

# ECO EMERGING

**Eco**  
**EMERGING**

by BNP PARIBAS

4<sup>e</sup> trimestre 2020

## ÉDITORIAL

2

Le redémarrage de l'activité initié à la fin du printemps s'est poursuivi au cours de l'été, Chine en tête, et les prix du pétrole et des métaux se sont redressés. Mais les inquiétudes apparaissent car le rythme de la reprise semble s'être ralenti, à l'image des exportations qui progresse plus difficilement...



CHINE



CORÉE



INDE

3

Des ménages toujours inquiets

5

Résistante

7

La reprise sera lente



INDONÉSIE



BRÉSIL



ARGENTINE

9

Difficile reprise

11

De difficiles arbitrages en perspective

13

Toujours sous mesures d'urgence



HONGRIE



TURQUIE



ÉGYPTE

15

De l'importance d'être constant

17

À contre-courant

19

À la recherche d'un politique monétaire équilibrée



LIBAN



MAROC



ANGOLA

21

Une économie au bord de l'asphyxie

23

Un délicat exercice d'équilibrisme

25

Une situation économique préoccupante

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉDITORIAL

2

## PÉRIODE DE FLOTTEMENT

**Le redémarrage de l'activité initié à la fin du printemps s'est poursuivi au cours de l'été, Chine en tête, et les prix du pétrole et des métaux se sont redressés. Mais les inquiétudes apparaissent car le rythme de la reprise semble s'être ralenti, à l'image des exportations qui progresse plus difficilement. Surtout, la persistance de la pandémie et le prolongement du confinement, voire du reconfinement dans plusieurs pays, font craindre une rechute. Néanmoins, des forces de soutien existent : la poursuite de l'assouplissement des politiques monétaires, la tempérance des marchés face à l'envolée des déficits budgétaires et l'allègement de la dette des pays les plus vulnérables par les créanciers officiels. Mais ces leviers seront limités.**

Au cours de l'été, l'activité dans les pays émergents a bien rebondi comme le laissait supposer le redressement des enquêtes réalisées auprès des entreprises à partir du mois d'avril. L'indicateur de suivi de la croissance (*growth tracker*) de l'Institute for International Finance (IIF) affiche une progression de 5,3% en moyenne mobile sur 3 mois et en rythme annuel en août, contre -1,3% en juin. Ce redressement semble relativement solide car les trois composantes de cet indice (indicateurs d'activité, enquêtes auprès des entreprises, indicateurs financiers) y contribuent toutes depuis juillet. En Chine, le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise et la reprise se généralise.

Cependant, pour une large majorité de pays, Chine mise à part, les indicateurs d'activité (production industrielle, exportations, ventes au détail) n'avaient pas retrouvé en juillet leur niveau de fin 2019. Par région, l'Amérique latine accuse encore un retard par rapport à l'Asie et à la zone EMEA (l'indicateur de l'IIF y était encore en baisse de 2,2% alors qu'il était en hausse de 8,1% pour l'Asie, Chine comprise, et de 5,1% pour l'EMEA).

Les disparités entre pays et le manque d'information ne permettent pas de dire si le moteur du redressement est plutôt interne ou externe. D'une manière générale, le redémarrage des exportations semble en avance sur celui des importations, mais les industriels peuvent *a priori* déstocker pour répondre à la demande, qu'elle soit interne ou externe. On peut remarquer que, pour le Brésil, la Turquie et les pays d'Europe centrale, le redressement repose largement sur la consommation des ménages grâce aux transferts publics (Brésil, Turquie) ou à la résistance du marché du travail et des salaires (pays d'Europe centrale).

## SIGNES D'ESOUFFLEMENT

Beaucoup d'observateurs le craignent qu'une fois passé le rebond mécanique la reprise s'essouffle, pour plusieurs raisons.

D'abord, la reprise des exportations marque le pas dans un grand nombre de pays. L'évolution mesurée en glissement sur un an des exportations (donc par rapport à la situation pré-Covid) reste encore négative. Surtout l'écart très négatif, qui s'était fortement réduit entre le point bas de mars/avril et le mois de juin, se résorbe plus difficilement. L'hypothèse d'un ralentissement durable du commerce international, du fait d'une réorganisation des chaînes de valeur et d'une relocalisation des activités, reste une inconnue majeure pour le scénario de rattrapage.

Plusieurs pays ont décidé de reconfiner leur population ou de prolonger le confinement sur l'ensemble du territoire (Israël) ou dans les zones urbaines (Argentine, Indonésie). Les pays d'Amérique latine présentent toujours des ratios victimes/population les plus élevés (Brésil, Chili, Mexique, Pérou), mais la progression de la pandémie semble ralentir. En revanche, les nouveaux cas progressent toujours en Inde et, dans plusieurs pays de la zone EMEA, la courbe des nouveaux cas s'est

fortement accentuée. Finalement, seuls les pays d'Asie ont réussi jusqu'à présent à endiguer la première vague et pris des mesures pour couper court à une deuxième.

Enfin, le rebond des investissements de portefeuille observé de la fin mai jusqu'à la mi-juillet a fait long feu. Entre la mi-juillet et la mi-septembre, les sorties nettes se sont élevées à USD -13 milliards (-5 mds hors Chine) d'après les statistiques de l'IIF. Le retrait des investisseurs s'observe notamment au Brésil et en Turquie.

## FACTEURS DE SOUTIEN

Une rechute de l'activité au T4 et en 2021 n'est pas le scénario le plus probable. À l'exception notable du Mexique, les indices PMI du mois d'août ont retrouvé ou dépassé leur niveau du T1. Au-delà de ces indicateurs avancés, des facteurs de soutien existent, même s'ils sont fragiles et/ou ne possèdent pas un levier puissant.

Une quarantaine de pays ont sollicité auprès du G20 une suspension des remboursements des dettes extérieures publiques dus aux créanciers bilatéraux (DSSI). Les montants potentiels de report de dette sont de USD 11,5 mds entre octobre et décembre 2020 et une extension de l'initiative jusqu'en décembre 2021 représenterait un allègement supplémentaire USD 16,6 mds. L'État chinois y participe *a priori* activement, comme le suggère la restructuration de la dette de l'Angola. Signalons également l'accord passé par l'Argentine et ses créanciers privés internationaux. Des bouffées d'oxygène nécessaires pour éviter la multiplication des défauts souverains.

Les prix des matières premières se raffermissent même si l'ampleur du rebond est limitée en raison de stocks encore importants. Les prix du pétrole et du gaz bénéficient du respect, par les membres de l'OPEP+, des quotas de production, et les prix des métaux des mesures de soutien de la Chine en faveur de l'investissement en infrastructure et en construction.

Par ailleurs, l'assouplissement monétaire s'est poursuivi dans une dizaine de pays émergents de sorte que les taux d'intérêt sur la dette publique en monnaie locale ont continué de diminuer, du moins en Asie. Les marchés ne sanctionnent toujours pas la forte augmentation des déficits budgétaires. Du reste, le retrait des investissements de portefeuille des non-résidents a surtout affecté les marchés d'actions et peu ceux de la dette souveraine en monnaie locale.

La Turquie et, dans une moindre mesure, le Brésil sont les deux exceptions. Le real et la livre ne se sont pas réappréciés contre le dollar américain, lequel s'est pourtant affaibli contre les grandes devises (euro, yen) depuis le mois de juillet. La banque centrale de Turquie a même été contrainte de durcir la politique monétaire, entraînant une hausse sensible du coût d'emprunt de l'État.

François Faure

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

## DES MÉNAGES TOUJOURS INQUIETS

Le redressement de la croissance économique se poursuit. D'abord principalement tiré par le redémarrage de la production industrielle et de l'investissement, il s'est étendu au cours de l'été notamment grâce au rebond des exportations. L'activité dans les services se redresse également, mais elle reste néanmoins contrainte par la reprise encore timide de la consommation des ménages. Celle-ci semble en effet encore loin d'un retour à la normale. Le taux de chômage est rapidement reparti à la baisse après la fin du confinement, mais son recul s'accompagne d'une montée des emplois précaires et des disparités entre les individus, les moins qualifiés et les jeunes diplômés étant particulièrement fragilisés.

Alors que le redémarrage de l'activité depuis le mois de mars a d'abord été tiré par le rebond de la production industrielle et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier, l'amélioration a bénéficié plus largement à l'économie depuis l'été. Les exportations ont affiché un solide rebond et le redressement dans les services a gagné en vigueur. La consommation privée a également montré des signes de reprise mais les ménages se montrent néanmoins toujours très prudents. Au cours des prochains mois, la consolidation du redressement économique dépendra largement de la politique de relance des autorités, ainsi que de la performance des exportations et de la dynamique du marché du travail.

## REDRESSEMENT PLUS LARGE DE L'ACTIVITÉ

Dans l'industrie, la production a continué de se redresser, avec une hausse de 5,6% en volume en glissement annuel (g.a.) en août (+3,6% en valeur), contre 4,8% en juin et juillet. Sur les huit premiers mois de 2020, elle dépasse légèrement (de 0,4%) le niveau atteint sur la même période en 2019. Le retour à la normale de l'activité dans une grande majorité de secteurs industriels semble donc achevé. Mais de nombreuses sociétés sont encore très fragilisées par les pertes enregistrées au premier trimestre. Ainsi, en dépit de leur rebond depuis quatre mois, les profits des entreprises industrielles étaient encore inférieurs de 8% en janvier-juillet 2020 par rapport à la même période en 2019. Dans les services, l'activité a continué son lent redressement (+4% en g.a. en août contre 3,5% en juillet et 2,3% en juin). Après un effondrement plus drastique que dans l'industrie pendant la période de confinement au T1, sa reprise depuis mars s'est avérée plus lente.

Du côté de la demande, le rebond continue d'être soutenu par l'investissement. Sur les huit premiers mois de 2020, il n'était plus que 0,3% en dessous du niveau atteint sur la même période en 2019. Il est toujours tiré par les nouveaux projets dans les infrastructures publiques et le secteur immobilier. L'investissement manufacturier a également rebondi en août, mais il reste inférieur de 8,1% sur les huit premiers mois de 2020 par rapport à la même période en 2019. À court terme, l'investissement dans les infrastructures devrait rester dynamique, aidé par la politique budgétaire toujours expansionniste. La politique monétaire devrait en revanche devenir plus prudente, contribuant à une modération de la croissance de l'investissement immobilier. Dans le secteur manufacturier, la reprise de l'investissement devrait se renforcer si les profits des entreprises continuent de s'améliorer et si la bonne performance des exportations persiste. Il est toutefois probable que les entreprises maintiennent une attitude prudente : à cause des difficultés financières de certaines d'entre elles et parce que les incertitudes sur la reprise de la demande mondiale et les tensions sino-américaines continuent de peser sur les perspectives d'exportations. Après un recul modéré sur la période mars-juin, les exportations de marchandises ont rebondi de 7,3% en g.a. en dollars courants en juillet et de 9,5% en août

### PRÉVISIONS

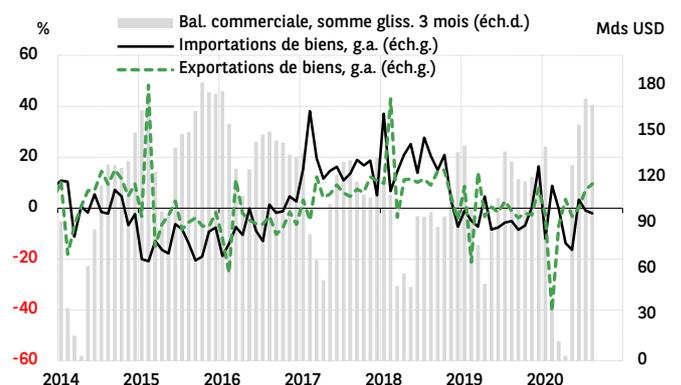
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	6.7	6.1	2.5	7.5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.1	2.9	2.8	2.3
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.6	-2.8	-3.6	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	16.3	17.0	19.6	20.8
Balance courante, % du PIB	0.2	1.0	2.0	1.6
Dette externe totale, % du PIB	14.3	14.3	14.1	13.5
Réserves de change, mds USD	3 073	3 108	3 168	3 208
Réserves de change, en mois d'imports	14.5	15.0	16.6	15.4
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6.9	7.0	6.8	6.6

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

### SOLIDE REBOND DES EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ADMINISTRATION DES DOUANES

(graphique 1). Cette bonne performance s'explique principalement par la forte demande d'équipements et matériels médicaux et de biens technologiques, ainsi que par la position avantageuse de la Chine dans la crise liée à la pandémie (elle est ainsi le premier pays à être sorti du confinement et à redémarrer sa production, ce qui lui a permis de

répondre rapidement à la demande des pays partenaires quand celle-ci a commencé à se redresser). La Chine a ainsi augmenté sa part dans les exportations mondiales (environ 14% au S1 contre 13,3% en 2019). Avec la baisse des importations en valeur (les volumes augmentent mais les effets-prix restent négatifs), l'excédent commercial s'est renforcé ces derniers mois. La Chine est loin d'atteindre le niveau d'achats de biens américains prévu par son accord de « Phase 1 » signé avec Washington en début d'année (ses importations sur les sept premiers mois de 2020 représentaient un peu moins de la moitié du montant ciblé sur cette période, selon les estimations du Peterson Institute for International Economics), mais cet accord n'est actuellement remis en cause par aucune des deux parties.

## LA CONSOMMATION PRIVÉE TOUJOURS CONTRAINTÉ

La consommation privée montre des signes d'amélioration mais semble encore loin d'un retour à la normale. Les ventes au détail ont certes affiché un taux de croissance légèrement positif en g.a. au mois d'août pour la première fois de l'année (+0,5%), mais elles étaient toujours en baisse en volume (-1,1%) et encore loin de leur niveau de 2019 sur les huit premiers mois de l'année (-8,6% en g.a.). Le commerce électronique a continué de gagner en importance. Le montant des ventes de biens par internet a augmenté de 16% en g.a. en août et équivalait à 36% des ventes au détail au S1 2020, contre 25% en 2019. De toute évidence, les ménages restent inquiets. Après s'être effondré tout au long du premier semestre, l'indice de confiance des consommateurs a commencé à remonter en juillet, mais reste bien en dessous des niveaux de 2018-2019. Cette méfiance est liée au risque sanitaire ainsi qu'à la dynamique du marché du travail.

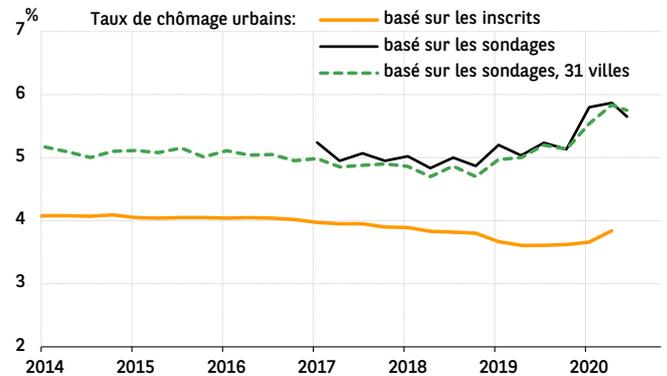
## LES STIGMATES DE LA CRISE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Le principal taux de chômage officiel (calculé à partir des seuls individus inscrits dans les agences locales pour l'emploi) a peu augmenté, passant de 3,62% au T4 2019 à 3,84% au T2 2020 (soit 10,1 millions d'individus). Le taux de chômage établi par le Bureau statistique national (NBS) sur la base de sondages, considéré comme plus exhaustif, s'est dégradé plus sévèrement, passant de 5,3% en décembre 2019 à 6,2% en février (graphique 2). Il est redescendu depuis mars mais reste supérieur au taux d'avant-crise (5,6% en août). Ces taux de chômage officiels sous-estiment cependant largement le choc subi par la population. Tout d'abord, leur périmètre de calcul est limité : i) il ne prend en compte que le marché du travail urbain et ii) une grande partie des travailleurs migrants qui ont perdu leur emploi en zones urbaines pendant le confinement, et dont beaucoup sont retournés dans leur résidence en zones rurales, ne sont pas comptabilisés comme chômeurs. Selon l'estimation la plus répandue, au moins 80 millions d'individus auraient perdu leur emploi à fin février dans l'ensemble du pays (sur un total d'emplois de 775 millions en 2019, dont 291 millions occupés par des travailleurs migrants).

La situation s'est améliorée dès le mois de mars, avec la baisse du taux de chômage et le retour des travailleurs migrants dans les zones urbaines, mais certaines catégories d'individus restent très fragilisées.

Les taux de chômage moyens masquent en effet de fortes disparités, les travailleurs les moins qualifiés et les jeunes diplômés étant les plus affectés. En 2020, 8,7 millions de jeunes diplômés doivent entrer sur le marché du travail, la plupart pendant l'été – le taux de chômage des 20-24 ans a par conséquent continué d'augmenter en août selon le NBS (il serait proche de 20%). Cette situation préoccupe particulièrement le gouvernement, qui a demandé aux administrations et entreprises publiques d'accroître fortement leurs embauches cette année. Enfin,

### LES TAUX DE CHÔMAGE OFFICIELS SOUS-ESTIMENT LE CHOC DU T1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES RESSOURCES HUMAINES ET DE LA SÉCURITÉ SOCIALE, NBS

la dégradation du marché du travail s'illustre aussi par une montée significative des emplois précaires (temps partiel, travailleurs indépendants, commerçants en ligne, etc.), en partie encouragée par les autorités.

Conséquence de ces dynamiques, le revenu disponible moyen par tête a baissé de 1,3% en g.a. en termes réels au S1 2020 (la baisse de 3,9% au T1 a été suivie d'une légère amélioration au T2). Cette évolution a résulté de la baisse du salaire réel ainsi que de l'effondrement des revenus nets d'entreprises (travailleurs autonomes). Les pertes de revenus d'activité pèsent d'autant plus lourdement sur la consommation privée qu'elles ont concerné davantage les ménages à bas revenus, et qu'elles ont été peu compensées par la hausse des prestations sociales. Les autorités ont bien introduit quelques mesures d'aide directe aux ménages, mais leur plan de relance a surtout mis l'accent sur les programmes de soutien en faveur des entreprises et sur l'investissement public. De fait, l'amélioration des conditions du marché du travail, observée dès la fin du confinement, pourrait se poursuivre à court terme, grâce aux projets de construction dans le secteur public, et surtout si la bonne performance des exportations se maintient, soutenant ainsi l'activité dans le secteur manufacturier. Cela reste néanmoins incertain car dépendant de l'environnement extérieur. Alors que les ménages pourraient ressentir encore longtemps les effets du choc sur leurs revenus, le renforcement du système de protection sociale s'avère de plus en plus nécessaire pour stimuler la consommation privée à court comme à moyen terme.

