était inattendu compte tenu de l'absence de majorité pour le parti présidentiel dans les deux Chambres. Il a permis de ramener un peu de calme sur les marchés de taux et de change.

L'accalmie reste néanmoins précaire. L'économie argentine s'enfonce dans la récession et, bien que les mesures de restrictions budgétaires extrêmes aient réussi à réduire la flambée d'inflation de la fin 2023-début 2024, l'hydre inflationniste est loin d'être terrassée. Les réserves de change de la banque centrale qui s'étaient redressées au cours des tous premiers mois consécutifs à l'élection de J. Milei, plafonnent. Fort heureusement, le pays bénéficie encore du soutien du FMI et de la banque centrale de Chine.

REMÈDE DE CHEVAL

Au T1 2024, le PIB s'est contracté de 3% t/t après -1,9% au T4 2023. Sur un an, la baisse atteint déjà 5,1%. L'activité dans le secteur de la construction s'est effondrée à une vitesse comparable à celle observée durant la crise de la Covid-19, ce qui témoigne de la violence du retournement (cf. graphique 1). La production industrielle n'a guère mieux résisté, reculant de plus de 10% par rapport à son niveau moyen de 2023. Avec l'envolée des prix à la consommation (+115% en cumul entre novembre et avril pour l'IPC officiel), les salaires réels accusaient, au T1 2024, une baisse de 20% sur un an dans le secteur privé et de 30% dans le secteur public et le taux de chômage est remonté à 7,7% contre 5,7% au T4 2023. Sans la baisse du taux d'épargne des ménages (les ventes au détail n'ont diminué que de 2% sur un an en termes réels au T1 2024) et la contribution a priori très positive des échanges extérieurs au regard de l'évolution du solde commercial, le repli du PIB aurait été encore plus marqué.

L'aggravation de la récession est la conséquence de la contraction de la demande privée mais aussi des coupes sombres opérées dans les dépenses publiques, conformément aux promesses du candidat Milei. Ainsi, sur la période janvier-avril par rapport à la même période de 2023, les dépenses primaires (i.e. dépenses hors intérêts)

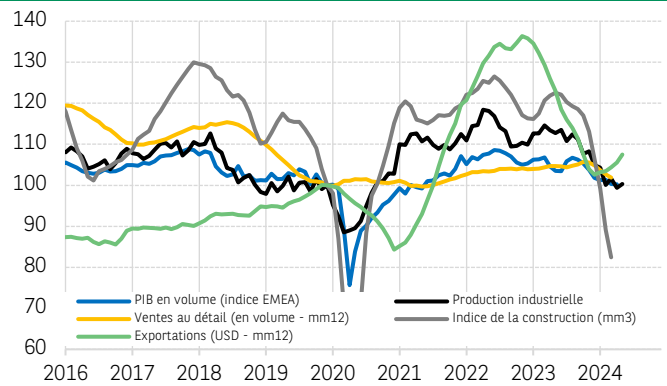
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	10,4	5,2	-1,6	-4,0	2,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	48,4	72,4	133,5	220,0	50,0
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-4,3	-4,6	-2,8	-1,0
Dette publique, % du PIB	80,0	85,5	153,7	55,0	40,0
Solde courant, % du PIB	1,4	-0,7	-3,5	1,4	2,0
Dette externe, % du PIB	55,0	58,8	113,7	55,0	57,0
Réserves de change, mds USD	39,7	44,6	23,1	30,0	35,0
Réserves de change, en mois d'imports	6,6	5,5	3,1	3,8	4,2

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ARGENTINE : INDICATEURS D'ACTIVITÉ (T4 2019=100)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC, ISAC, BNP PARIBAS

du gouvernement central ont été réduites de 19% en termes réels dont -13% pour la masse salariale et autres dépenses courantes, -20% pour les transferts sociaux, -47% pour les transferts aux administrations non centrales et -80% pour les dépenses d'investissement. Seuls certains transferts aux plus démunis ont été maintenus (en termes réels).

¹ Le nombre des privatisations annoncées est passé d'une quarantaine à moins d'une dizaine. En revanche, la borne basse de l'IR a été abaissée de manière à taxer le salaire mensuel à partir de ARS 1,8 mn (soit USD 1 936 au taux de change officiel actuel) et, inversement, la base d'imposition à l'impôt sur la fortune a été relevée de ARS 27 à 100 mn (soit un peu plus d'un million de USD au taux de change officiel actuel).

FAIBLESSE PERSISTANTE DES RÉSERVES DE CHANGE

Ce traitement de choc a permis i/ de ralentir l'inflation d'un rythme de progression à 2 chiffres de novembre à mars (17% par mois en moyenne) à 4,2% en avril ii/ de dégager un excédent du budget de l'État central (+1,3% du PIB sur la période janvier-avril pour le solde primaire, +0,1% pour le solde total) et de la balance des paiements courants (USD 7,6 mds sur janvier-avril contre un déficit de 4,8 mds sur la même période de 2023).

Cependant, ce rééquilibrage n'a pas permis une reconstitution des réserves officielles de change qui plafonnent légèrement au-dessus de USD 29 mds, un niveau toujours faible malgré i/ la contraction des importations ii/ le maintien des investissements directs iii/ des rapatriements nets de capitaux de la part des résidents non financiers (y compris sous la forme de conversion de dollars contre pesos). L'explication est double pour l'essentiel : i/ 20% des recettes d'exportations ont été autorisées à être échangées sur le marché des changes au lieu d'être converties directement auprès de la banque centrale (BCRA) ii/ les autorités argentines ont remboursé, en termes nets, USD 4 mds aux institutions financières internationales (autres que le FMI) et aux créiteurs officiels bilatéraux.

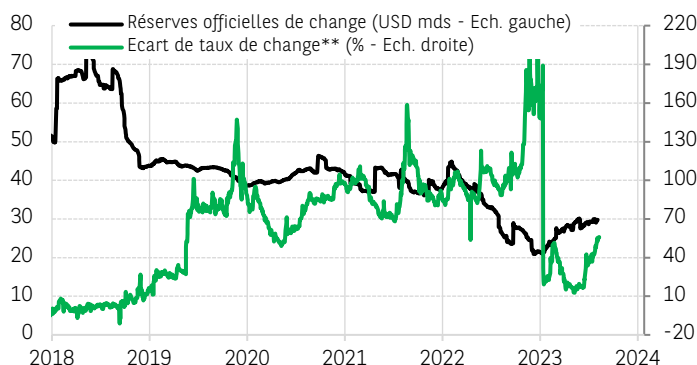
Par conséquent, l'écart entre le principal taux de change parallèle (le *blue chip swap rate*) et le taux de change officiel (contre USD) qui s'était réduit jusqu'à 10% début avril (contre 200% fin novembre) est remonté à 50%. Or la réduction de cet écart a été un facteur essentiel de la très forte décélération de l'inflation mensuelle entre décembre et avril. En effet, quand celui-ci dépasse 50%, la sensibilité de la hausse des prix aux variations du taux de change est multipliée par 2. On pourrait donc craindre une réaccélération de l'inflation dans les prochains mois, sauf si la BCRA se résout à changer de stratégie et opère un durcissement monétaire à 180 degrés. Or c'est justement ce qu'elle s'apprête à faire.

