

ECOEMERGING

4e trimestre 2023



Emerging
markets

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3

Divergences et nouvelle donne

Jusqu'au printemps 2023, la croissance des économies émergentes a bien résisté dans l'ensemble mais les disparités sont importantes. Mesurée en glissement sur un an, la croissance du PIB réel de notre échantillon de 26 pays a sensiblement accéléré, atteignant 5% au T2 2023 après 3,3% au T1 2023 et 2,6% au T4 2022.

CHINE

4

Relance et adaptation

HONG KONG

6

Difficile normalisation de la croissance économique

INDE

8

Dégradation malgré la croissance soutenue

INDONÉSIE

10

L'économie indonésienne résiste bien

TURQUIE

12

Une stratégie claire

POLOGNE

15

Quelques défis pour le futur gouvernement

ÉGYPTE

17

Sombres perspectives

BRÉSIL

19

Parti pour défier les attentes

MEXIQUE

21

Année électorale en vue

ARABIE SAOUDITE

23

Dynamique économique favorable

ANGOLA

25

Panne de carburant

GHANA

27

Des progrès mais beaucoup de fragilités



ÉDITORIAL

DIVERGENCES ET NOUVELLE DONNE

La croissance dans les pays émergents a plutôt bien résisté au premier semestre 2023 grâce aux pays d'Asie, au Brésil et au Mexique. En Asie, l'inflation a retrouvé un niveau très modéré en août ou septembre (à l'exception de l'Inde) et, par rapport aux autres zones, les durcissements monétaires intervenus entre la mi-2021 et la mi-2023 ont été de bien moindre ampleur. Cela a permis de compenser la baisse des exportations. À l'inverse, les pays d'Europe centrale n'ont pas bénéficié de cet effet de compensation. Les enquêtes auprès des entreprises et des ménages indiquent que les divergences entre zones se sont accentuées au cours de l'été. Elles montrent aussi que les poids lourds d'Amérique latine (Brésil, Mexique) sont mieux positionnés dans le tiercé des grandes zones.

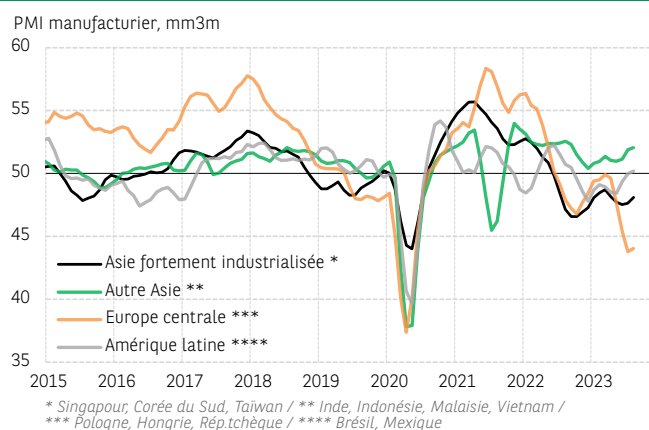
Jusqu'au printemps 2023, la croissance des économies émergentes a bien résisté dans l'ensemble mais les disparités sont importantes. Mesurée en glissement sur un an, la croissance du PIB réel de notre échantillon de 26 pays a sensiblement accéléré, atteignant 5% au T2 2023 après 3,3% au T1 2023 et 2,6% au T4 2022. Hors Chine et Hong Kong, l'accélération est moins prononcée (de 2,6% à 3,9%). En rythme instantané (i.e. sur un trimestre) et annualisé, la croissance hors Chine et Hong Kong a été stable à 4%. Au T2 2023, le PIB reculait pour environ un quart des économies émergentes (soit en glissement sur un an, soit d'un trimestre à l'autre).

En dehors de la Chine, la croissance économique en Asie a surpris favorablement au S1 2023. Elle s'est maintenue autour de 2% en rythme instantané dans les pays industrialisés (Corée, Singapour, Taiwan) et a été très soutenue entre 5% et 7% en Inde, Indonésie et Malaisie. À l'inverse, les principales économies d'Europe centrale sont tombées en récession plus ou moins sévère, la Hongrie étant la plus affectée avec un recul du PIB sur 4 trimestres consécutifs (-2,3% cumulés). La Turquie fait figure d'exception en Europe avec une croissance dopée par une politique monétaire accommodante. C'est en Amérique latine que la situation est la plus contrastée avec, d'un côté, le Brésil où la croissance a surpris à la hausse et le Mexique où la croissance s'est maintenue, et, de l'autre, des économies en récession (Argentine et, dans une moindre mesure, Chili, Pérou) ou en très fort ralentissement (Colombie).

Les disparités entre zones s'expliquent par des niveaux d'inflation et des durcissements monétaires passés dont l'ampleur varie. En Asie, à l'exception de l'Inde et des Philippines, l'inflation a retrouvé en septembre ou octobre des rythmes modérés compris entre 1% et 4%, alors que la fourchette est de 7% à 12% pour les pays d'Europe centrale et de 4,5% à 11% pour les pays d'Amérique latine. Aussi la désinflation a-t-elle soutenu la consommation des ménages en Asie plus sensiblement que dans les autres zones. De la même manière, les durcissements monétaires intervenus entre la mi-2021 et la mi-2023 ont été en moyenne bien plus modérés en Asie hors Inde (+250 points de base en moyenne) que dans les autres zones (700 pb en Europe centrale et 900 pb en Amérique latine), ce qui a limité leur impact négatif sur les dépenses d'investissement privées.

Les disparités s'expliquent ensuite par une exposition différente à l'environnement extérieur et par des spécificités : le Mexique a bénéficié du dynamisme de l'économie américaine, le Brésil du fort rebond de la production agricole, de la bonne tenue des prix des matières premières agricoles et des mesures de soutien du revenu des ménages, l'Indonésie de la reprise du tourisme et des investissements en infrastructure, et l'Inde de la hausse des investissements publics.

CLIMAT DE CONFIANCE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

À l'inverse, les exportations des pays industrialisés d'Asie ont pâti du moindre dynamisme de la demande chinoise, tandis que les économies d'Europe centrale ont souffert du ralentissement de la demande de la zone euro, et de l'Allemagne en particulier.

Les divergences par grandes zones se retrouvent dans les enquêtes d'opinion des industriels du secteur manufacturier disponibles jusqu'en septembre (graphique). Elles apparaissent même plus marquées entre l'Europe centrale et les autres zones. Parallèlement, on observe un redressement plus sensible de la confiance des ménages au Brésil, au Mexique et en Indonésie que dans les autres pays.

Par ailleurs, les enquêtes confirment ce que les estimations de croissance suggéraient : les poids lourds d'Amérique latine (Brésil et Mexique) se retrouvent, une fois n'est pas coutume, mieux placés dans le tiercé des grandes zones. Cette nouvelle donne pourrait perdurer si les tensions récentes sur les prix du pétrole devaient se propager à l'ensemble des prix des matières dans un contexte de fragmentation des marchés et d'instabilité géopolitique croissante. Par ailleurs, le Mexique bénéficie déjà du développement du *nearshoring*.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



CHINE

RELANCE ET ADAPTATION

Après quelques hésitations, les autorités chinoises ont finalement multiplié les mesures de relance pendant l'été. Le léger redressement de la croissance économique récemment observé devrait se poursuivre au T4 2023. Cependant, l'action de la banque centrale et du gouvernement reste contrainte, prudente et mesurée, alors que les freins internes et externes pesant sur l'activité sont toujours puissants. Dans le secteur immobilier, même si de l'activité parvient à se stabiliser grâce aux mesures de soutien, elle devrait rester entravée par la fragilité financière des promoteurs et la faiblesse du sentiment des acheteurs. Dans le secteur exportateur, les entreprises sont affectées par l'important ralentissement de la demande mondiale et les tensions sino-américaines, alors que les multinationales commencent à repenser leurs stratégies de production.

MULTIPLES FREINS SUR LA CROISSANCE

Le ralentissement tendanciel de la croissance économique chinoise, en cours depuis une quinzaine d'années, s'est accentué en 2022 et 2023. La croissance du PIB réel s'est établie à 3% en 2022, et devrait à peine dépasser 5% en 2023 malgré des effets de base favorables liés à la fin des restrictions sanitaires (la croissance moyenne était de 6,7% par an sur la période 2012-2021).

L'activité économique a été affaiblie depuis deux ans par une accumulation de puissants freins internes et externes : crise sans précédent du secteur immobilier, vague de resserrement réglementaire dans les services, stricte politique zéro Covid appliquée jusqu'en décembre 2022, important recul de la confiance des ménages et des investisseurs, manque de marge de manœuvre des autorités monétaires et budgétaires, affaiblissement de la demande mondiale et tensions avec les Etats-Unis. Ces freins se sont ajoutés aux facteurs structurels de long terme du ralentissement chinois : déclin de la population en âge de travailler, modération des gains de productivité, épuisement du modèle de croissance tiré par l'investissement et la dette.

Ainsi, le rebond post-Covid de la croissance chinoise, observé au T1 2023, s'est essoufflé dès le printemps, et les autorités n'y ont apporté qu'une réponse très prudente et progressive. Elles ont toutefois multiplié les mesures de relance depuis juillet, et quelques signes d'amélioration sont apparus (graphique 1). En août déjà, l'activité dans les services s'est renforcée légèrement (+6,8% en glissement annuel contre +5,7% en juillet), soutenue par les ventes au détail. La croissance dans l'industrie s'est, elle aussi, un peu redressée (+4,5% en g.a. en août contre +3,7% en juillet). Les tout derniers indicateurs d'activité avancés et les PMI signalent la poursuite d'une légère amélioration au mois de septembre.

Le secteur immobilier est en revanche resté enfoncé dans la crise. Le secteur a connu une contraction sans précédent depuis deux ans : sur la période janvier-août 2023, le volume de ventes immobilières et les mises en chantier représentaient 65% et 46%, respectivement, de leurs niveaux sur la même période en 2021 (les projets immobiliers achevés sont quant à eux revenus à 94% de leur niveau de 2021). Le prix moyen des logements des 70 principales villes chinoises n'a baissé que 6% entre août 2021 et août 2023, mais des écarts notables existent entre les différentes provinces.

DIFFICILE RELANCE

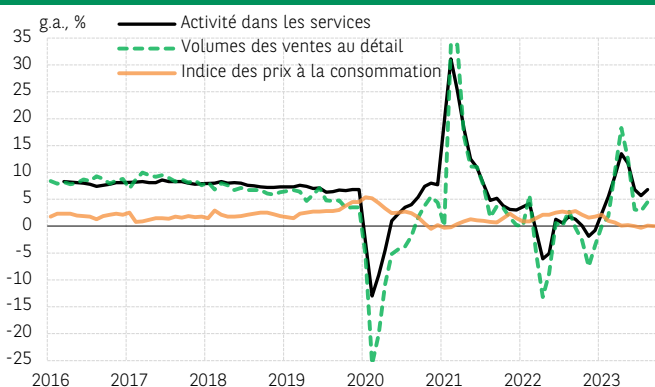
Au cours des derniers mois, la banque centrale a légèrement abaissé les taux d'intérêt directeurs (entre fin mai et fin septembre, le taux MLF à 1 an a été réduit de 2,75% à 2,5%, les taux préférentiels sur les prêts à 1 et 5 ans respectivement de 3,65% à 3,45% et de 4,3% à 4,2%) ainsi que les coefficients de réserves obligatoires (le coefficient moyen est passé de 7,6% à 7,4% en septembre). Cet assouplissement monétaire accompagne, d'une part, les mesures visant à limiter la crise immobi-

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	8,4	3,0	5,1	4,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	0,9	2,0	0,5	2,0
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0	-3,2
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	45,9	46,8	50,4	53,0	54,9
Solde courant, % du PIB	1,7	2,0	2,2	1,8	1,4
Dette externe, % du PIB	16,3	15,4	13,7	13,0	12,5
Réserves de change, mds USD	3 217	3 250	3 128	3 080	3 030
Réserves de change, en mois d'imports	16,2	12,6	12,0	11,8	10,9

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : REPRISE ACCIDENTÉE DANS LE SECTEUR DES SERVICES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC, BNP PARIBAS

lière et, d'autre part, l'accélération des émissions obligataires par les collectivités locales au S2 2023 afin de financer de nouvelles dépenses publiques. Le gouvernement central a également prorogé quelques aides fiscales bénéficiant aux PME et aux ménages.

Dans le secteur immobilier, la contraction continue de l'activité (et ses effets de contagion sur le reste de l'économie et la confiance des ménages), la multiplication des défauts de paiements des promoteurs et la diffusion des risques dans le secteur financier ont conduit les autorités à ajuster leur politique ces derniers mois, tout en conservant leurs objectifs d'assainissement du marché (désendettement des promoteurs, modération du coût du logement). Les mesures prises ont,



dans un premier temps, principalement visé à financer l'achèvement des chantiers démarrés. Depuis le mois d'août, les autorités renforcent leur action pour restaurer la demande de logements. Elles ont annoncé un assouplissement des règles prudentielles relatives à l'achat de logements et à l'octroi de prêts hypothécaires (avec notamment une baisse des montants minima d'apports personnels), ainsi qu'une réduction des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires (nouveaux prêts et prêts existants). Ces changements sont mis en œuvre de façon différenciée par le gouvernement de chaque province en fonction de la situation du marché immobilier local.

Grâce à ces mesures, l'activité du secteur immobilier pourrait atteindre un point bas pour se stabiliser, voire se redresser légèrement, d'ici la fin de l'année. Cela devrait aider la poursuite au T4 2023 de l'amélioration conjoncturelle observée depuis le milieu de l'été.

Cependant, le redressement de l'activité pourrait rester fragile. Les ménages sont encore méfiants, les promoteurs immobiliers demeurent confrontés à de sévères difficultés financières, et la marge de manœuvre des autorités pour accroître leur soutien à la croissance est étroite. Alors que l'inflation des prix à la consommation est très faible (+0,3% en g.a. en août et 0% en septembre), la marge de manœuvre de la banque centrale est de plus en plus limitée par les pressions à la baisse sur le yuan. Celui-ci s'est déprécié de 13% contre le dollar US depuis avril 2022 (dont 5% entre fin mars et fin septembre) en raison du différentiel croissant entre les taux d'intérêt américains et chinois et des larges sorties d'investissements de portefeuille.

Par ailleurs, la politique économique reste fortement contrainte par la dette excessive du secteur privé et des collectivités locales. La dette intérieure totale a atteint 284% du PIB mi-2023 contre 247% à fin 2019. Cette dette limite la possibilité pour la banque centrale d'encourager de nouveaux crédits, et décourage à la fois l'offre de prêts des banques et la demande des ménages et des entreprises. L'érosion de la confiance pèse également sur l'activité de crédit. La croissance du total des crédits domestiques (*social financing*) n'a de fait pas accéléré au T3 2023 (elle a atteint 9,3% en g.a. en septembre, comme en juin).

La politique budgétaire est, de son côté, contrainte par la fragilité des collectivités locales liée à leur dette propre (30% du PIB mi-2023) et à celle de leurs véhicules de financement (estimée à environ 50% du PIB).

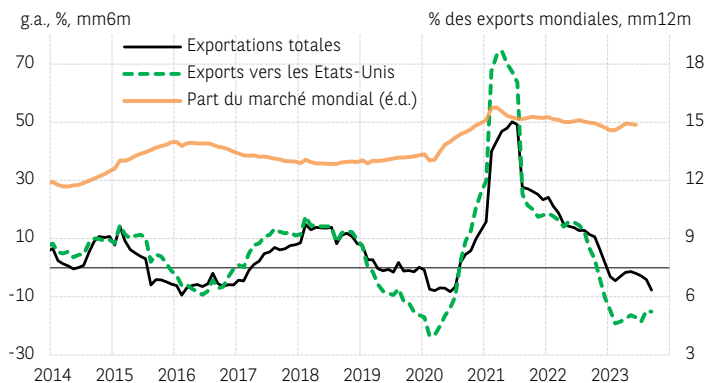
Enfin, l'action des autorités est dictée par des objectifs de long terme. Pékin cherche à construire un modèle de croissance plus équilibré, à renforcer la discipline financière, à promouvoir la « Prospérité Commune » et à stimuler l'innovation et les secteurs de haute technologie. La priorité n'est pas de soutenir la croissance à court terme mais de garantir la « sécurité nationale » avec des mesures visant à réduire les risques internes (d'instabilité financière, notamment) et les risques externes (les tensions avec les États-Unis expliquent ainsi les efforts visant à atteindre l'auto-suffisance en technologies avancées).

DÉFIS DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER

Après l'important rebond enregistré pendant la pandémie, la croissance des exportations de marchandises s'est rapidement dégradée en 2022 et 2023. Mesurées en dollars courants, elles se sont contractées de 2% en g.a. au S1 2023 et de 10,8% au T3 2023 (graphique 2). Les perspectives de très court terme restent sombres.

L'industrie exportatrice fait face à l'affaiblissement de la demande mondiale (le FMI prévoit un ralentissement des volumes d'échanges mondiaux de biens et services à +0,9% en 2023 contre +5,1% en 2022 et +10,1% en 2021). Elle subit également les répercussions des tensions commerciales et de la guerre technologique avec les États-Unis. Les ventes de biens chinois sur le marché américain ont ainsi chuté de 16% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2023 (les États-Unis achetaient 16% du total des exportations chinoises en 2022).

CHINE : DIFFICULTÉS DU SECTEUR EXPORTATEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ADM. GÉNÉRALE DES DOUANES, BNP PARIBAS

Le « découplage » commercial entre la Chine et les États-Unis est de fait devenu une réalité, comme en témoigne le recul de la part chinoise dans les importations totales des États-Unis de 22% en 2018 à 17% en 2022. En revanche, la Chine a beaucoup mieux maintenu sa part de marché mondiale totale, notamment parce que les exportateurs ont redirigé certains produits destinés aux États-Unis vers d'autres pays aux tarifs douaniers moins élevés. La part de la Chine dans le total des exportations mondiales est redescendue à 14,4% au S1 2023 contre 15,2% en 2021, mais elle est toujours bien au-dessus de son niveau d'avant-Covid (de 13,3% en 2019).

Dans les prochaines années, l'industrie manufacturière chinoise restera pénalisée par sa moindre compétitivité coût et par la réorganisation des chaînes de valeur mondiales. Les perturbations dans les chaînes de valeur et l'approvisionnement de biens essentiels provoquées par la pandémie de Covid puis par la guerre en Ukraine, la hausse des tensions géopolitiques et la montée du risque politique et des incertitudes réglementaires en Chine, ont conduit les multinationales à repenser leurs stratégies de production. Certaines entreprises s'orientent ainsi vers une stratégie de production « en Chine pour la Chine » ou vers une stratégie de « Chine+1 », c'est-à-dire en relocalisant une partie de leur production dans des pays d'Asie du Sud-Est ou en Inde, ou dans des pays plus proches géographiquement de leur pays d'origine comme le Mexique ou l'Europe centrale (*nearshoring*). Les gouvernements occidentaux encouragent par ailleurs le reshoring de certaines productions stratégiques. En 2021, la Chine n'avait déjà reçu que 5% du total des investissements directs étrangers (IDE) *greenfield* (contre 11% en 2018). Au S1 2023, les entrées brutes d'IDE enregistrées dans la balance des paiements ont connu une baisse importante.

Cependant, si les changements dans l'organisation de la production et des chaînes de valeur mondiales sont devenus évidents et devraient se poursuivre, il est peu probable qu'ils induisent un recul significatif du rôle de la Chine dans les échanges commerciaux à court et moyen terme. D'abord, parce que les exportations de marchandises chinoises sont aujourd'hui essentiellement le fait d'entreprises locales. Ensuite, parce que le secteur manufacturier chinois, soutenu par l'État, garde une solide capacité à s'adapter, poursuivre sa montée en gamme, et développer des produits de haute technologie et de technologie verte.

Christine Peltier christine.peltier@bnpparibas.com

HONG KONG

DIFFICILE NORMALISATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie hongkongaise se remet difficilement de la succession de chocs subis entre 2019 et 2022. Après les bouleversements politiques et institutionnels de 2019 et 2020, le territoire a été lourdement affecté par la crise sanitaire jusqu'à l'an dernier. L'activité se redresse en 2023 mais Hong Kong doit maintenant faire face à une demande externe en repli et, surtout, à un important resserrement des conditions monétaires. La remontée des taux d'intérêt depuis mars 2022 pèse sur la demande intérieure, en particulier à travers ses effets sur le marché immobilier. La politique budgétaire reste, quant à elle, résolument expansionniste.