**Christine PELTIER**

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



## CORÉE DU SUD

5

## RÉSISTANTE

Une fois encore, la Corée du Sud semble mieux résister à la crise que l'ensemble des pays développés. La gestion efficace de la crise sanitaire et le soutien massif des autorités ont permis une récession moins prononcée que dans les autres pays au premier semestre 2020. Toutefois, de nouvelles mesures de distanciation sociale imposées depuis fin août et la faiblesse prolongée des exportations pèseront sur la croissance dans les prochains mois. À court-moyen terme, les fondamentaux macroéconomiques devraient rester très solides : le déficit et la dette publics resteront modérés, l'inflation maîtrisée et la vulnérabilité externe très faible.

## RÉCESSION MOINS PRONCÉE

Relativement aux autres pays développés, la récession attendue en Corée pour 2020 devrait être modérée. Le PIB devrait reculer de 1,3% en 2020, après avoir progressé de 2,0% en 2019 et 2,8% en moyenne au cours des cinq dernières années.

D'une part, la gestion efficace de la crise sanitaire (avec, dès la fin du mois de janvier, une politique de dépistage de masse, de traçage des contacts et d'isolement des malades) a permis d'assouplir les restrictions sur les déplacements de la population et l'activité plus tôt que dans la plupart des autres pays, et d'éviter un confinement au niveau national.

D'autre part, les solides fondamentaux macroéconomiques (au début de l'année 2020, le déficit et la dette publics étaient modérés, l'inflation était maîtrisée et la vulnérabilité externe très faible) ont permis aux autorités de soutenir l'économie : plusieurs plans (quatre à ce jour) ont été annoncés par le gouvernement depuis le début du mois de mars, incluant à la fois des mesures de court terme (destinées à soutenir les ménages et les PME les plus vulnérables) et des mesures de long terme. Les annonces du mois de juillet comprenaient notamment le *Korean New Deal*, un plan d'investissement sur 5 ans, dont l'objectif est de « digitaliser » l'économie, promouvoir des projets « écologiques et environnementaux », ainsi que d'améliorer la couverture sociale pour l'ensemble de la population. Au total, en incluant le soutien direct et indirect (tel que les extensions de garantie pour les entreprises et les reports de paiement des impôts et des cotisations de sécurité sociale), le montant des mesures se porte à près de 20% du PIB. Dans le même temps, la banque centrale a diminué son taux directeur de 75 points de base depuis le mois de mars (à 0,5%), annoncé plusieurs plans de soutien financier (aux entreprises les plus vulnérables notamment), et s'est engagée à fournir de larges montants de liquidités aux entreprises.

Au total, le PIB n'a reculé « que » de 0,7% en g.a. au premier semestre et la demande privée s'est révélée plutôt résistante : la consommation privée a reculé de 4,5% en g.a. au premier semestre, et l'investissement progressait de 3,3% en g.a., illustrant la flexibilité de l'économie coréenne. Sans surprise cependant, les exportations ont lourdement chuté au deuxième trimestre (-13% en g.a. en termes réels), malgré le soutien apporté par la progression des exportations du secteur des semi-conducteurs - liée à la forte augmentation de la demande de puces, composants d'ordinateurs portables et périphériques réseaux, suite à la brusque augmentation du travail à distance.

## REPRISE GRADUELLE PLUTÔT QUE REBOND DE CROISSANCE

La reprise devrait être graduelle. L'indice de production industrielle et les ventes au détail se redressent continûment depuis avril, mais plusieurs facteurs devraient contraindre le rebond de l'activité à court terme. Nous attendons une croissance du PIB de 2,3% en 2021.

## PRÉVISIONS

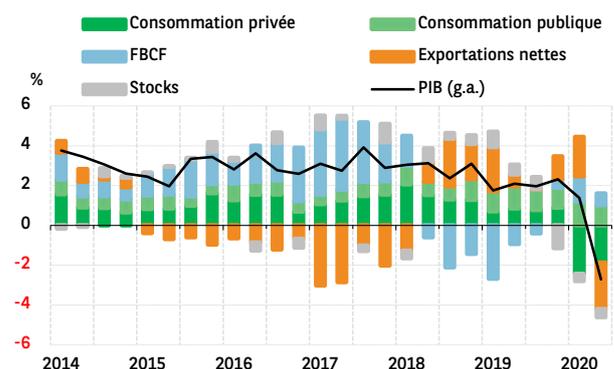
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	2.7	2.0	-1.3	2.7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1.5	0.4	0.4	1.1
Solde budgétaire, % du PIB	1.4	-0.6	-4.4	-4.3
Dette des adm. publiques, % du PIB	39.5	39.5	44.0	44.3
Balance courante, % du PIB	4.8	3.6	1.0	2.5
Dette externe, % du PIB	25.6	28.4	30.1	30.4
Réserves de change, mds USD	398	404	400	402
Réserves de change, en mois d'imports	7.2	7.5	7.5	7.3
Taux de change USDKWR (fin d'année)	118	1 158	1 210	1 210

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

## PIB (% G.A.) ET SES COMPOSANTES (CONTRIBUTION EN PP)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMPTES NATIONAUX

D'une part, le gouvernement a ré-instauré des mesures de distanciation sociale à la fin du mois d'août, après que le nombre de nouveaux cas confirmés a de nouveau progressé à plus de 400 par jour dans les derniers jours du mois, alors que la moyenne enregistrée entre le 15 mars et le 15 août était de 44. Lors de la première vague épidémique,



Le pic avait été enregistré le 29 février, avec 909 nouveaux cas. Les restrictions ont été allégées dès la mi-septembre (le nombre quotidien de nouveaux cas s'était stabilisé autour de 100), mais restent au « niveau 2 » pour une durée indéterminée dans la région de Séoul (i.e. le recours au télétravail et l'enseignement à distance sont privilégiés, les rassemblements sont limités). Le gouvernement devrait présenter dans les prochains jours de nouvelles mesures au plan national afin d'établir « une stratégie prudente entre croissance économique et lutte contre le virus ». Ces mesures pèseront sur la consommation privée au dernier trimestre (notamment sur la demande de services) et au début de l'année 2021, mais probablement moins qu'au premier semestre.

D'autre part, même si les exportations devraient pouvoir se redresser à très court terme, la demande mondiale restera durablement affaiblie, pénalisant d'autant le secteur exportateur coréen. Les tensions entre les États-Unis et la Chine pèseront particulièrement sur les exportations coréennes compte tenu, à la fois, de la forte intégration de la Corée dans les chaînes de valeur régionales et de l'importance des relations commerciales entre les deux pays (comme source de la demande finale). Signe de leur vulnérabilité, les exportations totales de la Corée ont chuté de 10% en g.a. (en dollars courants) en 2019 lorsque les tensions sino-américaines se sont intensifiées, alors que celles de Taiwan n'ont diminué que de 2% sur l'année (et les exportations chinoises n'ont que très légèrement baissé). De même, alors que les exportations chinoises et taiwanaises se sont redressées pendant l'été 2020, les ventes coréennes ont continué de chuter (-9% en g.a. en juillet-août). Les exportations coréennes à destination de la Chine ont diminué de 16% en 2019 et de 5% sur les 8 premiers mois de 2020.

Les revenus liés au tourisme devraient également rester faibles au cours des prochains trimestres, mais l'effet sur la croissance ne sera pas aussi important que pour d'autres pays de la région. Au sens strict, les recettes du tourisme représentent 2% du PIB en Corée, contre près de 12% en Thaïlande par exemple.

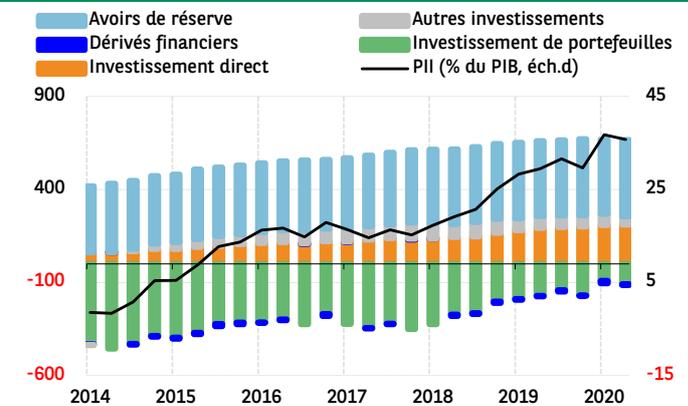
Enfin, en l'absence de nouvelles mesures de soutien à l'activité, la contribution de la consommation publique à la croissance devrait se réduire. Dans sa proposition de budget (présentée mi-septembre), le gouvernement ne prévoit une augmentation des dépenses que de 1% en 2021 relativement au montant total de 2020 (qui avait augmenté de près de 15% par rapport à 2019, après inclusion des quatre plans de relance successifs).

## DE SOLIDES FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES AIDENT À ABSORBER LA DÉGRADATION ACTUELLE

Les fondamentaux macroéconomiques coréens devraient rester solides à court terme. D'une part, la vulnérabilité externe reste particulièrement faible. Le compte courant devrait se dégrader mais rester excédentaire (avec un excédent attendu à 1%, du PIB après 3,6% en 2019). En outre, la position financière extérieure se renforce continuellement depuis 2010 et était proche de 36% du PIB à la fin du T2 (alors qu'elle était légèrement inférieure à 30% à la fin du T4 2019), constituant une solide protection contre les épisodes de fuites de capitaux.

D'autre part, la dégradation des finances publiques, consécutive aux quatre plans de relance annoncés cette année, s'inscrit dans une situation très confortable et devrait être modérée. Tout d'abord parce que le secteur privé (y compris les institutions financières) contribuera largement au soutien financier apporté aux entreprises. Ensuite, dès le budget 2019, le gouvernement avait proposé une politique économique de « croissance tirée par les revenus », dont l'objectif était d'améliorer

### POSITION EXTÉRIÈRE NETTE (% DU PIB) ET SES COMPOSANTES (USD MDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

la redistribution, en augmentant les dépenses publiques. Le *Korean New Deal* présenté en juillet s'inscrit dans ce cadre. Au total, le déficit budgétaire devrait s'établir à 4,4% du PIB en 2020, contre 0,6% en 2019. La dette publique devrait atteindre 44% du PIB en 2020, contre 39,5% en 2019. Si le gouvernement applique effectivement les plans annoncés, on s'attend, pour les prochaines années, à une stabilisation du déficit et de la dette autour de ces niveaux.

Le profil de la dette publique est favorable : la maturité des bons du Trésor est longue (plus de 10 ans), la base d'investisseurs est diversifiée, à la fois au plan domestique et international. Par ailleurs, la part d'investisseurs étrangers détenteurs de bons du Trésor a légèrement augmenté récemment, mais reste modérée (à 17% en juillet 2020, après avoir été stable autour de 15% depuis 2015). Enfin, la dette contingente liée aux entreprises publiques reste importante (estimée à 26% du PIB à fin-2019), mais décroît continuellement depuis la mise en place du plan de restructuration instauré en 2013 (la dette contingente représentait alors plus de 35% du PIB).

Enfin, le système bancaire dans son ensemble est solide et capable d'absorber une dégradation temporaire de la qualité des actifs. La rentabilité des banques va diminuer au cours des prochains trimestres, mais les mesures de soutien mises en place par le gouvernement et la banque centrale aideront à absorber le choc. Cela dit, quelques fragilités sont à surveiller : la vulnérabilité de plusieurs banques régionales a augmenté (pour les régions dans lesquelles les mesures de distanciation sociale ont été les plus strictes), ainsi que pour certaines branches du secteur exportateur (automobile et naval notamment). Par ailleurs, bien que le risque associé soit considéré comme modéré à court terme, la dette des ménages est élevée (103% du PIB à la fin du T1 2020). Les mesures macroprudentielles mises en place depuis 2017 ont permis de ralentir la progression du crédit aux ménages, mais le profil de la dette reste source de vulnérabilité, notamment parce que 50% du total de cette dette est toujours liée à des emprunts à taux variables.

Hélène Drouot

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

## LA REPRISE SERA LENTE

Entre avril et juin 2020, l'économie indienne s'est contractée de près de 24% par rapport à la même période l'année précédente. Cette contraction sans précédent de l'activité reflète l'effondrement de la demande intérieure. Bien que l'activité ait rebondi depuis le mois de juin, elle reste fragile et bien en deçà des niveaux qui prévalaient avant la crise de la Covid. Les capacités de soutien déjà limitées de la banque centrale et du gouvernement se sont réduites avec la hausse des prix et la contraction des recettes budgétaires. La dette publique pourrait atteindre près de 89% du PIB et peser sur les projets de développement futurs du pays, alors même que les dépenses du gouvernement ont contribué à près de 30% à la croissance l'année dernière.

## RECU SANS PRÉCÉDENT DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Au T1 de l'année fiscale 2021 (avril-juin 2020), la croissance indienne s'est contractée de 23,9% en glissement annuel (g.a.). Hormis les dépenses du gouvernement, toutes les composantes de la demande intérieure ont enregistré une contraction sans précédent, induite par le confinement de l'ensemble de la population jusqu'au 1<sup>er</sup> juin. La consommation des ménages, premier moteur de la croissance, a affiché un recul de 26,7% en g.a., alors que dans le même temps les investissements se sont contractés de plus de 47% en g.a. Dans un tel contexte, la baisse des importations ayant été supérieure à celle des exportations, la contribution des exportations nettes à la croissance a été positive. Du côté de l'offre, la contraction a été particulièrement forte dans l'industrie (-33,8%) et, dans une moindre mesure, dans les services (-24,3%) avec notamment le gel des activités de construction, transport, hôtellerie et restauration. L'agriculture est le seul secteur à enregistrer une croissance positive, bien que modeste (+3,4% en g.a.).

Les premiers indicateurs d'activité disponibles pour le deuxième trimestre de l'année fiscale 2020/2021 confirment un rebond par rapport au trimestre précédent. L'activité est néanmoins loin d'être revenue au niveau qui précédait avant la crise induite par l'épidémie de coronavirus. En outre, alors que l'activité dans l'industrie a accéléré, ce n'est pas le cas dans les services. En juillet, la production industrielle et le transport de marchandises, bien que toujours en recul par rapport à la même période l'année dernière, ont fortement rebondi. L'indice de production industrielle a atteint 118,1 contre un plus bas de seulement 54 en avril. Elle reste toutefois inférieure, de plus de 10,4%, à son niveau de juillet 2019, en raison notamment d'une contraction toujours importante de la production de biens de capital et de biens de consommation durables (respectivement -22,8% et -23,6% en g.a.). Le rebond est surtout sensible pour les biens de consommation non durables.

Le rattrapage devrait se poursuivre car les anticipations sont bien orientées. En août, après quatre mois de contraction, l'indice de confiance des entrepreneurs (PMI) a dépassé le seuil de 50 à partir duquel l'activité progresse. Les anticipations de nouvelles commandes (domestiques) ont augmenté.

La reprise reste néanmoins fragile. Premièrement, dans les services, l'indice PMI, bien qu'en hausse par rapport aux mois précédents, n'était toujours que de 41,8 au mois d'août. Deuxièmement, la croissance du crédit bancaire aux entreprises reste extrêmement modeste en dépit de taux d'intérêt réels bas (en moyenne les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits déflatés de la hausse des prix à la consommation s'élevaient à seulement 1,6% en août 2020 contre 6,6% il y a un an). Les nouveaux projets mis en œuvre au T2 2020 étaient en baisse de plus de 88% par rapport à la fin de l'année. D'ailleurs, d'après les statistiques relatives au commerce extérieur, en juillet, les importations de biens

### PRÉVISIONS

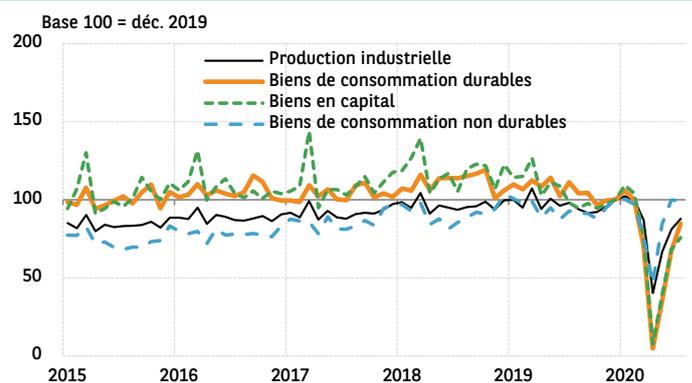
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	6.1	4.2	-11.4	9.6
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	3.4	4.8	5.5	3.4
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-6.3	-7.3	-12.2	-8.5
Dette gouv et des adm. (1) / PIB (%)	69.9	72.2	88.7	87.1
Solde courant(1) / PIB (%)	-2.1	-0.8	0.0	-1.0
Dette extérieure(1) / PIB (%)	20.0	19.9	20.0	20.0
Réserves de change, mds USD	393	457	541	590
Réserves de change, en mois d'imports	6.5	7.7	11.0	9.1
Taux de change USDINR (fin d'année)	71.0	71.3	73.4	73.9

(1): Année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1  
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : RBI

en capital atteignaient seulement 62% de leur niveau d'avant la crise de la Covid-19. Troisièmement, le rattrapage de la consommation des ménages reste progressif. En août, les ventes automobiles affichaient toujours une baisse de 4,7% en glissement annuel. La confiance

des ménages reste déprimée, même si selon les dernières données d'enquête ces derniers se déclarent plus optimistes quant à leur avenir. D'après le *Centre for Monitoring Indian Economy* (CMIE), le taux de chômage a continué de diminuer à 7,3% mi-septembre après avoir atteint un point haut de 23,5% en avril, indiquant une normalisation assez rapide du marché du travail. Cependant, cette statistique ne couvre pas le secteur du marché informel, lequel représente 80% de l'emploi en Inde.