UNE STRATÉGIE MONÉTAIRE ET DE CHANGE COHÉRENTE

Au cours des six derniers mois, la conduite de la politique monétaire avait été dictée par la nécessité de mettre un terme au coût de stérilisation exponentiel de la BCRA, i.e. les intérêts payés sur des bons émis par cette dernière (LELIQ) pour éponger le financement monétaire du déficit budgétaire (15,5% du PIB en cumul entre 2019 et 2023). L'année dernière, avec l'envolée du taux de rendement des LELIQ largement au-dessus de 100%, ce fardeau avait atteint, selon nos estimations, 9% du PIB (contre 5,1% en 2022 et 2,8% en 2021). Il était donc urgent que la BCRA desserre cette contrainte, ce qu'elle a fait en abaissant son principal taux de refinancement de 133% mi-décembre à 40% actuellement. Parallèlement, les bons du Trésor (utilisés pour les opérations de mises en pension) ont remplacé les bons de stérilisation dans son bilan. Au total, le coût de stérilisation a été ramené à 3,5% du PIB sur les cinq premiers mois de l'année.

Les autorités monétaires ont annoncé, qu'à partir du mois de juin, les taux d'intérêt réels redeviendraient positifs, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, ne peut qu'alourdir le coût de la stérilisation. Cependant, les sources de création monétaire du déficit budgétaire (avances temporaires et transferts de la banque centrale au trésor) se sont totalement taries et les autres opérations du Trésor qui affectent l'évolution de la base monétaire y contribuent maintenant négativement.

ARGENTINE : RÉSERVES DE CHANGE ET ÉCART DE TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

(**) RATIO ENTRE LE BLUE CHIP SWAP RATE ET LE TAUX DE CHANGE OFFICIEL USD/ARS
SOURCES : BLOOMBERG, BCRA, BNP PARIBAS

Les facteurs monétaires de l'inflation seraient donc amenés à disparaître. Cependant, en Argentine, l'inflation d'origine monétaire est tellement endémique que le seul contrôle de la base monétaire ne suffit pas, même s'il est nécessaire. La lutte contre l'inflation impose à la banque centrale de maintenir un taux de dépréciation du taux de change officiel le plus faible possible (les autorités l'ont fixé, en accord avec le FMI, à 2% par mois contre dollar) afin de faire converger les taux de change parallèles vers le taux de change officiel.

En effet, l'appréciation réelle du taux de change comme moyen d'ancrer de manière crédible et durable des anticipations de désinflation est une stratégie incontournable pour tout pays exportateur de matières premières confronté à l'hyper-inflation. Le contrôle administratif des prix y est généralement inopérant pour équilibrer les comptes extérieurs (une dépréciation « forcée » du taux de change réel n'améliore que marginalement le solde courant) et surtout contreproductif pour l'investissement et donc la croissance à moyen terme.

L'objectif d'un ancrage par le taux de change réel accélère le processus de désinflation. Sur la durée, il doit cependant être complété et renforcé par des réformes dites structurelles contre les situations de monopole et, d'une manière générale, les barrières à l'entrée sur le marché des biens et services. C'est la tâche d'un ancien gouverneur de la BCRA (sous la mandature de Mauricio Macri), et actuel principal conseiller économique de J. Milei, Federico Sturzenegger, chargé de mener à bien ces réformes. Seront-elles acceptées par la population ?, telle est l'inconnue.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



ALGÉRIE

DES SIGNAUX POSITIFS MAIS DES DÉFIS DE TAILLE

Portée par des cours mondiaux de l'énergie relativement élevés et une demande soutenue pour son gaz, l'économie algérienne continue d'enregistrer des performances solides. En 2023, la croissance a été une des plus fortes des pays producteurs d'hydrocarbures de la région, et les perspectives pour 2024 restent favorables. Cependant, l'orientation expansionniste de la politique économique commence à montrer certaines limites, en particulier à cause de la hausse des déséquilibres budgétaires. Si les risques d'instabilité macroéconomique sont largement contenus à court terme, le rééquilibrage des moteurs de la croissance reste un défi d'envergure à moyen terme. Plusieurs décisions récentes des autorités vont dans le bon sens, mais les efforts de diversification de l'économie devront être poursuivis. Ils deviendront d'autant plus nécessaires dans un contexte mondial de transition bas carbone.

CROISSANCE : LA BONNE DYNAMIQUE SE POURSUIT

Grâce à une croissance vigoureuse, l'Algérie est en passe d'intégrer le trio des trois plus grandes économies africaines. Depuis 2022 et le choc énergétique qui a touché l'Europe, l'activité a crû de 3,8% en moyenne par an, soit un rythme trois fois supérieur à ce qui prévalait avant la pandémie. Le taux de croissance économique a même dépassé 4% en 2023 pour la première fois depuis 2014, une performance à comparer avec celle des autres pays producteurs d'hydrocarbures de la région (graphique 1). Pour ces derniers, la croissance n'a atteint que 1,7% en moyenne en 2023 en raison des baisses de quotas de production pétrolière décidées dans le cadre de l'OPEP+. L'Algérie y a bien pris sa part. La production de pétrole brut est tombée à 973 mb/j en 2023 contre 1020 mb/j en 2022. Mais celle-ci a été plus que compensée par la hausse de presque 6% de la production de gaz naturel, dont le poids dans le secteur extractif demeure prépondérant : le gaz naturel représente 60% de la production totale d'hydrocarbures et des volumes exportés de l'Algérie. Contrairement à la plupart de ses pairs régionaux, le PIB réel des hydrocarbures de l'Algérie a progressé de 4,5% l'an dernier. Hors-hydrocarbures, la dynamique a été également robuste avec une croissance du PIB supérieure à 4% en 2022-2023 grâce à une politique économique expansionniste. Malgré la forte poussée de l'inflation (9,2% en 2022, 9,3% en 2023), la banque centrale a maintenu son taux directeur à 3%. Surtout, le soutien budgétaire a été massif, ce qui a soutenu la consommation des ménages (+3,5% en 2022, +3,8% en 2023) et l'investissement (+8,4% en 2023).

La croissance économique devrait rester proche de 4% en 2024. Malgré l'extension de la politique restrictive de l'OPEP+ jusqu'à la fin de l'année, le développement du secteur gazier et les hausses significatives des dépenses publiques prévues dans la Loi de finances devraient permettre à l'Algérie d'enregistrer des performances parmi les plus élevées de la région. En outre, les risques sur la croissance apparaissent contenus. L'accalmie sur les prix des produits alimentaires a notamment fait retomber les pressions inflationnistes. En avril, l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) ne progressait plus que de 2,4%. Hors-alimentation, la décreue est plus lente (5,1% en avril contre 5,9% fin 2023). Mais comme la croissance de la masse monétaire a aussi ralenti, atteignant moins de 6% en début d'année après avoir culminé à 16,7% en mars 2023, les craintes d'un emballement des prix lié à un trop fort stimulus de la demande se sont en partie estompées. Dans un environnement géopolitique instable, la faible exposition de l'Algérie aux perturbations dans la mer Rouge rassure également. Dernier élément, la situation des comptes extérieurs et des finances publiques demeure suffisamment solide pour protéger l'Algérie d'un éventuel retournement des cours mondiaux de l'énergie, du moins à court terme.