REBOND ÉCONOMIQUE APRÈS QUATRE ANNÉES DE CHOCs SUCCESSIFS

L'économie de Hong Kong a enregistré une croissance moyenne de -1,3% par an entre 2019 et 2022 (contre +2,7% par an entre 2012 et 2018). Cette dégradation résulte d'une succession de chocs : protestations et changement institutionnel en 2019-2020, pandémie et politique Covid très stricte menée jusqu'à mi-2022, perte de confiance des investisseurs, montée des tensions sino-américaines et ralentissement du commerce extérieur, puis durcissement rapide des conditions monétaires depuis le T2 2022.

En 2023, l'activité récupère des chocs passés et la croissance économique devrait s'élever à 3,8%. Elle devrait ensuite ralentir progressivement dans les années à venir, pour atteindre 2,4% en 2026.

L'activité se normalise depuis quelques mois, à la suite de la levée des contrôles aux frontières et des restrictions à la mobilité à la fois à Hong Kong depuis mi-2022 et en Chine depuis fin 2022. La principale contribution à la croissance du PIB réel au premier semestre de 2023 est venue de la consommation privée (graphique 1). Celle-ci a notamment été dopée par la réouverture des frontières avec la Chine et le retour des touristes, ainsi que par l'amélioration des conditions sur le marché du travail et les mesures de soutien budgétaire. Les volumes des ventes au détail ont ainsi rebondi de 18,2% en glissement annuel (g.a.) au cours des six premiers mois de l'année (après une contraction de 3,4% en 2022).

Après quasiment trois années sans visiteurs ou presque, les touristes font progressivement leur retour à Hong Kong depuis le S2 2022. En août 2023, le territoire en a accueilli 4,1 millions (84% d'entre eux étaient chinois), un chiffre toujours très inférieur à ceux enregistrés avant les protestations et la crise du Covid (en 2018, Hong Kong avait accueilli 5,4 millions de visiteurs par mois en moyenne). L'activité dans le secteur touristique devrait continuer de se redresser dans les prochains mois, même si les ménages chinois restent prudents. Cela continuera de soutenir la reprise économique : avant la crise du Covid, les dépenses des touristes représentaient environ un tiers des ventes au détail totales à Hong Kong, et le tourisme représentait environ 4,5% du PIB.

Le marché du travail se redresse progressivement. Le taux de chômage est revenu à son niveau d'avant la pandémie : de 4,3% en août 2022, il est retombé à 2,9% en août 2023. Les salaires réels sont repartis à la hausse au S1 2023 (+1,5% en g.a.), alors qu'ils étaient restés sur une légère tendance à la baisse au cours des deux années précédentes.

Les dépenses des ménages et des entreprises ont également été soutenues par la politique toujours accommodante du gouvernement. Diverses mesures fiscales et d'allègement du crédit ont été introduites ou reconduites cette année (bons d'achat distribués aux consommateurs, réductions d'impôts, nouvelle extension des reports de remboursement de prêts, dispositifs de financement à faible taux d'intérêt, etc.).

PRÉVISIONS

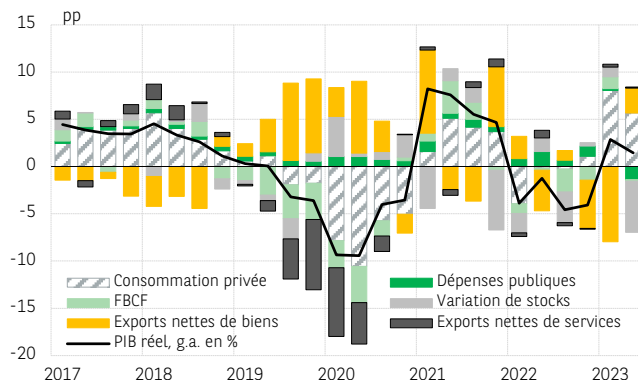
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-6,5	6,4	-3,5	3,8	2,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,3	1,6	1,9	2,0	2,4
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-9,2	0,0	-6,6	-3,5	-2,5
Dette du gouvernement, % du PIB	4,4	5,9	7,8	9,2	10,5
Solde courant, % du PIB	7,0	11,8	10,5	9,8	9,5
Réserves de change, mds USD	492	497	424	420	415
Réserves de change, mois d'import. non réexportées	46,6	47,7	42,6	41,0	40,0

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

HONG KONG : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE RÉELLE DU PIB



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CENSUS AND STATISTICS DEPARTMENT, BNP PARIBAS

Le rebond économique reste néanmoins fragile, comme en témoigne la nouvelle contraction du PIB réel enregistrée au T2 2023. L'activité est pénalisée par le durcissement des conditions monétaires ainsi que par le recul de la demande mondiale et la faiblesse du rebond post-Covid de la croissance chinoise. Les exportations comme les importations de marchandises se sont fortement repliées au cours des huit premiers mois de l'année (respectivement de -12% et -10%). Au T2 2023, le PIB réel n'avait pas encore retrouvé son niveau de 2019 et il pourrait ne pas l'atteindre avant 2024.



IMPORTANT RESSERREMENT DES CONDITIONS MONÉTAIRES

La politique monétaire de Hong Kong suit celle menée aux États-Unis compte tenu de son régime de currency board. Le taux directeur a par conséquent grimpé de 0,5% en mars 2022 à 5,75% en août 2023 (graphique 2). Selon nos dernières prévisions, le taux directeur devrait rester stable jusqu'au T1 2024, avant de repartir progressivement à la baisse. Contrairement à la situation aux États-Unis, l'inflation à Hong Kong reste modérée en raison de la faiblesse persistante de la demande intérieure. L'inflation des prix à la consommation a atteint en moyenne 1,9% en g.a. au cours des huit premiers mois de 2023 et est en léger recul depuis le mois de mai. Le resserrement monétaire est donc encore plus significatif qu'aux États-Unis.

Ce durcissement des conditions financières a lourdement pesé sur la demande intérieure en raison de la contraction des prêts bancaires (-4,5% en g.a. en août 2023), de la remontée du coût du service de la dette pour les ménages et les entreprises, et de la correction du marché immobilier. L'investissement domestique total n'a progressé que de 3,2% en g.a. au S1 2023, malgré les effets du rebond post-Covid.

Depuis fin 2021, le marché immobilier connaît une importante correction : les prix moyens de l'immobilier ont chuté de 14% et le volume des ventes de près de 40%. La situation ne devrait pas s'améliorer à court terme, les conditions monétaires et de crédit demeurant restrictives. En outre, la crise du secteur immobilier chinois affecte probablement aussi le marché intérieur hongkongais, en pesant sur la confiance et l'investissement des promoteurs locaux.

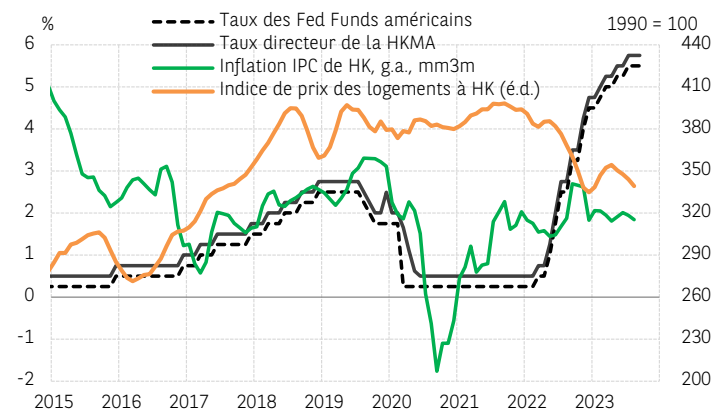
POLITIQUE BUDGÉTAIRE RÉSOLUMENT ACCOMMODANTE

Le gouvernement mène une politique budgétaire accommodante depuis 2019 avec la mise en œuvre d'importantes mesures de relance ponctuelles (dépenses de santé, de création d'emplois temporaires, de soutien direct aux entreprises et aux ménages).

Les dépenses publiques et les déficits budgétaires ont par conséquent atteint des niveaux records depuis 2020. Après plus d'une décennie d'excédents budgétaires (3% du PIB en moyenne en 2009-2018) et de dépenses modérées (18% du PIB en moyenne sur la même période), le gouvernement a affiché un léger déficit de -0,6% du PIB au cours de l'exercice budgétaire 2019/20 (allant d'avril 2019 à mars 2020). Le déficit s'est ensuite envolé à 9,2% du PIB au cours de l'exercice 2020/21, avec des dépenses atteignant 30% du PIB. Le déficit est retombé à 0% en 2021/22, aidé par le rebond de l'activité, mais il s'est de nouveau creusé à 6,6% en 2022/23 (avec des dépenses s'élevant à 28,4% du PIB). Pour 2023/24, il est attendu à 3,5%.

Malgré des déficits budgétaires plus élevés, le gouvernement affiche toujours une très solide solvabilité et une liquidité confortable. Il a utilisé ses réserves budgétaires pour financer les récents déficits. Ces réserves ont, par conséquent, fondu de 30% depuis fin 2018, mais cette forte réduction fait suite à des années de discipline budgétaire et d'accumulation d'épargne. Le gouvernement dispose donc toujours d'un matelas confortable : ses réserves s'élevaient encore à HKD 763 mds en juin 2023, soit 26% du PIB et l'équivalent de 13 mois de dépenses publiques (comparé à 38% du PIB et 26 mois de dépenses en 2018). En outre, la dette publique reste modérée et elle est largement couverte par les actifs du gouvernement, et la part des émissions de titres pour le financement direct du budget est très faible.

HONG KONG : RESSERREMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2 SOURCES : HKMA, CSD, FEDERAL RESERVE BOARD US, BNP PARIBAS

Le gouvernement dispose donc toujours d'une solide capacité pour faire face aux défis budgétaires à moyen terme. Son budget pourrait rester en léger déficit dans les années à venir. Des dépenses structurelles seront notamment nécessaires pour renforcer les perspectives de croissance économique de Hong Kong, améliorer l'accessibilité au logement (notamment via le développement des programmes de logements sociaux pour les ménages à faible revenu) et la protection sociale, et faire face aux conséquences du changement climatique et aux besoins liés à la transition énergétique.

Les perspectives économiques de Hong Kong restent soutenues par ses fondamentaux macroéconomiques robustes (avec des comptes publics et externes solides), des politiques budgétaires et monétaires disciplinées et un secteur des services de très haute qualité et bien réglementé. La croissance hongkongaise dépend étroitement, et de plus en plus, de la performance économique et du développement des marchés financiers en Chine. Le renforcement des infrastructures et des liens commerciaux dans la région de la Baie de Guangdong, Hong Kong et Macao ne peut qu'accroître l'intégration territoriale et économique de Hong Kong avec le continent.

En revanche, le recul du ratio d'investissement au cours des dernières années (de 21,8% du PIB au S1 2018 à 16,5% au S1 2023) et les tendances démographiques (pénurie de compétences, contraction de la main d'œuvre, vieillissement de la population) sont préoccupants et pèsent sur le potentiel de croissance économique. Pour tenter de répondre à ces problèmes, les autorités prévoient de multiplier les mesures en vue d'attirer les investissements et les talents. Elles ont ainsi récemment lancé un plan et un nouveau fonds d'investissement visant à promouvoir l'innovation locale, la numérisation et le développement technologique.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

DÉGRADATION MALGRÉ LA CROISSANCE SOUTENUE

Au deuxième trimestre 2023, la croissance économique indienne restait solide. Mais depuis l'été, la situation s'est légèrement dégradée. Au-delà de la contraction des exportations, la demande rurale ralentit. L'inflation a rebondi et les pressions à la baisse sur la roupie se sont légèrement accentuées avec la forte décélération des entrées de capitaux. Les comptes extérieurs devraient rester sous tension jusqu'à la fin de l'année. La forte hausse des prix du pétrole et une mousson inférieure à la normale pèsent sur le déficit commercial et entretiennent les tensions inflationnistes. Par ailleurs, le rétrécissement de l'écart de rendement entre les obligations indiennes et américaines limite les investissements de portefeuille. Jusqu'à présent, le secteur bancaire a bien résisté à la hausse des taux. Les risques de crédit ont reculé même si le secteur privé est très exposé à un choc de taux d'intérêt. Enfin, la situation financière des banques publiques s'est renforcée.

CROISSANCE ENCORE ROBUSTE AU T2 2023

Au deuxième trimestre de l'année calendaire (premier trimestre de l'exercice budgétaire 2023/2024), la croissance économique indienne est restée robuste (+7,8% en glissement annuel). Elle a été soutenue par le dynamisme de la demande intérieure alors que les exportations se contractaient conjointement au ralentissement économique mondial.

Bien qu'en légère décélération, la croissance des investissements est restée solide (+8% en g.a.). Après s'être légèrement dégradée en 2022, en raison de l'augmentation des charges d'intérêt et des coûts de production, la situation financière des entreprises cotées s'est redressée au premier semestre 2023. La hausse de leurs profits nets a permis de compenser l'augmentation de leur charge d'intérêts. Fin juin 2023, leurs revenus avant impôts couvraient 5,2 fois le paiement des intérêts sur leur dette (contre 4,9 fois un an auparavant). Dans ces conditions, la hausse des taux d'utilisation des capacités de production au premier trimestre 2023 (à 76,3% alors que la moyenne de long terme atteint 74,3%) plaide en faveur d'une augmentation des investissements privés sur le reste de l'année 2023, bien qu'à un rythme moins soutenu qu'au cours des précédents trimestres compte tenu des risques baissiers sur la croissance mondiale et du durcissement monétaire. Les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits ont augmenté de 126 pb au cours des douze derniers mois (+210 pb en termes réels). Fin juillet, la croissance des crédits aux entreprises restait cependant encore robuste (+13,7% en g.a. contre une moyenne de 9,7% sur l'année 2022).

Les investissements du gouvernement, eux aussi, sont restés soutenus au cours des quatre premiers mois de l'année budgétaire 2023/2024 (+51,9% par rapport à la même période l'année dernière). Sur l'ensemble de l'année, le gouvernement prévoit une augmentation de ses investissements de 0,6 pp à 3,3% du PIB.

Même si la confiance des entrepreneurs reste particulièrement bien orientée, celle des consommateurs semble avoir commencé à se retourner après une hausse ininterrompue depuis le T3 2021. Selon la Banque centrale indienne, les salaires des ménages urbains et ruraux ont baissé au cours des derniers mois. Par ailleurs, les ménages ruraux redoutent des récoltes hivernales inférieures à celles des années précédentes. Fin septembre, dernier mois de la mousson, le déficit pluviométrique par rapport à la normale était encore estimé à 5,6%.

FORT REBOND DES PRESSIONS INFLATIONNISTES

Après plusieurs mois de ralentissement, l'inflation a rebondi au cours des deux derniers mois. La hausse des prix à la consommation a atteint 7,1% en moyenne en glissement annuel (g.a.) en juillet et août 2023, alors qu'elle avait ralenti à 4,3% en mai 2023. Cette hausse est le reflet des tensions sur les prix alimentaires et plus spécifiquement sur les

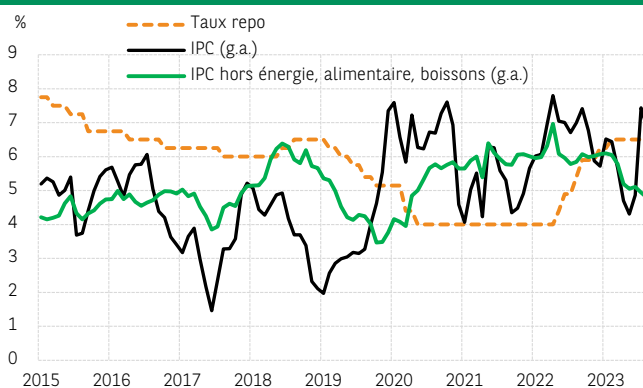
PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	-5,8	9,1	7,2	6,1	6,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	6,1	5,5	6,7	5,9	5,0
Solde budgétaire gov et adm., % du PIB (1)	-13,9	-9,6	-9,2	-9,0	-8,1
Dette gov. et adm., % du PIB (1)	89,3	84,8	83,6	83,9	83,5
Solde courant, % du PIB (1)	0,9	-1,2	-2,0	-1,7	-1,8
Dette externe, % du PIB (1)	21,4	19,7	18,4	18,7	19,0
Réserves de change, mds USD	579	618	562	515	537
Réserves de change, en mois d'imports	9,0	7,9	6,7	7,2	8,2

(1) ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI

prix des légumes (+26,1% en g.a.). Pour contenir cette augmentation (45,9% des biens de consommation des ménages), le gouvernement a décidé fin juillet d'interdire les exportations de riz non basmati (comme il l'avait fait en septembre 2022 sur le riz brisé) et a imposé des taxes supplémentaires sur les exportations de riz étuvé.

À ce jour, cette hausse des prix alimentaires ne s'est pas propagée à l'inflation des prix hors produits alimentaires et énergie, qui est restée élevée mais a poursuivi sa décélération (+4,8% en g.a. au mois d'août). La récente hausse des prix place néanmoins la Banque centrale indienne dans une position inconfortable. En effet, l'inflation excède sa cible fixée à 4% +/- 2pp, alors même que l'activité économique montre



des signes de ralentissement et que les tensions à la baisse sur la roupie restent fortes. En outre, compte tenu des tensions sur les prix alimentaires et de la hausse des prix internationaux du pétrole, les risques inflationnistes restent importants.

LÉGÈRE DÉGRADATION DES COMPTES EXTÉRIEURS

Au premier semestre 2023, le déficit du compte courant a diminué de 0,8pp du PIB par rapport au semestre précédent pour s'établir à seulement 0,6% du PIB alors qu'il avait atteint 2,3% sur l'ensemble de l'année 2022. Mais cette consolidation, reflet de la baisse du déficit commercial induite par la contraction des prix des matières premières importées, ne devrait pas perdurer. D'après les données du ministère du Commerce, le déficit commercial a significativement augmenté aux mois de juillet et août par rapport au trimestre précédent. Les exportations ont marqué le pas alors que les importations ont de nouveau accéléré. Le ralentissement économique aux États-Unis, premier partenaire commercial de l'Inde (17,7% de ses exportations en 2022), explique en partie cette détérioration. Les exportations à destination des États-Unis ont baissé de 9,7% en g.a. au premier semestre 2023.

En outre, la récente hausse des prix du pétrole devrait accroître le déséquilibre commercial, même si au S1 2023, 34,2% du pétrole provenait de Russie et était importé à un prix inférieur d'un tiers à celui du Brent. Dans le même temps, les entrées nettes de capitaux, déjà modestes sur l'ensemble de l'année 2022, ont sensiblement ralenti depuis le mois de juillet d'après les données publiées par l'Institute of International Finance (IIF). Ce mouvement s'explique par l'effet de ciseau entre la baisse des rendements sur les obligations indiennes à 10 ans, mesurés en USD, et la hausse des rendements américains. Les tensions à la baisse sur la roupie se sont légèrement accentuées au cours des trois derniers mois. Les interventions de la banque centrale (*Reserve Bank of India*, RBI) pour contenir le mouvement de dépréciation de sa monnaie ont été limitées et les réserves de change, bien qu'en baisse depuis la mi-juillet (USD -16,7 mds), restent très confortables. Elles s'élevaient fin septembre à USD 523 mds, l'équivalent de 1,7 fois les besoins de financement extérieurs à court terme du pays. La dette extérieure nette du pays représente seulement 10,8% du PIB.

Les principaux risques qui pèsent sur les comptes extérieurs et la croissance sont, d'une part, le maintien à des niveaux élevés des prix du pétrole et, d'autre part, l'accentuation du mouvement de sorties de capitaux. Ces deux phénomènes pèseraient sur la roupie et accentueraient les pressions inflationnistes.

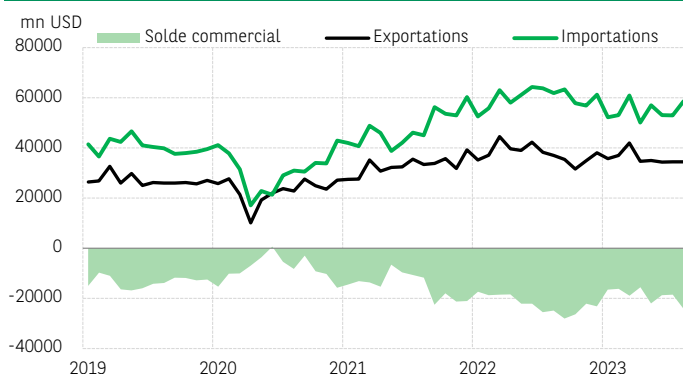
LE SECTEUR BANCAIRE PLUS SOLIDE

Au cours des cinq dernières années, le secteur bancaire indien s'est sensiblement consolidé. La dette du secteur privé est pratiquement stable à 90% du PIB depuis la fin 2021 (la dette des ménages et des entreprises non-financières était estimée au T4 2022 à respectivement 36,4% et 53,6% du PIB par la Banque des Règlements Internationaux).