## FORTE HAUSSE DES PRESSIONS INFLATIONNISTES

En dépit de l'effondrement de la demande intérieure, l'indice des prix à la consommation a atteint en juillet des niveaux proches de ceux qui prévalaient en 2014. La hausse des prix s'est établie à 6,9% en g.a. alors qu'elle était de seulement 3,1% un an plus tôt. Cette accélération résulte principalement de l'augmentation des prix alimentaires (qui constituent près de 46% du panier de consommation des ménages indiens), et en particulier ceux des produits protéinés. Elle résulte, dans une moindre mesure, de la hausse des prix des transports (en raison de l'augmentation des taxes sur l'essence), des équipements de communication et des biens importés suite aux dysfonctionnements dans les chaînes de production internationales. Toutefois, même hors prix alimentaires et énergie, l'inflation a atteint 5,9% en g.a. en juillet 2020 contre 4,3% un an plus tôt. L'augmentation des prix de l'or serait à l'origine de la hausse d'un demi-point de pourcentage de l'indice hors prix d'alimentaire et de l'énergie.

La hausse des prix a conduit la banque centrale à interrompre son assouplissement monétaire. Son objectif étant de contenir l'inflation à 4% +/-2%, elle a maintenu ses taux directeurs inchangés à 4% lors de son comité de politique monétaire du mois d'août.

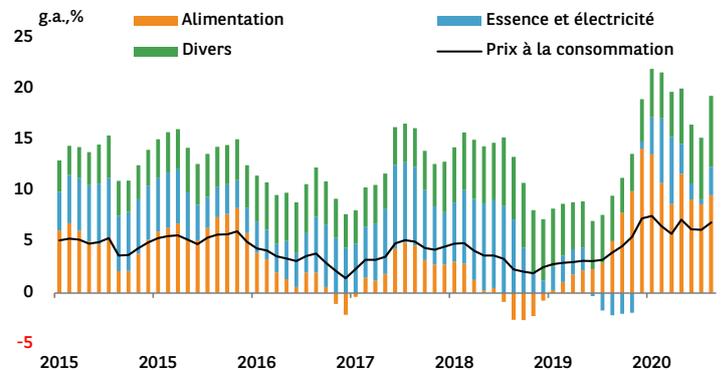
## FORTE DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

Sur les quatre premiers mois de l'exercice budgétaire 2020/2021 qui s'achèvera au 31 mars 2021, le déficit du gouvernement a augmenté de 50% par rapport à la même période l'année dernière, atteignant 103,1% de l'objectif annuel du gouvernement fixé en février 2020 à 3,5% du PIB. Cette très forte dégradation reflète l'effondrement des recettes budgétaires (-41,7%) qui n'ont atteint que 11% de leur cible annuelle en raison de la forte contraction de l'activité économique. Les recettes de TVA ont diminué de près de 35% alors que les taxes sur les revenus ont enregistré une contraction d'environ 30%. Dans le même temps, les dépenses, bien que contenues, ont augmenté de 11,3% (soit 35% de l'objectif annuel). Sur l'ensemble de l'année 2020/2021, le déficit du gouvernement pourrait ainsi atteindre 8% du PIB (contre 4,6% en 2019/2020).

Les États devraient, eux aussi, enregistrer une forte dégradation de leur situation budgétaire. Le ministère des Finances a annoncé en août dernier qu'il ne serait pas en mesure de compenser l'intégralité de la perte des recettes de TVA des États que ces derniers chiffrent à INR 3 trillions. Le gouvernement estime, pour sa part, que le manque à gagner reflète essentiellement les conséquences de l'épidémie de Covid-19 (et ne sont pas induites par l'adoption de la TVA unique en 2017) et a annoncé qu'il ne pourrait reverser que INR 650 mds, perçus sur les biens de luxe<sup>1</sup>, aux États. Pour faire face à cette baisse de recettes de TVA (INR 2,35 mds), le gouvernement a demandé aux États de financer eux-mêmes leur manque à gagner par des émissions de dettes (en partie émises à des taux préférentiels auprès de la banque centrale) sans pour autant excéder un montant équivalent à 5,2%, voire 5,5% du PIB (selon qu'ils financent partiellement ou intégralement la perte

<sup>1</sup> En 2017, les États avaient accepté l'adoption d'une TVA unique à tous les États et la centralisation des recettes de TVA par l'État central car le ministre des Finances s'était engagé à accroître leurs recettes de TVA de 14% tous les ans grâce aux recettes perçues sur les produits de luxe (jusqu'à la fin de l'exercice 2022/2023).

### INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCE : RBI

financière) contre 3% du PIB précédemment. À la veille de l'ouverture du Conseil de la TVA (*GST Council*), regroupant les États et le gouvernement et qui vise à statuer sur ces compensations le 5 octobre prochain, dix États ont déjà refusé ces deux propositions. En outre, quelle que soit l'issue de ce conseil, à la fin de l'exercice budgétaire 2020/2021, le déficit du gouvernement et de l'ensemble des administrations pourrait s'élever à plus de 12% du PIB, et la dette du gouvernement et des États pourrait atteindre près de 89% du PIB (vs 72,2% du PIB en FY 2019/20). Par ailleurs, au-delà du risque de détérioration des finances publiques et de dégradation de la note souveraine par les agences de notation (Moody's a abaissé en juin dernier la note du souverain indien d'un cran et laissé le pays en perspective négative), le soutien mesuré du gouvernement à l'économie est une source d'inquiétude pour la reprise (l'année dernière, sans crise sanitaire, la contribution des dépenses du gouvernement à la croissance s'était élevée à près de 30%).

## LES COMPTES EXTÉRIEURS TIENNENT

Depuis le début de l'année, les comptes extérieurs se sont consolidés. L'Inde, importateur net de pétrole, a bénéficié de la forte baisse des prix du brut. Par ailleurs, la contraction des importations, conjointement à celle de la demande intérieure, a compensé la baisse des exportations.

Sur les cinq premiers mois de l'année 2020/2021, le déficit commercial a reculé de plus de 72%. Le solde du compte courant a affiché un excédent de 3,9% du PIB entre avril et juin 2020.

La légère reprise d'activité depuis le mois de juin s'est reflétée dans une accélération des importations au mois de juillet qui ont retrouvé 72% avec leur niveau d'avant la crise de la Covid-19. Néanmoins, les importations de biens de consommation ont accéléré davantage que les importations de biens en capital.

En dépit des importantes sorties d'investissements de portefeuille en mars 2020, la valeur de la roupie contre le dollar US n'était inférieure en septembre que de 2,7% à son niveau de fin 2019. De plus, les réserves de change atteignaient un plus haut de USD 541 mds, soit près de deux fois les besoins de financement à court terme du pays. Pour l'instant, malgré des perspectives de croissance en berne, les investissements directs étrangers ont continué d'affluer.

Johanna MELKA

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



## INDONÉSIE

9

## DIFFICILE REPRISE

Pour la première fois depuis la crise de 1998, l'Indonésie devrait être en récession en 2020. Au T2 2020, l'économie s'est contractée de plus de 5% et la reprise devrait être lente. La demande intérieure peine à redémarrer alors même que Jakarta vient d'être partiellement reconfinée. Le soutien budgétaire tarde à se matérialiser : sur les sept premiers mois de l'année, les dépenses budgétaires prévues n'ont pas été engagées. Pourtant le déficit est contenu et la banque centrale agit comme prêteur en dernier ressort. Au S2 2020, le gouvernement espère consolider la reprise grâce à un plan massif de soutien aux plus pauvres. Alors même que l'inflation reste maîtrisée, le taux de pauvreté pourrait s'élever à 11,6% selon la Banque mondiale (contre 9,2% en 2019).

## CROISSANCE : UNE REPRISE DIFFICILE

Au S1 2020, l'activité a enregistré un recul de 1,3% par rapport à la même période l'année dernière. Pour la première fois depuis la crise de 1998, l'Indonésie sera en récession cette année.

Au T2 2020, l'économie s'est contractée de 5,3% en glissement annuel (g.a.) sous l'effet d'une baisse de toutes les composantes de la demande intérieure et de la demande mondiale. La consommation des ménages, qui contribue à plus de 54% à la croissance, a enregistré un recul de 5,5% en g.a. suite au confinement partiel de nombreuses régions, dont Jakarta, à partir du mois de mars. La contraction des investissements a été encore plus marquée (-8,6% en g.a.), en particulier les achats de machines et biens d'équipement, et les dépenses du gouvernement ont reculé de près de 12% en g.a., les plans de soutien à la croissance n'étant pas encore mis en place. Les exportations nettes ont enregistré une contribution positive car la contraction des importations (-17%) a plus que compensé la baisse des exportations (-11,7% en g.a.).

La contraction a été particulièrement forte dans le secteur des transports (-30,8%) et, dans une moindre mesure, dans la construction et l'industrie. En revanche, l'évolution est restée positive dans l'agriculture et les services de l'information et de la communication. Les indicateurs d'activité du T3 2020 laissent entrevoir une reprise mais qui devrait être lente et différenciée par secteur.

En juillet et août, la demande intérieure a légèrement rebondi mais elle restait encore 13% en deçà des niveaux qui prévalaient avant l'épidémie de Covid-19 : les ventes de véhicules et de motocyclettes reculaient encore de 59% et 44,5% en g.a. en juillet et les ventes au détail de 10,7% en g.a. en août. La confiance des ménages reste déprimée, bien qu'en hausse par rapport au mois de juin. L'activité touristique s'est effondrée (-89% en juillet 2020). Par ailleurs, les importations de biens en capital reculaient encore de plus de 29,2% en g.a. en juillet, reflet d'une contraction toujours importante des investissements des entreprises. Seul point positif : la confiance des entrepreneurs dans l'industrie a retrouvé en août le niveau à partir duquel l'activité est censée progresser (l'indice PMI s'élevait à 50,8). Néanmoins, cette légère reprise de la demande intérieure pourrait être étouffée par un nouveau reconfinement partiel de la région de Jakarta à partir du 14 septembre.

Selon la Banque mondiale, dans le pire des cas, le taux de pauvreté pourrait s'élever à 11,6% (contre 9,2% en septembre 2019) en fin d'année si le gouvernement ne parvenait pas à distribuer de manière optimale les ressources aux ménages les plus pauvres, mais, fin juillet, le gouvernement n'était toujours pas parvenu à engager les dépenses sociales prévues dans le budget.

## LE SECTEUR BANCAIRE RÉSISTE

Comme dans tous les pays d'Asie, hormis en Inde, en Indonésie les pressions inflationnistes sont extrêmement contenues et laissent ainsi

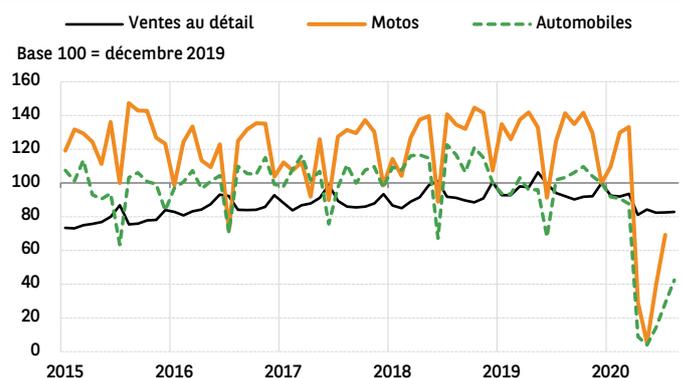
## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	5.2	5.0	-3.0	5.4
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3.2	2.6	1.9	1.7
Solde budgétaire, % du PIB	-1.8	-2.2	-6.1	-3.4
Dette des adm. publiques, % du PIB	30.1	30.4	36.4	37.1
Balance courante, % du PIB	-2.9	-2.7	-1.6	-2.5
Dette externe, % du PIB	36.0	36.0	37.3	37.4
Réserves de change, mds USD	115	122	130	137
Réserves de change, en mois d'imports	6.3	7.1	7.3	7.6
Taux de change USDIDR (fin d'année)	14 496	14 017	14 500	14 100

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## CONSOMMATION DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BI

d'importantes marges de manœuvre à la banque centrale pour assouplir sa politique monétaire et soutenir la croissance (même si ce n'est pas un de ses objectifs officiels, contrairement à ce que souhaiteraient certains parlementaires). En août, la hausse des prix a été limitée à seulement 1,3% en g.a. alors que l'objectif fixé par la banque centrale est de 3% +/- 1%. Dans cet environnement, la banque centrale a abaissé ses taux directeurs de 100 points de base (pb) à 4%, même si elle n'a



généralisé une baisse des taux sur le crédit aux entreprises que de 67 pb et de 27 pb pour le crédit à la consommation. Ces taux restent donc élevés même en termes réels (en moyenne 8% et 9,7% respectivement). La croissance du crédit bancaire a continué de décélérer à seulement 1% en g.a. en juillet 2020 contre 9,7% il y a un an.

L'assouplissement monétaire reste néanmoins contraint par un autre objectif de la banque centrale : la stabilisation du cours de la roupie. Dans un contexte de recrudescence des cas de Covid-19 en août, les tensions à la baisse sur la monnaie ont été telles que les autorités monétaires ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors du dernier comité de politique monétaire.

En dépit d'un environnement macroéconomique difficile, le secteur bancaire indonésien semble bien résister à la crise actuelle. Fin juin, les risques de crédit, bien qu'en hausse, restaient encore contenus. Le ratio de créances douteuses n'était que de 3,1% (contre 2,5% en fin d'année) alors que celui des prêts « special-mention », c'est-à-dire ayant des retards de paiement inférieurs à 90 jours et/ou susceptibles de se transformer en créances douteuses, avait baissé à 5,2% après avoir atteint un point haut de 6,9% en avril. Ces bonnes statistiques s'expliquent en partie par la possibilité pour les banques d'attendre le T1 2021 pour classer les prêts en catégorie « créance douteuse ». La qualité des actifs bancaires pourrait donc se dégrader à partir de cette date. Mais les banques devraient pouvoir absorber la détérioration. Leurs ratios de solvabilité restaient très satisfaisants (22,5% en juin) et leur liquidité abondante (le ratio des prêts aux dépôts était de 89% en juin). En revanche, les indicateurs de rentabilité se sont sensiblement dégradés conjointement à la hausse des provisions et à la baisse des taux d'intérêt.

## FINANCES PUBLIQUES : LE DÉFICIT ENCORE CONTENU

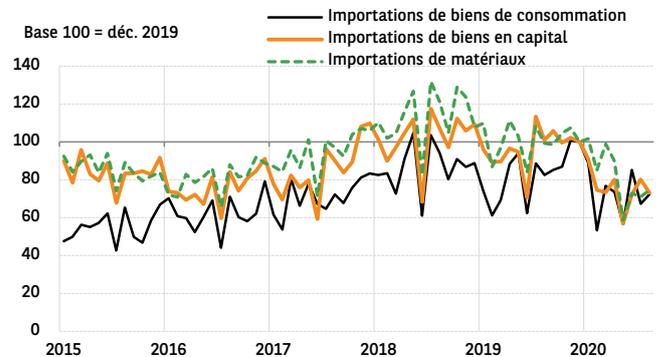
Sur les sept premiers mois de l'année, le déficit budgétaire est resté contenu. Il n'a atteint que 31,8% de la cible annuelle révisée par le gouvernement en juin 2020 à 6,34% du PIB. Cette relative bonne tenue des comptes publics, en dépit d'une baisse des recettes de 13,2% par rapport à la même époque de l'année dernière, s'explique essentiellement par des dépenses publiques extrêmement contenues. En effet, ces dernières n'ont augmenté que de 1,3% et s'élevaient à seulement 45,7% de l'objectif annuel. Néanmoins, le gouvernement estime que les dépenses publiques devraient être engagées au S2.

Les émissions de dette du gouvernement ont été souscrites à hauteur de 62,4% par les banques privées et, dans une moindre mesure, par les banques publiques (25,4%). Bien qu'en hausse, les achats par la banque centrale ont été, jusqu'à présent, relativement limités (10,4%). Néanmoins, l'augmentation attendue des dépenses pour la deuxième partie de l'année devrait être principalement financée par des émissions de dette à taux d'intérêt nuls achetée par la banque centrale sur le marché primaire pour un montant de IDR 575 trn (i.e. 47,1% du déficit prévisionnel annuel). Officiellement, le gouvernement a annoncé que seules les dépenses sociales et de santé seraient couvertes par la banque centrale. Toutefois, cette dernière restera le prêteur en dernier ressort du gouvernement pour l'ensemble de l'année 2020.

Fin juin 2020, la dette du gouvernement était contenue à 35,5% du PIB, bien qu'elle ait augmenté de 5 points de pourcentage au S1. La structure de la dette est, en revanche, plus risquée que dans d'autres pays, tels que l'Inde. En effet, 37,9% de la dette indonésienne est libellée en devises et reste détenue à hauteur de 58,2% par les investisseurs étrangers. Le gouvernement était, jusqu'à présent, fortement dépendant des investisseurs étrangers pour assurer le financement de sa

<sup>1</sup> Sur les huit premiers mois de 2020, les prix des matières premières exportées ont baissé en moyenne de 4,7% (-17,3% pour le charbon, -11,4% pour le caoutchouc, -8,7% pour l'aluminium, -5% pour le cuivre).

## IMPORTATIONS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BI

dette car le marché obligataire domestique est insuffisamment développé (17,4% du PIB).

## ROUPIE SOUS PRESSION MALGRÉ LA CONSOLIDATION DES COMPTES EXTÉRIEURS

Les comptes extérieurs de l'Indonésie restent solides. Au T2 2020, la balance des paiements (hors variation des réserves de change) a affiché un excédent de USD 9,2 mds, soit l'équivalent de 3,8% du PIB annualisé. Le déficit du compte courant a continué de diminuer au T2, en dépit de la forte baisse des exportations<sup>1</sup>, pour n'atteindre plus que 1,2% du PIB en rythme annualisé (contre 3% du PIB au T2 2019). Cette baisse du déficit courant s'explique principalement par la forte contraction des importations de produits pétroliers mais aussi de biens d'équipement et de consommation, conjointement à la contraction de la demande intérieure. Les premières statistiques disponibles pour le troisième trimestre confirment la bonne tenue du surplus commercial. Sur l'ensemble de l'année 2020, le déficit courant devrait être contenu à 1,2% du PIB selon la Banque centrale.

Au T2 2020, le surplus du compte financier a augmenté sous l'impulsion d'une hausse des investissements de portefeuille après les importantes sorties de capitaux enregistrées au T1 2020. En revanche, les investissements directs étrangers, déjà modestes, ont baissé encore davantage pour n'atteindre plus que 1,7% du PIB au T2. Ils sont néanmoins suffisants pour couvrir le déficit courant.