PRÉVISIONS

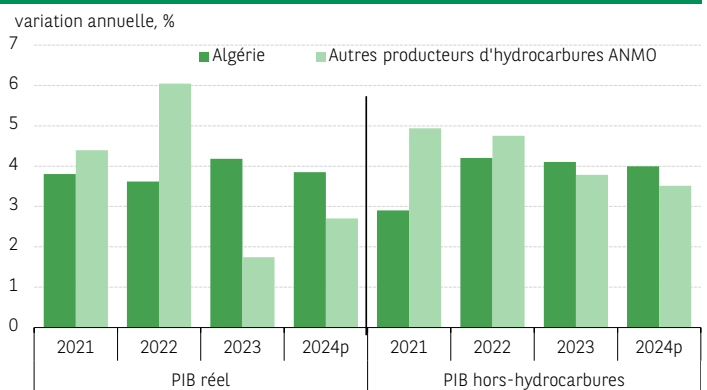
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,8	3,6	4,1	3,8	3,1
Inflation, IPC, var. annuelle, %	7,2	9,2	9,3	5,7	5,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,1	-2,5	-3,0	-6,9	-7,2
Dette du gouv. central, % du PIB	54,6	47,8	48,5	47,5	47,9
Balance courante, % du PIB	-2,5	8,4	2,3	1,4	-1,2
Dette externe, % du PIB	1,8	1,3	1,3	1,2	1,2
Réserves de change, mds USD	47,3	61,7	69,7	75,2	74,0
Réserves de change, en mois d'imports	12,8	15,8	15,9	15,4	14,0

e : ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

ALGÉRIE : TAUX DE CROISSANCE DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, ONS, BNP PARIBAS

STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE : RISQUES CONTENUS EN 2024

Grâce au redressement des comptes extérieurs depuis 2022, l'Algérie a été en mesure de reconstituer ses réserves de change. De USD 47 mds en 2021, elles sont passées à USD 62 mds l'année suivante, puis à USD 70 mds en 2023 avant de rester relativement stables sur les premiers mois de l'année 2024.



Après avoir atteint 8,4% du PIB en 2022, l'excédent de la balance des transactions courantes s'est réduit à 2,3% du PIB en 2023 en raison essentiellement de la chute de 16% des exportations d'hydrocarbures. La progression marquée des importations de marchandises a aussi pesé sur les comptes extérieurs. En hausse de presque 10% en 2023, les importations ont été tirées par la forte hausse (+49,3%) des achats de machines et matériels de transports consécutive au regain d'investissement et à l'assouplissement des contrôles à l'importation pour les véhicules de tourisme et utilitaires. La stratégie des autorités mise en place ces dernières années pour limiter les importations et favoriser la production locale semble donc avoir atteint ses limites. La hausse rapide des importations va se poursuivre en 2024, mais l'Algérie devrait quand même être en mesure de dégager un nouvel excédent courant grâce à un cours du Brent supérieur à USD 80. En outre, les réserves de change couvrent désormais 16 mois d'importations de biens et services, et le pays n'a pas de dette extérieure.

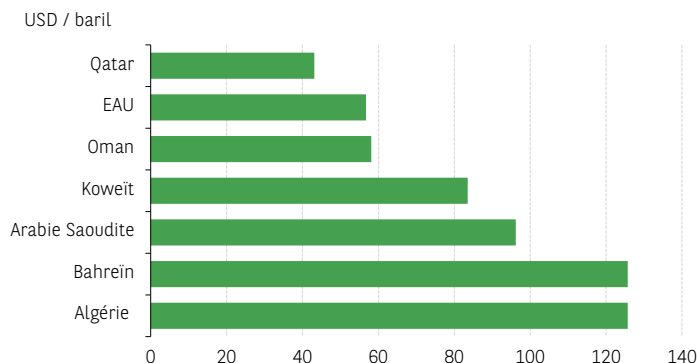
Les finances publiques ne soulèvent pas non plus d'inquiétude majeure pour 2024 même si la pression y est plus forte. Selon le FMI, il faudrait en effet que le pétrole atteigne USD 126 le baril pour que l'Algérie puisse équilibrer son budget, soit le plus haut niveau parmi les producteurs d'hydrocarbures de la région avec Bahreïn (graphique 2). Depuis que les autorités ont adopté une orientation de politique expansionniste en 2022, les dépenses publiques ont progressé de plus de 20% en moyenne chaque année, et une hausse similaire est attendue pour 2024. Après être revenu à un niveau modéré de 2,5-3% du PIB en 2022-2023, le déficit budgétaire devrait ainsi se creuser à 7% du PIB cette année. A un tel niveau, la question de la couverture des besoins de financement pourrait se poser, comme ce fut le cas entre 2017 et 2019, lorsque la banque centrale avait dû acheter massivement de la dette du gouvernement. Mais le contexte actuel est différent puisque le Trésor va pouvoir puiser dans le Fonds de Régulation des Recettes (FRR). Cette épargne pétrolière qui était encore totalement asséchée en 2020 dépasse désormais 8% du PIB. Ce faisant, la dette publique resterait inférieure à 50% du PIB en 2024.

DIVERSIFICATION ET DÉCARBONATION : DEUX GRANDS DÉFIS À MOYEN TERME

Les voyants sont au vert mais pour combien de temps ? Si la stabilité des comptes extérieurs ne semble pas menacée, le développement économique de l'Algérie pourrait de nouveau buter sur une contrainte de financement liée aux déséquilibres budgétaires. Au niveau actuel de déficit, le gouvernement pourrait avoir épuisé son épargne financière dès 2025. Ceci imposerait un effort de rationalisation des dépenses budgétaires et donc un moindre soutien de l'investissement public à l'activité. En effet, les charges courantes, plus difficiles à réduire, représentent désormais 80% du budget, contre 63% en 2019, en raison de la multiplication des mesures sociales ces dernières années. Par conséquent, sans le relais de l'investissement privé, la croissance économique pourrait ralentir progressivement pour se stabiliser autour de 2% à partir de 2027 (FMI). Une autre option serait de laisser filer les déficits budgétaires, avec le risque de revenir à des stratégies de financement non conventionnelles. En outre, avec une structure des dépenses de plus en plus rigide, la vulnérabilité des finances publiques aux fluctuations des recettes d'hydrocarbures s'est accrue.