La qualité des actifs s'est améliorée et les ratios de solvabilité se sont renforcés. Les banques publiques, bien que toujours plus fragiles que les banques privées, sont aujourd'hui suffisamment solides pour faire face à un choc macroéconomique sans injection de capital supplémentaire. La consolidation de leur position leur a notamment permis d'accroître leur offre de crédit. Bien que toujours modeste, l'encours du crédit octroyé par les banques commerciales a augmenté de 2,6pp en un an pour atteindre 53,3% du PIB en juillet 2023.

Dans l'ensemble du secteur bancaire, le ratio de créances douteuses a diminué de deux points de pourcentage (pp) au cours des douze der-

INDE : LÉGÈRE HAUSSE DU DÉFICIT COMMERCIAL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI

niers mois pour atteindre seulement 3,9%. Dans les seules banques publiques, les créances douteuses constituaient 5,2% des prêts octroyés contre 15,6% cinq ans plus tôt. C'est dans le secteur agricole que les crédits restent les plus fragiles. Selon la RBI, les actifs à risque constituaient 8% des crédits en mars 2023. Ce ratio s'élevait à 6,8% dans l'industrie, 5,1% dans les services et 2,9% pour les prêts aux ménages. Dans l'industrie, les secteurs les plus fragiles sont la construction et la joaillerie. Même si les provisions restent modestes, elles couvrent désormais 74% des créances douteuses (contre 48,1% cinq ans plus tôt).

Dans le même temps, les ratios de solvabilité se sont améliorés. Fin mars 2023, le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) était de 17,1% dans l'ensemble du secteur bancaire et de 15,5% dans les banques publiques.

Le principal risque sur le secteur bancaire tient à l'importance des crédits octroyés à taux variables. Selon la RBI, 72% des prêts octroyés par les 14 plus grandes banques commerciales (lesquelles détiennent 81% des actifs bancaires totaux) le sont à taux variables. Ce type de prêts constitue 79,4% des crédits dans l'agriculture, 82,3% dans l'industrie, 76,3% dans les services et 60,2% pour les crédits aux particuliers (hors biens de consommation). Les crédits hypothécaires (51,3% des crédits aux ménages, soit 16,4% des crédits bancaires) sont les plus vulnérables à une hausse des taux d'intérêt car 94,8% d'entre eux sont octroyés à taux variables.

En outre, la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle a sensiblement augmenté sur la dernière période de durcissement monétaire par rapport aux périodes précédentes. Sur la période d'avril 2022 à juillet 2023, la hausse des taux directeurs (+250 pb) s'est traduite par une augmentation des taux moyens sur les nouveaux crédits de 193 pb.

Par ailleurs, le marché immobilier montre des signes de ralentissement dans certains États, comme en témoigne la contraction des prix de vente dans les principales villes du Gujarat, du Bengale occidental et du Rajasthan. Les risques de crédit dans le secteur immobilier sont partiellement limités par des contraintes réglementaires. Ainsi, le montant du crédit hypothécaire (pour tout achat d'un bien dont la valeur est supérieure à INR 3 millions) ne doit pas excéder 80% de la valeur du bien acquis (90% dans le cas des crédits pour les prêts inférieurs à INR 30 millions).

Johanna Melka



INDONÉSIE

L'ÉCONOMIE INDONÉSIE NNE RÉSISTE BIEN

En dépit du ralentissement économique mondial, la croissance économique indonésienne est restée solide. Les pressions inflationnistes demeurent contenues malgré la hausse des prix du riz. Les finances publiques se sont consolidées et le déficit budgétaire est retourné sous le seuil règlementaire de 3% du PIB un an plus tôt que prévu. Même si la dette est supérieure au niveau d'avant-crise, elle reste modeste et son refinancement est moins dépendant des investissements de portefeuille. L'augmentation de la charge d'intérêts sur la dette est à surveiller car elle réduit les marges de manœuvre budgétaire du gouvernement pour soutenir l'économie. En dépit d'une hausse des pressions sur les comptes extérieurs, en raison de la baisse des prix des matières premières exportées et des sorties de capitaux, les réserves de change restent suffisantes pour couvrir les besoins de financement à court terme du pays. À horizon des deux prochaines années, le déficit du compte courant devrait rester modeste et être couvert par les IDE.

CROISSANCE TIRÉE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

Au deuxième trimestre 2023, la croissance économique est restée solide : elle a atteint 5,2% en glissement annuel (g.a.) et 5,1% sur l'ensemble du premier semestre. L'activité a été soutenue par la demande intérieure (+5,9% en g.a.) alors que les exportations se sont contractées de 2,7% en g.a. La consommation des ménages a renoué avec son rythme de croissance de long terme (5-5,2%), soutenue par le rebond du tourisme et la décreue du chômage. Bien que toujours légèrement supérieur au niveau d'avant la crise de la Covid-19, le taux de chômage s'est établi à 5,5% en février 2023. Les investissements sont restés solides, en particulier les investissements publics dans les infrastructures. L'activité a été particulièrement soutenue dans le secteur de la construction, les transports, le commerce et les services.

Les perspectives de croissance pour le deuxième semestre sont favorables même si des risques baissiers restent élevés, notamment en raison de l'environnement économique mondial. La contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait passer en territoire négatif dès le troisième trimestre. Un rebond significatif des exportations est très peu probable en raison du ralentissement économique de la Chine, premier partenaire commercial de l'Indonésie (22,6% des exportations en 2022), et des États-Unis (9,7% de ses exportations).

La consommation des ménages devrait rester dynamique, bien qu'en légère décélération. Les ventes au détail ont déjà commencé à ralentir aux mois de juillet et août. Même si les indices de confiance des ménages restent positifs, ils semblent avoir légèrement marqué le pas. De même, la croissance du crédit bancaire aux ménages s'est stabilisée. De leur côté, les entrepreneurs restent confiants si l'on en croit les derniers résultats d'enquête. En revanche, l'évolution des importations de biens d'investissement a sensiblement ralenti au mois d'août, laissant présager une décélération des investissements par le secteur privé.

En outre, la forte hausse des prix du pétrole depuis le mois de juillet 2023 devrait peser sur les marges des entreprises comme sur le pouvoir d'achat des ménages. En août, l'inflation des prix à la consommation est restée modérée (+3,3% en g.a.) et inférieure à la cible de 3% +/- 1 pp fixée par les autorités monétaires pour l'année 2023 (2,5% +/- 1 pp pour 2024). Elle a toutefois légèrement rebondi depuis le point bas atteint en juillet principalement en raison de l'augmentation des prix alimentaires induite par la hausse des prix du riz. Le regain d'inflation devrait se confirmer au cours de la seconde partie de l'année, mais il devrait être contenu grâce aux contrôles des prix domestiques ; hors prix alimentaires et énergie, la hausse des prix enregistrée en août atteignait seulement 2,2% en g.a. La Banque centrale indonésienne reste confiante concernant la bonne maîtrise de l'inflation. Elle a ainsi maintenu inchangé son taux directeur à 5,75% en septembre.

PRÉVISIONS

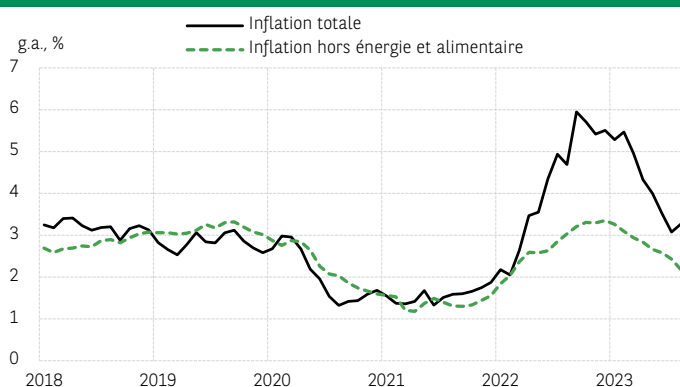
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-2,1	3,7	5,3	5,0	5,0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,0	1,6	4,2	3,4	2,7
Solde budgétaire, % du PIB	-6,1	-4,6	-2,4	-2,7	-2,5
Dette des adm. publiques, % du PIB	39,4	40,7	39,7	39,3	38,9
Balance courante, % du PIB	-0,4	0,3	1,1	-0,1	-0,5
Dette externe, % du PIB	34,1	34,9	30,1	29,3	29,0
Réserves de change, mds USD	129	131	124	120	123
Réserves de change, en mois d'imports	7,3	7,4	5,6	5,5	6,1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

INDONÉSIE : LA HAUSSE DES PRIX RESTE CONTENUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES

Au cours des deux dernières années, les finances publiques se sont consolidées. Le déficit budgétaire, bien que toujours légèrement supérieur au niveau de 2019, a très sensiblement diminué. Par ailleurs, la dette du gouvernement reste modeste, même si elle est supérieure à son niveau d'avant-crise (37,8% du PIB fin août 2023 vs. 29,7% du PIB fin 2019). Sa structure reste fragile mais elle est moins vulnérable à un choc extérieur qu'en 2019. La part de la dette libellée en devises



(exposée à un choc de change) est élevée (37,3% de la dette totale au T2 2023) mais la part de la dette détenue par les investisseurs étrangers, bien qu'en légère hausse depuis la fin du programme d'achats d'actifs par la banque centrale fin 2022, reste très inférieure au niveau de 2019. Elle s'élevait à seulement 27,9% de la dette totale en août 2023 contre 58,2% fin 2019. Les banques domestiques détiennent aujourd'hui 30,6% des titres de dette du gouvernement contre seulement 23,9% en 2019.

En 2022, le gouvernement est parvenu à réduire son déficit à 2,4% du PIB (contre 4,6% en 2021), soit un niveau inférieur au seuil de 3% du PIB qu'il s'était engagé à atteindre fin 2023. Cette bonne performance s'explique par l'augmentation des recettes budgétaires (+2,7pp à 13,5% du PIB) dans un contexte de hausse des prix des matières premières exportées.

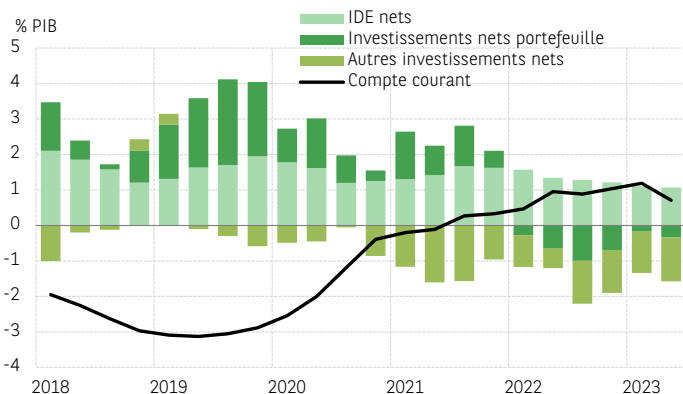
Pour l'année 2023, le gouvernement prévoit une hausse du déficit à 2,8% du PIB. Il anticipe une baisse des recettes liée à celle des prix des matières premières, y compris du pétrole (en moyenne annuelle). Cependant, sur les huit premiers mois de l'année 2023, les finances publiques ont été plus solides que le gouvernement ne le supposait. Les recettes ont légèrement accéléré par rapport à la même période l'année dernière, pour atteindre 74% de la cible annuelle. De plus, les dépenses ont été plus modestes qu'initialement anticipé (53% de la cible annuelle contre 60% sur la période 2015-2019), et ce en dépit de l'augmentation des investissements publics et des transferts aux provinces. Même si la récente hausse des prix alimentaires et du pétrole pourrait peser sur le coût des subventions, le déficit budgétaire devrait être inférieur à la cible fixée par le gouvernement. En outre, le gouvernement a prouvé sa capacité à maîtriser ses dépenses de subventions. En 2022, en dépit de la hausse des prix des matières premières, les subventions sont restées contenues à 1,3% du PIB (le niveau de 2019). Rapportées au PIB, elles devraient continuer à diminuer en 2023 et 2024 (-8% sur les huit premiers mois de l'année 2023). La plus forte augmentation du budget est celle de la charge d'intérêts sur la dette (+17,1% sur les huit premiers mois de l'année), qui a atteint 15,1% des recettes (contre 14,3% en 2022) et pourrait s'élever à plus de 17% selon les prévisions du gouvernement. Cette hausse réduit la marge de manœuvre budgétaire du gouvernement pour soutenir l'économie.

À court et moyen terme, les risques de dérapage des finances publiques sont contenus, même si le niveau structurellement bas des recettes reste une source de fragilité importante. Le gouvernement devrait poursuivre la consolidation de ses finances publiques. Il prévoit de réduire le déficit à 2,3% du PIB en 2024. Le prochain gouvernement qui sera issu des élections générales (présidentielles, législatives et régionales) de février 2024 devrait poursuivre dans cette voie. Le principal risque, bien que contenu, porte sur les sources de financement en raison de la fin du programme d'achats d'actifs de la banque centrale sur le marché primaire.

LÉGÈRE DÉGRADATION DES COMPTES EXTÉRIEURS AU T2 2023

En 2022, pour la deuxième année consécutive, le compte courant a enregistré un surplus équivalant à 1% du PIB, favorisé par un excédent commercial de 5,1% du PIB, un niveau qui n'avait pas été enregistré depuis 2010. En revanche, les flux nets d'investissements directs étrangers (IDE) ont ralenti. Les investissements entrants, déjà structurellement modestes, n'ont atteint que 1,8% du PIB sur l'ensemble de l'année 2022, contre 2% du PIB l'année précédente (ce qui correspond aussi à la moyenne enregistrée sur la période 2017-2021). Néanmoins, même si les montants d'IDE reçus rapportés au PIB ont baissé, la part des flux reçus par l'Indonésie dans le monde a augmenté en 2022 pour atteindre 1,7% (contre une moyenne de 1,3% sur la dernière décennie). Les investissements en provenance de Chine ont très sensiblement

INDONÉSIE : LE COMPTE COURANT ENCORE EN SURPLUS AU S1 2023



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BI, BNP PARIBAS

accéléré depuis 2021 (+16,2% en 2022, contre une moyenne de 8,1% sur la période 2015-2019). La Chine a notamment multiplié par 7,5 ses investissements dans l'industrie manufacturière par rapport à la moyenne enregistrée entre 2015 et 2019. L'Indonésie cherche à attirer les IDE afin de devenir un important centre de construction de batteries électriques et de développer ses activités de transformation des métaux.

Depuis le début de l'année 2023, la balance des paiements s'est dégradée en raison de l'impact négatif de la baisse des prix des matières premières sur la balance courante et celui, indirect, du durcissement de la politique monétaire américaine sur la balance des capitaux.

Au T2 2023, le solde du compte courant est repassé en territoire négatif (-0,5% du PIB) après sept trimestres d'excédent. La baisse du surplus commercial (dès le T1 2023) s'est sensiblement accentuée au deuxième trimestre en raison du ralentissement économique mondial et de la chute des prix des principales matières premières exportées par le pays (-57,9% sur le prix du charbon, -32,2% sur le prix de l'huile de palme sur les huit premiers mois de l'année 2023). Il n'a pas été compensé par la hausse de l'excédent de la balance des services induite par le rebond du tourisme.

Dans le même temps, le solde du compte financier a enregistré un déficit de 1,4% du PIB alors qu'il était excédentaire au T4 2022 et au T1 2023. Les entrées nettes de capitaux ont sensiblement ralenti du fait du fort rétrécissement des écarts de rendements entre les obligations domestiques et celles des pays avancés (notamment des obligations américaines). Ainsi, le solde de la balance des paiements (hors variation des réserves de change) a enregistré un important déficit au T2 2023 (2,1% du PIB). Selon les données de l'Institute of International Finance (IIF), les sorties de capitaux se sont accentuées au mois d'août, comme dans de nombreux autres pays d'Asie.

Les pressions à la baisse sur les comptes extérieurs et la roupie devraient rester fortes jusqu'à la fin de l'année, ainsi qu'en 2024, en raison des risques sur la croissance chinoise et sur les prix alimentaires et de l'énergie. Cependant, en dépit de la hausse attendue des besoins de financement extérieurs, les risques de refinancement sont limités. Les réserves de change, bien qu'en légère baisse au deuxième trimestre (-5,7% depuis mars 2023), restent confortables. Estimées à USD 124 mds en juillet 2023, elles couvriraient 2,3 fois les besoins de financement à court terme du pays.

Johanna Melka johanna.melka@bnpparibas.com



TURQUIE

UNE STRATÉGIE CLAIRE

La normalisation de la politique économique – un durcissement monétaire et une dose de resserrage budgétaire – a restauré la confiance des investisseurs et des agences de notation. Les réserves de change officielles se sont consolidées au cours de l’été, la livre turque est bien plus stable et les primes de risque se sont détendues. La croissance du PIB résiste, malgré le ralentissement du crédit domestique, et le déficit budgétaire est bien moindre que ce qui était anticipé compte tenu des promesses pré-électorales. Mais l’inflation a réaccélééré et le déficit courant est tout juste stabilisé. Le rééquilibrage de la croissance et la dédollarisation ne sont pas encore acquis mais il y a de meilleures chances que ce soit le cas en 2024.

Au cours de l’été, la confiance des investisseurs étrangers dans la volonté et la capacité de la nouvelle équipe à la tête du ministère des Finances et du Trésor et de la banque centrale (CbT)¹ à convaincre le président Erdogan d’opérer un changement radical de politique économique, s’est renforcée. Le revirement monétaire opéré dès sa nomination s’est poursuivi avec deux hausses supplémentaires du taux directeur de la CbT (de 750 points de base puis 500 pb) pour le porter à 30%. En août et septembre 2023, les investissements des non-résidents dans la dette publique domestique sont revenus même si les flux restent limités (USD 400 mn en moyenne par mois). La livre (TRL) est plus stable face au dollar et les primes de risque sur les CDS à 5 ans se réduisent (graphique 1).

UNE STRATÉGIE DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE CLAIRE

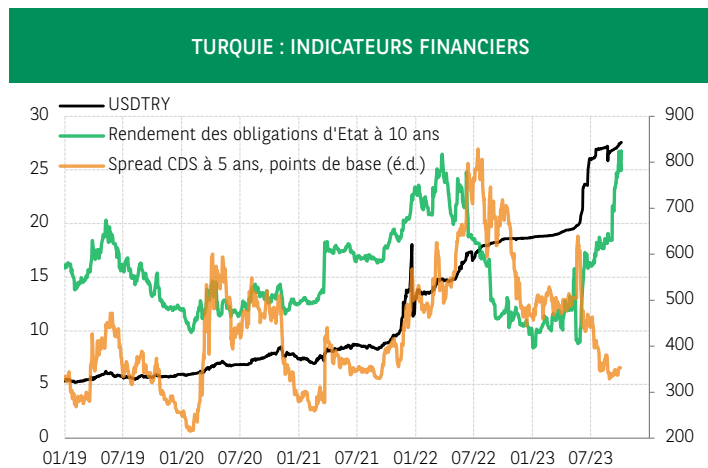
Seuls les rendements sur les obligations d’État se sont tendus sous l’effet de la hausse du taux d’intérêt directeur, ce qui permis une normalisation de la courbe des taux d’intérêt. « Normalisation » est le maître mot de la politique économique turque. Selon Cevdet Akçay, l’objectif est de casser la dépendance des agents économiques (État, ménages, entreprises) aux taux d’intérêt réels négatifs, à une pente de la courbe des taux inversée malgré une quasi-hyperinflation, et à une dépréciation nominale du taux de change supérieure à l’inflation (afin de maintenir un taux de change réel artificiellement sous-évalué). La dépendance des entreprises, mais surtout des ménages, aux taux d’intérêt réels a nourri une bulle de crédit. De plus, la dépréciation réelle du change a conduit les entreprises à maintenir leurs parts de marché sans effort de productivité et d’innovation.