La dette extérieure reste contenue à 36,5% du PIB (2019). La position extérieure nette du pays est débitrice de 22,5% du PIB, mais principalement en raison du stock d'investissements directs étrangers (18,2% du PIB). Fin juillet, les réserves de change s'élevaient à USD 127 mds (+USD 5 mds depuis la fin de l'année 2019) soit l'équivalent de 7 mois d'importations ou 1,5 fois les besoins de financement à court terme du pays. Néanmoins, l'Indonésie reste vulnérable aux sorties de capitaux : en 2019, le flux d'investissements de portefeuille a atteint 2% du PIB. Ainsi, en période de forte volatilité sur les marchés financiers, comme cela fut le cas au cours des derniers mois, l'Indonésie a enregistré d'importants mouvements de capitaux lesquels ont généré une forte volatilité de la roupie. Fin septembre, la roupie était dépréciée de 6,7% face au dollar par rapport à sa valeur du début d'année.

Johanna MELKA

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



## DE DIFFICILES ARBITRAGES EN PERSPECTIVE

L'épidémie montre des signes de ralentissement. La reprise économique au T3 est plus vive qu'attendu mais elle est très hétérogène. Par ailleurs, la banque centrale interrompt son cycle d'assouplissement monétaire et élargit sa palette d'outils en recourant aux principes de la *forward guidance*. Le programme d'aides d'urgence aux plus démunis participe au regain de popularité du président Bolsonaro mais porte le déficit budgétaire à un niveau record. Les négociations budgétaires pour 2021 cristallisent les tensions et mettent en lumière un arbitrage difficile entre soutien aux plus démunis et consolidation budgétaire. Quant à la monnaie, en plus de ses accès de faiblesse, elle souffre toujours d'une très forte volatilité. Enfin, le retour des investisseurs étrangers sur les marchés locaux reste timide.

Six mois après le début de la pandémie de Covid-19, le pays compte plus de 140 000 morts (665 morts par million d'habitants) et plus de 4,72 millions de cas confirmés. Le bilan est lourd mais l'épidémie commence à montrer des signes de ralentissement : le nombre de décès moyen sur sept jours glissants baisse depuis quelques semaines après avoir stagné pendant plusieurs mois, tandis que le taux de contagion ( $R_0$ ) est revenu autour de 1 depuis août (il était de 2,81 en mai, le taux le plus élevé au monde). Ce ralentissement a lieu alors même que l'assouplissement des mesures de confinement s'est généralisé à travers le pays. Sao Paulo et Rio de Janeiro vont ainsi rouvrir les écoles.

## UNE REPRISE PLUS RAPIDE QU'ATTENDU MAIS TRÈS INÉGALE

Les comptes nationaux font état d'une lourde chute de l'activité au T2 avec une contraction du PIB de -9,7% t/t (-11,4% sur un an). Pour autant, les pertes d'activité ont été moins marquées qu'anticipé et la reprise amorcée en mai s'avère plus vigoureuse qu'attendu.

Du côté de l'offre, les chiffres au T2 mettent en évidence une contraction importante de l'activité dans l'industrie et les services tandis que la production agricole a connu une légère expansion par rapport au T1. Du côté de la demande, seule la contribution des échanges extérieurs a été positive.

Le redressement de l'activité engagé depuis mai se poursuit mais reste très inégal selon les secteurs. Les secteurs céréalier<sup>1</sup> et minier continuent de bien se porter profitant de la faiblesse du real, de prix à la hausse et du redressement de l'activité en Chine. L'interruption d'une partie des importations de volaille par le géant asiatique, en raison de la contamination au coronavirus dans certains abattoirs, n'ont pour l'instant pas tant affecté la performance de la filière bovine. Dans l'ensemble, la bonne tenue des exportations de matières premières sur l'année auront participé à résorber le déficit courant de près de USD 30 mds sur 12 mois glissants entre janvier et août.

Les services, qui représentent environ 70% du PIB et 47% des emplois formels, peinent à se redresser (+2,6% m/m en juillet, après avoir chuté d'environ 20% entre février et mai). Les transports, l'événementiel, le tourisme ainsi que les services à la personne font toujours face à d'importantes difficultés. Les activités associées aux technologies de l'information et de la communication sont en revanche plus dynamiques. Dans le même temps, les niveaux d'activité dans l'industrie se rapprochent des niveaux d'avant-crise pour l'ensemble des composantes (production de biens d'équipement, biens intermédiaires, biens de consommation durables et non durables). Du côté des dépenses, le programme d'aide d'urgence de l'État a permis de soutenir la consommation privée, y compris les ventes de matériaux de construction, de meubles et de biens électroménagers.

<sup>1</sup> L'institut statistique, IBGE, estime que 250,5 millions de tonnes de céréales seront produites cette année – un record et une hausse de 3,8% par rapport à 2019. Les cultures de riz, soja et maïs devraient représenter plus de 90% de ces récoltes.

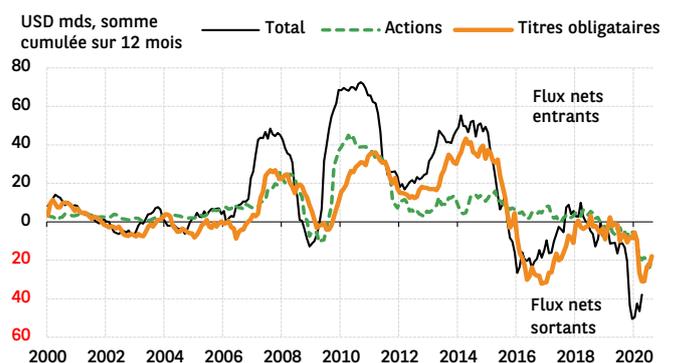
## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB (croissance %)	1.3	1.1	-5.0	3.0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.7	1.5	3.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7.1	-5.9	-17.3	-7.1
Dettes publique, % du PIB	77	77	96	98
Solde courant (en % du PIB)	-2.3	-2.9	-0.7	-0.8
Dettes externe (en % du PIB)	36	37	47	41
Réserves de change (USD mds)	374	357	360	350
Réserves de change, en mois d'imports	18	17	21	19
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3.9	4.0	4.8	4.0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE PAR LES NON-RÉSIDENTS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BCB

Les ventes au détail (définition large) ont ainsi connu une reprise en V avec, en juillet, des niveaux seulement inférieurs de 2% à ceux de février. La reprise de l'activité peine pour l'instant à se traduire par une amélioration significative sur le marché du travail. Le taux de chômage (13,8% en juillet) et le taux de sous-emploi se maintiennent à



des niveaux record, tandis que le contingent de travailleurs découragés est actuellement estimé à 5,5 millions. Dans les services, des pertes d'emplois ont été enregistrées au cours des six dernières enquêtes PMI. Quelques embellies sont toutefois à noter : l'emploi dans le secteur manufacturier et la construction a commencé à se redresser de sorte qu'il y a eu plus de créations que de destructions d'emplois formels en juillet pour la première fois depuis février, et les demandes d'allocation chômage ont baissé de près de 20% en août.

## FIN DE L'ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE, DÉBUT DE LA FORWARD GUIDANCE

Après neuf baisses consécutives du taux SELIC, la banque centrale brésilienne (BCB) a interrompu, en septembre, son cycle d'assouplissement monétaire en maintenant son taux directeur à 2% (contre 6,5% à la mi-2019). Le comité de politique monétaire (Copom) a par ailleurs signalé son intention de ne relever ses taux que lorsque son scénario de référence pour les projections d'inflation se rapprocherait de la cible à l'horizon 2021 (cible à 3,8%) et 2022 (3,5%). Cet outil de communication se rapproche des pratiques de *forward guidance* adoptées par plusieurs grandes banques centrales depuis la crise financière de 2008. Il est destiné à mieux guider les anticipations de marché au moment où la pente de la courbe des taux continue de subir des pressions haussières en raison des incertitudes entourant la situation budgétaire.

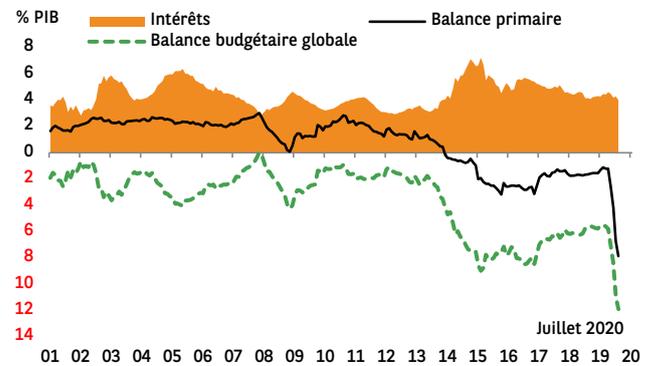
Du fait de la remontée de l'inflation, le taux directeur en termes réels est, depuis juillet, passé en territoire négatif. En effet, outre la hausse des prix du carburant et des denrées alimentaires, la reprise de la consommation, soutenue par le versement des aides d'État, et l'apparition de goulets d'étranglements du côté de l'offre, dus à une insuffisance de stocks et des difficultés logistiques, ont conduit à une remontée du glissement annuel des prix à la consommation (de 1,9% en mai à 2,4% en août). Dans le même temps, le prix des intrants dans l'industrie a fortement augmenté en raison, notamment, de pénuries auprès de fournisseurs et de la faiblesse du real.

La BCB ne semble pas pour l'instant préoccupée par le risque inflationniste car l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) demeure stable et les anticipations d'inflation restent largement inférieures à la cible. Elle semble ne pas se soucier non plus de la faiblesse du real (dépréciation de 30% contre le dollar depuis le début de l'année). La forte volatilité du BRL reste cependant un vrai casse-tête pour les autorités (la BCB est déjà intervenue une vingtaine de fois sur le marché des changes cette année). Depuis juin, on observe un retour mesuré des flux de portefeuille de la part des non-résidents. Toutefois, la tendance à la dépréciation du real, sa volatilité, de même que la baisse structurelle des taux d'intérêt sont autant de facteurs qui participent à tenir les investisseurs éloignés des marchés locaux. Entre janvier et août, les sorties nettes s'élevaient ainsi à USD 25 mds.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE RECORD, ARBITRAGES DIFFICILES À VENIR

Le déficit budgétaire du gouvernement central a plus que doublé depuis le début de l'année (-11,9% du PIB en juillet contre -5,5% en janvier sur 12 mois glissants). Cette hausse traduit la forte dégradation du déficit primaire (-7,9% du PIB contre -1,1% en janvier), les intérêts de la dette

### CREUSEMENT RECORD DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, IBGE, BNP PARIBAS

ayant continué de baisser (4% du PIB contre 4,5% en janvier et bien loin des 7,2% du PIB observé en janvier 2016). D'après les calculs de l'IPEA, 70% de l'augmentation du déficit primaire du gouvernement central est lié à la hausse des dépenses primaires, le reste étant dû à la perte de recettes, qui s'établit à BRL 150 mds sur la période de janvier à juillet, soit environ 2% du PIB. Le déficit budgétaire devrait terminer l'année à un peu plus de 17% du PIB, en raison notamment de la reconduite partielle, jusqu'à la fin de l'année, du programme d'aides d'urgence aux plus démunis<sup>2</sup>. Ce programme a notamment permis au président Bolsonaro de bénéficier d'un regain de popularité et pourrait profiter à son gouvernement à l'approche des élections municipales en novembre<sup>3</sup>.

Les négociations autour du budget 2021 (présenté à la fin de l'été) devraient cristalliser les tensions entre l'exécutif et le législatif concernant le respect du plafond des dépenses primaires<sup>4</sup>. Certains députés poussent en effet à l'abandon ou à la flexibilisation de la règle budgétaire. C'est aussi un sujet de discorde au sein de l'exécutif entre les partisans de la discipline budgétaire et ceux en faveur d'une hausse des dépenses sociales<sup>5</sup> et d'investissement.

En respectant la contrainte du plafond des dépenses primaires, le budget, dans sa configuration actuelle (c'est-à-dire un déficit primaire ramené à 3% du PIB), ne laisse pratiquement aucune marge de manœuvre au gouvernement pour continuer de soutenir l'économie. Au vu des fortes pressions qui pèsent sur la classe politique pour étendre les programmes sociaux, la crédibilité de la politique budgétaire devrait rester une question majeure dans les prochains mois.

Au chapitre des réformes, le gouvernement a proposé d'unifier deux taxes fédérales à la consommation (PIS et Cofins) en une taxe fédérale sur la valeur ajoutée. L'exécutif a aussi présenté au Congrès une proposition de réformes de la fonction publique visant notamment à restructurer les carrières et à ajuster les plans salariaux des fonctionnaires. La réforme, selon le ministre de l'Économie Paulo Guedes permettrait d'économiser près de BRL 300 mds sur 10 ans. Toutefois, ses effets sur les comptes publics ne seront visibles qu'à moyen terme.

Salim HAMDAD

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

<sup>2</sup> L'aide de BRL 600 par personne a été réduite de moitié à BRL 300, et environ 5 millions de Brésiliens ne seront plus éligibles à cette aide. Environ 65 millions de personnes ont bénéficié de ces transferts avec un coût estimé à près de BRL 45 mds. En comparaison le programme social *Bolsa Família* a coûté BRL 33 mds pour l'ensemble de 2019.

<sup>3</sup> D'après une enquête de Datafolha, dans le nord-est du pays - région traditionnellement acquise à la cause du parti des travailleurs (PT) - le taux de rejet du président aurait chuté de 52% à 35%. Il est même plus bas au sein des strates socio-économiques les plus défavorisées.

<sup>4</sup> Celles-ci ne peuvent pas croître plus rapidement que l'inflation. En 2020, cette règle budgétaire, instituée en 2016, a été suspendue à titre exceptionnel.

<sup>5</sup> Le président voulait par exemple instituer un nouveau programme social, Renda Brasil, qui devait prendre le relais de l'aide d'urgence accordée jusqu'à fin 2020.



## ARGENTINE

13

## TOUJOURS SOUS MESURES D'URGENCE

La crise sanitaire a durement frappé une économie déjà aux prises avec la récession depuis plus de deux ans. La contraction du PIB dépassera probablement 10% en 2020. Le rebond technique de l'activité, amorcé à la fin du deuxième trimestre, et l'accord de restructuration de la dette publique permettent d'envisager une sortie de récession au second semestre. Toutefois, l'instabilité financière persiste, avec l'érosion des réserves de change, la forte déconnexion entre le taux de change officiel et le taux parallèle et les anticipations d'une ré-accelération de l'inflation. Les autorités ont durci à nouveau le contrôle des changes. Le soutien du FMI est une condition nécessaire à la stabilisation financière mais peut-être insuffisante pour assurer une reprise durable.

## RESTRUCTURATION DE LA DETTE : L'ÉTAU SE DESSERRE

Début août, l'État argentin a finalement annoncé un accord de principe avec ses principaux pools de créanciers privés (*bondholders*) pour une restructuration de sa dette obligataire internationale (USD 66 mds), accord qui a été accepté début septembre par la quasi-totalité des créanciers (le taux de participation à l'échange de dette a atteint 93,5%). Sur les douze souches d'obligations éligibles, les créanciers ont consenti une forte réduction du taux d'intérêt à l'émission par rapport à l'échéancier initial (de 7% à 3% en moyenne) et un report des échéances de remboursement. En échange, l'État a dû accepter une réduction faciale marginale du montant de sa dette (la somme cumulée des remboursements du principal de la dette est pratiquement inchangée<sup>1</sup>). Les mêmes conditions vont s'appliquer à la dette obligataire domestique en USD détenue principalement par des créanciers locaux, de sorte que, sur l'ensemble de l'échéancier (soit jusqu'en 2050 pour l'essentiel), le fardeau de la dette (*debt burden*) est allégé de USD 37,7 mds par rapport à l'échéancier initial. Une bouffée d'oxygène indispensable compte tenu de la dégradation de la situation économique et sociale.

## DOUTES SUR LA CAPACITÉ DE REBOND

Conséquence du confinement imposé dès le 20 mars à l'ensemble du pays, l'économie s'est violemment contractée au T2 de 16,5% sur un trimestre (-21% sur un an). Comme dans la plupart des pays, l'activité s'est redressée par rapport au point bas atteint en avril. Cependant, en juin, l'indice mensuel du PIB réel calculé par l'INDEC était encore de 15% inférieur à son niveau de janvier-février et l'indice de la production industrielle de juillet inférieur de 7%. Seul l'indicateur de l'activité dans la construction a retrouvé son niveau d'avant le confinement, mais reste 13% en deçà de son niveau moyen de 2019 (cf. graphique 1).

Le redressement récent et très relatif des indices d'activité est par ailleurs contrebalancé par un climat de confiance des consommateurs encore très détérioré, reflet des pressions inflationnistes toujours fortes (1,9% par mois en moyenne sur mai-juillet) entretenues par la dépréciation du peso de 2,5% par mois en moyenne depuis mars. Les salaires réels du secteur formel ont continué de se contracter (-4,6% sur un an au S1 2020 dans le secteur privé, -8,5% dans le secteur public). Depuis 2017, la perte de pouvoir d'achat des salaires est de 22% dans le privé et de 26% dans le public. Malgré le rebond mécanique de l'activité au S2, consécutif au déconfinement, la hausse des dépenses primaires du gouvernement central (environ 5% du PIB depuis la fin 2019) et l'assouplissement monétaire (cf. *infra*), la baisse du PIB sera probablement supérieure à 10% sur l'ensemble de cette année.

<sup>1</sup> En valeur présente, et toujours par comparaison avec l'échéancier initial, l'État a évidemment bénéficié d'une réduction de dette grâce à la baisse des taux à l'émission, l'étalement des remboursements et un taux d'actualisation bien supérieur aux taux à l'émission du fait de la hausse de la prime de risque du pays. Ces paramètres font l'objet de négociations entre l'État et ses créanciers pour aboutir in fine à une récupération en valeur nette présente (NPV) satisfaisant les parties. Le taux de récupération en NPV est d'environ 55%, soit un *haircut* de 45%.