Le chantier de la diversification de l'économie reste donc une priorité. Plusieurs mesures témoignent de la volonté des autorités d'agir dans ce sens, à commencer par la mise en place d'un nouveau code

ALGÉRIE : PRIX DU POINT MORT BUDGÉTAIRE DU PÉTROLE EN 2024



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

de l'investissement en 2022 ou l'ouverture du capital d'une banque publique (CPA) à la bourse d'Alger. La décision d'installer des filiales bancaires dans plusieurs pays africains reflète aussi la volonté d'accompagner les exportateurs sur de nouveaux marchés. Dans ce contexte, l'accélération de la croissance du crédit bancaire au secteur privé est encourageante. Après plusieurs années d'atonie, elle a atteint 9,5% en avril, soit un niveau supérieur à l'inflation. Néanmoins, le faible taux de bancarisation (le total des encours de prêts au secteur privé est inférieur à 20% du PIB) limite encore la portée de cette dynamique. Il en est de même pour les investissements directs étrangers qui sont passés de USD254mn en 2022 à USD1,2mds en 2023. Malgré cette forte progression, ils ne représentent que 0,5% du PIB, faisant de l'Algérie l'économie la moins attractive de la région.

La nécessité de développer le secteur privé est renforcée par un autre défi : la transition bas-carbone. Dans ce processus encore incertain, l'Algérie dispose de deux avantages. Premièrement, le coût d'extraction du pétrole demeure bas, ce qui lui permettrait de maintenir ses parts de marché dans un scénario de transition adverse. Deuxièmement, son sous-sol regorge de réserves de gaz dont le pic de demande est a priori plus éloigné que celui du pétrole. Néanmoins, il faut aussi s'attendre à plus de volatilité des cours de l'énergie et à des pressions baissières dans les années à venir. À brève échéance, la mise en place de la taxe carbone en Europe risque également de toucher les exportations hors-hydrocarbures majoritairement constituées de produits intensifs en énergie (ciment, engrais, fer et acier). Par ailleurs, les autorités se sont engagées à réduire les émissions de GES du pays de 7% à 22% d'ici 2030, via notamment le développement des énergies renouvelables. Les enjeux sont multiples. D'abord, le défi est de taille puisque plus de 95% de la production d'électricité est actuellement assurée par le gaz. Ensuite, l'Algérie doit parvenir à maintenir sa capacité à exporter. La consommation locale absorbe actuellement 45% de la production de gaz, contre 1/3 en 2010. Cette dynamique sera difficile à inverser sans une diversification de la production électrique. Cela passera aussi sans doute par une refonte du système de subventions qui gonfle la consommation d'énergie en assurant aux algériens des prix du pétrole et du gaz parmi les plus bas au monde.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

NIGÉRIA

POURSUITE DES RÉFORMES

Depuis le début de l'année 2024, les autorités nigérianes ont accéléré la mise en œuvre des réformes qui visent à endiguer la détérioration des comptes extérieurs et retrouver la stabilité macroéconomique. Avec l'assouplissement du régime de change et le relèvement des taux d'intérêt, la banque centrale a envoyé un signal fort aux investisseurs étrangers. Cependant, il faudra du temps et la mise en œuvre d'importantes réformes structurelles pour que les entrées de capitaux décollent significativement et durablement. En parallèle, la consolidation budgétaire est compliquée par un choc inflationniste sans précédent et son impact sur la croissance économique. Le coût élevé de la mise en œuvre des réformes pourrait contraindre le gouvernement à faire marche arrière.

ASSOUPPLISSEMENT DU RÉGIME DE CHANGE

Depuis 2015, les comptes extérieurs du Nigéria se sont détériorés en raison de la baisse tendancielle de la production pétrolière ainsi que des chocs négatifs sur les prix. Confrontée à cette situation, la Banque centrale du Nigéria (BCN) a œuvré pour maintenir la stabilité du taux de change, afin de limiter l'inflation via la hausse du prix des importations. Toutefois, le maintien du taux de change à un niveau artificiellement surévalué s'est fait au détriment de deux éléments. D'une part, pour soutenir le naira, la banque centrale a puisé dans les réserves de change, qui n'ont pas cessé de décliner depuis 2019 (à l'exception d'un bref rebond mi-2021 dû à une émission euro-obligataire et l'octroi des droits de tirage spéciaux du FMI). D'autre part, la BCN a dû introduire à plusieurs reprises des contrôles de capitaux pour rationner l'accès aux devises, créant des distorsions sur le marché officiel des changes qui ont découragé les entrées de capitaux étrangers, déjà historiquement faibles.

Prenant acte de cette situation intenable, les autorités arrivées au pouvoir en mai 2023 ont immédiatement rompu avec leurs prédécesseurs en entamant une réforme en profondeur du régime de change, avec l'objectif de revenir, à terme, à un taux de change déterminé par les forces du marché. Dans un premier temps, elles ont procédé à une dévaluation sans précédent du naira, dans le but de refermer l'écart entre le taux de change officiel et le taux qui prévalait en mai 2023 sur le marché parallèle. Cependant, en l'absence de mesures complémentaires, l'écart avec le taux officiel s'est de nouveau creusé jusqu'à atteindre 37% en octobre 2023.

Les autorités ont dû accélérer les réformes visant à éliminer les multiples distorsions sur le marché des changes. En octobre 2023, la BCN a abrogé un interdit vieux de huit ans qui proscrivait l'accès aux devises pour l'importation de 43 catégories de biens. En février 2024, elle a mis un terme au plafonnement des taux de change sur les transactions interbancaires ainsi que sur les opérations internationales de transfert d'argent. En parallèle, elle a également amélioré la transparence du marché officiel en rendant publique la méthodologie utilisée pour le calcul du taux de change au jour le jour.

Combinée à une nouvelle dévaluation en janvier 2024, cette vague de réformes semble avoir porté ses fruits : depuis février dernier, l'écart entre les taux de change officiel et parallèle s'est refermé. Toutefois, des contrôles de capitaux persistent. Afin d'attirer les capitaux étrangers malgré cela, la BCN compte sur le retour à une politique économique plus orthodoxe.

VERS UN RETOUR À L'ORTHODOXIE MONÉTAIRE

La BCN a longtemps poursuivi des objectifs qui entraînent en contradiction avec son mandat de lutter contre l'inflation, notamment à cause de la monétisation fréquente du déficit budgétaire.