Néanmoins, cette normalisation prendra du temps et, pour reprendre les termes de Mehmet Simsek, le ministre des Finances et du Trésor, elle requiert de la patience de la part des investisseurs. Fitch et S&P se sont d’ailleurs limités à revoir l’outlook de la notation de l’État qui est passé de négatif à stable. La normalisation de l’économie prendra du temps pour au moins deux raisons. Premièrement, le retour durable à des taux d’intérêt réels suppose une décélération de l’inflation qui n’est pas encore acquise et la poursuite de la réappréciation (très récente) du taux de change réel, pour ancrer les anticipations d’inflation et stimuler la compétitivité hors prix des entreprises. Deuxièmement, elle passe par le détricotage de l’écheveau de régulations qui s’imposent les banques, qui avait été tissé par le gouvernement précédent afin de soutenir la croissance au travers du crédit tout en essayant de limiter les pressions sur la liquidité extérieure. Enfin, le durcissement monétaire peut s’accompagner d’un ralentissement de la croissance, qui pèsera sur la population, et d’une hausse des risques de crédit, même si ceux-ci devraient rester limités.

PRÉVISIONS					
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	1,9	11,4	5,5	4,0	3,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	12,3	19,6	72,3	54,2	49,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,5	-2,8	-0,9	-4,2	-5,4
Dette publique, % du PIB	35,9	37,9	26,9	28,5	30,2
Solde courant, % du PIB	-4,4	-0,9	-5,4	-5,0	-3,4
Dette externe, % du PIB	59,5	53,3	50,6	50,4	48,2
Réserves de change, mds USD	50,0	72,5	83,0	84,0	89,0
Réserves de change, en mois d’imports	2,6	3,1	2,6	2,6	2,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, REFINITIV, BNP PARIBAS

UNE CROISSANCE ENCORE DÉSÉQUILBRÉE

Jusqu’à présent, l’économie turque fait mieux que résister malgré l’accélération de l’inflation (+7,8% en moyenne par mois, 61,5% en g.a. en septembre), conséquence de la dépréciation de la livre au T2. Au T2, la croissance avait rebondi de 3,5% t/t (en données CVS-CIO) après une stagnation au T1. Sur un an, la progression du PIB était encore de 3,8%. La croissance restait déséquilibrée avec une contribution négative des échanges extérieurs nets de -1,6% t/t (-6,3% sur un an).

¹ Constituée du ministre des Finances et du Trésor Mehmet Simsek, de la gouverneure de la banque centrale (CbT) Hafize Gaye Erkan et du sous-gouverneur Osman Cevdet Akçay, ancien économiste en chef du groupe Koç et universitaire reconnu.

Au T3, les indicateurs de confiance de la CbT auprès des entreprises et des ménages se sont tassés en moyenne sur l'ensemble du trimestre mais ils se sont redressés en septembre (sauf dans le secteur des services). La hausse des taux d'intérêt, pour les crédits à la consommation (48%) comme pour les crédits commerciaux (43%), a entraîné un ralentissement du crédit domestique. Sur un an, la croissance du crédit bancaire en TRL est restée très forte (+67% en g.a. à la mi-septembre) mais la progression instantanée, mesurée sur 3 mois en rythme annualisé, s'est nettement infléchi (+33% alors qu'elle était à 3 chiffres au T2). Toutefois, les ménages ont continué d'avoir largement recours aux cartes de crédit pour financer leurs achats.

De plus, le chômage a continué de baisser pour atteindre 9,4% soit un niveau inférieur à sa moyenne depuis 2015 (10,5%) et les pertes de salaires réels entre la fin 2021 et la mi-2022 ont été largement effacées. Au total, la consommation des ménages devrait avoir encore contribué fortement à la croissance au T3 2023. Parallèlement, les importations de biens d'équipement sont restées très soutenues. La demande domestique privée semble donc avoir soutenu la croissance au T3. Cependant, la contribution des échanges extérieurs va rester fortement négative ; en juillet et août, les importations totales hors pétrole (mesurées en dollars) progressaient de 5,9% par rapport au T2 contre 4,9% pour les exportations. Malgré le ralentissement du crédit domestique, le nécessaire rééquilibrage de la croissance n'est pas encore acquis. Ce devrait être le cas en 2024 si la nouvelle stratégie de politique réussit.

DÉGRADATION LIMITÉE DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE

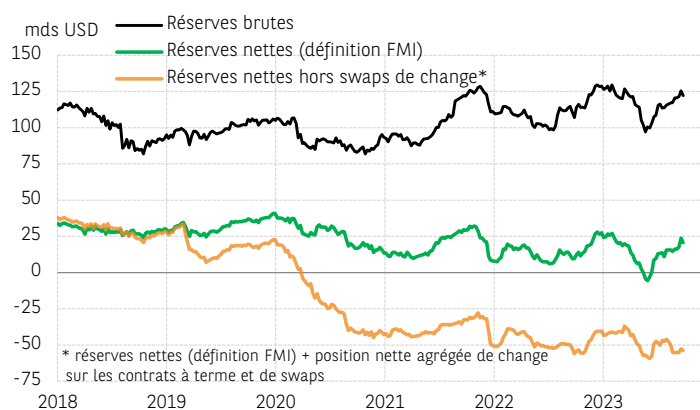
Avant les élections, l'aggravation attendue des déficits jumeaux sur fond de tensions sur les réserves de change était un motif d'inquiétude. Leur évolution au cours de l'été sont un peu plus rassurantes.

En août dernier, et sur 12 mois glissants, le déficit primaire du gouvernement central est ressorti à seulement -0,1% du PIB contre un surplus de 1,1% en 2022. Une détérioration était largement anticipée en raison i/ des dépenses liées au tremblement de terre de février dernier, dont le coût pour le budget est évalué à 3% du PIB en 2023 et en 2024, et ii/ des promesses préélectorales. Dans le programme économique à moyen terme (PEMT) présenté début septembre, le déficit primaire devrait atteindre 3,9%, soit une très forte augmentation des dépenses au cours de la dernière partie de l'année. Le déficit jusqu'à présent faible s'explique par la moindre utilisation de l'enveloppe dédiée au tremblement de terre ou les retards dans les déboursments, et par une forte hausse des recettes fiscales liées à la croissance des revenus et aux mesures décidées par Mehmet Simsek début juillet². La charge d'intérêts est contenue à 2,5% du PIB grâce à un taux d'intérêt effectif sur la dette domestique en 2023 encore limité à 18% et une dette ramenée à 30,3% du PIB en juin.

Pour 2024, le PEMT prévoit un déficit primaire de 3,4% et une charge d'intérêts sur la dette en légère progression à 3% du PIB, conséquence de la hausse observée des rendements obligataires au S2 2023. Le service de la dette extérieure du gouvernement central pour 2024 s'élève à près de USD 17 mds (10,5 de principal et 6,5 d'intérêts). Si l'appétit des investisseurs se confirmait, le Trésor devrait pouvoir émettre autant d'obligations internationales qu'en 2023 (USD 7,5 mds jusqu'à présent) et à un coût plus faible (les rendements obligataires américains de référence ont atteint *a priori* leur maximum et le spread de la dernière émission du 13 avril 2023 était de près de 600 points de base, soit un niveau sensiblement supérieur à ce qu'il est actuellement).

² Hausse du taux standard de la TVA de 18% à 20% et du taux réduit de 8% à 10% (applicable depuis le 7 juillet), augmentation du taux spécifique de 15% à 20% sur les crédits à la consommation (applicable depuis le 7 juillet). Hausse du taux d'imposition des sociétés de 20% à 25% pour les entreprises non financières et de 25% à 30% pour les institutions financières (applicable sur l'exercice 2023 et donc les premières avances en octobre).

TURQUIE : RÉSERVES DE CHANGE DE LA BANQUE CENTRALE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

De plus, le coussin de liquidité en devises du secteur public (principalement le gouvernement central) auprès de la CbT s'élevait début septembre à USD 18 mds.

DIFFICILE RÉDUCTION DU DÉFICIT COURANT ET DÉFI DE LA DÉDOLLARISATION

Du côté des comptes extérieurs, le déficit de la balance courante (USD 58,5 mds en cumul sur 12 mois en juillet) s'est juste stabilisé au cours des trois derniers mois connus malgré d'importantes recettes du tourisme (USD 45,2 mds). La facture pétrolière s'est allégée d'environ USD 14 mds grâce à la baisse des prix du pétrole entre la mi-2022 et la mi-2023. En revanche, les importations nettes d'or, actif qui sert traditionnellement de valeur refuge face à l'inflation, ont atteint USD 30 mds alors que cette balance était équilibrée fin 2022. Hors pétrole et or, le solde commercial, qui était encore à l'équilibre fin 2022, accusait en août un déficit de USD 25 mds (toujours en cumul sur 12 mois).

La structure du financement du déficit courant s'est un peu améliorée par rapport à 2022 mais elle reste fragile. Les investissements directs n'ont pas accéléré (USD 6,2 mds) mais les investissements de portefeuille font leur retour et les dépôts des résidents sont restés soutenus (USD 37,2 mds). Surtout, le poste « erreurs et omissions » contribue bien moins à l'équilibre de la balance des paiements qu'en 2022. Au total, les réserves internationales se sont consolidées pour atteindre USD 122,2 mds fin septembre (dont USD 74 mds en réserves de change) contre USD 97 mds fin mai.

Les réserves internationales nettes au sens du FMI n'atteignent que USD 20 mds. Si on tient compte des positions nettes de change hors bilan de la CbT (principalement celle des *swaps* de change avec les banques commerciales), les réserves nettes sont négatives à hauteur de USD 54 mds. Les médias se focalisent sur ces réserves nettes plus que sur les réserves brutes, ce qui est très discutable. En effet, d'une part, les lignes de *swap* de la CbT avec les autres banques centrales (soit l'équivalent de USD 23,1 mds) sont *a priori* des ressources stables (à l'instar des dépôts des pays du golf auprès de la CbT), et, d'autre part, les contreparties de la position de change (débitrice) de la CbT



sont les banques commerciales locales (USD 126 mds quand on additionne les dépôts en devises des banques et les swaps de change). Par le passé, le secteur bancaire équilibrait sa position bilancielle de change, par nature débitrice, avec les investisseurs étrangers. La vulnérabilité du système bancaire (CbT + banques commerciales) au choc de change était, de ce fait, plus grande.

La dédollarisation de l'économie turque est nécessaire à la stabilité financière. Jusqu'à présent, l'État avait incité les ménages et les entreprises à transférer leurs dépôts en devises mais aussi en livres vers des comptes en TRL qui leur garantissaient une protection contre la dépréciation du taux de change (fx-protection deposit scheme connu sous l'acronyme turc KKM). Les dépôts KKM représentent actuellement l'équivalent de USD 123 mds, ce qui permet d'afficher un taux « officiel » de dollarisation des dépôts de 41% (mais 65% quand on réintègre ces dépôts KKM). Ce système représente un coût potentiellement important pour l'État, évalué à 3 points de PIB au taux de change actuel. L'objectif pour les autorités est d'inciter les détenteurs de comptes KKM de les fermer pour les transférer vers des comptes classiques en livres³. La hausse des taux d'intérêt sur les dépôts devrait favoriser ce transfert. Même si l'État a financièrement intérêt a priori à ce que les transferts se fassent rapidement, le risque existe d'une redollarisation des dépôts, et donc des pressions sur les réserves de change, si l'inflation reste élevée et le taux de change continue de se déprécier. Là encore, le succès repose sur la stratégie de désinflation menée avec le soutien des banques.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

³ Il y a deux types de comptes KKM, les comptes alimentés à l'origine par des dépôts en livres (20% du total) et ceux alimentés par des dépôts en devises (80%). Le gouvernement a un objectif de réduction de 50% des premiers mais seulement de 10% des seconds.



QUELQUES DÉFIS POUR LE FUTUR GOUVERNEMENT

Le gouvernement actuel brigue un troisième mandat aux élections législatives du 15 octobre prochain. Quelle qu'en soit l'issue, le futur gouvernement sera confronté à trois défis majeurs sur le plan économique : un ralentissement marqué de la croissance, une dégradation du déficit budgétaire et une hausse du risque de crédit. Toutefois, cette montée des risques ne constitue pas un réel motif d'inquiétude. Des garde-fous à la hausse de la dette publique existent. Le pays dispose aussi de liquidités extérieures confortables et le secteur bancaire est solide. Le reflux de l'inflation a facilité le changement de cap en matière de politique monétaire mais cela semble prématuré compte tenu des pressions salariales élevées.

AFFAIBLISSEMENT DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE EN 2023

La croissance polonaise a été très erratique de la mi-2022 à la mi-2023. La tendance, néanmoins, a été à un fort ralentissement puis une entrée au récession début 2023. En glissement sur un an, le PIB est ainsi passé de 6 % au T2 2022 à -1,5 % au T2 2023.

Cette année, l'activité économique pâtit de l'affaiblissement de la demande intérieure et extérieure, l'acquis de croissance au T2 étant négatif de -1,3 %. Les exportations ont été moins dynamiques au cours des derniers mois et la situation ne va guère s'améliorer compte tenu du ralentissement de l'économie allemande. L'investissement privé sera affecté par une demande extérieure en berne et un report probable de projets d'investissement face aux incertitudes électorales. À cela s'ajoutent le renchérissement et le resserrement des conditions de crédit, qui pénalisent à la fois l'investissement et la consommation des ménages.

En revanche, depuis peu la confiance des ménages s'améliore. Cela plaide *a priori* pour un rebond de la consommation au second semestre 2023 malgré une inflation encore forte. À partir de 2024, nous anticipons des perspectives de croissance plus élevées à mesure que les chocs se dissiperont. Le redressement attendu de l'économie de la zone euro, le reflux de l'inflation, le retour du salaire réel en territoire positif, la hausse prévue du salaire minimum en 2024 (+19 % en 1 an) et la revalorisation de l'allocation pour enfant (+60 % en 2024) sont autant de facteurs qui contribuent à redynamiser l'économie. De surcroît, l'assouplissement monétaire viendrait en soutien au marché du crédit. Enfin, l'investissement public devrait bénéficier d'un éventuel déblocage de fonds européens d'ici 2024/2025.

CHANGEMENT DE CAP PRÉMATURÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Pologne s'est engagée dans un cycle d'assouplissement monétaire en septembre dernier avec une réduction du taux directeur de 75 points de base, à 6,00%. De nouvelles baisses de taux sont à prévoir dans les prochains mois.

L'action de la banque centrale a surpris les marchés. Elle s'interprète comme un signal fort concernant la nouvelle direction de la politique monétaire. L'action des autorités monétaires tient probablement compte du taux d'intérêt réel qui n'est pas loin de basculer en territoire positif. Néanmoins, l'ampleur de la baisse du taux directeur semble, à ce stade, prématurée car l'inflation se maintient à des niveaux élevés (8,2 % en g.a. en septembre), même si elle a reflué ces derniers mois. D'un côté, la réduction de 12 % des prix de l'électricité, effective depuis le 19 septembre avec un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2023, devrait accentuer le désinflation. En revanche, l'impact potentiel de El Niño et la remontée significative des prix du pétrole depuis juin (proche de

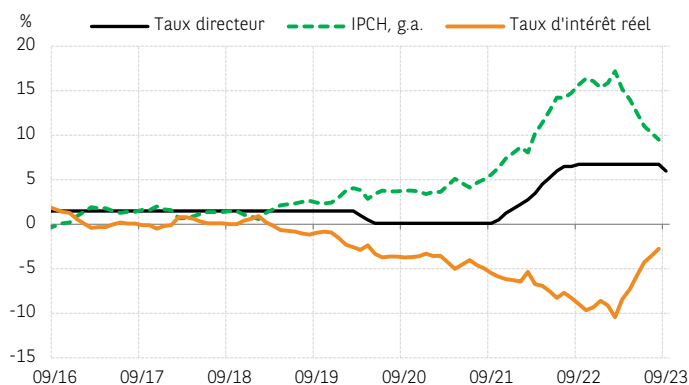
	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-2,0	6,9	5,5	0,0	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	5,2	14,4	11,8	6,3
Solde budgétaire, % du PIB	-6,9	-1,8	-3,7	-5,2	-4,7
Dette publique, % du PIB	57,1	53,8	48,3	48,4	48,9
Solde courant, % du PIB	2,4	-1,3	-2,4	-0,1	-0,6
Dette externe, % du PIB	60,7	56,4	53,0	48,8	45,6
Réserves de change, mds EUR	125,6	146,6	156,5	169,0	174,0
Réserves de change, en mois d'imports	6,6	6,1	5,2	5,9	5,8

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

POLOGNE : TAUX DIRECTEUR, TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BANQUE CENTRALE DE POLOGNE, BNP PARIBAS

USD 100 le baril) vont jouer en sens inverse. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente ne devrait pas baisser rapidement en raison de fortes pressions salariales. Les salaires dans l'industrie enregistrent toujours une progression à deux chiffres même si elle est légèrement plus faible (+10,4 % en g.a. en juillet, +11,9 % juin, +12,2 % mai). Selon les prévisions de la banque centrale, l'inflation ne reviendrait pas à la zone cible de 1,5 %-3,5 % avant 2025.

LE RISQUE DE CRÉDIT A AUGMENTÉ MAIS RESTE GÉRABLE

Les comptes des ménages se sont nettement dégradés depuis 2022 avec l'alourdissement de la charge d'intérêts dans leur budget.



En Pologne, les crédits sont essentiellement contractés à taux variable. Or, le taux hypothécaire à plus de 5 ans est passé de 2,4 % en moyenne en 2021 à 5,2 % en 2022, puis à 6,8 % au S1 2023.

Les mesures gouvernementales destinées à soutenir les ménages devraient apporter un certain répit. En juillet 2022, le gouvernement polonais avait introduit un moratoire sur les crédits hypothécaires en zlotys. Les ménages pouvaient ainsi suspendre leurs remboursements sans aucun frais pendant quatre échéances en 2022 et quatre autres en 2023. Une extension de cette mesure en 2024 figure parmi les promesses électorales. Par ailleurs, les primo-accédants de moins de 45 ans bénéficient d'un nouveau programme depuis juillet dernier. Selon ce dispositif, une famille peut contracter un emprunt à un taux fixe de 2 % pendant 10 ans pour un montant de PLN 600 000 (i.e. environ EUR 130 000). La politique monétaire est, elle aussi, mise à contribution. Le cycle d'assouplissement devrait se repercuter sur les taux hypothécaires et alléger le poids du remboursement de crédits.

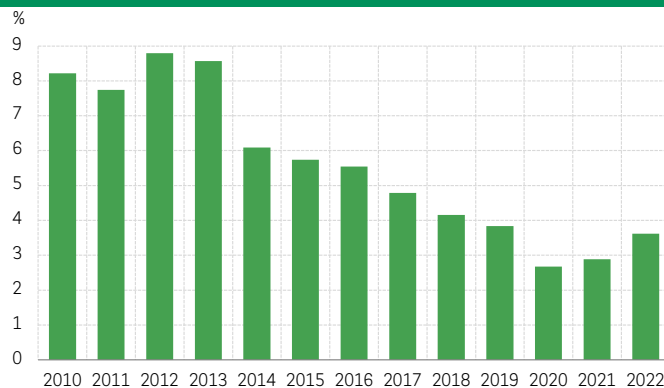
Autre point marquant, le dossier des prêts hypothécaires libellés en franc suisse (CHF) reste ouvert malgré un long processus de désendettement. Ces prêts immobiliers représentaient 7,2 % du total en juillet 2023 contre 51,2 % en 2011. Le dernier développement en date est la décision de la Cour européenne de justice de juin 2023, sur les frais bancaires liés à ce type de prêts en CHF, qui induit un coût supplémentaire pour les banques (estimé à PLN 100 mds, soit EUR 21,6 mds, par les autorités).

Le système bancaire polonais reste bien capitalisé avec un ratio de fonds propres de 17,3 % en moyenne au T1 2023. La crise du Covid-19 a eu peu d'impact sur le ratio de créances douteuses qui se maintient à 2,4 % depuis 2021. Le moratoire pourrait éventuellement conduire à une hausse de ce ratio une fois les prêts arrivés à expiration. Toutefois, le risque de crédit reste modéré à l'heure actuelle compte tenu des nombreuses mesures visant à soutenir les ménages. De même, la hausse du coût du risque a probablement été déjà provisionnée par les banques, qui sont par ailleurs bien capitalisées.