## PRÉVISIONS

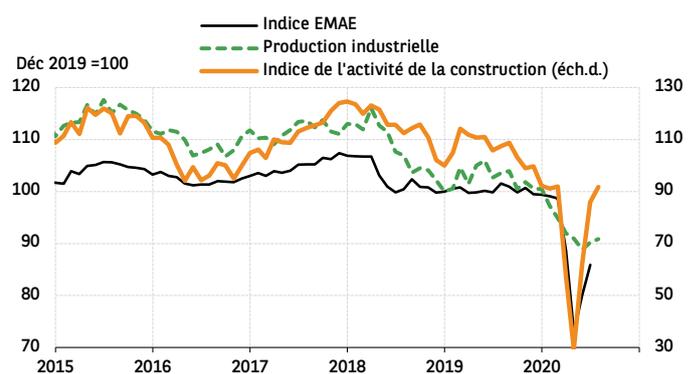
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	-2.5	-2.1	-11.0	8.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	33.8	53.5	44.0	50.0
Solde budgétaire, % du PIB	-5.0	-3.8	-9.2	-5.7
Dette du gouvernement central, % du PIB	86.1	89.6	93.0	85.0
Balance courante, % du PIB	-5.3	-0.8	2.3	1.0
Dette externe, % du PIB	53.5	62.2	68.0	60.0
Réserves de change, mds USD	64.0	45.0	41.0	47.0
Réserves de change, en mois d'imports	8.9	7.8	9.0	9.2
Taux de change USDAOA (fin d'année)	37.9	59.9	80.0	120.0

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

## RATTRAPAGE PARTIEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC, ISAC, DATASTREAM

Pour 2021, malgré le répit que procure la restructuration de la dette due aux créanciers privés et à supposer que le pays obtienne un étalement de ses remboursements vis-à-vis du FMI (dus normalement à partir



de 2021), on peut douter de la capacité de rebond de l'économie. Les conditions extérieures, notamment les prix des matières premières agricoles, vont rester déprimées et limiteront le redémarrage par les exportations. Au-delà de la conjoncture internationale, l'économie reste engluée dans une spirale de dépréciation du change et d'inflation que la politique du précédent gouvernement (suppression du contrôle de changes, baisse des taxes à l'exportation et libéralisation des tarifs réglementés de l'eau et de l'énergie) n'avait pas réussi à juguler. Cette spirale a grevé les finances publiques directement (par la nécessité de revaloriser régulièrement les prestations sociales) et indirectement (par le coût de de stérilisation élevé des entrées de capitaux pour la banque centrale). Elle a empêché également de restaurer la fonction de levier contra-cyclique de la politique monétaire, faute de pouvoir dissocier les anticipations d'inflation de la dérive du taux de change nominal.

Certes, au cours des douze derniers mois, la banque centrale (BCRA) a pu réduire drastiquement son taux directeur de 85% à 32%, alors que le taux d'inflation ne s'est réduit, sur la même période, que de 53% à 42%. Cette détente monétaire est toutefois intervenue dans une situation d'urgence caractérisée, non seulement par le défaut sur la dette et le contrôle renforcé des changes, mais aussi par un abandon de fait de la stabilité du taux de change ; l'écart entre le taux officiel contre USD et le taux parallèle (*blue chip swap rate*). Ce dernier, qui était encore négligeable en août 2019, est monté à près de 80% un an plus tard (cf. graphique 2).

Normalement, pour un pays bénéficiant, avant la crise sanitaire, d'une inflation maîtrisée et d'une stabilité financière, le rebond en 2021 devrait être d'autant plus marqué que le choc a été violent en 2020. Rien n'est moins sûr pour l'Argentine, même avec le soutien du FMI.

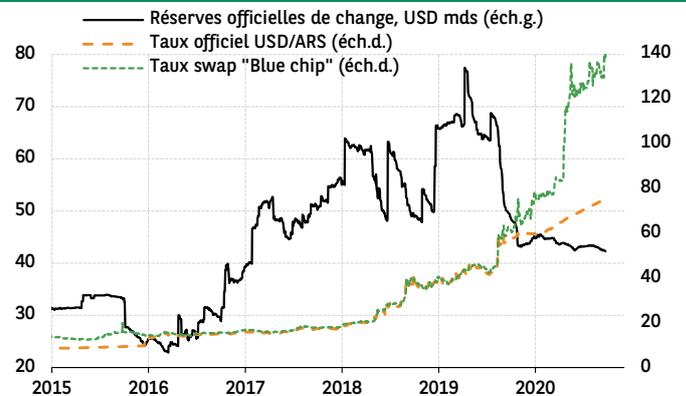
## RÉ-ACCÉLÉRATION ANTICIPÉE DE L'INFLATION

Tout d'abord, malgré l'ampleur de la récession qui dure depuis 2 ans et demi, l'inflation n'est pas endiguée. D'après les enquêtes de la BCRA, l'anticipation en août du glissement annuel des prix à la consommation à un horizon de 12 mois était remontée à 51,2% contre 40,7% au dernier mois connu (août). La cause première est toujours la dynamique auto-entretenu entre les salaires et le taux de change, dynamique d'autant plus forte que l'écart entre le taux officiel et le taux parallèle est élevé<sup>2</sup>.

Par ailleurs, nombre d'analystes locaux mettent aussi en exergue la croissance excessive de la base monétaire (+35% sur janvier-août 2020 contre 30% sur l'ensemble de l'année 2019), en raison du financement monétaire du déficit primaire qui a atteint 4,7% du PIB en cumul sur 12 mois en juillet contre 0,5% en décembre 2019. De fait, les transferts de la BCRA au Trésor (avances directes et profits comptables tirés de la revalorisation des réserves de change) ont atteint près de 6% du PIB depuis le début de l'année.

La situation exceptionnelle créée par la crise sanitaire justifiait jusqu'à présent un financement exceptionnel à coût nul pour l'État<sup>3</sup>, mais cette solution ne peut être que temporaire. Pour 2021, le gouvernement veut limiter l'effort budgétaire en ramenant le déficit primaire à 4,5% du PIB (hors dépenses exceptionnelles liées à la Covid 19, les dépenses primaires devraient progresser de 7,6% en termes réels).

### DIFFICILE STABILISATION FINANCIÈRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCRA, DATASTREAM

Toutefois, il est peu probable que le FMI autorise la poursuite du financement direct par la banque centrale. L'inflation d'origine monétaire pourrait s'atténuer avec le retour à un financement classique par emprunt. Mais, entre-temps, on peut craindre que la dérive actuelle des agrégats monétaires ait des effets persistants au moins jusqu'au début 2021.

## TENSIONS PERSISTANTES SUR LA LIQUIDITÉ EXTÉRIEURE

Les pressions persistantes sur la liquidité extérieure constituent une deuxième contrainte au redémarrage. Le déficit de la balance courante s'est fortement réduit (au T1 et en cumul sur 4 trimestres, son déficit n'était plus que de USD 0,9 md) et devrait laisser place à un excédent (en cumul sur 12 mois, le solde commercial est excédentaire de près de USD 20 mds en juillet). Les réserves de change de la banque centrale ont toutefois continué de s'éroder pour atteindre USD 42,6 mds début septembre contre USD 45 mds fin 2019. Les achats de dollars par les résidents, qui avaient fortement ralenti avec la mise en place du contrôle des changes, se sont intensifiés depuis le mois de mars. Mi-septembre, la banque centrale a dû introduire de nouvelles mesures de contrôle des changes<sup>4</sup> incluant même des restrictions temporaires au remboursement de la dette en dollars des entreprises domestiques<sup>5</sup>.

Un accord avec le FMI est donc une condition nécessaire pour renforcer la liquidité extérieure et donner des gages d'amélioration de la solvabilité du pays (qui restera très fragile, faute d'avoir obtenu une réduction de la dette). Par ailleurs, le soutien financier du FMI n'est pas une condition suffisante à une sortie de crise durable. Le gouvernement argentin et le FMI devront trouver un bon dosage des objectifs de consolidation budgétaire et de gestion monétaire et de change qui permette de rassurer les créanciers privés mais ne soit pas trop ambitieux pour donner une chance à la reprise.

François FAURE

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

<sup>2</sup> Des estimations économétriques montrent que le degré de transmission (*pass-through*) entre le taux de change et l'inflation est de 0,2 ou 0,4 au bout d'un an selon que l'écart entre le taux officiel et le taux parallèle est inférieur resp. supérieur à 40%.

<sup>3</sup> Les avances de la banque centrale à l'État (*adelantos transitorios*) ne génèrent pas d'intérêts.

<sup>4</sup> Inclusion des achats en dollars par carte de crédit dans le plafond mensuel individuel des transactions en USD (USD 200) et instauration d'une avance de 35% de l'impôt sur le revenu sur tous les achats de dollars (en plus de la taxe de 30% instaurée en décembre 2019 sur tous les achats de USD dite *PAIS tax*). Interdiction aux bénéficiaires d'aides publiques d'acquiescer des dollars US. Interdiction pour les non-résidents de revendre des actifs financiers détenus depuis moins d'un an si le règlement est en dollars US.

<sup>5</sup> Obligation pour les entreprises dont les échéances sont supérieures à USD 1 million par mois entre le 15 octobre 2020 et le 31 mars 2021 de n'en rembourser que 40% et de présenter un plan de rééchelonnement des 60% restants d'ici le 1<sup>er</sup> octobre.

## HONGRIE

15

## DE L'IMPORTANCE D'ÊTRE CONSTANT

L'économie hongroise a particulièrement souffert des conséquences de la Covid-19 au 2<sup>e</sup> trimestre 2020, en raison du poids des exportations dans son PIB. Le choc semble avoir été plutôt bien absorbé, le gouvernement et la banque centrale s'étant attaché en priorité à soutenir le marché du travail, ainsi qu'à appliquer les moratoires de paiements ou de remboursements nécessaires. La relance mise en œuvre l'a été sous contrainte, notamment afin d'éviter une dépréciation trop conséquente du forint. Le désendettement public, interrompu cette année, devrait reprendre ses droits rapidement dans le cadre d'une stratégie inchangée : maintenir une fiscalité modérée afin de continuer à attirer des investissements étrangers dans l'industrie.

## UN CHOC BRUTAL, MAIS RELATIVEMENT BIEN ABSORBÉ

Pays tourné vers l'exportation, la Hongrie a subi davantage l'impact du Covid-19 que la moyenne des pays émergents, avec une baisse du PIB de -14,5% t/t au T2 2020.

L'économie a rebondi au cours des derniers mois. Néanmoins, les indicateurs de court terme confirment le retard des exportations sur la demande domestique, notamment sur la consommation qui a largement contribué au redémarrage après la période de confinement. En revanche, les exportations ont en juin et juillet simplement retrouvé le niveau d'avant-crise.

Cette asymétrie en termes de demande (avec également un repli de l'investissement) se retrouve dans l'évolution de la production manufacturière qui reste en deçà de son niveau d'avant-crise, pénalisée principalement par les secteurs exportateurs. C'est le cas notamment de la production automobile (-15%) et de celle de la métallurgie (de plus de 20%). Le retard en termes d'exportations manufacturières et la baisse du tourisme devraient entraîner un creusement du déficit courant, mais pas au-delà de 2% du PIB, niveau qui reste largement soutenable.

Le rebond de la consommation privée explique sans doute la rapidité avec laquelle les tensions inflationnistes sont réapparues, après avoir été réduites sous l'effet du confinement et de la baisse des prix du pétrole. L'inflation est même plus forte en juillet, hors énergie, qu'en début d'année. En parallèle, il apparaît que la situation a finalement relativement peu changé sur le marché du travail. Certes, le chômage a augmenté, passant de 3,5% de la population active à fin février à 4,7% en juillet. Toutefois, la croissance des salaires s'est maintenue au premier semestre, signe de tensions persistantes : +6,3% année sur année en termes réels.

Cette poussée inflationniste contraint la politique monétaire dont l'assouplissement, intervenu à la fin du confinement, a dû être de nouveau interrompu. L'écart d'inflation persistant par rapport à la moyenne européenne contraint en effet la marge de manœuvre de la banque centrale. Dans la mesure où les flux de capitaux sont libres au sein de l'Union européenne, stabiliser le taux de change suppose de contraindre la politique monétaire (en vertu du « triangle d'incompatibilité ») : plus d'inflation qu'en zone euro suppose un taux plus élevé.

Cette contrainte avait même conduit au mois d'avril à relever le taux plafond du corridor de taux de la banque centrale à 1,85%, permettant de facto à celle-ci de restreindre ponctuellement la liquidité lorsqu'elle considère qu'un taux trop bas participe à des tensions sporadiques sur le forint. Dans ces conditions, la monnaie hongroise devrait rester stable dans les prochains mois, au niveau du cours actuel proche de 360 forints par euro, stabilité renforcée par la légère augmentation des réserves de change.

## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	5.1	4.9	-5.8	5.5
Inflation moyenne (IPC, %)	2.8	3.0	3.5	3.3
Solde budgétaire / PIB (%)	-2.1	-2.0	-6.0	-4.0
Dettes publique / PIB (%)	70.2	66.3	74.0	73.4
Solde courant / PIB (%)	0.0	-0.8	-2.0	-1.3
Dettes extérieures / PIB (%)	77.0	78.0	82.0	76.8
Réserves de change, mds EUR	27.4	28.4	30.0	31.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.1	3.0	3.7	3.4
Taux de change EURHUF (fin d'année)	321.0	330.0	360.0	365.0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## PRODUCTION MANUFACTURIÈRE EN NIVEAU



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

Au global, le constat d'une économie dont les fondamentaux ne sont pas durablement altérés par le choc économique lié à la Covid-19 prédomine. Même si le PIB ne retrouve son niveau d'avant crise qu'au T1 2022, le mouvement de convergence du revenu hongrois par habitant vers la moyenne européenne devrait se poursuivre.



## UN POLICY MIX ASSOULPI MAIS SOUS CONTRAINTE

Face à la Covid-19, le gouvernement hongrois a suivi une politique interventionniste, avec notamment l'octroi temporaire de pouvoirs étendus au Premier ministre. Toutefois, cela n'a pas engendré de ruptures notables en termes de politique économique.

Contrainte dans l'utilisation de ses taux directeurs, la banque centrale s'est néanmoins concentrée à soutenir la liquidité à l'économie, impliquant un moratoire du remboursement des dettes des ménages et des entreprises qui le souhaitaient et remplissaient les conditions pour cela. L'endettement modéré des ménages (32% de leur revenu) n'était pas un enjeu.

En revanche, le crédit aux entreprises nécessitait une attention particulière, notamment car il est constitué à 42% en devises. Il a augmenté en raison de l'octroi de prêts garantis par l'État, ainsi que d'un programme de financement SME à des taux subventionnés, mais reste modéré, à près de 20% du PIB en 2020 contre près de 30% en 2010.

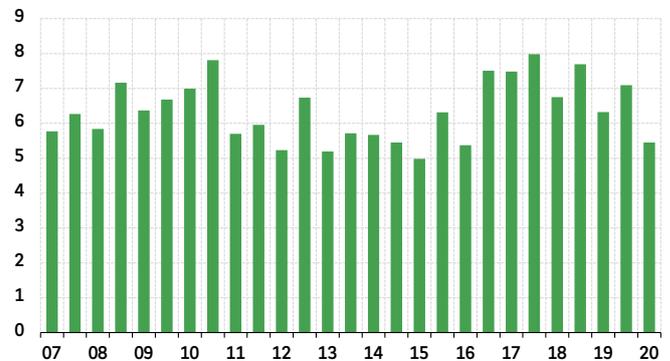
Par ailleurs, la banque centrale a entamé un programme d'achat de dette publique, mais de façon assez tardive (à partir de mai) : les tensions sur les taux longs hongrois sont restées contenues (tout comme la prime de risque par rapport au *bund* allemand), bénéficiant du désendettement effectué ces dernières années. Les taux à 10 ans devraient ainsi rester proches de leur niveau actuel en fin d'année (2,4%), en deçà du taux d'intérêt moyen qui prévalait en 2019 sur la dette publique (3,5%). La sensibilité de la prime de risque souveraine aux mouvements de capitaux a diminué avec la part des investisseurs étrangers dans la détention de dette publique (près du tiers, contre 60% il y a quelques années).

Le soutien de la politique budgétaire à l'activité a été conséquent, principalement par le biais de la suspension de paiement de taxes et de cotisations sociales, ainsi que par des subventions aux salaires, y compris pour les nouvelles embauches. Ces dernières mesures peuvent expliquer le caractère limité de la détérioration du marché du travail, ainsi que le rebond marqué de la consommation. En complément, le gouvernement a également mis en œuvre des financements additionnels au bénéfice des secteurs prioritaires (dont le tourisme, la santé, l'alimentation, les transports et la logistique), ainsi que des prêts subventionnés et/ou garantis pour les entreprises et le financement des exportations. In fine, le déficit public devrait atteindre 6% du PIB en 2020, un niveau relativement plus contenu que dans les pays voisins.

Le respect d'une règle budgétaire à partir de 2016 (qui doit prévaloir tant que la dette publique ne sera pas de retour en deçà de 50% du PIB) est un élément qui a permis de contenir l'endettement public. Le gouvernement anticipe d'ores et déjà une consolidation budgétaire en 2021, avec un retour du déficit à 2,9% du PIB (donc sous les 3%). Même si cette anticipation apparaît optimiste, l'hypothèse d'une consolidation budgétaire dès 2021 est plausible.

La priorité est de maintenir des cibles budgétaires cohérentes avec une fiscalité assez basse, notamment pour les entreprises, afin de continuer à bénéficier d'investissements étrangers conséquents. Ces derniers sont un élément de stabilisation notable dans un pays dont les réserves de change sont à un niveau relativement bas au regard des importations, car ils impliquent un financement soutenable du déficit courant qui est réapparu depuis 2019.

### INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS (MDS EUR), PAR SEMESTRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

## UNE ATTRACTIVITÉ RELATIVEMENT INCHANGÉE

La filière automobile a un poids conséquent en Hongrie, que ce soit les constructeurs ou leurs fournisseurs (notamment la métallurgie ou les équipementiers). L'impact sur ce secteur de la baisse de la demande, partout en Europe au 2<sup>e</sup> trimestre 2020, a retardé le redémarrage de l'activité au-delà des mesures de confinement locales qui avaient entraîné la fermeture des usines.

En conséquence, diverses annonces de reports d'investissement ont été faites dans le secteur et le volume total d'investissement direct étranger brut s'est réduit de 14% au 1<sup>er</sup> semestre 2020 au regard de la même période de 2019. Toutefois, ils devraient encore représenter près de 9,5% du PIB en 2020 et restent importants pour l'avenir industriel du pays : la valeur ajoutée localement ne représentait encore que 45% des exportations automobiles hongroises en 2017, l'un des plus bas niveaux en Europe centrale.

La libéralisation du marché du travail mise en œuvre dans la dernière décennie, ainsi qu'un des taux d'imposition sur les sociétés les plus bas d'Europe (9%) ont été des atouts importants en faveur du développement des industries exportatrices. Dans ce contexte, la compétitivité coût reste essentielle et elle s'est maintenue nonobstant la pénurie qui prévaut sur le marché du travail. La dépréciation graduelle du forint a même permis une légère dépréciation en termes effectifs réels sur la décennie écoulée.