PRÉVISIONS

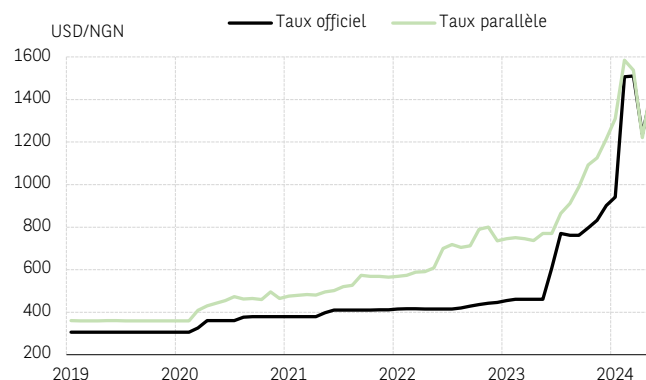
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,6	3,3	2,9	3,3	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	17,0	18,8	24,7	26,3	23,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,2	-6,7	-4,8	-4,7	-4,2
Dette des adm. publiques, % du PIB	35,7	39,4	46,4	46,7	47,0
Solde courant, % du PIB	-0,7	0,2	-0,2	0,5	-0,1
Dette externe, % du PIB	18,5	18,8	22,7	32,9	34,8
Réserves de change, mds USD	33,2	32,8	27,3	27,7	28,6
Réserves de change, en mois d'imports	5,9	5,1	4,5	4,8	5,0

e : ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCES : BNP PARIBAS, RECHERCHE ÉCONOMIQUE

NIGÉRIA : TAUX DE CHANGE SUR LES MARCHÉS OFFICIEL ET PARALLÈLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCN, NIGERIA GALLERY, BNP PARIBAS

Pour redonner confiance en la politique monétaire, il était donc crucial pour les nouvelles autorités de signaler un changement de cap. La BCN, avec un nouveau gouverneur à sa tête, a interrompu le financement du déficit budgétaire au S2 2023 et rappelé la règle longtemps enfreinte selon laquelle toute nouvelle avance contractée par le gouvernement auprès de la BCN devrait être remboursée sous trois mois. En parallèle, le gouvernement s'est acquitté de la moitié des avances qui avaient été contractées au S1 2023, et compte rembourser les NGN 4 000 mds restants (1,7% de PIB) dans les prochains mois. Avec la réduction de ce fardeau, la BCN a pu agir plus librement pour lutter contre l'inflation, bien que tardivement. Entre février et fin-mai 2024, le taux directeur a été relevé de 750 points de base, pour être porté à 26,25%.



À ce niveau, le taux d'intérêt réel *ex ante* est maintenant estimé être légèrement positif, car il est attendu que l'inflation recule au S2 2024. D'autres hausses de taux directeur ne sont pas à exclure. En outre, la BCN a également repris les opérations d'Open Market visant à absorber la liquidité excessive des banques.

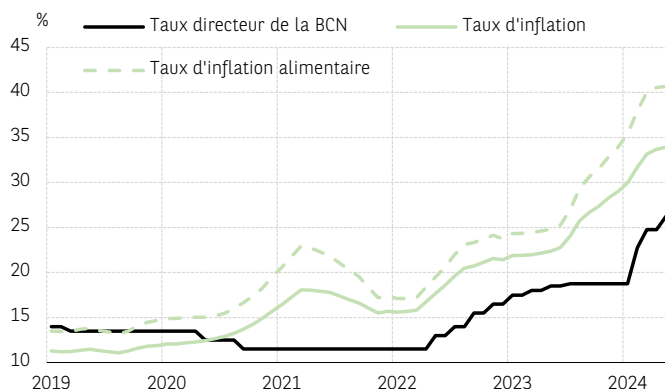
En redonnant la priorité à la lutte contre l'inflation et en réformant le marché des changes, la BCN a envoyé un signal fort aux investisseurs. En conséquence, selon les données du Bureau national des statistiques, les entrées nettes de capitaux étrangers ont bondi à USD 3,4 mds au T1 2024 (contre USD 1,1 md au trimestre précédent). Principalement portées par les entrées nettes d'investissements de portefeuille (61% du total des entrées nettes de capitaux), elles ont ainsi atteint un niveau inédit depuis le T1 2020. Cela a aidé la BCN à apurer ses arriérés sur le marché des changes, qui s'élevaient depuis plusieurs mois à USD 7 mds. En outre, le taux de change s'est apprécié en mars et en avril, pour la première fois en plus d'un an. Cependant, l'éclaircie n'a pas duré. Le naira s'est de nouveau déprécié en mai, et devrait rester très volatil dans les prochains mois. Surtout, les réserves de change restent à un niveau historiquement bas et alarmant. Selon la BCN, après une période de volatilité en avril-mai, elles atteignaient USD 34 mds fin juin, soit le même montant qu'un an plus tôt. Toutefois, selon le FMI, près d'un quart de ces actifs seraient illiquides. Pour attirer des capitaux de manière durable et retrouver un niveau confortable de liquidité extérieure, les autorités devront maintenir leur nouveau *policy mix* sur le long terme et introduire d'importantes réformes structurelles. Or, les difficultés s'accumulent, tant la consolidation budgétaire est difficile à poursuivre et le choc inflationniste sans précédent.

CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE DE PLUS EN PLUS DIFFICILE

Avec des recettes budgétaires inférieures à 10% du PIB, et dont 40% en moyenne proviennent du pétrole, les finances publiques sont très fragiles. De surcroît, dans un contexte de cours élevés du pétrole, les subventions aux carburants étaient devenues de plus en plus coûteuses, absorbant 24% des recettes budgétaires en 2022.

Le nouveau gouvernement a donc hérité d'une situation très fragile du côté des finances publiques également, et s'est fixé l'objectif de la consolidation budgétaire. En 2023, le déficit s'est contracté à 4,8% du PIB, contre 6,7% en 2022. Les recettes non-pétrolières ont augmenté de 1 point de pourcentage de PIB, grâce à l'amélioration de la collecte fiscale. Le gouvernement a également modéré ses dépenses. Toutefois, et malgré l'annonce choc, en mai 2023, de la fin des subventions aux carburants, celles-ci ont été réintroduites de façon implicite par la dévaluation du naira, dont l'impact s'est répercuté sur les consommateurs ainsi que sur l'État. En effet, si les prix à la pompe ont été relevés pour les consommateurs (ils ont augmenté de 129% en juin 2023 puis ont été relativement stables jusqu'en avril 2024), l'État a dans le même temps continué de vendre du carburant sur le marché local à un prix nettement inférieur au coût de ses importations de pétrole raffiné. En conséquence, les subventions indirectes sur le carburant représentaient encore 0,8% du PIB en 2023, et devraient grimper à 2,8% du PIB en 2024, compte tenu de la dévaluation de janvier dernier. À l'heure actuelle, le gouvernement ne prévoit pas de relever à nouveau le prix domestique du carburant, car l'impact d'une telle mesure serait accablant pour une économie déjà étouffée par un taux d'inflation record. Pour soutenir les ménages, le gouvernement prévoit d'accroître les prestations sociales, dont certaines avaient été suspendues en 2023 à cause de scandales de détournements de fonds. Dans l'ensemble, la poursuite de la consolidation budgétaire s'avère donc difficile en 2024,

NIGÉRIA : ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCN, BNP PARIBAS

et le déficit devrait rester proche de son niveau de 2023. Compte tenu d'un climat social fragile, le risque de dérapage budgétaire est élevé.

En outre, la hausse drastique des taux d'intérêt domestiques devrait peser fortement sur le paiement des intérêts de la dette publique qui absorbait déjà 35% des recettes budgétaires en 2023. Note positive, grâce aux réformes, le soutien accru des bailleurs multilatéraux avec des prêts à taux concessionnels devrait atténuer quelque peu la dynamique de hausse de la charge d'intérêt sur la dette publique. Par ailleurs, la dette reste encore modérée à 46% du PIB en 2023.