LE DÉFICIT BUDGÉTAIRE SE DÉGRADE MAIS LA DETTE EST SOUTENABLE

Le gouvernement anticipe un déficit budgétaire proche de 5 % du PIB en 2023 et de 4,5 % en 2024, bien plus que l'objectif de 3 % défini par les critères de Maastricht. Plusieurs facteurs vont en effet peser sur les comptes publics à court terme. En premier lieu les dépenses militaires vont fortement augmenter dans les années à venir en raison du plan de modernisation de l'armée. Ce poste de dépenses atteindrait probablement 4 % du PIB en 2023 et en 2024, un record parmi les pays de l'Union européenne, et il se maintiendrait autour de 2-3% au cours des années suivantes. En deuxième lieu, la charge d'intérêts s'est alourdie avec la remontée du taux des obligations d'État depuis 2022. Les charges d'intérêts de la dette rapportées aux recettes de l'État s'élevaient à 4,1 % au S1 2023 (après 3,6 % en 2022 et 2,8 % en 2021). Enfin, des mesures liées au choc énergétique, la hausse des dépenses sociales (+60 % en 2024 pour les allocations pour enfants, revalorisation des salaires des fonctionnaires, gratuité des dépenses de santé pour les personnes âgées), ainsi qu'une baisse attendue des recettes induite par le ralentissement de la croissance vont significativement affecter le budget. Les besoins de financement vont aussi augmenter dans les deux prochaines années : plus de 90 % des PLN 290 mds estimés en 2023 ont déjà été financés. En 2024, ils vont probablement atteindre PLN 400 mds, dont environ PLN 200 mds de remboursements de dette venant à échéance. Cela implique que le gouvernement recoure davantage à un financement externe.

POLOGNE : CHARGES D'INTÉRÊTS DE L'ÉTAT AUX RECETTES FISCALES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

Ainsi, le ratio de dette publique rapportée au PIB va inévitablement augmenter à moyen terme même s'il restera probablement en dessous des 60%.

Pour autant, les finances publiques ne constituent pas un motif d'inquiétude. Le profil de la dette est solide car la majorité a été contractée à taux fixe et elle est surtout composée d'une maturité de 5 ans en moyenne. De même, la discipline budgétaire est reflétée dans la constitution du pays qui prévoit que la dette publique ne dépasse pas 60 % du PIB. En outre, la Pologne doit se conformer au pacte de stabilité et de croissance dans le cadre de ses engagements pris auprès de l'Union européenne. La clause dérogatoire du cadre budgétaire, activé par l'UE pendant la pandémie, ne sera plus en vigueur à partir de 2024. Des mesures de consolidation devront donc être mises en place rapidement.

La dette du gouvernement reste soutenable selon les scénarios du FMI (central et dégradé). Des mesures visant à augmenter les recettes ou à contenir certains postes de dépense seront nécessaires à moyen/long terme pour préserver les comptes publics en cas de choc futur.

LE SOLDE COURANT S'AMÉLIORE

La balance courante est redevenue largement excédentaire, à EUR 6,7 mds en cumul sur les sept premiers mois de l'année, après un déficit de EUR 15,7 mds en 2022 (2,4 % du PIB). Cette année, le solde courant de la Pologne devrait nettement s'améliorer en raison de l'allègement de la facture énergétique et de la baisse attendue de la demande intérieure. Néanmoins, ce mieux est sans doute temporaire. L'augmentation prévue des dépenses militaires et des plans d'investissement majeurs dans les années à venir vont accroître les importations à court terme, et sans doute faire basculer les comptes extérieurs de nouveau dans le rouge en 2024 et 2025.

Concernant le taux de change, la tendance était plutôt à l'appréciation sur les huit premiers mois de l'année grâce à l'amélioration du solde courant et au dynamisme des entrées de capitaux. Le virage de la politique monétaire a entraîné une récente dépréciation du zloty (de 5,6% et de 3,4% vis-à-vis respectivement du dollar et de l'euro depuis début septembre). À court terme, le zloty subira probablement des pressions à la baisse en raison de l'assouplissement monétaire.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMBRES PERSPECTIVES

La gestion égyptienne des comptes extérieurs, qui consiste à gagner du temps grâce à des soutiens extérieurs entre deux réajustements drastiques du taux de change, atteint ses limites. La persistance d'un important besoin de financement, en raison notamment des échéances de la dette extérieure, et des créanciers internationaux (pays du Golfe et FMI) qui conditionnent leur soutien à des réformes douloureuses et politiquement coûteuses ont conduit l'économie égyptienne à une impasse. La position extérieure nette des banques se détériore à un rythme alarmant. Les restrictions sur les opérations en devises se multiplient, avec des conséquences négatives sur l'activité dans un pays très dépendant des importations. La banque centrale est encore en mesure de faire face aux échéances extérieures à très court terme, mais tout nouveau report d'un accord avec le FMI réduit cette possibilité au-delà.

ACCUMULATION DE MAUVAISES NOUVELLES

Affectée par une crise de la balance des paiements depuis plusieurs mois, l'économie égyptienne enregistre une série de mauvaises nouvelles : le report à une date indéterminée de la première revue du programme de soutien financier du FMI (indispensable à la poursuite du déblocage des fonds), la dégradation de la note souveraine en devise par l'agence de notation Moody's, les perspectives d'une sortie des actifs financiers égyptiens de certains indices internationaux et, enfin, la soudaine reprise des tensions politiques dans la région.

L'accord avec le FMI a été conclu en décembre 2022 pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine sur les comptes extérieurs égyptiens : la sortie de capitaux (environ USD 20 mds en S1 2022) et la hausse du coût des importations de matières premières. Conditionné à une série de réformes macroéconomiques (principalement la poursuite de l'assainissement budgétaire, la privatisation d'actifs publics et la flexibilisation du régime de change), le prêt de USD 3 mds du FMI doit déclencher d'autres financements de la part de créanciers multilatéraux, le retour des investisseurs étrangers sur le marché de la dette en monnaie locale du gouvernement, et celui des investissements directs étrangers. Après un report de la première revue du FMI, de mars à juin puis au cours du T3 2023, la poursuite du programme de soutien devra maintenant attendre au mieux la première moitié de l'année 2024.

DIFFICILES AJUSTEMENTS FACE AU MANQUE DE DEVISES

Le taux de change de la livre égyptienne n'est pas flexible et la banque centrale essaie de conserver un niveau de réserves de change en ligne avec les normes prudentielles du FMI (réserves en devises supérieures à 3 mois d'importations de biens et services). L'Égypte est très dépendante des importations (notamment alimentaires) et sa dette extérieure a doublé depuis 2016.

Dans ce contexte, le manque de devises se traduit par de multiples rationnements, le développement d'un marché des changes parallèle, une détérioration de la position extérieure nette du système bancaire et, en dernier recours, par une forte dépréciation du taux de change. La livre égyptienne s'est ainsi dépréciée de plus de 50% depuis début 2022, tandis que le taux de change sur le marché *offshore* à échéance un an atteint désormais plus de 50 EGP pour un USD, soit un écart supérieur à 50% par rapport au taux de change officiel.

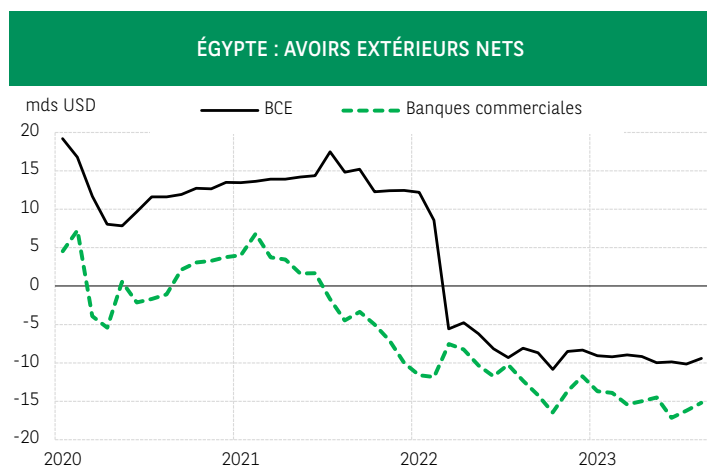
Actuellement, les réserves de changes officielles de la banque centrale sont relativement stables (USD 33 mds ou 4,6 mois d'importations de biens et services en août 2023). On peut y ajouter les réserves de niveau 2 (*a priori* destinées à faire face aux sorties de capitaux volatils) qui s'élèvent à USD 9,9 mds. Cependant, le maintien d'un niveau acceptable de réserves à la banque centrale se fait au prix d'une dégrada-

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,3	6,6	4,2	3,6	5,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,5	8,5	24,0	32,2	20,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,0	-5,8	-4,6	-10,7	-11,1
Dette du gouv. central, % du PIB	91	89	93	88	84
Solde courant, % du PIB	-4,4	-3,5	-1,2	-2,4	-2,6
Dette externe, % du PIB	35	33	40	38	36
Réserves de change, mds USD	41	33	35	39	40
Réserves de change, en mois d'imports	6,0	3,9	4,3	5,9	5,6

ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER JUILLET DE L'ANNÉE N AU 30 JUIN DE L'ANNÉE N+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'EGYPTE, BNP PARIBAS

tion régulière de la situation extérieure des banques commerciales. Les devises qu'elles ne peuvent pas se procurer auprès de la banque centrale leur sont fournies par des créanciers internationaux sous forme d'émissions obligataires en devises et de prêts bancaires. La dette extérieure nette du système bancaire a atteint environ USD 15,2 mds en août (4,1% du PIB), en léger repli par rapport à juin (USD 17,2 mds), mais elle reste à un niveau historiquement élevé. Par ailleurs, selon des estimations locales, les transactions en attente, liées à des importations de biens, s'élèvent à environ USD 6-9 mds.



Ces contraintes, qui affectent l'ensemble des importations à des degrés divers selon leur caractère prioritaire, freinent l'activité économique égyptienne. Enfin, autre indicateur de la gravité de la situation actuelle, la banque centrale est en train d'étendre à tout le système bancaire une interdiction des paiements en devises aux détenteurs d'une carte de paiement liée à un compte en livres égyptiennes.

HAUSSE DES TENSIONS SUR LA DEVISE À COURT TERME

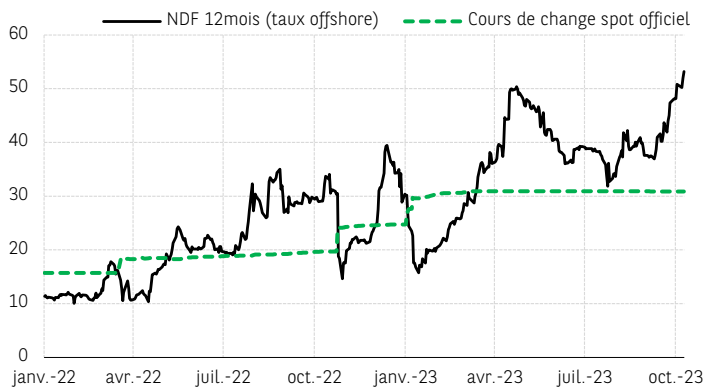
Le besoin de financement extérieur (déficit du compte courant et amortissement de la dette extérieure) est estimé à USD 22-30 mds par an pour les années budgétaires 2024 et 2025. Selon les estimations de la banque centrale, l'amortissement de la dette extérieure due à des créanciers multilatéraux et celui des eurobonds s'élèvent à environ USD 7,6 mds durant le premier semestre 2024, tandis que plus de USD 8 mds de dette extérieure de court terme doivent être amortis au cours du premier trimestre 2024. Dans ce contexte, on peut parler d'un mur de dette pour début 2024, et tout report du soutien financier extérieur accroît d'autant les tensions sur la liquidité en devises. Les réserves de change de la banque centrale sont suffisantes pour faire face aux échéances de dette à court terme. Néanmoins, on peut s'attendre à une détérioration supplémentaire de la situation extérieure du système bancaire et à un élargissement de l'écart entre les taux de change officiel et *offshore* dans les mois à venir. La programmation des élections présidentielles au mois de décembre 2023 rend peu probable un ajustement du taux de change avant la fin de l'année 2023.

Par ailleurs, l'accès aux financements extérieurs privés s'est dégradé, notamment à la suite de la dégradation de la note souveraine par Moody's, qui a mécaniquement entraîné celle des principales banques commerciales du pays en raison du lien entre le secteur bancaire et le gouvernement. Les banques publiques détiennent environ la moitié de l'actif bancaire total, et les créances sur le gouvernement représentent environ 50% de l'actif total de l'ensemble des banques commerciales publiques et privées. L'accès du gouvernement au marché des capitaux internationaux s'est fermé depuis plusieurs mois étant donné le niveau des primes de risque (supérieures à 1 500 points de base), hormis pour des émissions d'un montant réduit (quelques centaines de millions de dollars US) et celles libellées en devises asiatiques.

UNE AMÉLIORATION TROMPEUSE DU COMPTE COURANT

Concernant les recettes du compte courant, les évolutions positives observées ces derniers mois ne suffisent pas à desserrer les contraintes pesant sur la liquidité en devises. En effet, l'amélioration résulte en grande partie des restrictions affectant les transactions en devises. Un excédent courant a été enregistré au dernier trimestre de l'année budgétaire 2023 (USD 0,6 md contre USD -3 mds un an auparavant). C'est la forte baisse des importations (-24% en g.a.), contraintes par le manque de devises disponibles, qui explique en grande partie cette amélioration. Les recettes touristiques et celles du Canal de Suez sont en forte hausse (respectivement +30% et +33% en g.a. au T4 de l'année budgétaire 2023), mais les transferts des expatriés (environ 30% des recettes courantes totales) baissent fortement (-38% au S1 2023 en g.a.) car ils utilisent des canaux non-officiels pour une partie de ces transferts. Il n'y a pas eu d'exportation de GNL durant les trois mois d'été en raison d'un pic de consommation saisonnier, d'une baisse de la production intérieure de gaz, et ce malgré une forte hausse des exportations israéliennes de gaz par rapport à 2022 (+50% en g.a. sur les 7 premiers mois de l'année). La soudaine réduction des exportations israéliennes (estimée à 20%) pour des raisons sécuritaires va encore réduire les perspectives d'exportation de GNL de l'Égypte pour une durée indéterminée. Par ailleurs, dans l'hypothèse d'un retour du surplus exportable de GNL dans les mois à venir, les prix sur le marché euro-

ÉGYPTE : EGP/USD, TAUX DE CHANGE OFFICIEL ET TAUX DE CHANGE ANTICIPÉ PAR LES MARCHÉS



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BANQUE CENTRALE D'EGYPTE, BLOOMBERG, BNP PARIBAS

péen ne seront vraisemblablement pas aussi élevés cet hiver qu'en 2022 en raison du niveau des stocks européens et d'exportations américaines en forte hausse.

UN CHEMIN DE SORTIE DE CRISE ÉTROIT

Le FMI conditionne son soutien principalement aux progrès réalisés dans la privatisation d'actifs publics et dans la flexibilisation du régime de change. Les privatisations déjà effectuées et en cours semblent relativement en ligne avec le FMI. Environ USD 2 mds de cession d'actifs ont été effectués pour l'année budgétaire 2023, tandis qu'environ USD 6 mds sont en cours ou programmés pour cette année. La question de la flexibilité du taux de change est beaucoup plus délicate, notamment en raison de ses conséquences sur l'inflation, mal endémique de l'économie égyptienne. La hausse des prix des biens de consommation a atteint un niveau record en septembre dernier (+38% en g.a.), tandis que l'inflation sous-jacente a atteint 40%.

Le difficile équilibrage des comptes extérieurs égyptiens et la nécessité de faire régulièrement appel à des soutiens extérieurs ne sont pas nouveaux, mais la situation actuelle se distingue de la crise de 2016 par l'attitude des créanciers internationaux devenus plus exigeants. La conditionnalité du FMI en matière de réformes macroéconomiques est assurément plus forte, notamment concernant le fonctionnement du marché des changes. De leur côté, les pays du Golfe ont modifié la nature de leur soutien. S'ils ont continué d'effectuer des dépôts gouvernementaux auprès de la banque centrale d'Égypte en 2022, les fonds souverains cherchent désormais à optimiser leur investissement. On constate ainsi un soutien sous forme de prises de participation dans le capital d'entreprises cotées et dans les privatisations, mais à un prix qui leur convient, notamment en prenant en compte le risque de change.

Si un accord avec le FMI intervenait début 2024, nous estimons que l'Égypte saura éviter la crise de balance des paiements à court terme. Cependant, à moyen terme la vulnérabilité de la balance des paiements persistera. D'une part, l'Égypte verra à nouveau sa dette extérieure augmenter, bien qu'à des conditions concessionnelles. D'autre part, le problème de la compétitivité économique du pays reste entier. Les exportations de biens non-liés aux hydrocarbures restent concentrées dans des secteurs à faible valeur ajoutée, et les investissements directs étrangers en dehors du secteur des hydrocarbures sont faibles.

Pascal DEVAUX pascal.devaux@bnpparibas.com

PARTI POUR DÉFIER LES ATTENTES

La conjoncture économique brésilienne multiplie les bonnes surprises. La croissance et l'emploi résistent bien, l'inflation sous-jacente reflue, les excédents commerciaux battent des records et la monnaie tient bon malgré la remontée du dollar. Dans ce contexte, la banque centrale a amorcé, en août, le desserrement de sa politique monétaire. Ces performances conjuguées à la relance des politiques sociales ont permis à la cote de popularité de Lula de se redresser. À la quête de nouveaux relais de croissance pour réduire les inégalités et accélérer la transition énergétique, le Président a dévoilé le troisième volet de son Pacte d'accélération de la croissance (Novo PAC). Son financement pose toutefois question au vu du nouveau cadre budgétaire. Pour gagner des marges de manœuvre au Congrès et faire voter ses réformes (en particulier la très attendue réforme fiscale), la coalition au pouvoir s'est élargie à la droite.

CONJONCTURE : DE BONNES SURPRISES

Au S1 2023, la croissance et l'emploi ont finalement mieux résisté que prévu à la lutte contre l'inflation engagée par la banque centrale (BCB) depuis mars 2021 (douze hausses consécutives et un taux SELIC plafonnant à 13,75% depuis août 2022).

Après des récoltes exceptionnelles au T1 (facteurs climatiques favorables, hausse des surfaces cultivables et des gains de productivité), l'activité a de nouveau surpris à la hausse au T2 en progressant de 0,9% t/t (3,4% en g.a.), tandis que le taux de chômage a continué de refluer (baisse d'un point entre mars et août pour s'établir à 7,8%, un plus bas depuis 2015). Contrairement au T1, c'est la demande intérieure qui a tiré la croissance au T2 sous l'effet des mesures destinées à protéger le revenu disponible des ménages. La croissance a aussi été soutenue par les dépenses publiques et la reprise du tourisme¹.

Côté offre, les performances sont plus hétérogènes. Les services résistent tandis que le secteur manufacturier est plus à la peine. Dans l'élevage et l'extraction de matières premières, plusieurs secteurs devraient enregistrer des volumes de production record cette année (pétrole² et gaz, soja, maïs, blé, viande). Le dynamisme de ces secteurs a permis de dégager des excédents commerciaux inédits au cours des huit premiers mois de l'année (USD 73 mds) et une baisse du déficit courant³. Ce dernier reste bien couvert par les flux nets d'IDE malgré la diminution des entrées de capitaux étrangers⁴. Le remboursement de lignes de crédit en devises accordées en 2022 par la BCB et l'absence d'intervention sur le marché des changes ont, dans le même temps, permis un renforcement des réserves officielles de change (+USD 20 mds depuis fin 2022 pour atteindre USD 340 mds fin septembre).

Au T3, l'activité a montré des signes d'essoufflement malgré une bonne entame du trimestre (hausse en juillet de l'indicateur d'activité IBC-BR de la banque centrale, expansion du PMI composite en août). La confiance des entreprises a rebondi en août (sur fond d'une première baisse des taux de la BCB). Elle reste cependant très fébrile dans l'industrie qui fait face à la fin des allègements fiscaux dans le secteur automobile, à la contraction des marges dans l'industrie manufacturière et à des coûts de financement réels toujours élevés. À court terme, l'investissement ne devrait pas se redresser ; les enquêtes sectorielles font état de stocks de machines et équipements importants et le crédit (non affecté) aux entreprises continue de ralentir depuis mai. Le ralentissement de l'activité est aussi plus marqué depuis septembre (contraction du PMI composite, décélération des créations d'emplois).