À moyenne échéance, de nouveaux progrès seront nécessaires en termes de productivité du travail, d'appropriation des solutions digitales, ainsi que de robotisation de l'appareil industriel, afin de maintenir l'avance de la Hongrie sur ses concurrents. Un classement de complexité des exportations montre ainsi que le pays est 2<sup>e</sup> en Europe centrale, derrière la République tchèque, en termes de niveau de gamme, mais l'avance sur d'autres concurrents s'est réduite, notamment vis-à-vis de pays dont le coût du travail reste plus modéré, tels que la Roumanie et la Pologne.

Stéphane COLLIAC

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

## TURQUIE

17

## À CONTRE-COURANT

La Turquie bénéficie d'un retour rapide et prononcé de la croissance du PIB depuis la fin du printemps. C'est habituel pour une économie régulièrement soumise à des chocs externes amplifiés par les sorties de capitaux. Elle s'en relève une fois de plus grâce au soutien marqué de la politique économique. La mauvaise surprise vient de la conjonction de plusieurs déséquilibres : le retour à un déficit courant significatif et un rythme de croissance du crédit qui s'est davantage accéléré que lors des reprises précédentes. Ces deux éléments, qui viennent jouer à la baisse sur la devise et à la hausse sur l'inflation, indiquent une croissance dont la qualité s'est détériorée et impliquent une hausse des ratios d'endettement.

## CROISSANCE ET DÉSÉQUILIBRES AU MENU

La Turquie continue de surprendre en termes de croissance. Tout comme dans la plupart des autres pays émergents, la baisse de PIB a été brutale au 2<sup>e</sup> trimestre (-11% t/t). Toutefois, les indicateurs avancés indiquent un redressement ample et rapide avec notamment une production manufacturière qui a presque retrouvé son niveau d'avant-crise.

Cela ne signifie pas que tout aille pour le mieux. La Turquie a subi une baisse drastique de ses recettes touristiques (-80% attendu en 2020), soit un manque à gagner de USD 24 mds. C'est la principale raison pour laquelle le déficit courant s'est à nouveau creusé de façon marquée, entraînant une perte de devises équivalente.

C'est le clair-obscur de la performance turque qui se maintient depuis plusieurs années : en dehors de périodes brèves de fort ralentissement économique, la croissance reprend à la hausse mais les déséquilibres persistent. D'une part, la croissance soutient les importations, qui en retour dégradent le solde extérieur, et, d'autre part, le maintien de ce déficit extérieur, en contribuant à faire croître le besoin de financement, pèse sur le taux de change.

La livre turque a ainsi connu de nouvelles pressions baissières pendant l'été, à la suite de celles qui avaient eu cours au printemps. Certes, la banque centrale (CBRT) a mis en place des lignes de swap de devises avec les banques commerciales, captant ainsi une partie de leur liquidité en dollars. Elle a également accru ses avoirs de réserve en or, profitant de la hausse du cours du métal précieux.

Toutefois, les réserves en devises ont nettement diminué, reflétant non seulement le déficit courant mais également la désaffection des résidents et des non-résidents. Les premiers ont accru leurs achats d'or ; les seconds ont vendu des actifs turcs, notamment des titres de dette publique : ils n'en détenaient plus que 3% en août 2020, contre près de 12% un an auparavant.

Le cercle vicieux entre sorties de devises et dépréciation du taux de change a, par ailleurs, continué d'entretenir l'inflation qui reste, et devrait rester, à deux chiffres. C'est l'une des caractéristiques du scénario conjoncturel : la Turquie devrait être parmi les premiers pays à retrouver son PIB d'avant le choc de la Covid-19 (avant la fin 2021) mais avec deux déséquilibres macroéconomiques persistants. En 2021, la poursuite de l'épidémie de Covid-19 dans le monde laisse craindre un rebond seulement partiel du tourisme et donc le maintien d'un déficit courant significatif.

## SURCHAUFFE DU CRÉDIT

Au cours des dernières années, la politique économique a consisté en un soutien systématique à la croissance et la période récente n'a pas fait exception. La politique monétaire conventionnelle (par le maniement

## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	2.9	0.9	-2.0	4.5
Inflation moyenne (IPC, %)	16.2	15.5	12.1	11.9
Solde budgétaire / PIB (%)	-1.4	-3.5	-7.5	-4.5
Dette publique / PIB (%)	29.9	32.6	45.1	46.7
Solde courant / PIB (%)	-2.6	1.2	-3.7	-3.0
Dette extérieure / PIB (%)	56.5	55.7	64.7	68.6
Réserves de change, mds USD	73.0	79.0	48.0	38.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.5	4.2	2.7	2.0
Taux de change USDTRY (fin d'année)	5.3	6.0	8.0	8.7

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## PRODUCTION MANUFACTURIÈRE EN NIVEAU



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

du ou des taux directeurs) est d'abord restée accommodante, avec une baisse du taux directeur principal de 12% fin 2019 à 8,25% en mai, malgré une relative stabilité de l'inflation autour de 12%. Ce décalage a contraint à un resserrement à partir de juillet, comme l'indique le



taux effectif de la politique monétaire (la banque centrale dispose de plusieurs instruments, dont certains affichent des taux plus élevés que le taux directeur principal, dont elle peut faire usage à sa discrétion). En septembre, la banque centrale a relevé l'ensemble de ses taux directeurs de 200 points de base afin de limiter le risque d'une dépréciation plus marquée.

Une des conséquences majeures du biais accommodant de la politique monétaire est une ré-accélération du crédit depuis mars 2020. En Turquie, la croissance du crédit est structurellement forte en termes nominaux (tout comme l'inflation), mais elle va de pair avec une croissance nominale du PIB forte. Or, depuis le début de l'année, la croissance du crédit au secteur privé non financier atteint un rythme d'environ 40%, malgré une moindre croissance nominale du PIB. Ce décalage n'est peut-être que temporaire, mais il fait craindre une fuite en avant de l'endettement.

Suite à la récession de 2018, le système bancaire avait accumulé des créances douteuses (5,4% des prêts fin 2019). Le soutien au crédit, mis en place lors du déclenchement de l'épidémie de Covid-19, a interrompu cette hausse. Les moratoires de remboursement des dettes et le renouvellement des lignes de crédit aux entreprises ont même permis un léger reflux du montant nominal des créances douteuses. Surtout, la forte croissance du crédit a entraîné leur dilution à seulement 4,2% des prêts en juillet 2020.

La hausse de l'endettement est potentiellement porteuse d'un risque de crédit plus élevé pour l'avenir. Concernant le crédit aux grandes entreprises non-financières, le crédit domestique vient pour partie se substituer à un endettement extérieur qui a, en parallèle, diminué. Toutefois, la substitution n'est que partielle : la dette totale des entreprises a augmenté.

Consciente de l'impact de la progression rapide du crédit sur la dépréciation de la livre, la banque centrale a mis en œuvre en août dernier une hausse des coefficients de réserves obligatoires sur les dépôts en devises de 300 points de base.

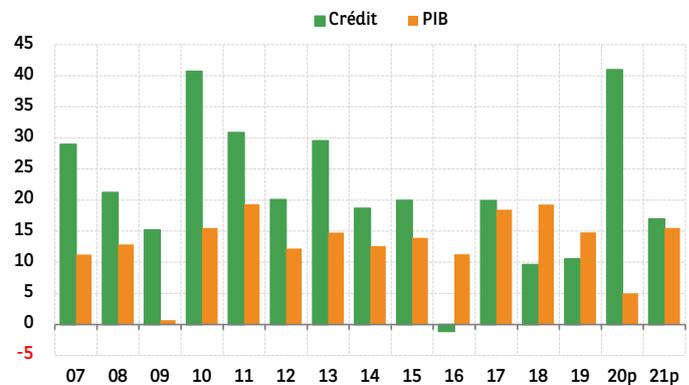
## FINANCEMENT BUDGÉTAIRE PEU ORTHODOXE

La relance budgétaire devrait avoir creusé le déficit public autour de 7,5% du PIB en 2020 et le ratio de dette devrait atteindre 45% contre 32,6% en 2019. La CBRT a accumulé l'équivalent de 10% de ses actifs en titres de dette publique, proportion qu'elle avait indiquée comme sa cible lors de l'annonce de son programme d'achat en mars. Elle a ainsi répondu à une partie du besoin de financement de l'État et de ventes de titres publics par les non-résidents, tout en limitant ses achats afin de rester crédible.

Pour l'instant, la hausse des taux d'intérêt à 10 ans a pu être limitée, mais pas totalement annihilée (13,8% le 21 septembre contre 12% mi-mars). Couplée avec la hausse de la dette, elle devrait entraîner une hausse de la charge d'intérêt, déjà en augmentation constante depuis 2018, qui atteindrait 3 points de PIB en 2021. En parallèle, la maturité moyenne de la dette publique a diminué de 4,2 années en 2017 à 2,9 années en 2020 : les finances publiques sont affectées plus rapidement que par le passé par les mouvements de marché.

Le financement de la dette publique ne constituait pas un problème avant la crise sanitaire. Or, il risque de devenir une source de fragilité pour le pays : les titres de dette publique détenus par les banques turques ont augmenté de +70% entre fin 2019 et fin août 2020. Ils ont été principalement effectués par les banques publiques (la dette publique représente 12% de leurs actifs contre 9% fin 2019). Ainsi, l'interdépendance entre le risque souverain et le risque bancaire (*sovereign-bank nexus*) a augmenté.

## CROISSANCE DU CRÉDIT VS. CROISSANCE NOMINALE DU PIB (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

## LES CLÉS D'UN RÉÉQUILIBRAGE

Le besoin de refinancement extérieur structurellement élevé de la Turquie (et peut-être à l'avenir celui de la dette publique) accentue les à-coups de la croissance turque puisque, en raison de la forte volatilité des investissements de portefeuille, il pèse sur la liquidité en devises et donc sur le taux de change, accroît les primes de risque et incite in fine à épargner et à emprunter en devises.

La première approche pourrait consister en une limitation des importations qui, dans le cas de la Turquie, sont élevées pour trois raisons : l'énergie, l'or et le contenu en importations des marchandises exportées. Il est difficile d'imaginer une baisse des importations (or exclu) générées par les exportations sans altérer l'attractivité de la Turquie en tant que site de production pour une partie des investisseurs étrangers. Les importations d'or s'accroissent, quant à elles, lors des périodes de plus forte dépréciation de la livre. Toutefois, les limiter ne traiterait pas leurs causes qui ont trait à la raréfaction répétée de la liquidité en devises. En revanche, réduire le déficit de la balance énergétique, cause première de déficit commercial, paraît être la piste privilégiée par les autorités turques et les différents projets d'exploitation de ressources en mer Noire ou en Méditerranée orientale peuvent être lus à cette aune.

Une seconde approche consiste à agir sur les causes du déséquilibre courant en tant que déficit d'épargne au regard de l'investissement. Si ce déséquilibre reflétait largement un déficit d'épargne par rapport à l'investissement du secteur privé, c'est moins le cas aujourd'hui avec la baisse de ce dernier. La dérive progressive du déficit public (au-delà d'une période de crise où elle se justifie) a modifié les données du problème du financement de la balance courante. Dans un environnement d'assèchement et de volatilité des investissements de portefeuille des non-résidents, elle peut entraîner une forme d'effet d'éviction du secteur privé par le biais d'une hausse des taux longs, nécessaire pour attirer les capitaux étrangers afin de financer le déficit courant. Cela met en exergue l'importance de procéder à une consolidation budgétaire post-Covid.

Stéphane COLLIAC

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

## À LA RECHERCHE D'UN POLITIQUE MONÉTAIRE ÉQUILBRÉE

L'économie égyptienne a assez bien résisté aux conséquences de la crise sanitaire. L'activité est restée soutenue par la politique de grands travaux, tandis que l'inflation s'est réduite bien au-delà des objectifs de la banque centrale. Les déficits budgétaire et courant devraient se creuser, mais le soutien international et l'accès au marché des capitaux à des conditions acceptables contribuent à la stabilisation macroéconomique. Le maintien à un niveau élevé du taux directeur de la banque centrale permet de conserver l'attractivité du marché égyptien pour les investisseurs internationaux. Grâce à des injections de liquidité, le crédit reste soutenu, augmentant l'exposition des banques au souverain et au risque de crédit dans un environnement plus incertain.

### ACTIVITÉ SOUTENUE PAR L'INVESTISSEMENT PUBLIC

L'activité économique est restée soutenue durant l'année budgétaire 2020 malgré les mesures de confinement. La croissance du PIB a atteint 3,5% en termes réels ; en baisse significative par rapport à 2019 (5,6%), mais au-delà des estimations de la majorité des analystes. En réalité, seul le dernier trimestre (T2 2020) a été affecté par les restrictions sanitaires. Au cours des trois premiers trimestres, le PIB a progressé en moyenne de 5% en glissement annuel. L'activité dans la construction n'a été que marginalement affectée par les restrictions de déplacement, et les chantiers liés aux infrastructures publiques (transport, villes nouvelles) ont continué presque normalement. Enfin, la croissance démographique soutenue (supérieure à 2% par an) constitue un socle structurel important pour la croissance.

Les perspectives pour 2021 sont relativement positives et la croissance pourrait légèrement progresser (3,8% attendu). Sur le plan sanitaire, l'épidémie de Covid-19 est pour le moment relativement contenue selon les données officielles. Par conséquent, la plupart des mesures de confinement ont été levées (seuls les lieux de culte restent soumis à des restrictions) et permettent une reprise de l'activité dans les services marchands. Par ailleurs, des mesures de soutien au pouvoir d'achat ont été mises en place par le gouvernement. Néanmoins, dans un contexte de hausse du taux de chômage (9,6% en T2 2020, soit un plus haut depuis deux ans) et de baisse du revenu disponible d'une grande partie de la population, il semble que la consommation des ménages ne connaîtra pas de progression significative cette année. Ce sont les dépenses publiques, notamment dans les mégaprojets, qui devraient continuer de soutenir la croissance du PIB.

### BAISSE SIGNIFICATIVE DE L'INFLATION

L'inflation des prix à la consommation s'inscrit résolument en baisse depuis le début de l'année grâce principalement à la baisse des prix alimentaires (40% du calcul de l'indice des prix). En août, ils ont baissé pour le troisième mois consécutif (m/m) et déclinent de 0,4% en moyenne sur les douze derniers mois. Il n'est pas sûr que cette baisse des prix alimentaires soit durable et permette à l'Égypte d'atteindre un régime d'inflation significativement inférieur dans les années à venir. En effet, la baisse des prix à la consommation est pour partie liée au ralentissement de l'activité économique. Par ailleurs, l'intervention de la puissance publique a permis un plus grand contrôle des flux et des prix des biens alimentaires. Il n'est pas certain que cette politique soit soutenable à moyen terme.

Selon nos prévisions, l'inflation annuelle devrait atteindre 4,6% en moyenne à décembre 2020, très en deçà de l'objectif de la Banque centrale d'Égypte (9% +/-3%) et 4,0% pour l'ensemble de l'année budgétaire 2021.

#### PRÉVISIONS

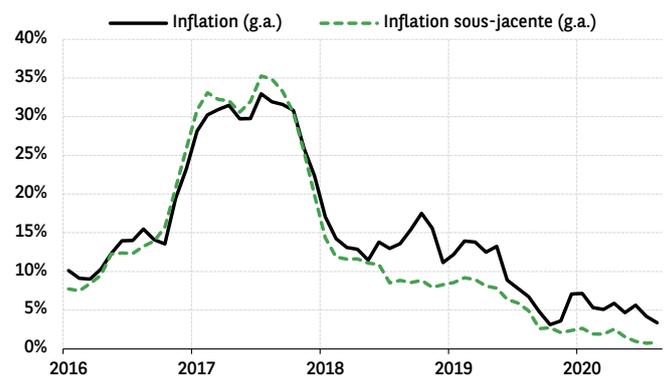
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	5.3	5.6	3.5	3.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	21.5	13.4	5.6	4.0
Solde budgétaire, % du PIB	-9.5	-8.0	-8.7	-9.2
Dettes du gouv. central, % du PIB	93	89	86	89
Balance courante, % du PIB	-2.4	-3.6	-3.8	-4.1
Dettes externes, % du PIB	37	34	33	35
Réserves de change, mds USD	44	44	38	38
Réserves de change, en mois d'imports	7.2	6.9	6.2	6.2
Taux de change USDEGP (fin d'année)	17.9	16.7	16.1	16.0

(1): Années budgétaires du 1<sup>er</sup> juillet de l'année t au 30 juin de l'année t+1  
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENERAL AUTHORITY FOR STATISTICS, BNP PARIBAS

### NIVEAU ÉLEVÉ DU TAUX DIRECTEUR DE LA BANQUE CENTRALE

Dans ce contexte *a priori* favorable à un assouplissement monétaire, la banque centrale (BCE) a choisi pour le moment de privilégier une approche graduelle et de maintenir son taux directeur à un niveau

élevé (8,75%). Ceci peut se justifier pour au moins trois raisons. Premièrement, après la réduction de 300 points effectuée en mars dernier, de nouvelles baisses importantes auraient des conséquences limitées sur l'activité économique. Même si la plupart des mesures sanitaires restreignant l'activité ont été levées, les perspectives de reprise restent très incertaines, ce qui n'incite pas les entreprises à investir.

Deuxièmement, la baisse spectaculaire de l'inflation reste fragile. D'une part, la baisse des prix des produits alimentaires est liée à des éléments susceptibles de changer, et d'autre part, la libéralisation des prix de l'énergie les rendent beaucoup plus sensibles qu'auparavant aux prix du marché. Troisièmement, le choc économique et financier survenu en 2020 a confirmé la vulnérabilité des comptes extérieurs et la nécessité de maintenir une politique de taux d'intérêt attractive pour les investisseurs étrangers actifs sur le marché de la dette en monnaie locale.

Dans un contexte de chute de l'activité touristique et d'une aggravation attendue du déficit courant, les investisseurs étrangers sont massivement sortis du marché égyptien en mars. Le montant des bons du Trésor détenus par les non-résidents a chuté de USD 12,7 mds en trois mois, pour atteindre USD 7 mds en mai. La conclusion d'un accord avec le FMI pour un soutien total de USD 8 mds, ainsi que l'émission de USD 5 mds de dette souveraine sur les marchés internationaux ont permis de rétablir la liquidité extérieure. En juillet, avec le retour des investisseurs étrangers sur le marché égyptien, le montant des bons du Trésor détenus par les non-résidents est repassé au-dessus de USD 10 mds. Le niveau actuel des taux donne un avantage significatif au marché égyptien en termes de rapport rendement/risque, et il contribue à la stabilité du change, voire à sa légère appréciation, favorisant d'autant les opérations de *carry trade*.