INFLATION GALOPANTE ET CROISSANCE EN BERNE

La hausse des prix des carburants et la dépréciation du naira (de 71% entre mai 2023, avant la première dévaluation, et mi-juin 2024) ont plongé le Nigéria dans une profonde crise économique. Le pays est importateur net de produits alimentaires et ceux-ci constituent 51% du panier de l'indice des prix à la consommation. L'inflation atteignait 34% en glissement annuel en mai 2024, un niveau inédit depuis 1996. Ces derniers mois, les manifestations se sont multipliées à travers le pays, notamment contre la hausse du prix de l'électricité imposée par le gouvernement, et pour la revalorisation du salaire minimum. Alors que la croissance économique devrait accélérer à 3,3% en 2024 grâce au rebond de la production pétrolière, l'activité hors hydrocarbures pourrait être affectée par le ralentissement de la demande et la montée des troubles à l'ordre public.

La crise actuelle vient s'ajouter à des années de quasi-stagnation économique. Entre 2015 et 2023, le PIB du Nigéria a enregistré une croissance annuelle moyenne de 1,5%, bien inférieure au taux de croissance de la population (2,6%). En 2023, le taux de pauvreté atteignait 46% de la population, et selon les Nations Unies, plus de 26 millions de Nigériens seraient exposés à l'insécurité alimentaire en 2024. Ce contexte social pourrait contraindre les autorités à revenir sur certaines de leurs récentes réformes de *policy mix*.

Par ailleurs, de nombreuses réformes de fond restent à mettre en œuvre, par exemple pour améliorer les infrastructures dans le secteur de l'énergie et renforcer les aides au secteur agricole – ce qui permettrait d'accompagner la BCN dans sa lutte contre les pressions inflationnistes par des mesures du côté de l'offre.

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com



TRANSITION BAS-CARBONE

L'AMÉRIQUE LATINE ET LES PAYS DU CONSEIL DE COOPÉRATION DU GOLFE FACE À LA TRANSITION BAS-CARBONE

Les énergies fossiles et ressources minérales sont centrales dans le processus de transition bas-carbone. L'Amérique latine, riche en minerais et métaux clés pour la transition, et les pays du CCG¹, dépendants des revenus issus des hydrocarbures, apparaissent a priori à l'opposé sur la carte de la transition. Les conséquences macroéconomiques sont pourtant difficiles à déterminer pour le moment. Les pays du Golfe ont certains avantages sur le marché du pétrole, mais le rythme de la transition pourrait affecter la rente plus rapidement qu'escompté. En Amérique latine, si l'importance des réserves de matériaux critiques rendent les perspectives plus favorables, des stratégies nationales diverses et de multiples contraintes pourraient en limiter l'ampleur. Pour l'ensemble de ces pays, au-delà des gains possibles de croissance à court terme, l'objectif commun serait de s'extraitre de la dépendance aux matières premières et de progresser dans les chaînes de valeur.

TRANSITION BAS-CARBONE ET MATIÈRES PREMIÈRES

L'élément central de la lutte contre le changement climatique est la transition bas-carbone. Celle-ci devrait permettre de passer d'une économie basée sur les énergies fossiles (charbon, pétrole et gaz) à une économie qui émet le moins possible de gaz à effet de serre (GES), réduisant donc la consommation d'énergie fossile au maximum.

Un tel processus aura des conséquences très différentes en fonction des pays, selon que l'on se situe du côté des économies les plus émettrices de GES (dépendantes de la production d'énergies fossiles ou de secteurs productifs fortement émetteurs de GES, industrie lourde notamment), ou du côté des économies disposant d'actifs favorables à la transition (matériaux recherchés, fort potentiel dans les énergies renouvelables). L'accélération de la transition est en effet étroitement liée à une hausse de la demande de certains matériaux et métaux nécessaires à l'électrification des usages (cuivre et lithium par exemple) et à la mise en œuvre de certaines technologies clés de la transition telles que la production d'énergie renouvelable.

HYDROCARBURES : UN HORIZON INCERTAIN

Quel que soit le scénario envisagé, la transition bas-carbone aura des conséquences négatives à moyen et long terme sur la demande en énergie fossile. Selon le scénario STEPS² (le plus conservateur concernant le rythme de la transition) de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), la demande mondiale d'énergie fossile pourrait baisser structurellement à partir de 2030, rapidement pour le charbon, plus lentement pour le pétrole et le gaz. Concernant le pétrole, l'amorce de la baisse de la demande est notamment due à l'électrification du transport routier (45% de la demande mondiale de pétrole) soutenue par la hausse des ventes de véhicules électriques (VE) (+35% en 2023 dans le monde) dans les pays développés et en Chine (60% des ventes mondiales de véhicules électriques en 2023).

Cela dit, le ralentissement de la demande de pétrole devrait être très progressif. Au cours des 50 dernières années, la part relative des hydrocarbures dans le total de l'énergie consommée est passée de 80% à 77% même si elle a plus que doublé en volume. Cette part devrait continuer à diminuer au cours des prochaines décennies, mais la première étape de la transition est vraisemblablement une accumulation d'hydrocarbures et d'énergies renouvelables sur une longue période.

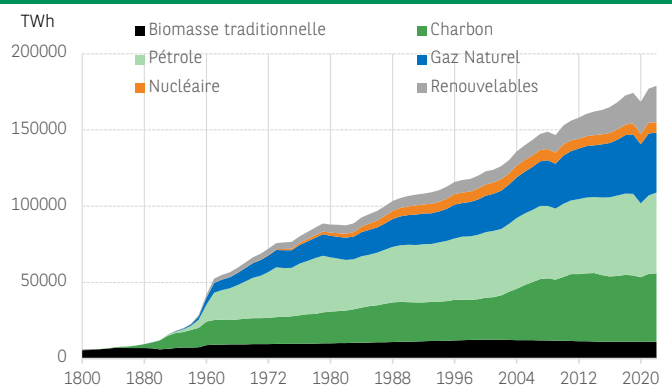
PRINCIPALES MATIÈRES PREMIÈRES ET ÉMISSION DE GES PAR ZONE

	Réserves en % des réserves mondiales		Émission de GES/hab (teq CO ²)
	Cuivre	Lithium	
Amérique latine	63	54	8
Conseil de Coopération du Golfe	30		28

TABEAU 1

SOURCES : US GEOLOGICAL SURVEY, OIL STATISTICAL REVIEW OF WORLD ENERGY, OUR WORLD DATA

CONSOMMATION D'ÉNERGIE PRIMAIRE PAR SOURCE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ENERGY INSTITUTE

Par ailleurs, la transition bas-carbone implique des changements technologiques importants (nouvelles infrastructures de production d'énergie, dispositifs de capture du carbone, production d'hydrogène), qui pourraient être à l'origine d'un « effet rebond » de la demande globale d'énergie et donc potentiellement de celle d'hydrocarbures.