¹ Le pays a reçu presque autant de visiteurs qu'au cours des 6 premiers mois de l'année (3,2 mn) que sur l'ensemble de l'année 2022 (3,6 mn), d'après Embratur.
² La baisse de la production décidée par la Russie et l'Arabie saoudite au cours de la période estivale a été en partie compensée par des producteurs (hors OPEP+) tels que le Brésil, les États-Unis, la Norvège et la Guyane. En juillet, le Brésil produisait 3,51 mn de barils / jour + 18,6% en glissement annuel.
³ 32,21% du PIB en cumul sur 12 mois en août contre 2,9% du PIB fin 2022.
⁴ De janvier à août 2023, les flux des non-résidents s'établissaient à (1) USD 38 mds d'entrées nettes pour les IDE (contre USD 56 mds sur la même période en 2022) ; (2) 7,5 mds d'entrées nettes pour les investissements de portefeuille (vs. sorties nettes de USD 7,3 mds sur la même période en 2022) ; (3) USD 15,2 mds d'entrées nettes pour les autres investissements (contre 25,2 mds sur la même période en 2022).

PRÉVISIONS

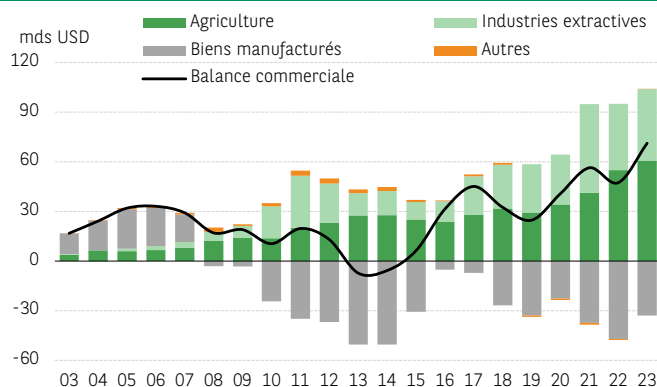
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,3	5	2,9	3,1	1,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,2	8,3	9,3	4,7	4,2
Solde budgétaire, % du PIB	-13,3	-4,3	-4,6	-7,6	-6,9
Dette publique, % du PIB	86,9	78,3	72,9	75,6	77,6
Solde courant, % du PIB	-1,9	-2,8	-2,9	-2	-1,7
Dette externe, % du PIB	44	42	39	41	43
Réserves de change, mds USD	356	362	324	341	338
Réserves de change, en mois d'imports	18,5	14,2	10,4	15,5	14,7

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

BRÉSIL : BALANCE COMMERCIALE PAR CATÉGORIE (SOMME CUMULÉE JAN.-SEPT.)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SECEX, BNP PARIBAS

Au S2, le secteur primaire devrait contribuer négativement à la croissance, l'essentiel des récoltes ayant surtout eu lieu au T1.

La désinflation actuellement à l'œuvre au sein de l'économie n'est pas visible dans le taux d'inflation d'ensemble (4,6% en g.a. en août contre 3,2% en juin) en raison du rétablissement des taxes fédérales sur le prix

des carburants. La variation mensuelle de l'indice IPCA montre toutefois une baisse des prix notamment dans les transports et les biens ménagers. L'évolution favorable de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), la décélération anticipée de la croissance dans les mois à venir et la détente des anticipations d'inflation ont amené la banque centrale à procéder depuis août à deux baisses de 50 pb du taux SELIC (et à annoncer des baisses de même ampleur dans les mois à venir). La BCB alerte toutefois sur les risques (a) internes (l'économie croît à un rythme annualisé deux fois supérieur au potentiel de croissance, risques latents de dérapage budgétaire/extra-budgétaire) et (b) externes (effets du phénomène climatique *El Niño*, hausse plus persistante du prix du pétrole, hausse du dollar et des taux longs américains, inquiétudes renouvelées sur le marché immobilier chinois). Les baisses successives du SELIC auront finalement moins fragilisé le real que la remontée du dollar. La monnaie a perdu 10% de sa valeur contre le USD depuis août, mais elle affiche des gains de 5% depuis janvier.

NOUVEAU MANDAT MAIS VIEILLES RECETTES

La cote de popularité de Lula se redresse (elle a grimpé à 60% selon un sondage Genial/Quaest à la mi-août contre 52% en avril). Le Président profite non seulement d'une conjoncture économique favorable (deux points de plus de croissance attendus sur l'année, baisse du chômage) mais aussi d'avancées sociales importantes et d'autres mesures de soutien au pouvoir d'achat.

Le redéploiement, au cours de l'été, de programmes phares – *Minha Casa/Minha Vida* (logements), *Brasil sin Fome* (action contre la faim, anciennement *Fome zero*), *Luz para Todos* (électricité en zone rurale) – conjugué à la hausse des transferts sociaux (*Bolsa familia*), à la renégociation des dettes des ménages à faibles revenus (*Desenrola Brasil*)⁵ ainsi qu'à la revalorisation du salaire minimum, des bourses d'études et des salaires des fonctionnaires a dopé la confiance des ménages. En septembre 2023, elle a atteint son plus haut niveau depuis février 2014.

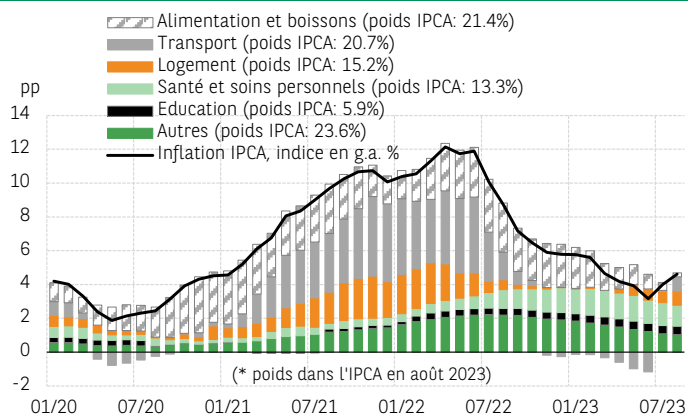
La hausse historique du volume de crédits subventionnés (+27% en g.a.), dans le cadre du programme annuel de financement du secteur agricole (*Plano Safra*), et le lancement d'un programme spécifique à l'agriculture familiale lui ont aussi attiré la sympathie des petits et moyens agriculteurs habituellement plus proches du courant Bolsonariste.

À la recherche de nouveaux relais de croissance pour corriger les inégalités sociales et accélérer la transition énergétique, Lula a lancé le troisième volet de la PAC (programme de grands travaux sur lequel Lula et Dilma Rousseff s'étaient déjà appuyés entre 2007-2016). Le gouvernement a annoncé en août son intention d'investir BRL 371 mds (USD 72 mds) sur quatre ans. D'ici à la fin du mandat de Lula (2026), le programme (qui comprend également les dépenses d'entreprises publiques et des investissements privés) prévoit, au total, BRL 1400 mds d'investissements, soit environ 14% du PIB. Les plus gros montants iront au bâtiment (logements sociaux, écoles, hôpitaux etc.), à l'énergie (notamment renouvelable) et aux transports. Le gouvernement projette de générer 2,5 millions d'emplois directs et 1,5 million d'emplois indirects.

COMMENT FINANCER LE NOVO PAC?

PAC 1 et PAC 2 avaient connu des résultats mitigés, faute de financement et en raison de problèmes de gouvernance. *Novo PAC* (i.e. PAC 3) connaîtra-t-il le même sort ? Actuellement, la part à financer incom-

BRÉSIL : DÉCOMPOSITION DE L'INDICE D'INFLATION IPCA PAR PRINCIPAUX POSTES*



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, IBGE, BNP PARIBAS

bant au gouvernement fédéral est apparue largement au-dessus des contraintes du nouveau cadre budgétaire entériné par le Congrès fin août. Celui-ci prévoit en effet un plancher pour les investissements publics fédéraux (fixé à 0,7% du PIB, soit BRL 70 mds en 2023). En supposant que le gouvernement remplisse ses objectifs de résultat primaire, le cadre budgétaire permettrait ainsi d'engager au minimum BRL 280 mds de dépenses d'investissement au cours des 4 prochaines années (un plancher, en ne supposant aucune revalorisation de l'inflation). Dans ce scénario, le déficit de financement fédéral de la PAC pourrait être de l'ordre de BRL 90 mds (ce déficit tomberait à BRL 70 mds en supposant une croissance nominale du PIB de 5% par an sur la période). Pour que le gouvernement puisse dynamiser davantage l'investissement public, il devra au préalable dégager des résultats primaires excédentaires, selon la nouvelle règle budgétaire. Cela paraît peu probable, du moins à court terme : en 2024, un ajustement d'au moins un point de PIB du résultat primaire serait nécessaire pour satisfaire l'objectif de résultat nul (et si l'objectif n'est pas atteint avec une tolérance de 0,25 point de PIB, des dépenses discrétionnaires, tels que les investissements publics, seraient bloquées jusqu'à ce que des mesures correctives soient prises). À cet effet, le gouvernement ne pourra pas s'appuyer sur la réforme fiscale actuellement à l'étude au Sénat qui n'a pas vocation à accroître les recettes *stricto sensu*⁶. Le ministère des Finances a donc dû s'en remettre à un nouveau plan de hausse des recettes (estimé à BRL 168 mds, 1,5% du PIB) visant, outre la création de nouvelles taxes, à mettre fin à certaines exonérations et déductions fiscales (e.g. dividendes). Il prévoit aussi une réforme de l'impôt sur le revenu. Le parcours s'annonce semé d'embûches et pourrait se solder par une révision de l'objectif de résultat primaire. Pour autant, depuis l'été, Lula est en meilleure posture pour dégager la majorité nécessaire au vote de ses réformes : il a débloqué d'importantes subventions parlementaires, cédé la direction de la banque publique Caixa Economica – un acteur majeur du crédit immobilier – à des alliés du président du Parlement et formé une alliance avec des partis conservateurs qui a donné lieu au premier remaniement ministériel de son mandat. Le gouvernement compte désormais 38 ministères issus de 11 partis politiques, un record.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com

⁵La pandémie de coronavirus (Covid-19) et la forte inflation ont réduit les budgets des ménages et conduit près de 72 millions de Brésiliens à ne plus pouvoir acheter à crédit.

⁶Même si le projet de loi prévoit la création d'une taxe sélective (IS) pour les produits qui nuisent à la santé des ménages et à l'environnement, la réforme n'a pas vocation à accroître la charge fiscale du pays (environ 33,5% du PIB) mais entend surtout simplifier le code fiscal afin d'abaisser d'importants coûts de mise en conformité – obstacle à la compétitivité des produits brésiliens et un frein important à l'investissement. La réforme, si elle est approuvée, ne prendrait effet qu'à partir de 2026 et prévoit une période de transition de 8 ans.

MEXIQUE

ANNÉE ÉLECTORALE EN VUE

L'activité mexicaine devrait ralentir dans les trimestres à venir sous l'effet conjugué du ralentissement de l'économie américaine et de taux d'intérêt toujours élevés. Au-delà de 2024, la croissance pourrait être soutenue par un nouveau moteur, le *nearshoring*, dont les effets commencent à se traduire dans les données d'exportation et d'investissement. La prochaine administration, qui sera élue en juin 2024, aura donc pour défi de mettre en place les réformes structurelles nécessaires pour profiter pleinement de cette nouvelle stratégie de délocalisation et maintenir le soutien financier à l'entreprise PEMEX, tout en limitant le dérapage des finances publiques.

RALENTISSEMENT EN 2024

La croissance mexicaine a surpris à la hausse au cours des deux premiers trimestres de 2023 (le PIB réel a progressé de 3,7% en g.a. au T1 et T2), soutenue par la résistance de l'économie américaine. De plus, la vigueur des transferts des travailleurs étrangers (en progression de plus de 9% en g.a. depuis le début 2023) ont permis de soutenir la consommation des ménages, en dépit d'une inflation toujours élevée (en baisse à 4,6% en g.a. en août après avoir atteint un plus haut à 8,7% en g.a. en septembre 2022). L'inflation sous-jacente (6,1% en g.a. en août) décélère également, mais plus lentement malgré une politique monétaire toujours restrictive. La banque centrale a maintenu son taux d'intérêt directeur inchangé à 11,25% depuis le mois de mars, et prévoit de le laisser à ce niveau dans les mois à venir en raison de « pressions inflationnistes persistantes ».

PROGRESSION DE L'INVESTISSEMENT GRÂCE AU NEARSHORING

Un autre moteur de la croissance pourrait avoir été sous-estimé au cours des derniers trimestres et soutenir la croissance à moyen/long terme : les effets liés au *nearshoring*, soit une re-localisation des activités de production et de commercialisation dans un pays proche géographiquement du pays d'origine de l'entreprise. À l'échelle mondiale, le phénomène a nettement accéléré en raison des perturbations et pénuries dans les chaînes de valeur consécutives à la période de Covid-19, puis à la guerre en Ukraine. Concernant les entreprises américaines, la re-localisation des chaînes de valeur dans les pays limitrophes est plus ancienne encore ; elle remonte au désengagement des États-Unis de l'Accord de partenariat transpacifique (TPP) en 2017 et au début des tensions commerciales avec la Chine, en 2018.

Peu visibles jusqu'à présent, les effets du *nearshoring* commencent à transparaître dans les données macroéconomiques.

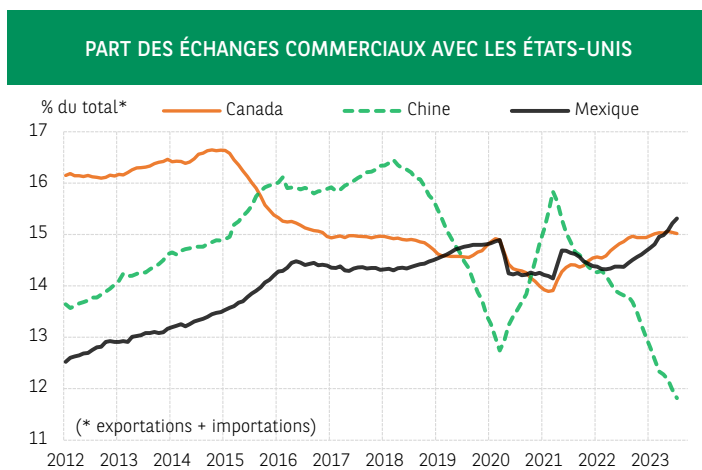
D'une part, depuis 2018 les parts du Mexique et du Canada dans les échanges commerciaux américains ont progressé, alors que celle de la Chine a nettement diminué (graphique 1). Depuis peu, le Mexique est même devenu le premier partenaire commercial des États-Unis devant le Canada. Plus précisément, le Mexique exporte vers les États-Unis des biens manufacturés (secteurs automobile et électronique essentiellement, mais aussi du matériel médical) et importe principalement de l'énergie (pour rappel, le Mexique est importateur net d'énergie depuis 2016).

D'autre part, le dynamisme très récent de l'investissement traduit les effets du *nearshoring* : l'investissement total reste relativement faible (autour de 19,5% du PIB) mais a très rapidement augmenté au cours des derniers mois (plus de 20% en moyenne et en g.a. sur les sept premiers mois de l'année d'après la série d'indices mensuels, alors que la

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-8,1	4,9	3,0	3,5	1,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	5,7	7,9	5,6	4,5
Solde budgétaire, % du PIB	-4,1	-3,8	-3,8	-3,3	-5,0
Dettes publiques, % du PIB	50,8	47,8	46,9	46,5	49,1
Solde courant, % du PIB	2,4	-0,4	-1,3	-0,4	-0,4
Dettes externes, % du PIB	55,5	47,5	42,9	34,8	35,2
Réserves de change, mds USD	195	202	194	207	217
Réserves de change, en mois d'imports	5,3	5,1	4,8	4,1	4,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : US CENSUS BUREAU, BNP PARIBAS

moyenne est de -0,3% en 2018-2022). L'investissement en machines et autres biens d'équipement importés a été particulièrement dynamique depuis le début de l'année 2023 (en progression de près de 25% en moyenne en g.a.). En juillet, l'investissement en machines et autres biens d'équipement importés était supérieur de 35% à son niveau d'avant la pandémie, contre seulement 5% pour l'investissement total. Les investissements directs étrangers (IDE) ont également progressé à un rythme soutenu au cours des derniers trimestres. Les « nouveaux » IDE ont progressé de près de 30% en 2022 pour atteindre plus de USD 18 mds, un niveau inédit depuis près de dix ans.



Sans surprise, les plus fortes progressions enregistrées proviennent des États-Unis et du Canada.

À très court terme, les effets du nearshoring ne compenseront qu'en partie ceux du ralentissement de l'économie américaine attendu en 2024. Bien que la production manufacturière ait fortement augmenté depuis 2021, le *nearshoring* ne peut pas tout expliquer. Les exportations et la production industrielle ont commencé à ralentir depuis le début de l'année. Au total, le PIB ne devrait pas progresser au-delà de 1,5% en 2024.

À plus longue échéance, l'économie mexicaine semble à une période charnière. Les effets du nearshoring devraient à terme permettre d'améliorer les perspectives de croissance. Mais les faiblesses de l'économie mexicaine demeurent : plusieurs années de sous-investissement (en infrastructures, éducation, énergie) ont lourdement pesé sur la croissance potentielle. Le manque d'engagement en matière de transition énergétique pourrait également empêcher le pays de profiter à plein des opportunités représentées par le *nearshoring*.

Enfin, les relations avec les États-Unis et les politiques économique et fiscale (concernant notamment la réforme du secteur de l'énergie) au cours du prochain mandat (la prochaine élection générale est prévue pour juin 2024¹) seront déterminantes.

STRATÉGIE FISCALE ET ÉLECTORALE

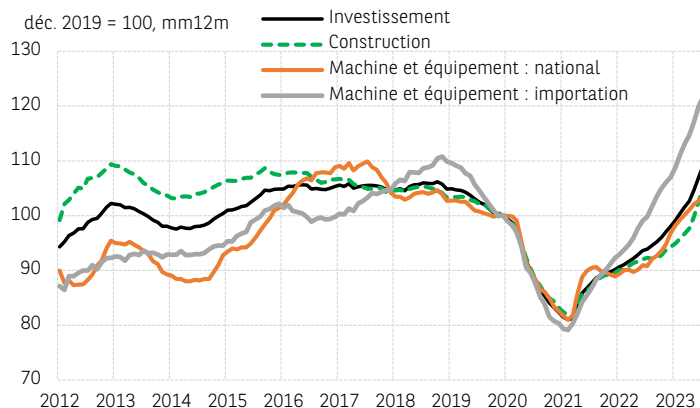
Mi-septembre, l'actuel gouvernement a présenté son dernier budget. Comme c'est souvent le cas au Mexique au cours des années électorales, celui-ci se révèle expansionniste, laissant une large part à l'augmentation des dépenses publiques. Cela confirme l'ambition de l'actuel président, Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO), qui ne pourra pas se représenter, de maintenir son parti (Morena) au pouvoir au cours du prochain mandat présidentiel.

Concrètement, la proposition de budget prévoit un déficit moins important pour 2023 (à 3,3% du PIB alors que les estimations initiales tablaient sur 3,5% du PIB), mais une augmentation significative pour 2024, à 4,9% du PIB. Le gouvernement s'attend à une légère baisse des revenus, à 21,3% du PIB en 2024 (l'estimation pour 2023 est de 21,7% du PIB), du fait de recettes moindres tirées des revenus pétroliers. L'augmentation du déficit tient surtout à l'augmentation des dépenses publiques : outre l'augmentation de la charge d'intérêts, les priorités sont identiques à celles des précédents budgets (au moins depuis le début de la présidence AMLO, en 2018) : augmentation sensible des « dépenses sociales » (près de +8% par rapport au budget 2023), et en particulier des pensions de retraite (+30%), conformément à l'argument électoral central du parti Morena. Enfin, en dépit de multiples annonces gouvernementales, les dépenses en infrastructures devraient légèrement diminuer (estimées à 2,6% du PIB en 2024, après 2,8% en 2023). Les projets clés du gouvernement (notamment les deux projets ferroviaires, le train Maya et le Corridor interocéanique de l'isthme de Tehuantepec) verront cependant leur allocation augmenter.

Notre estimation de déficit est proche de celle des autorités : les hypothèses optimistes retenues par le gouvernement (une croissance du PIB pour 2024 dans la fourchette 2,5%-3,5%, une inflation de 3,8%, une production pétrolière estimée à environ 2 millions de barils par jour) sont compensées par l'hypothèse conservatrice concernant le prix du pétrole (à USD 56,7 par baril pour le WTI en moyenne pour l'année, alors que les cours à terme se situent à USD 80).