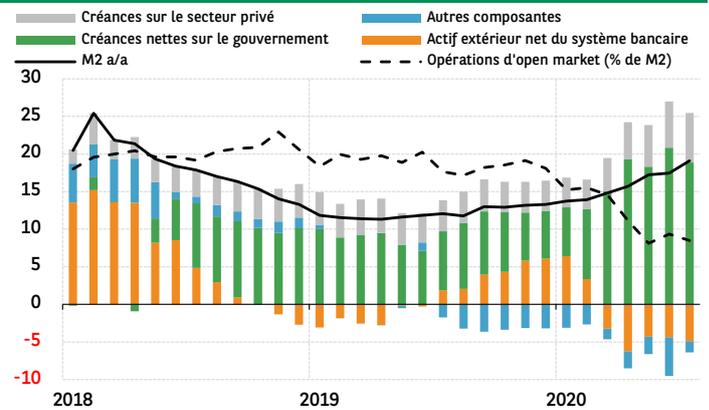
## INJECTION DE LIQUIDITÉS SUPPLÉMENTAIRES DANS L'ÉCONOMIE

La banque centrale injecte de la liquidité dans l'économie en utilisant les opérations *d'open market*. Ces opérations ont été massivement utilisées depuis fin 2016 afin de contenir le gonflement de la masse monétaire et ses possibles conséquences inflationnistes. Depuis le début de l'année, le montant des opérations *d'open market* s'est sensiblement réduit, passant de 20% de M2 en moyenne en 2018-2019 à 8,5% en juillet 2020. Cette liquidité supplémentaire a majoritairement permis de financer les créances du gouvernement qui ont contribué en moyenne à 19% de la hausse de M2 depuis avril 2020 (contre 5,8% pour le secteur privé). Cet accroissement de la liquidité n'a pas de conséquences inflationnistes en raison du ralentissement de l'activité et de l'attractivité des certificats de dépôts proposés par les banques publiques (elles détiennent 50% des actifs bancaires) afin de décourager la dollarisation des dépôts.

## GONFLEMENT DU CRÉDIT AUX MÉNAGES ET HAUSSE DE L'EXPOSITION DES BANQUES AU RISQUE SOUVERAIN

On retrouve, dans l'évolution de l'exposition des banques au risque souverain, les changements constatés au niveau de la masse monétaire. Les créances du gouvernement représentent 42% du total en mai 2020 (32% un an auparavant). L'exposition des banques au souverain retrouve son niveau de fin 2016, quand les investisseurs étrangers étaient absents du marché des titres publics. Pour autant, le maintien de taux

### CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CBE, BNP PARIBAS

d'intérêts suffisamment attractifs pour les investisseurs étrangers peut contribuer à libérer de la liquidité pour le secteur privé.

L'accélération des crédits au secteur privé est notable (+20% g.a. en juin 2020), bien que moins forte que celle des créances sur le gouvernement (+49%). Au cours du S1 2020, la progression du crédit aux entreprises a surtout concerné des crédits à court terme et a bénéficié de la politique de prêts à taux bonifiés mise en place par la BCE en 2019 et dont le taux est passé de 10% à 8%. Si le crédit aux entreprises accélère depuis le début de l'année (+18% g.a. en mai 2020), c'est le crédit aux ménages (30% du crédit total au secteur privé) qui connaît la hausse la plus rapide (+30%). Les banques égyptiennes sont connues pour leur politique prudente de distribution du crédit, et l'endettement des ménages est conditionné à une source régulière de revenu. Néanmoins, cette accélération du crédit aux ménages est à surveiller étant donné la détérioration de la situation économique. Sur fond d'augmentation du taux de pauvreté constaté depuis 2016 par la Banque mondiale, la suppression progressive de la politique de subvention a provoqué la baisse du pouvoir d'achat d'une part significative des classes moyennes. Le ralentissement économique actuel et les perspectives négatives de l'activité touristique ne permettent pas d'envisager une amélioration à court terme.

Pour le moment, la qualité des actifs des banques du secteur privé reste stable. Selon les résultats des banques publiés pour le premier semestre, le taux de créances douteuses s'élevait à 3,8% en T2 2020, contre 3,9% en T1 2019 (4,5% en septembre 2019 pour l'ensemble du système bancaire selon le FMI). Dans le même temps, les banques ont significativement augmenté leurs provisions pour tenir compte de la dégradation des conditions économiques. Mais le moratoire sur le paiement des intérêts des prêts bancaires pour tous les débiteurs a largement contribué à stabiliser la qualité des créances sur les entreprises. La fin du moratoire en septembre 2020 pourrait révéler la situation financière réelle des débiteurs et affecter la qualité du portefeuille des banques.

Pascal DEVAUX

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

## UNE ÉCONOMIE AU BORD DE L'ASPHYXIE

Le produit intérieur brut libanais pourrait se réduire d'un quart en 2020 sous l'effet conjugué de la grave crise économique en cours depuis 2019 et des dégâts causés par l'explosion dans le port de Beyrouth. À court terme, les espoirs de reprise sont limités tant le système économique qui relie étroitement les finances publiques, les banques commerciales et la banque centrale paraît à bout de souffle. Le système de changes multiples actuel n'empêchera pas l'épuisement des réserves de change à court terme. De son côté, le gouvernement, en défaut sur sa dette en devises, est contraint de financer son déficit par création monétaire. Les banques commerciales cumulent une exposition record au risque souverain et un important passif extérieur.

### EFFONDREMENT DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

L'explosion chimique survenue dans le port de Beyrouth le 4 août dernier marque la dernière étape d'un effondrement économique à l'œuvre depuis plusieurs années. Depuis 2015, la croissance économique s'est significativement réduite (-1,1% en moyenne depuis 2015) et la récession enregistrée en 2019 pourrait atteindre 6,5% selon le FMI. L'économie libanaise, qui dépend des services marchands (environ 50% du PIB) et géographiquement de son environnement régional direct (tourisme, investissements), a subi les conséquences de la morosité économique dans le Golfe consécutif de la baisse durable des prix du pétrole et des tensions politiques régionales. Après deux années consécutives de récession, la chute d'activité en 2020 devrait être très importante. Depuis le début de l'année, la crise de la balance des paiements a provoqué des restrictions importantes sur les importations et a fait bondir l'inflation à un niveau record (+110% en g.a. en juillet). Dans ce contexte, la demande intérieure a chuté, le gouvernement n'étant pas en mesure de soutenir l'économie. Par ailleurs, si initialement, le pays a été peu touché par la pandémie de Covid-19, le nombre de nouveaux cas est en forte hausse depuis cet été. Pour le moment, les contraintes sur l'activité économique sont modérées après leur assouplissement début septembre.

Les dommages liés à l'explosion chimique du mois d'août sont estimés, par la Banque mondiale, à USD 3,8-4,6 mds pour les dommages physiques, et à USD 2,9-3,5 mds pour la perte de production. Le coût total de cette explosion pourrait donc être équivalent à 15% du PIB de 2019. En outre, le coût de la reconstruction est estimé à environ USD 2 mds pour 2020 et 2021.

En l'absence de comptes nationaux actualisés, certains indicateurs soulignent l'ampleur de la crise économique. Ainsi, les arrivées à l'aéroport de Beyrouth se sont effondrées de 98% en T2 2020 (g.a.), les livraisons de ciment et les surfaces soumises à la délivrance d'un permis de construire ont chuté d'environ 50% en S1 2020 (g.a.), et les ouvertures de crédits documentaires liés à des importations se sont presque tariées (-90% au S1 2020 en g.a.). Au total, on estime que le PIB devrait se contracter d'au moins 25% en 2020. À court terme, toute reprise économique reste conditionnée au rétablissement de la liquidité en devises.

### TARISSEMENT DE LA LIQUIDITÉ EN DEVICES

La crise de la balance des paiements, en restreignant l'accès à la devise, a eu des conséquences significatives sur l'activité. En effet, la dépendance de l'économie libanaise aux importations est très élevée. Les importations de biens et services sont équivalentes à environ 70% du PIB, contre 23% en Égypte par exemple. Le creusement du déficit de la balance des paiements depuis 2018 et la volonté de maintenir l'ancrage de la livre au dollar US ont accru la pression

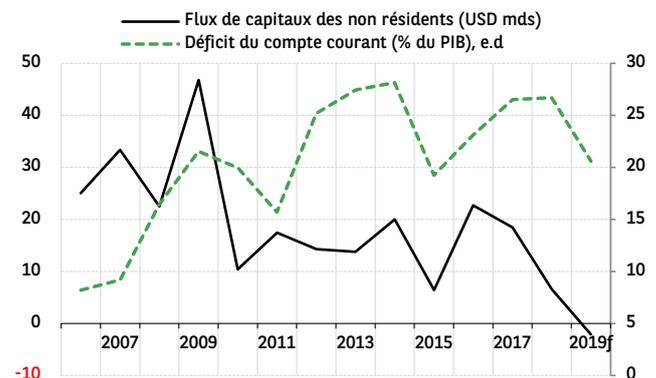
#### PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	-1.9	-6.5	-25.0	4.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	6.1	3.1	85.0	50.0
Solde budgétaire, % du PIB	-11.0	-13.3	-10.0	-8.0
Dette du gouv. central, % du PIB	151	169	257	256
Balance courante, % du PIB	-27.0	-21.0	-10.0	-12.0
Dette externe, % du PIB	119	116	255	290
Réserves de change, mds USD	32	30	-	-
Réserves de change, en mois d'imports	12.0	11.0	-	-
Taux de change USDLBP (fin d'année)	1507	1507	-	-

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### CREUSEMENT DU DÉFICIT EXTÉRIEUR



GRAPHIQUE 1

SOURCES: BDL, BNP PARIBAS

sur les réserves de change de la Banque du Liban (BdL). Cela a amené à la mise en place de contrôles de capitaux non officiels et à un accès restreint à la devise, empêchant les déposants d'accéder aux dépôts bancaires en devises (environ 80% des dépôts totaux).

Mécaniquement un marché parallèle de la devise s'est développé et l'écart avec le taux officiel a atteint plus de 85%. Au cours de 2020, un système officiel de taux de changes multiples a été mis en place, le taux officiel de base (1 507 LBP/USD) s'appliquant aux importations de biens essentiels et le taux parallèle officiel (3 900 LBP/USD) aux autres transactions. Le taux du marché parallèle non-officiel s'est légèrement repris depuis juillet, et la décote atteint actuellement 80% à 7 700 LBP/USD. Dans l'état actuel de la liquidité en devises, ce système n'est pas tenable car il risque d'asphyxier de plus en plus l'économie.

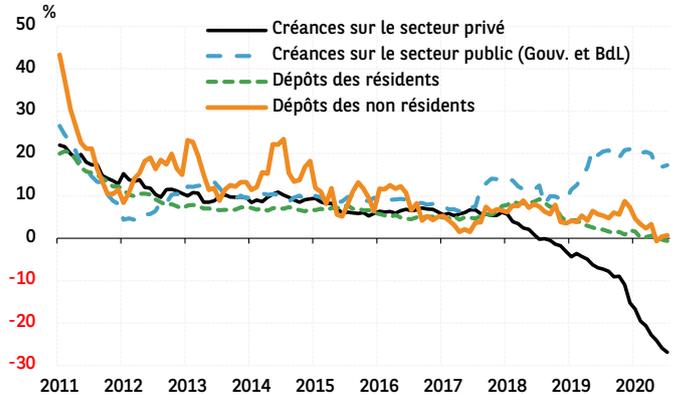
En effet, les réserves de change réellement disponibles à la banque centrale se réduisent rapidement. Les réserves brutes s'élèvent actuellement à environ USD 42 mds. Le statut de l'or détenu par la BdL est ambivalent. Sa liquidité moindre implique de ne pas le prendre en compte dans les réserves disponibles. Néanmoins, il représente plus de 40% des réserves brutes totales. Selon une définition stricte, qui exclut le stock d'or et les réserves obligatoires des banques commerciales, les réserves de change réellement mobilisables étaient inférieures à USD 2 mds au 15 septembre. En retenant le taux de change parallèle de la BdL destiné aux importations moins essentielles (3 900), ces réserves sont équivalentes à moins de 6 mois d'importations de biens. Cette donnée reste théorique car elle ne tient pas compte des autres lignes de paiements courants et suppose que le gouvernement reste en défaut sur la dette publique en devise. Depuis début 2020, trois remboursements de dette obligataire en devises n'ont pas été honorés pour un montant total de USD 2,5 mds. En 2021, ces remboursements (principal uniquement) s'élèvent à USD 2,1 mds.

## UN SECTEUR BANCAIRE DANS L'IMPASSE

La rupture du circuit de financement en devises de l'économie libanaise rend la situation de la balance des paiements insoutenable à court terme. Étant donné les déficits courants structurels et très élevés (environ 24% du PIB en moyenne depuis 2010), le flux de dépôts en devises des non-résidents, qui permettait à la BdL de garantir l'ancrage de la livre au dollar et au gouvernement de faire face à ses obligations internationales, s'est tari depuis septembre 2019. Avec l'aggravation de la crise économique et les risques liés au contrôle des changes, les dépôts des non-résidents sont en baisse de 24% (g.a.) en juillet 2020 (-18% pour les dépôts totaux). Du côté de l'actif bancaire, l'ampleur de la baisse est similaire, et concerne l'ensemble des contreparties, privées comme publiques. Le financement d'une partie du déficit budgétaire par les banques n'est plus possible. Par ailleurs, la position extérieure nette des banques reste fortement déficitaire (USD -30 mds, soit 15% de l'actif bancaire). Le déficit s'est un peu résorbé depuis mars, mais vraisemblablement en raison d'un accès de plus en plus restreint des banques libanaises au financement extérieur.

L'exposition des banques libanaises au souverain est significative. Si les créances directes sur le gouvernement sont limitées et stables (environ 12% des actifs), l'exposition à la BdL est supérieure à 57% des actifs. En effet, depuis la mise en place des mécanismes d'« ingénierie financière » par la BdL, celle-ci joue un rôle central d'intermédiaire dans le financement des déficits budgétaires ; au final, l'exposition des banques au souverain (BdL incluse) est équivalente à environ 70% de leur actif total. Ce système de financement n'a fait que reporter une partie des déficits sur la banque centrale (dont l'audit reste à faire) et sur les banques commerciales dont le passif net vis-à-vis de l'extérieur s'est aggravé.

### BILAN SIMPLIFIÉ DES BANQUES COMMERCIALES (G.A. %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BdL, BNP PARIBAS

## BLOCAGE POLITIQUE

La source principale des déséquilibres économiques libanais reste les finances publiques dont les déficits sont récurrents et très élevés. Le solde primaire est déficitaire depuis 2018 (-3,1% du PIB en 2019) et le service de la dette représente pratiquement 50% des recettes totales du gouvernement. Le déficit budgétaire a atteint en moyenne 9,8% du PIB depuis 2015. La dette publique s'élevait à environ 160% du PIB en 2019. Avec la dépréciation du change (la dette extérieure représente 35% de la dette totale) et la chute du PIB, et malgré le niveau très élevé de l'inflation, le ratio de dette devrait atteindre 257% du PIB en 2020.

Pour le moment, les blocages politiques et l'absence de consensus local sur les réformes à mettre en œuvre ont empêché la mise en place d'un plan de soutien financier international. Le sauvetage de l'économie libanaise n'implique pas seulement la restructuration de la dette publique, la réforme des finances publiques et l'assouplissement du régime de change. Il nécessite aussi la remise à niveau des infrastructures de base (notamment dans le secteur de l'énergie), première étape d'une amélioration de la base productive et d'une restauration de l'attractivité de l'économie libanaise. Les investissements directs étrangers (IDE) au Liban ont atteint 4,7% du PIB en 2018. Ce chiffre, apparemment favorable, masque le fait que pratiquement 80% de ces IDE sont réalisés dans le secteur immobilier et que les investissements étrangers dans de nouvelles unités de production ne représentent que 5,6% du total. En l'absence de réforme permettant d'élever le potentiel de croissance, tout rétablissement des équilibres macroéconomiques grâce à l'aide extérieure ne sera que temporaire.

Pascal DEVAUX

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

## UN DÉLICAT EXERCICE D'ÉQUILIBRISME

**Malgré un soutien rapide, l'économie n'échappera pas à une récession sévère cette année. L'arrêt brutal de l'activité touristique, la chute des exportations à destination de l'Europe et l'écroulement de la demande domestique au T2 vont se traduire par une contraction du PIB de l'ordre de 6%. Si un rebond de la croissance est espéré pour 2021 grâce à une bonne campagne agricole, le redressement des activités hors agriculture risque d'être long. En revanche, la stabilité macroéconomique ne semble pas menacée. Mais la pression sur les comptes publics limite les marges de manœuvre.**

Alors que la circulation du virus s'est de nouveau intensifiée ces dernières semaines, les autorités marocaines continuent de chercher le bon équilibre entre urgences sanitaire et économique. L'annonce du plan de soutien lors du discours du roi Mohammed VI illustre cette stratégie. Si le montant annoncé est important (MAD 120 mds, soit 11% du PIB), les mécanismes mis en place devraient permettre de limiter la pression sur les finances publiques. Plus de 60% sont en effet constitués de crédits garantis par l'État. À l'image du fonds COVID, il est aussi prévu que les deux tiers de la dotation du nouveau fonds d'investissement (MAD 45 mds) soient couverts par des investisseurs privés et institutionnels. Le soutien de la politique monétaire passe par la mobilisation rapide des outils conventionnels, mais la banque centrale refuse d'intervenir directement dans le financement du Trésor. Dans un environnement instable, cette volonté de préserver la stabilité macroéconomique rassure. Néanmoins, les perspectives de rebond après le choc de 2020 restent incertaines.