1 CCG : Conseil de Coopération du Golfe qui inclut Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Émirats Arabes Unis.
2 Stated Policy Scenario, soit la continuation des politiques actuelles de transition.

Au-delà de cette tendance de fond, les conséquences de la transition sur l'équilibre du marché du pétrole et donc sur les prix restent incertaines. Le rythme de la transition est un élément déterminant, qui reste pourtant très difficile à anticiper, car dépendant de nombreux facteurs tels que changements dans les habitudes de consommation, mise en place de réglementations, taxation carbone à grande échelle, ou encore progrès technologiques. Certains scénarios alternatifs anticipent une baisse accélérée de la demande et des prix du pétrole dans un horizon relativement court, d'environ deux décennies. Selon les estimations de Boer et al.³, les perspectives de prix du baril à l'horizon 2050 sont très diverses (de 15 USD/b à 300 USD/b) selon que l'on se réfère à une transition principalement déterminée par la demande (accélération de l'électrification des modes de transport par exemple) ou par l'offre (par exemple des réglementations contraignant la production).

FORTE HAUSSE DE LA DEMANDE DE MATÉRIAUX CRITIQUES

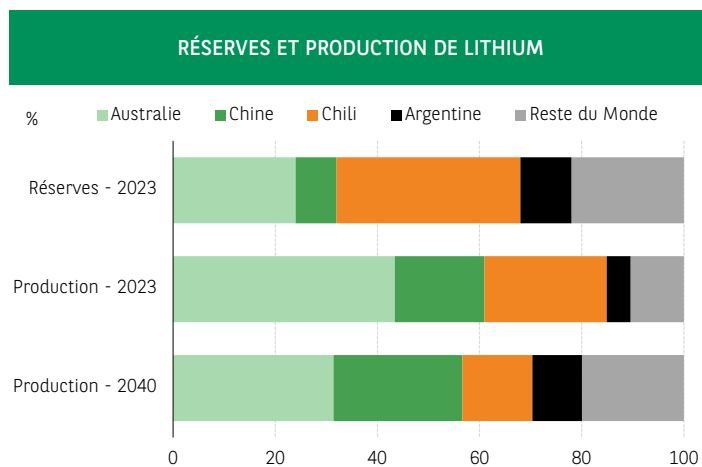
À l'inverse, la demande de minerais et métaux devrait augmenter significativement avec la transition. D'après le scénario intermédiaire (APS)⁴ de l'AIE, la demande en minéraux critiques⁵ devrait doubler d'ici 2030. En 2023, environ 30% de la demande de ces matériaux était liée à la transition bas-carbone (production d'énergie renouvelable, batteries, VE, réseau électrique et hydrogène) et cette proportion pourrait doubler d'ici 2040. Cela suppose notamment un doublement par rapport à 2023 de la demande de nickel et de cobalt et une multiplication par 9 de celle de lithium. Pour le cuivre, déterminant dans le processus d'électrification, la demande mondiale pourrait être multipliée par 1,5 d'ici 2040. Par ailleurs, si l'on se réfère au scénario issu des accords de Paris⁶, plus optimiste mais de moins en moins probable, la demande des différents matériaux serait multipliée par plus de 20 en moyenne à horizon 2040 également.

AMÉRIQUE LATINE : DES ATOUTS, MAIS DE NOMBREUSES CONTRAINTES

Les perspectives de demande pour les matériaux critiques suggèrent des opportunités de croissance significatives pour un certain nombre de pays d'Amérique latine. Plus de 60% des ressources totales en lithium se situent dans la région, dont 56% dans trois pays, L'Argentine, la Bolivie et le Chili (le « triangle du lithium »). Concernant le cuivre, 21% des réserves mondiales sont situées au Chili, tandis que le Pérou et le Mexique en détiennent 15%. La part de marché des pays d'Amérique latine dans l'activité d'extraction des matériaux critiques devrait rester dominante d'ici à 2030 (USD120mds sur un total d'environ USD500mds selon le scénario APS de l'AIE).

Il paraît pourtant irréaliste de penser que les pays d'Amérique latine domineront le marché mondial des métaux critiques dans les prochaines décennies, notamment en raison de stratégies minières très différentes.

Le lithium en est un bon exemple. En Bolivie, ce métal est un enjeu national depuis plusieurs décennies. Les ressources sont nationalisées, les investissements étrangers très limités et encadrés, et les projets de développement doivent faire face à la résistance de la population locale.



GRAPHIQUE 2

SOURCE : AGENCE INTERNATIONALE DE L'ÉNERGIE

Les stratégies nationales sont encore différentes au Chili et en Argentine : l'exploitation n'est opérée que par des compagnies privées en Argentine, alors que la situation est plus « hybride » au Chili (une compagnie publique nationale, une compagnie américaine et une compagnie chinoise se partagent l'exploitation).

Les environnements légaux et les stratégies nationales très hétérogènes se traduisent déjà concrètement : alors que la Bolivie dispose des ressources les plus importantes, l'extraction et la production sont très peu développées et les perspectives ne sont pas tellement favorables.

D'un point de vue technique, l'extraction du lithium est en outre longue et complexe, et doit être adaptée à chaque lieu d'extraction. Il faut également tenir compte des infrastructures disponibles (accès à l'énergie et aux ressources en eau). Contrairement au pétrole, l'offre de lithium ne peut pas s'ajuster facilement et sur un temps court.

Enfin, la technologie évolue vite (des batteries sans lithium pourraient être fabriquées à grande échelle dans un temps relativement court) et les techniques de recyclage s'améliorent, ce qui pourrait davantage encore contraindre les perspectives concernant les pays producteurs. La part des matériaux recyclés dans la demande totale pourrait atteindre en moyenne 15% en 2040 contre moins de 5% actuellement (environ 10% pour le cuivre).

Par ailleurs, il est capital pour les pays d'Amérique Latine de tenir compte de la multiplication des projets dans d'autres pays. Bien que les perspectives y soient favorables, la part de ces pays pourrait diminuer dans les prochaines années.

PAYS DU GOLFE : UNE POSITION FAVORABLE À RELATIVISER

Les pays du Golfe dominent le marché mondial du pétrole : ils représentent un quart de la production et un tiers des réserves mondiales.

³ Boer L., Pescatori A., Stuemer M., 2023, "Not all energy transitions are alike: disentangling the effects of demand- and supply-side policies on future oil prices", WP/23/160, IMF.

⁴ Announced Pledges Scenario dans lequel les objectifs climatiques pris par les différents gouvernements sont réalisés.

⁵ La transition rend critique l'exploitation d'une certaine catégorie de matériaux selon l'importance des risques relatifs à sa production, son utilisation, ou encore la gestion de sa fin de vie. D'autres facteurs sont à prendre en compte telles qu'une demande dans un grand nombre de secteurs industriels, une substituabilité limitée à court terme, la concentration géographique des réserves et de la production et une valorisation élevée. Le cuivre remplit l'ensemble de ces critères, les principales réserves de lithium sont concentrées dans un nombre restreint de pays, tandis que les réserves de cobalt sont quasi exclusivement concentrées en République démocratique du Congo, pays soumis à de nombreuses tensions politiques. On peut ajouter à cette liste le nickel, le graphite ainsi que les terres rares.