¹ Lors de cette élection, seront élus un nouveau président, pour un mandat de 6 ans non renouvelable, et l'ensemble des membres du Congrès, soit 128 sénateurs pour une durée de 6 ans ainsi que 500 députés, pour une durée de trois ans.

MEXIQUE : INDICE D'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INEGI, BNP PARIBAS

SOUTIEN EXPLICITE À PEMEX

Pour la première fois, le budget détaille également le soutien envisagé pour l'entreprise de production et d'exploitation pétrolière PEMEX. Jusqu'ici, celui-ci était réalisé au coup par coup, et le budget évoluait au fil de l'année pour prendre en compte les versements effectués. Cette fois-ci, la proposition de budget indique que, d'une part, les *royalties* reversées par l'entreprise au gouvernement ne représenteront plus que 35% des revenus (contre 40% jusqu'à présent, et 65% au moment de l'arrivée au pouvoir de l'administration AMLO), soit une perte de revenus estimée à USD 2,5 mds, et que, d'autre part, les transferts directs s'élèveront à près de USD 8,25 mds. Enfin, le gouvernement a déjà signalé que des versements supplémentaires pourraient avoir lieu si cela était nécessaire. D'après les estimations de Fitch, les échéances pour 2024 s'élèvent à plus de USD 11 mds, de nouveaux versements sont donc très probables.

Le soutien gouvernemental régulier au cours des dernières années a permis de réduire significativement la dette publique contingente liée à PEMEX. Celle-ci est aujourd'hui évaluée à 6% du PIB (alors qu'elle représentait près de 10% du PIB en 2020). D'après les déclarations des différents partis, à ce jour, le soutien à PEMEX ne devrait pas être remis en cause par le prochain gouvernement.

D'après les estimations officielles, la dette publique augmenterait pour atteindre 48,8% du PIB en 2024 (après 46,5% en 2023). La première estimation portait la dette à 49,9% du PIB, mais le gouvernement a profité d'une baisse « technique » du ratio de dette sur PIB (comme tous les 5 ans, le PIB a été rebasé au cours de l'année 2023). Bien que la question de la soutenabilité de la dette ne se pose pas à court terme pour le Mexique, l'augmentation pérenne des dépenses sociales et les différés projets d'infrastructure entamés, laissés à la discrétion du prochain gouvernement, augmentent le risque souverain à moyen terme.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com

ARABIE SAOUDITE

DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE FAVORABLE

La période actuelle est très favorable à l'économie saoudienne : les revenus pétroliers sont élevés et de vastes programmes de réforme et d'investissement sont mis en place. Néanmoins, malgré de réels efforts de diversification, le pays demeure vulnérable aux aléas du marché pétrolier et à la politique de production de l'OPEP. Un rebond modéré de l'activité est prévu en 2024 après une légère récession cette année. La manne pétrolière reste déterminante pour le maintien des équilibres budgétaires et la mise en œuvre des investissements du programme Vision 2030. L'importance des besoins de financement et la faible attractivité du royaume vis-à-vis des investisseurs étrangers rendent toutefois nécessaire le recours massif à l'endettement et à la vente d'actifs publics. Cette transformation économique très gourmande en capitaux devra continuer malgré la vulnérabilité persistante à l'aléa pétrolier, que la transition énergétique pourrait accroître.

FORT RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ

En 2023, l'économie saoudienne est attendue en récession (-0,3%) en raison du recul du PIB pétrolier. Ce dernier, qui représente environ 40% du PIB total, devrait enregistrer sa plus forte baisse depuis plus d'une décennie (-7,5%). Dans le cadre de la politique de l'OPEP+ (pays membres de l'organisation et Russie), l'Arabie saoudite a décidé de réduire sa production au-delà de l'accord conclu avec le cartel. Avec une réduction à environ 9 mb/j jusqu'à la fin de l'année, la production annuelle devrait atteindre en moyenne 9,6 mb/j, soit une baisse de 0,9 mb/j par rapport à 2022.

L'activité hors hydrocarbures a accéléré depuis deux ans, tirée principalement par le secteur privé, qui a atteint 6,4% en 2022. Au premier semestre 2023, elle a légèrement ralenti mais est restée assez dynamique (5,6% en g.a.), notamment grâce aux secteurs du commerce de détail et de la restauration, et, dans une moindre mesure, à celui de la construction. À court terme, la consommation et l'investissement continueraient de soutenir la croissance mais à un rythme plus lent qu'en 2022. Ainsi, la progression de l'investissement a fortement ralenti au T2 (+2,4% en g.a. contre +18% au T1), tandis que celle de la consommation des ménages n'a que légèrement fléchi (+3,3% en g.a. contre 3,9% au T1).

La croissance du crédit au secteur privé (entreprises) et aux entreprises publiques ralentit mais reste soutenue (respectivement +11% et +21% en g.a. en août 2023). Par contre, le crédit aux ménages a amorcé une phase de repli (-0,4% en g.a. au T2 2023). Néanmoins, le niveau modéré de l'inflation (+2% en août 2023) et la poursuite de la baisse du chômage (8,3% au T2 2023 contre 8,5% au T1 pour la population nationale) devraient continuer d'influer favorablement sur la consommation des ménages.

TIMIDE REBOND ATTENDU EN 2024

En 2024, la croissance du PIB devrait repartir à la hausse tout en restant contrainte par l'activité du secteur pétrolier. En effet, nous n'anticipons qu'une modeste augmentation de la production pétrolière en 2024. Les prévisions de croissance sont en repli dans les pays de l'OCDE et en Chine. Pour le moment, ce sont les contraintes au niveau de l'offre de pétrole et la baisse des stocks dans les pays OCDE qui maintiennent les prix à un niveau élevé. En 2024, l'Arabie saoudite pourrait maintenir sa production au niveau actuel pendant une partie de l'année afin de soutenir les prix. Nous anticipons une hausse du PIB pétrolier de 2,4% sur l'ensemble de l'année. Concernant le PIB hors hydrocarbures, les premiers signes d'essoufflement de la consommation des ménages pourraient s'intensifier l'année prochaine.

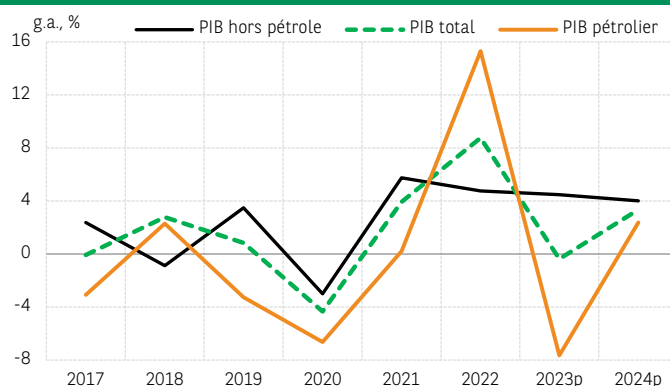
PRÉVISIONS

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-4,3	3,9	8,7	-0,3	3,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,4	3,1	2,5	3,0	2,8
Solde budgétaire, % du PIB	-10,7	-2,3	2,5	-2,1	2,0
Dettes du gouv. central, % du PIB	31	29	24	28	27
Solde courant, % du PIB	-3,1	5,1	14,4	5,1	3,1
Dettes externes, % du PIB	32	32	24	25	26
Réserves de change, mds USD	454	456	460	450	430
Réserves de change, en mois d'imports	30	26	22	19	17

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ARABIE SAOUDITE : CROISSANCE DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENERAL AUTHORITY FOR STATISTICS, BNP PARIBAS

La hausse des taux d'intérêt (le taux directeur de la SAMA a augmenté de 500 pb depuis février 2022) devrait peser sur le dynamisme du crédit. Dans ce contexte, les dépenses gouvernementales seront un facteur de soutien à l'activité et le projet de budget 2024 s'oriente dans cette direction. Après une hausse significative des dépenses en 2023 (+8% en g.a. selon les prévisions budgétaires), celles-ci resteront élevées malgré une conjoncture pétrolière moins favorable aux finances publiques.



LA DIVERSIFICATION DÉPEND DE LA MANNE PÉTROLIÈRE

La diversification de l'économie saoudienne se poursuit, bien qu'assez lentement. La part des hydrocarbures dans le PIB diminue (40% en 2022 contre 45% en 2012) au profit du secteur privé hors hydrocarbures (de 38% à 41% sur la même période), grâce notamment à la croissance des industries manufacturières hors raffinage et aux activités de commerce de détail et d'hôtellerie-restauration. Néanmoins, l'impulsion publique, et donc les revenus pétroliers, reste déterminante dans le soutien à l'activité, que ce soit au travers des programmes d'infrastructure (les différents projets liés à Vision 2030) ou du soutien budgétaire. Cela est dû notamment à la faible attractivité de l'économie saoudienne pour les investissements directs étrangers (IDE). Depuis 2017, les IDE sont inférieurs à 1% du PIB (le niveau plus élevé de 2021, de 2,2% du PIB est lié à une cession d'actif exceptionnelle de la part d'Aramco). Le pays doit ainsi recourir massivement à l'endettement pour mettre en œuvre les programmes de diversification de l'économie.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE MODÉRÉ ATTENDU

En 2023, la baisse des revenus pétroliers (effets prix et volume de la production de pétrole) et le niveau soutenu des dépenses devraient entraîner un déficit budgétaire modéré, d'environ 2,1% du PIB. En 2024, bien que nous anticipions une quasi stabilité des revenus pétroliers et un légère hausse des dépenses, le solde budgétaire devrait excéder environ 2% du PIB. Cela est dû à la distribution d'un « dividende de performance » de la part d'Aramco (dont le gouvernement détient directement 90% du capital), qui s'élèvera à environ USD 10 mds (environ 1% du PIB) par trimestre entre T3 2023 et T4 2024.

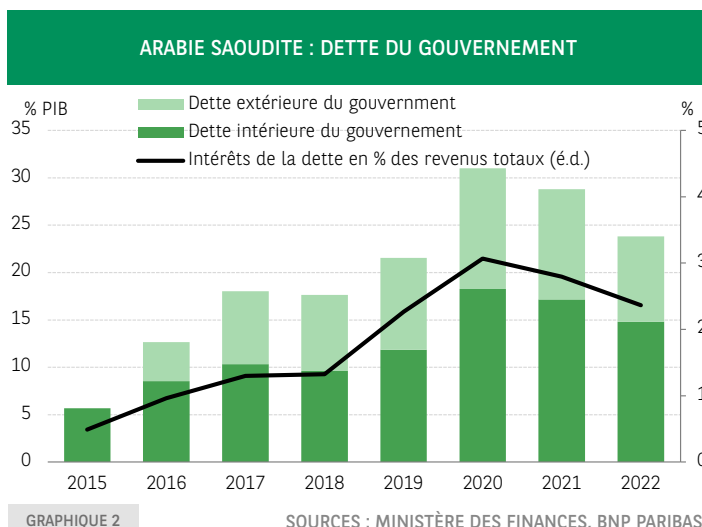
Ces prévisions attestent de la solidité des finances publiques malgré la volatilité du marché pétrolier. Cependant, cela relativise les progrès accomplis en matière de diversification des revenus. Si la fixation d'un taux élevé de TVA (par rapport aux standards régionaux) à partir de 2020 avait significativement contribué à augmenter la part des revenus non-pétroliers dans le budget, la dépendance budgétaire aux hydrocarbures reste élevée.

ACCÉLÉRATION DES ÉMISSIONS DE DETTE PUBLIQUE

Dans le cadre du programme de transformation économique, le besoin de financement du secteur public est très important, et va bien au-delà de la couverture du déficit budgétaire (environ USD 21,5 mds) et de l'amortissement de la dette du gouvernement (environ USD 25 mds selon le FMI). La gestion active de la dette se traduit par des rachats d'obligations en cours et des émissions de titres sur des maturités plus longues afin de lisser dans le temps le risque de refinancement. En 2022, l'équivalent de USD 1,3 md a été émis à ce titre.

Depuis le début de l'année, les émissions internationales du gouvernement (*Eurobonds* et *Sukuk*) ont totalisé USD 21 mds tandis qu'environ USD 11 mds ont été émis localement, soit plus de 3% du PIB en totalité. Par ailleurs, les avoirs du gouvernement auprès de la banque centrale se sont réduits de USD 51 mds au cours des huit premiers mois de l'année (plus de 5% du PIB). Enfin, le gouvernement envisage d'emprunter USD 11 mds sous forme de prêts syndiqués. Au final, les émissions dépasseront largement la couverture du besoin de financement du gouvernement.

La dette totale du gouvernement général est à un niveau modéré (28% du PIB attendu en 2023, la dette extérieure représentant 37% du total) tandis que les avoirs gouvernementaux auprès de la banque centrale représentent actuellement 11% du PIB. Les intérêts sur la dette ne re-



présentent qu'environ 3% des revenus budgétaires totaux. Le profil de la dette, en outre, est favorable : la maturité moyenne est de 9,3 années (7,9 en 2018) et le taux moyen était de 2,95% en 2022 (contre 2,91% en 2018). La prime de risque sur les obligations souveraines en devises à 5 ans est basse (environ 50 pb). La solvabilité du gouvernement est donc solide et ne devrait pas se détériorer à moyen terme. Néanmoins, il convient de souligner que le rôle grandissant des fonds souverains dans la politique publique (sous forme d'investissements dans l'économie locale) se traduit par une hausse de l'endettement du secteur public. Selon le FMI, l'endettement des fonds souverains était équivalent à 33% du PIB en 2021, soit un niveau supérieur à celui du gouvernement. Les actifs détenus par le *Public Investment Fund* équivalent à environ 53% du PIB, dont 68% sont investis dans l'économie locale et sont donc, a priori, moins liquides que des titres cotés sur les marchés internationaux. Par ailleurs, la position extérieure du pays est très solide grâce à des excédents courants importants et à une récente hausse des flux de portefeuille. Les réserves de change de la SAMA hors avoirs du gouvernement s'élèvent à USD 308 mds (août 2023), soit une année d'importation de biens et services.

La situation des finances publiques reste donc confortable. Cependant, elles présentent deux facteurs de fragilité majeurs : d'une part, sa vulnérabilité persistante à la volatilité du marché pétrolier (le budget n'a été qu'une seule fois en excédent depuis 2014) et, d'autre part, des besoins de financement très importants au moins jusqu'en 2030 – même si les projections du gouvernement en matière d'investissement semblent surestimées (environ USD 300 mds par an jusqu'en 2030). Ces besoins financiers devront être couverts en majeure partie par la dette, notamment auprès de créanciers internationaux (dans un environnement de taux d'intérêt beaucoup plus élevés depuis début 2022) et, dans une moindre mesure, par la monétisation d'actifs publics.

Par ailleurs, la transition énergétique au niveau mondial (la demande mondiale de pétrole devrait commencer à structurellement se réduire avant 2030 selon l'Agence internationale de l'énergie) pourrait peser sur les finances publiques plus rapidement que prévu.

Pascal DEVAUX

pascal.devault@bnpparibas.com



ANGOLA

PANNE DE CARBURANT

Depuis le début de l'année 2023, la production de pétrole de l'Angola n'atteint pas la cible fixée par le gouvernement et recule par rapport à 2022, ce qui pénalise fortement la croissance économique. Combinée à la baisse du cours du Brent, cette sous-performance fragilise les comptes extérieurs du pays qui doit, par ailleurs, faire face à des remboursements de dette extérieure particulièrement élevés. La liquidité en dollars s'est donc dégradée au deuxième trimestre 2023 et le Kwanza s'est fortement déprécié. La solvabilité du gouvernement s'est également détériorée. Pour y remédier, les autorités ont annoncé début août des coupes budgétaires importantes. À court terme, la remontée du cours du Brent permettra de stabiliser les réserves de change, dont les niveaux sont encore satisfaisants. Toutefois, dans un contexte de déclin structurel de la production pétrolière, la solvabilité extérieure de l'Angola pourrait être menacée en cas de forte baisse des prix du pétrole.

DÉCLIN STRUCTUREL DU SECTEUR PÉTROLIER

En 2023, après deux années de modeste rebond, la croissance économique angolaise devrait ralentir fortement à 0,9 %. Une fois de plus, l'activité est pénalisée par le déclin du secteur pétrolier, qui représentait 30% du PIB en 2022. Sur les huit premiers mois de 2023, la production pétrolière s'est contractée de 5,8 % en glissement annuel (g.a.) en raison, notamment, d'opérations de maintenance qui ont pesé sur les résultats des mois de février et mars. Repartie à la hausse depuis, la production de pétrole a atteint en moyenne 1,12 million de barils par jour (mb/j) entre janvier et août, un chiffre qui reste nettement inférieur à la cible fixée par le gouvernement dans son budget pour 2023 (1,18 mb/j).

Malgré cette sous-performance, le gouvernement reste confiant dans la capacité du secteur à accroître sa production à court terme. L'agence nationale du pétrole et du gaz (ANPG) a annoncé en septembre dernier vouloir augmenter son quota de production imposé par l'OPEP, qui s'élève pourtant déjà à 1,45 mb/j, soit bien au-dessus des capacités de production actuelles du pays. Selon le gouvernement, les récents efforts pour attirer les investisseurs étrangers devraient porter leurs fruits dans les prochains mois. Leur appétit s'est déjà confirmé en septembre dernier, lorsque l'ANPG a attribué deux nouvelles licences d'exploitation pour des blocs qui recéleraient de réserves de pétrole considérables.

Le secteur pétrolier renouera donc avec la croissance en 2024. Néanmoins, celle-ci devrait rester limitée. Le secteur est pénalisé à la fois par le déclin naturel des réserves et par le vieillissement des infrastructures qui requièrent de nouvelles opérations de maintenance. Depuis 2015, année où le pays a atteint son pic de production, le secteur s'est contracté de 35 % en termes réels. Cette tendance de long terme pèse lourdement sur les comptes extérieurs de l'Angola puisque le pétrole constitue 95 % de ses exportations.

NORMALISATION DES EXCÉDENTS COURANTS

La conjoncture internationale des deux dernières années a été favorable aux comptes extérieurs de l'Angola. En moyenne sur 2021-22, l'excédent de la balance courante a dépassé les 10 % de PIB, un niveau jamais atteint depuis 2012. La reprise de la demande mondiale post-pandémie, puis l'impact de la guerre en Ukraine sur les prix du pétrole ont permis au pays de dégager des surplus commerciaux importants. Cette dynamique a plus que compensé les déficits structurels de la balance des services et des revenus. L'Angola a même été en mesure de rembourser en avance une partie de sa dette extérieure.

PRÉVISIONS

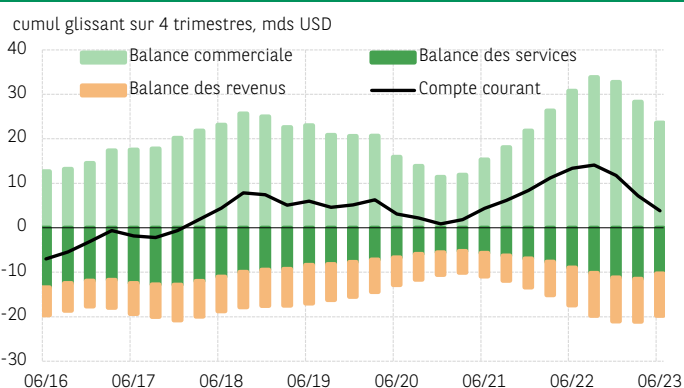
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	-5,7	1,1	3,0	0,9	2,4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	22,3	25,8	21,4	14,6	22,3
Solde budgétaire, % du PIB	-1,9	3,8	0,7	-1,7	2,3
Dette publique, % du PIB	138,9	77,8	65,2	84,6	81,1
Solde courant, % du PIB	1,5	11,2	9,6	2,0	6,5
Dette externe, % du PIB	114,0	86,6	47,8	61,9	60,3
Réserves de change, mds USD	14,9	15,5	14,7	12,7	15,2
Réserves de change, en mois d'imports	11,8	9,9	6,1	6,2	7,4

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

ANGOLA : NORMALISATION DES EXCÉDENTS DU COMPTE COURANT



GRAPHIQUE 1

SOURCE: IMF, BNP PARIBAS

Néanmoins, en 2023 l'excédent du compte courant devrait se contracter fortement pour atteindre 2 % de PIB à mesure que l'excédent commercial se résorbera. Au cours du premier semestre 2023, les exportations en valeur se sont contractées de 25 % en g.a., grevées par la baisse des prix du pétrole et la contraction de la production nationale. Les importations, à l'inverse, ont augmenté de 19 % en g.a., portées par la hausse des importations d'équipements de transport, des biens de capital et des biens industriels.