⁶ C'est-à-dire limiter le réchauffement climatique à 2°C par rapport à l'aire préindustrielle.

Ils sont les principaux membres du cartel de l'OPEP et parmi les seuls à bénéficier d'une certaine flexibilité de leur production susceptible d'influer sur le marché.

Les économies du Golfe sont structurées par la rente pétrolière qui représente environ 2/3 de leurs exportations totales et plus de la moitié des revenus budgétaires. Ces pays sont actuellement assez peu endettés et disposent de fonds souverains importants mais leur situation économique pourrait se détériorer rapidement en cas de baisse durable des revenus pétroliers. Le prix du baril de pétrole qui équilibre le budget est actuellement relativement élevé et atteint en moyenne 75 USD/b, avec des niveaux supérieurs à 100 USD/b pour l'Arabie saoudite par exemple.

Le faible coût d'extraction du pétrole est le principal élément qui pourrait permettre aux pays du Golfe de pouvoir bénéficier de la rente pétrolière plus longtemps que les autres pays producteurs. Néanmoins, cet élément doit être relativisé étant donné, d'une part la nécessité d'un prix relativement élevé pour préserver la soutenabilité des finances publiques, et d'autre part, l'évolution récente du marché du pétrole. En effet, l'écart de coût d'extraction entre le Golfe et les autres producteurs tend à se réduire. Le développement du pétrole de schiste aux États-Unis (actuellement le premier producteur mondial) s'est accompagné de progrès significatifs dans les techniques d'extraction qui ont permis une baisse du coût de production dans cette région. Dans ce contexte, la capacité des pays du Golfe à résister mieux que les autres grands producteurs en cas de forte baisse de la demande et/ou des prix n'est pas totalement assurée.

DE LA NÉCESSITÉ DE SORTIR DE LA DÉPENDANCE AUX MATIÈRES PREMIÈRES

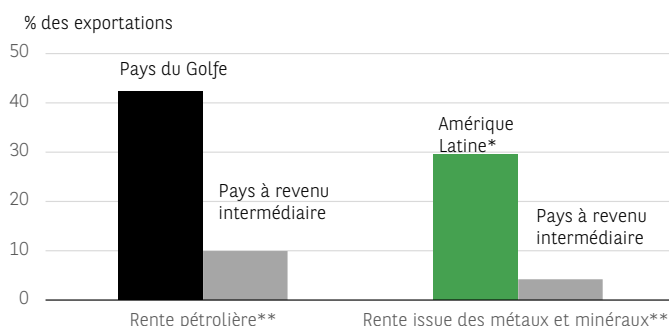
Malgré des situations *a priori* opposées, les pays du Golfe et d'Amérique latine font face à un défi commun : sortir de la dépendance aux matières premières. Pour les premiers, la réduction attendue de la rente n'est qu'une question de temps, tandis que pour les seconds, les bénéfices potentiels du dynamisme du marché des minéraux dépendront d'un nombre important de contraintes.

Selon les indicateurs de rente calculés par la Banque mondiale, ces deux ensembles de pays ont des niveaux de dépendance aux matières premières très supérieurs à la moyenne mondiale ou aux pays à revenu intermédiaire. Plus généralement, bien qu'elle soit une source de revenus potentiellement importante, la dépendance aux matières premières a des conséquences négatives sur le développement économique des pays producteurs. Elle est source d'instabilité macroéconomique liée à la volatilité des prix (en dehors du cuivre, les prix des matériaux critiques ont chuté en 2023 après 3 années de hausse continue) et peut contraindre le développement d'autres secteurs exportateurs en favorisant l'appréciation du taux de change (le syndrome dit de *dutch disease*). Enfin, la dépendance aux revenus fiscaux liés aux matières premières peut poser des problèmes de gouvernance économique.

Pour sortir de cette dépendance aux matières premières, la priorité est de diversifier la production, notamment celle destinée à l'exportation en progressant dans les chaînes de valeur afin de soutenir la croissance à long terme.

Dans le CCG, la diversification de l'économie progresse, mais celle des exportations reste insuffisante. Aux Émirats arabes unis, la part des services dans le PIB est importante (environ 50% du total, dominé notamment par les secteurs du tourisme, de l'immobilier et des transports), tandis qu'en Arabie saoudite, les activités industrielles intensives en énergies, par exemple la pétrochimie, et plus récemment les services,

MATIÈRES PREMIÈRES ET RENTE



* Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Pérou
 ** moyenne 2017-21

GRAPHIQUE 3

SOURCE : BANQUE MONDIALE

ont pris une part grandissante dans la composition du PIB. Néanmoins, la composition des exportations a relativement peu évolué depuis une vingtaine d'années, les hydrocarbures restent dominants et seuls les secteurs industriels très intensifs en énergie ont progressé.

Dans les secteurs liés à la transition bas-carbone, les pays du CCG ont des ambitions importantes dans le secteur minier (Arabie saoudite) ou la production d'hydrogène (ensemble des pays), mais aussi dans la production de batteries et de véhicules électriques. Par ailleurs, Aramco et ADNOC, les deux compagnies pétrolières nationales saoudiennes et émiraties envisagent d'extraire du lithium à partir de la saumure de pétrole, mais sans préciser d'objectifs de production en raison d'une technologie employée qui doit encore faire ses preuves. La capacité de ces secteurs à générer des revenus suffisants et compléter une rente pétrolière déclinante reste très incertaine. En effet, sur ces marchés liés à la transition bas-carbone, les pays du Golfe vont faire face à une concurrence internationale très forte et ils n'auront donc pas la capacité à dominer le marché comme ils ont pu le faire sur celui des hydrocarbures.

Pour le moment, de manière très schématique, la chaîne de valeur du lithium se partage en deux parties : d'une part, les pays qui extraient et produisent la matière première (qui incluent donc l'Argentine et le Chili) et d'autre part, des pays, pour le moment principalement localisés en Asie, qui produisent les électrodes, les composants et la batterie elle-même. La Chine occupe une place particulière sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Elle domine les segments du raffinage et du processing des matériaux critiques. Au niveau de l'extraction, sa domination est moins évidente et concerne principalement le graphite et les terres rares. Aussi les investissements chinois (sur le territoire national ou à l'étranger) dans le secteur minier sont en croissance significative et ont atteint en 2023 un plus haut depuis une décennie. Cela ne s'applique d'ailleurs pas seulement au lithium, mais aussi au nickel et au cobalt.

Pour les pays d'Amérique latine, l'enjeu est de progresser dans les chaînes de valeur et de mettre en place les politiques adéquates : financement des infrastructures nécessaires, acquisition du savoir-faire par exemple. En outre, le développement d'une industrie des piles au lithium-ion est étroitement liée à la perspective de développement d'une industrie à grande échelle de l'électromobilité dans une zone géographique voisine.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette
Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Sladkozaponi