La chute de l'excédent courant au premier semestre 2023 a pesé sur la liquidité en dollars, alors que l'Angola doit faire face à des amortissements élevés de sa dette extérieure. En effet, après un moratoire de trois ans, le service de la dette due à la Chine a repris ; il représente en moyenne sur 2023-24 la moitié du service total de la dette extérieure du pays. En outre, le compte financier de l'Angola reste plombé par des sorties nettes d'investissements directs étrangers (IDE), tandis que les flux de portefeuille demeurent modestes et sont fortement corrélés aux développements du secteur pétrolier. Tous ces facteurs ont conduit à une forte dépréciation du kwanza (AOA), qui a perdu 55 % de sa valeur contre le dollar US entre mai et juillet derniers.

Le kwanza s'est stabilisé depuis autour de AOA 825/USD, mais cette stabilisation découle principalement de dysfonctionnements sur le marché des changes liés à l'introduction de restrictions par la banque centrale (BNA). En effet, une nouvelle directive en vigueur depuis août interdit aux compagnies pétrolières de vendre des devises uniquement aux banques commerciales avec lesquelles elles sont en relation. Il leur est demandé à la place de négocier avec l'ensemble des institutions bancaires. Cela a, de fait, paralysé le marché des changes et réduit l'accès au dollar. Depuis la mise en place de cette directive, les exportateurs pétroliers vendent leurs devises directement à la BNA, désormais l'unique fournisseur de dollars. Ces restrictions ne devraient être que temporaires. Mais de nouveaux changements dans les règles de fonctionnement du marché des changes pourraient exposer le kwanza à des ajustements soudains.

Le niveau des réserves de change de la BNA reste satisfaisant. Fin septembre, elles s'élevaient à USD 13,8 mds, soit 6,7 mois d'importations, contre USD 14,7 mds fin 2022. Toutefois, elles ont enregistré un déclin continu depuis 2014, et se situent actuellement à un niveau historiquement bas malgré la bonne conjoncture des deux dernières années. À court terme, la remontée du cours du Brent (observée depuis juillet dernier), combinée à une production pétrolière en hausse, devrait soutenir les comptes extérieurs. Toutefois, la solvabilité extérieure restera fragile. Point positif : en cas de choc négatif sur les prix ou la production de pétrole et de forte dégradation des comptes extérieurs, l'Angola devrait être en mesure d'obtenir un nouveau programme de financement auprès du FMI, compte tenu des réformes récemment mises en place pour assainir ses finances publiques.

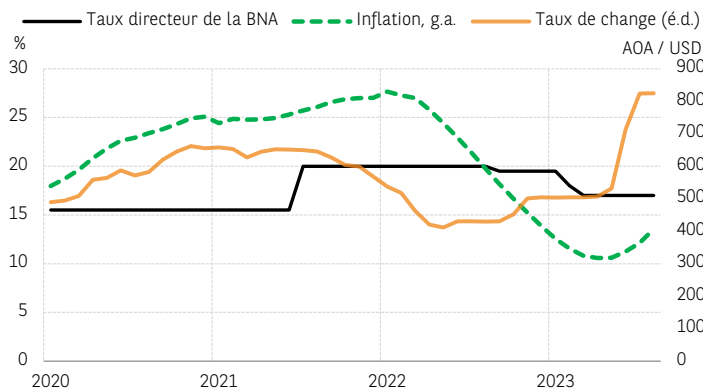
RETOUR AU DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Avec les trois quarts de sa dette libellée en devises, le gouvernement angolais est fortement exposé au risque de change. La dépréciation du kwanza au deuxième trimestre 2023, combinée à la baisse des revenus pétroliers, a eu de fortes répercussions sur les ratios de soutenabilité et de solvabilité de la dette publique. De 61% de PIB en mars 2023, elle a bondi à 91 % de PIB en juin dernier, tandis que le service de la dette est passé de 99 % des recettes du gouvernement à 144 % sur la même période.

En conséquence, alors que le ministère des Finances prévoyait en février dernier un excédent budgétaire de 0,9% de PIB pour 2023, il estimait début août que le solde pourrait atteindre un déficit de USD 10 mds (10 % de PIB) en l'absence de mesures correctives. Face à ce constat, le gouvernement a annoncé peu après la suspension de tous les projets d'investissement public dont le taux d'exécution était inférieur à 80 %, et le gel des dépenses récurrentes non essentielles.

Grâce à ces mesures de dernier recours et à la reprise des cours du Brent depuis juillet, le déficit budgétaire devrait finalement être contenu à 1,7 % de PIB en 2023. Les finances publiques devraient s'améliorer en 2024, soutenues par le maintien des prix du pétrole élevés.

ANGOLA : RETOUR DES PRESSIONS INFLATIONNISTES



GRAPHIQUE 2

SOURCE: BNA, BNP PARIBAS

En outre, en juin dernier, le gouvernement s'est engagé dans la première étape d'une suppression graduelle des subventions sur le carburant, une mesure clé pour améliorer la gestion des finances publiques selon le FMI. En 2022, ces subventions avaient coûté l'équivalent de 2,7 % de PIB, un montant qui avait fortement réduit l'impact positif des prix élevés du pétrole sur les recettes budgétaires. Le ministère des Finances entend supprimer graduellement les subventions sur le carburant au cours de l'année 2024 jusqu'à la libéralisation complète des prix en 2025. Pour compenser l'effet de cette réforme sur les ménages les plus pauvres, les autorités prévoient de réduire le taux de TVA sur les produits alimentaires de 14 % à 7 % à partir de janvier 2024. Cependant, la capacité du gouvernement à mener la réforme des subventions jusqu'au bout est incertaine, alors que l'inflation est repartie à la hausse et que des épisodes de troubles à l'ordre public ont éclaté en juin dernier à l'annonce de cette décision.

RÉSILIENCE DU SECTEUR NON-PÉTROLIER

En 2023, la croissance du secteur non-pétrolier devrait ralentir et atteindre 3,4 %. Au premier semestre 2023, les secteurs ayant enregistré les taux de croissance les plus élevés sont les transports (+20,4 % en g.a.), les services d'intermédiation financière (+14,8 %) et les télécommunications (+3,8 %). Le commerce, deuxième secteur de l'économie en termes de taille (20% du PIB), a enregistré une croissance plus modeste de 2,7 % en g.a. L'industrie n'a crû que de 0,7 % sur la même période, et reste un secteur sous-développé (8 % du PIB).

La résilience de l'économie hors pétrole est mise à l'épreuve au deuxième semestre 2023. Elle doit notamment composer avec le retour des pressions inflationnistes depuis le mois de juin dernier. Après avoir atteint 10,6 % en avril, son plus bas niveau depuis sept ans, l'inflation est rapidement repartie à la hausse, tirée par la dépréciation du kwanza et la suppression partielle des subventions sur l'essence. Elle a atteint 13,5 % en août et devrait se hisser autour de 19 % fin 2023. Il n'est pas attendu qu'elle décélère en 2024. Face à la hausse de l'inflation, la banque centrale a dû interrompre son cycle d'assouplissement monétaire. Pour la troisième fois consécutive, elle a maintenu son taux directeur à 17 % lors de son dernier comité de politique monétaire mi-septembre. Toutefois, la politique monétaire de la BNA ne devrait avoir qu'une portée limitée dans la jugulation de l'inflation.

Lucas Plé lucas.ple@bnpparibas.com



GHANA

DES PROGRÈS MAIS BEAUCOUP DE FRAGILITÉS

L'économie ghanéenne se relève peu à peu de la grave crise macroéconomique de 2022. La croissance du PIB résiste mieux que prévu et l'inflation a commencé à refluer même si elle demeure trop élevée. Sur le plan des finances publiques, les progrès sont également encourageants. Outre une exécution budgétaire satisfaisante au cours des six premiers mois de l'année, les autorités ont achevé le processus de restructuration de la dette domestique. Cependant, le pays reste en défaut sur sa dette extérieure. Malgré le soutien apporté par le FMI, il ne dispose pas d'amortisseur suffisant pour le prémunir d'un éventuel nouveau choc externe.

Après une année 2022 cauchemardesque, qui s'est achevée avec un défaut du gouvernement sur sa dette extérieure, le Ghana s'est engagé dans une course de fond pour remettre sur pied son économie. Pour y arriver, il pourra compter sur l'appui du FMI. La facilité de crédit élargie sur 3 ans, pour un montant de USD 3 mds, et le programme associé visent ainsi à renforcer la stabilité macroéconomique et à restaurer la soutenabilité de la dette. Une première revue vient d'être effectuée. Les résultats ont été satisfaisants, ouvrant la voie à un deuxième décaissement de USD 600 mn lorsque les autorités ghanéennes et leurs créanciers bilatéraux seront parvenus à trouver un accord de restructuration sur la dette extérieure. L'optimisme revient donc peu à peu. Cependant, la prudence reste de mise tant les écueils demeurent importants.

RESTRUCTURATION DE LA DETTE : DES AVANCÉES MAIS TOUJOURS PAS D'ACCORD GLOBAL

Avec une dette qui atteint 88 % du PIB, et presque la moitié des ressources budgétaires en 2022 dédiée aux seuls paiements des intérêts, la situation des finances publiques était intenable. En outre, le Ghana se distinguait de la plupart de ses pairs africains par un endettement domestique prépondérant (53 % du stock de dette mais 73 % des intérêts). Il était donc nécessaire de restructurer l'intégralité de la dette et pas uniquement celle contractée auprès des créanciers extérieurs, comme c'était la norme lors des précédentes crises de dette des pays à faible niveau de revenu.

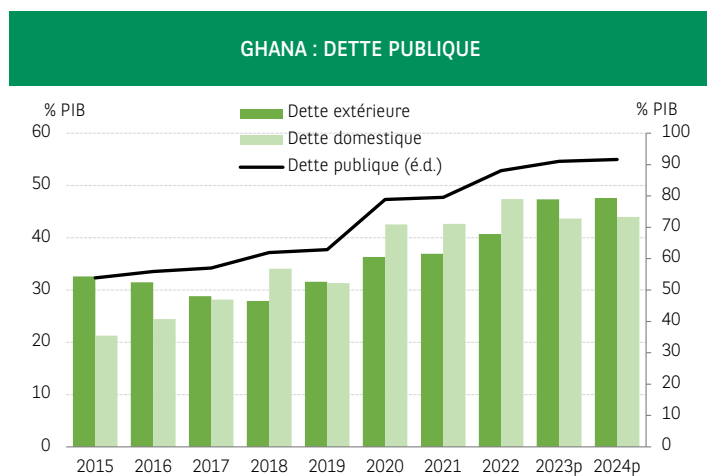
Une première étape vient de s'achever. Après un échange de titres de dette domestique en février, le gouvernement a récemment renégocié la dette détenue par les fonds de pension, les bons libellés en dollars et les titres éligibles sur le cacao du Ghana Cocoa Board. Au total, la moitié du stock de dette domestique aura ainsi été échangée contre des obligations à des taux plus bas et des échéances plus longues. De plus, la banque centrale a annulé 50 % des titres publics qu'elle détenait et qui représentaient 25 % de la dette domestique; ce financement était devenu massif et coûteux ces dernières années.

La restructuration de la dette domestique vise avant tout à soulager les finances publiques en allégeant le service de la dette. Les effets sur le stock de dette non détenu par la banque centrale sont assez limités. En l'absence d'accord sur la dette extérieure, la dette publique devrait encore légèrement croître à plus de 90 % du PIB cette année, avant de commencer à se stabiliser à partir de 2024 (graphique 1), sous réserve de la poursuite de la politique de consolidation budgétaire et d'une stabilisation du taux de change (deux hypothèses réalistes mais fragiles). S'agissant de la dette extérieure, les négociations avec les créanciers officiels pourraient rapidement aboutir. En revanche, celles engagées avec les créanciers privés demeurent incertaines. Or, sur les USD 20 mds de dette extérieure éligibles à la restructuration, 73 % sont détenus par ces derniers, dont une grande majorité sous forme d'euro-obligations (USD 13,1 mds contre USD 5,4 mds pour la dette officielle bilatérale). En outre, l'effort demandé est significatif. Le FMI

	PRÉVISIONS				
	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB réel, variation annuelle, %	0,5	5,1	3,1	2,5	3,0
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	9,9	10,0	31,9	42,5	22,2
Solde budgétaire (en % du PIB)	-11,5	-9,2	-11,8	-4,5	-4,8
Dette publique (en % du PIB)	78,9	79,6	88,1	91,0	91,6
Solde courant (en % du PIB)	-3,0	-3,2	-2,1	-1,0	-1,2
Dette externe (% PIB)	45,5	46,2	47,9	53,6	54,1
Réserves de change (USD Mds)	7,0	7,9	4,4	4,8	5,1
Réserves de change (mois d'import)	3,4	3,7	2,0	2,2	2,2

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINEFI, FMI, BNP PARIBAS

estime à USD 10 mds, sur la période 2023-2026, l'écart de financement extérieur (*financing gap*) que la restructuration de la dette devrait implicitement couvrir. Dans ce contexte, l'objectif du gouvernement de tout boucler d'ici à la fin de l'année apparaît optimiste.

SITUATION BUDGÉTAIRE : DES RÉSULTATS POSITIFS À RELATIVISER

La restructuration de la dette sera une condition indispensable mais pas suffisante pour restaurer sa soutenabilité. Pour ramener la dette publique à 55 % du PIB d'ici 2028, il faudra aussi poursuivre la politique d'assainissement budgétaire ambitieuse fixée par le FMI, à savoir un ajustement de 5,1 % du PIB sur la période 2023-2026, grâce à une



hausse de 3 points de pourcentage des revenus budgétaires, et une réduction de 2,1 points des dépenses hors charges d'intérêts. Ainsi, le solde primaire redeviendrait excédentaire à partir de 2024, à 0,5 % du PIB contre 3,6 % en 2022, avant d'atteindre 1,5 % du PIB en 2025 et 2026. Or, depuis 2010, le Ghana n'est parvenu que deux fois à dégager des excédents primaires (en 2015 et 2017).

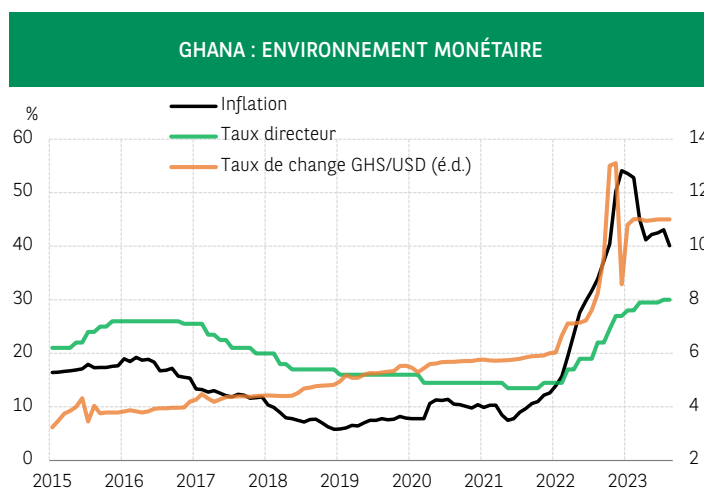
Les résultats de l'exécution budgétaire sur les six premiers mois de l'année étaient donc très attendus. Ils ont été satisfaisants sans pour autant totalement rassurer. Du côté des recettes, la performance est légèrement inférieure aux nouveaux objectifs budgétaires en raison d'une forte baisse des recettes pétrolières. En hausse de 56 % en g.a., elles affichent néanmoins une croissance supérieure à celle du PIB nominal grâce notamment au relèvement de la TVA de 12,5 % à 15 %. Du côté des dépenses, la hausse des dépenses primaires s'est modérée (+29 %) en raison des contraintes de financement qui ont obligé le gouvernement à sacrifier ses investissements (stables en g.a. mais inférieurs de moitié aux objectifs) au profit d'un fort gonflement de la masse salariale (+40 % en g.a.). Or, cette dynamique n'est pas tenable dans la durée.

Le gouvernement table désormais sur un déficit primaire de 0,5 % de PIB pour 2023 contre un excédent de 0,7 % dans la loi de finance initiale et de 1,1 % sur les six premiers mois de l'année. Ainsi, le déficit budgétaire se réduirait à 6,4 % du PIB après avoir atteint 11,8 % en 2022. Selon toute vraisemblance, il pourrait être sensiblement inférieur en raison de la suspension du paiement de la quasi-intégralité des intérêts de la dette extérieure. Sur une année entière, ce « gain » pourrait atteindre presque 2 points de PIB, ce qui permettrait de ramener le déficit budgétaire sous la barre des 5% du PIB en 2023 et 2024, dans l'hypothèse d'une absence d'accord avec les créanciers extérieurs.

Cependant, la capacité des autorités à maintenir le cap pose question. Même en progression, les recettes fiscales resteront inférieures à 13% du PIB. À ce niveau, la marge de manœuvre est très faible. Or, les conditions de financement se dégradent. De fait, le gouvernement est contraint d'émettre des titres à court terme à des taux qui oscillent désormais entre 28 % et 32 % (contre une fourchette de 19-27 % en avril). Plus de 80 % des besoins de financement du gouvernement devront être couverts localement cette année. La charge d'intérêts de la dette domestique devrait donc s'alourdir dans les mois à venir, absorbant une grande partie des bénéfices tirés de la restructuration. Surtout, des élections générales se tiendront en 2024, laissant craindre de possibles dérapages budgétaires comme ce fut le cas par le passé, même si la tutelle du FMI devrait limiter ce risque.

CROISSANCE : ENTRE RÉSILIENCE ET FRAGILITÉS

Dans ce contexte de crise de la dette, il n'est guère étonnant de voir l'activité économique fléchir. Pour autant, elle n'a pas rompu jusqu'à présent. Après 3,1 % en 2022 et 5,1 % en 2021, la croissance a une nouvelle fois surpris au S1 (+3,2 %) grâce aux bonnes performances du secteur agricole (+6,2 %) et des services (+6,3 %). L'hypothèse du gouvernement de 1,5 % devrait donc être dépassée, même si une décélération est attendue au S2 en raison de la persistance de puissants vents contraires (consolidation budgétaire, environnement monétaire restrictif). Au total, la croissance devrait atteindre 2,5 % cette année avant de rebondir graduellement à partir de 2024 sous réserve d'une stabilisation financière qui est loin d'être acquise.



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GSS, BANQUE CENTRALE, FMI

L'inflation diminue mais elle demeure très élevée à 40,1 % contre un pic de plus de 50 % entre la fin 2022 et le début 2023 (graphique 2). Les pressions inflationnistes resteront fortes du fait essentiellement de la volatilité du taux de change. En 2022, le cedi a enregistré une chute vertigineuse, perdant jusqu'à plus de 50% de sa valeur contre le dollar US au plus fort de la crise, avant de se reprendre en décembre au moment de l'annonce de l'accord du FMI.

Depuis, la situation s'est stabilisée mais les comptes extérieurs du Ghana restent très fragiles. Malgré un excédent commercial au S1 et la suspension du paiement du service de la dette extérieure (qui a permis d'économiser 1,2 % du PIB rien que pour les intérêts sur la dette euro-obligataire en 2023), les réserves de change ont encore baissé depuis le début de l'année pour ne couvrir que 1,5 mois d'importations de biens et services. À très court terme, le déboursement d'une nouvelle tranche du programme FMI devrait permettre d'atténuer quelque peu les pressions sur la liquidité extérieure. Mais avec un taux de couverture qui devrait juste dépasser les deux mois d'importations à la fin de l'année, le Ghana n'est toujours pas à l'abri d'un nouveau choc de change. Si tel était le cas, la banque centrale n'aurait d'autre choix que de durcir encore plus sa politique monétaire (le taux directeur est passé de 14,5 % en février 2022 à 30 % actuellement), ce qui fragiliserait le secteur privé (le taux des créances non-performantes a atteint 20 % en août 2023 contre 14,2 % début 2022). Après avoir enregistré d'importantes pertes au T4 2022, le secteur bancaire a renoué avec les profits au T1 2023. En outre, les autorités monétaires ont laissé quatre ans aux banques pour restaurer leur ratio de solvabilité. Celui-ci reste au-dessus des normes prudentielles à 14,2 %, mais sa baisse prononcée (19,4 % en juin 2022) laisse néanmoins le secteur plus vulnérable à l'augmentation du risque de crédit.

Stéphane ALBY

stephane.alby@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 - États-Unis

+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, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@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 (2023). 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:Pincasso