### CHUTE SIGNIFICATIVE DE L'ACTIVITÉ

L'économie marocaine, déjà pénalisée au T1 2020 par la contraction de 5% de la valeur ajoutée agricole, en raison de conditions climatiques défavorables, a connu une chute spectaculaire de son activité au T2. Selon le Haut Commissariat au plan, la contraction du PIB a atteint 14,9% en glissement annuel (graphique 1). Avec un confinement imposé très tôt, la demande domestique s'est écroulée, aussi bien l'investissement (-17,4% en g.a.) que la consommation des ménages (-21,2%), en dépit d'une inflation extrêmement basse (0,5% en moyenne sur les sept premiers mois de l'année). De plus, en raison de sa dépendance au marché européen et du poids élevé du tourisme, le pays a subi un choc extérieur puissant. Le repli de 21,4% en g.a. de l'indice de la production manufacturière, hors raffinage de pétrole, au T2 s'explique ainsi en grande partie par les difficultés des filières exportatrices, secteur automobile en tête (-57%). L'effondrement de 90% de la valeur ajoutée de la branche « hôtellerie, restauration » a amputé la croissance de 2,3 points de pourcentage. Malgré la bonne tenue des services financiers, le secteur tertiaire (50% du PIB) s'est contracté de 14,9% au T2.

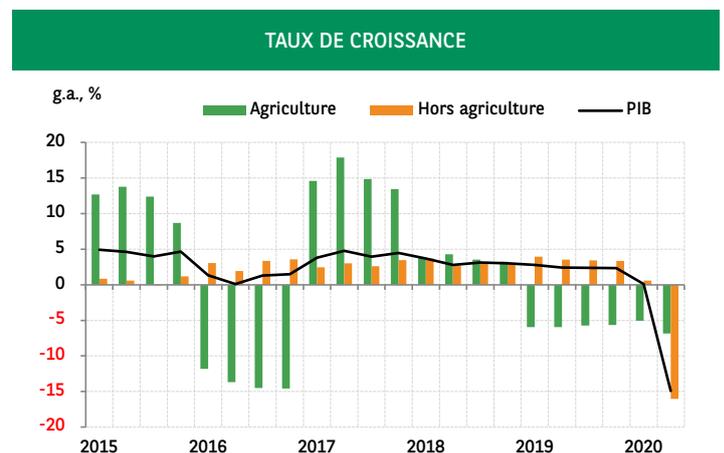
Si une amélioration est attendue au second semestre grâce à la levée du confinement depuis juin, la récession s'annonce donc sévère, à 5,8%. En outre, les risques sont baissiers, à l'image des récentes mesures de restriction à Casablanca.

Néanmoins, la dégradation aurait pu être plus sévère encore sans l'intervention rapide des autorités. La banque centrale a notamment ramené son taux directeur à 1,5% contre 2,25% avant la crise et n'exige plus de dépôts des banques commerciales au titre des réserves obligatoires. Combiné à la mise en place de crédits garantis par l'État et d'un assouplissement des règles de provisionnement face au report des échéances et des restructurations de prêts, les banques ont ainsi continué de soutenir l'économie. À fin juillet, le volume des crédits bancaires était en hausse de 5,8% en glissement annuel, une dynamique

	PRÉVISIONS			
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	3.1	2.5	-5.8	4.6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1.8	0.2	0.8	1.2
Solde budgétaire, % du PIB	-3.8	-3.8	-7.5	-5.6
Dette du gouv. central, % du PIB	65.2	65.0	76.1	78.0
Balance courante, % du PIB	-5.5	-4.1	-6.8	-5.9
Dette externe, % du PIB	44.3	45.6	53.8	52.6
Réserves de change, mds USD	22.6	25.3	27.0	25.4
Réserves de change, en mois d'imports	4.9	5.3	6.9	6.0
Taux de change (fin d'année)	9.57	9.59	9.50	9.30

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : HCP

qui s'explique en grande partie par les besoins accrus en fonds de roulement des entreprises. Près de 60% de la hausse des encours depuis mars provient des crédits de trésorerie. Malgré une pression accrue sur la liquidité bancaire, les conditions d'emprunt des entreprises s'améliorent (baisse du taux débiteur moyen de 33 points de base sur les 6 premiers mois de l'année à 4,58) et les prêts non performants sur les entreprises ne se sont pas envolés (+12% en g.a. contre +17% pour les ménages à fin juillet).

## POSITION EXTÉRIÈRE SOLIDE MALGRÉ LE CHOC DU TOURISME

Les autorités ont également agi avec prudence en tirant début avril sur la totalité de la ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI, soit environ USD 3 mds. Les réserves de change ont ainsi gonflé de 13% à la suite de cette opération (graph. 2), atténuant *de facto* les pressions qui avaient commencé à émerger sur le dirham (MAD). La bande de fluctuation du MAD a été élargie en mars à +/-5% autour de son cours pivot composé à 60% d'euro et 40% de dollar US. Alors que le MAD s'est immédiatement déprécié de 5-6% contre ses deux monnaies de référence, il s'est stabilisé depuis avril à l'intérieur de la bande de fluctuation sans intervention de la banque centrale. Avec des réserves de change qui couvrent désormais plus de 7 mois d'importations, la position extérieure apparaît ainsi solide pour faire face à de potentielles tensions.

De fait, le choc attendu ne s'est pas encore matérialisé. Si les principales sources de devises se sont effondrées sur les sept premiers mois de l'année (exportations : -17% , recettes touristiques : -44%), les importations se sont également contractées de 17% sous le double effet de la chute de la demande domestique et du retournement des cours du pétrole. Même hors énergie, le déficit commercial s'est résorbé de 10%. Toutefois, la balance commerciale est amenée à se détériorer à mesure que la demande se redressera alors que les pertes sur les recettes touristiques devraient atteindre 4% du PIB. La résilience des transferts financiers de la diaspora marocaine (-3,2%) est aussi sujette à caution. Le déficit courant devrait approcher 7% du PIB en 2020. Avec des investissements directs étrangers en berne, les autorités ont donc décidé de se tourner une nouvelle fois vers les marchés financiers internationaux pour combler le besoin de financement non couvert par l'assistance des bailleurs de fonds, pourtant massive. Comme attendu, l'émission de EUR 1 md d'Eurobonds a été bien accueillie par les investisseurs. Malgré une mobilisation accrue des financements extérieurs, l'endettement en devise reste sous contrôle (54% du PIB en 2020).

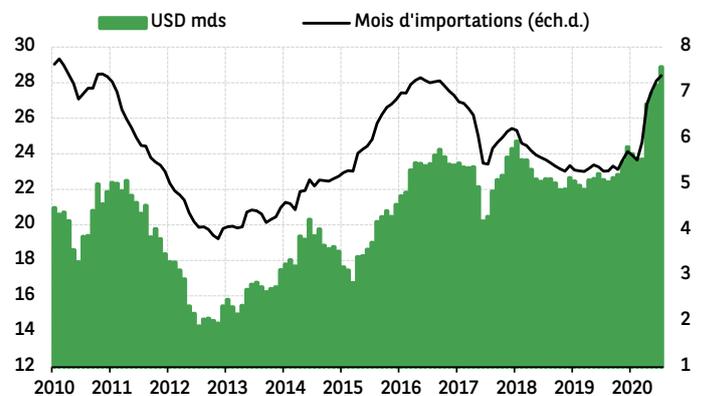
## FINANCES PUBLIQUES : UNE ENVOLÉE DE LA DETTE TENABLE

La pression sur les finances publiques est significative. Sur les huit premiers mois de l'année, les ressources fiscales et non fiscales affichent des replis de 8% et 14% respectivement. Malgré des dépenses quasi stables, grâce aux économies faites sur les subventions énergétiques et à un contrôle accru sur les investissements, le déficit budgétaire s'est creusé de 50% par rapport à août 2019 et une loi de finances rectificatives a dû être votée pour la première fois depuis 1990.

Le déficit est désormais attendu à 7,6% du PIB contre une cible initiale de 3,8%, alors même que l'essentiel du programme de soutien a transité par le fonds Covid dont l'enveloppe de MAD 33,7 mds est constituée aux deux tiers de dons. La dette du gouvernement devrait s'alourdir de plus 10 points à 76% du PIB. En outre, il existe des risques budgétaires contingents à la situation financière des entreprises publiques également affectées par la crise. La dette extérieure garantie par l'État atteignait 15,5% du PIB en 2019. Or, celle-ci n'est pas incluse dans le périmètre de la dette du gouvernement.

Néanmoins, la dégradation des finances publiques reste supportable dans la mesure où l'État continue de se financer à des conditions avantageuses. En dépit d'un gros volume d'émissions depuis le début de l'année, les taux des bons du Trésor n'ont ainsi jamais été aussi bas, ce qui devrait permettre de contenir la charge d'intérêts à moins de 13% des ressources budgétaires. De plus, la structure de la dette est peu risquée car composée à 78% de MAD.

### RÉSERVES DE CHANGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, OFFICE DES CHANGES

## UNE REPRISE EN 2021 DÉJÀ CONTRARIÉE ?

La capacité de rebond de l'économie marocaine est difficile à évaluer. Si une meilleure campagne agricole est espérée en 2021 après deux années difficiles, le redressement des activités hors agriculture ne sera que graduel dans le meilleur des cas. Selon les dernières estimations de la banque centrale, les recettes touristiques pourraient doubler en 2021 si les conditions sanitaires le permettent mais leur niveau resterait 60% inférieur à celui de 2019. Un retour à la normale pour l'activité industrielle reste également hypothétique, même si une hausse de la production d'automobile dans la toute récente usine de PSA devrait permettre de soutenir les exportations. Surtout, les incertitudes sur la santé du tissu économique sont nombreuses.

Les mesures mises en place ont certes permis d'atténuer le choc mais elles n'empêcheront pas une montée des défaillances à mesure qu'elles prendront fin. Un stress test réalisé récemment par la banque centrale anticipe ainsi une hausse du taux de créances non-performantes à 9,9% fin 2020 et 10,8% fin 2021 contre 7,6% en 2019 (8,2% en juillet 2020). La stabilité du système financier n'est pas remise en question mais les autorités monétaires ont prévenu qu'un nouvel exercice sera mené d'ici la fin de l'année pour tenir compte de l'évolution de la situation. En d'autres termes, une hausse encore plus significative des créances non-performantes n'est pas à écarter. Le comportement des ménages demeure également une inconnue. Alors que la hausse du chômage est restée relativement contenue au T2 (+1,8 point à 12,3%), en particulier en zone urbaine (+0,5 point), la chute concomitante de 10 points de l'indice de confiance des ménages, à un niveau historiquement bas, semble traduire une détérioration marquée des conditions de vie.

Dernière inconnue : quelle sera la portée du plan de relance ? La dynamique de croissance était déjà modeste avant le choc de la pandémie malgré un taux d'investissement élevé, public comme privé. L'efficacité de la dépense publique va généralement de pair avec la mise en place de réformes structurelles qui peuvent être retardées dans un contexte difficile pour la population. Dans tous les cas, les marges de manœuvre seront étroites car la dette du gouvernement (bien que soutenable) commence à être élevée. La volonté de préserver le statut « *Investment Grade* » du pays devrait également inciter à la modération

Stéphane ALBY

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

## ANGOLA

25

## UNE SITUATION ÉCONOMIQUE PRÉOCCUPANTE

Alors que le pays est en récession pour la cinquième année consécutive, avec 4 % prévu en 2020 selon les dernières estimations, la crise actuelle agit comme un catalyseur des vulnérabilités préexistantes et assombrit les perspectives économiques du pays. La baisse du cours du pétrole et de sa production, conjuguée à la dépréciation de la devise, intensifie la pression sur ses capacités de financements extérieurs et la soutenabilité de sa dette. L'Angola a enregistré une chute importante du niveau de ses réserves en devises qui pourraient devenir insuffisantes à mesure que le déficit de financement augmente. En cours de négociations, le soutien attendu des créanciers bilatéraux (et en particulier la Chine) devient vital.

## DÉPRESSION DE L'ÉCONOMIE ANGOLAISE

Les conséquences de la crise actuelle sont considérables, alors que l'Angola enregistre une croissance négative depuis le choc pétrolier de 2014-2016 : en moyenne, la croissance a été de -1,4 % entre 2016 et 2019. Malgré le programme de réformes du président Lourenço, le choc actuel accentue les vulnérabilités structurelles de l'économie, à savoir l'absence de diversification et la dépendance financière vis-à-vis de la Chine. En effet, l'importance du secteur des hydrocarbures rend l'Angola particulièrement vulnérable à la chute des cours du pétrole et au manque d'investissements dans le secteur. Ces derniers ont entraîné une baisse constante de la production depuis 2016 (de 1,72 million b/j à 1,38 million b/j estimés en 2019, soit une baisse de 20%).

Malgré un ralentissement contenu au T1 2020, l'impact de la crise apparaît de manière plus marquée au T2 2020. Au total, l'activité a enregistré un recul de -6,1% en glissement annuel (contre -1,8% au T1 2020). Bien que la production ait légèrement repris depuis le début de l'année<sup>1</sup>, le secteur pétrolier contribue négativement à la croissance du PIB. Qui plus est, la production en valeur enregistre un recul plus important encore du fait de la baisse des prix. La contraction des revenus pétroliers se répercute à l'ensemble des secteurs de l'économie. Par ailleurs, le commerce a particulièrement pâti de l'état d'urgence et des restrictions globales.

La contraction de l'activité devrait se poursuivre au regard des indicateurs avancés. L'indice de confiance des entreprises continue de baisser (-21 points en moyenne mobile au T2 2020 contre -15 au T1 2020) et illustre à la fois les contraintes opérationnelles à la reprise de l'activité (ruptures dans les chaînes de production domestiques et extérieures) et l'inquiétude vis-à-vis d'une baisse durable de la demande. La forte baisse de la confiance dans le secteur manufacturier (-36 points) et celui du commerce (-43 points) illustre cette double problématique. En effet, malgré l'allègement des mesures sanitaires, la faiblesse de la consommation privée se conjugue à la reprise timide de la demande extérieure.

Le FMI a d'ailleurs révisé ses prévisions et éliminé tout espoir d'une reprise de l'activité en 2020, avec une contraction inédite de -4% attendue en 2020 (contre -1,3% prévu initialement). De plus, le FMI anticipe un rebond modéré pour 2021 (+3,2% selon les mêmes estimations, contre +2,6% au préalable) qui résulterait d'un important effet de base.

La demande domestique (près de 50 % de la valeur ajoutée) est, par ailleurs, contrainte par l'importante augmentation des prix. La contraction de l'activité et l'effondrement du baril de brut ont affaibli la devise locale, le kwanza (-20 % par rapport au USD depuis fin 2019),

<sup>1</sup> L'Angola n'ayant pas respecté les quotas de production fixés par l'OPEP.

<sup>2</sup> En octobre 2019, la Banque nationale d'Angola (BNA) a supprimé la limite de +/- de 2% de fluctuations du kwanza afin de libéraliser le taux de change et réduire l'écart entre les taux officiels et parallèles.

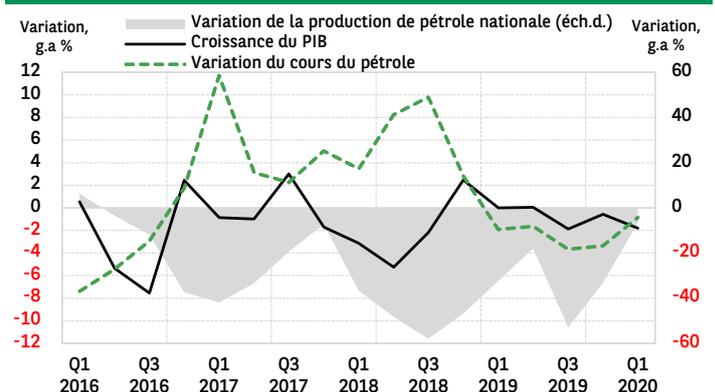
## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	-1.2	0.9	-4.0	3.2
Inflation, IPC, var. annuelle, %	19.6	17.1	21.0	20.6
Solde budgétaire, % du PIB	2.2	0.8	-2.8	-0.1
Dette des adm. publiques, % du PIB	89.0	109.2	120.3	107.5
Balance courante, % du PIB	6.9	5.7	-1.3	0.1
Dette externe, % du PIB	56.8	76.2	94.0	89.1
Réserves de change, mds USD	15.4	17.3	15.5	16.9
Réserves de change, en mois d'imports	7.4	12.4	9.9	10.2
Taux de change USDAOA (fin d'année)	252.9	343.9	407.3	437.4

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## CROISSANCE ANGOLAISE EN BERNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, JODI, AUTORITÉS NATIONALES ANGOLAISES

accentuant les pressions inflationnistes. L'augmentation des prix (déjà soutenue par la libéralisation de la devise<sup>2</sup> et l'introduction de la TVA en octobre 2019) a atteint 13,1 % en g.a. au T2 2020 et devrait



largement sortir de la bande cible d'inflation de la banque centrale (BNA), comprise entre 7% et 9%, sur l'année pour atteindre 21% en g.a en moyenne en 2020, puis 20,6% en 2021<sup>3</sup> suite à l'ajustement des prix réglementés et la dépréciation rapide du kwanza.

Outre l'augmentation des créances douteuses, l'effet conjugué de l'inflation et de la dépréciation du kwanza représente un risque pour le secteur bancaire. En effet, le nombre de défauts est susceptible de bondir (alors que 28% du crédit est libellé en dollar US). Par ailleurs, la dépréciation du change alourdit le service de la dette et la position extérieure débitrice du pays. De plus, elle accentue le risque de financement si elle se traduit par une pression croissante sur les réserves de change.

## PRESSION ACCRUE SUR LES CAPACITÉS DE FINANCEMENT

La crise actuelle affaiblit considérablement les perspectives financières du pays, déjà entamées par le choc de 2014-2016. Au regard des conditions actuelles, le FMI a revu sa prévision du ratio de dette publique à 120,3% pour 2020. Cette révision s'explique largement par la dépréciation du kwanza, 70% de l'encours étant libellé en devises.

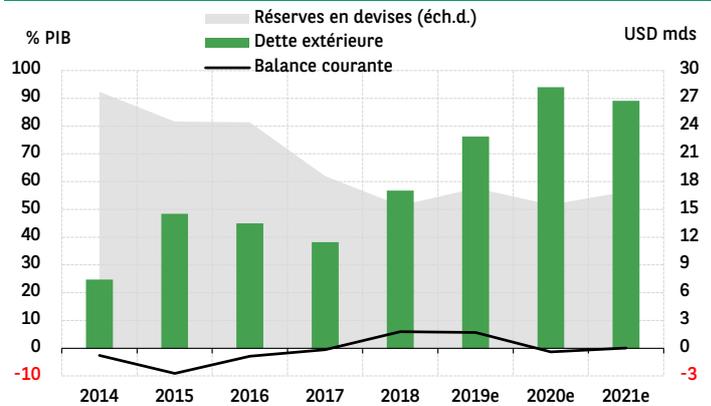
Or, la capacité du pays à répondre à ses besoins de financement extérieurs s'est fortement réduite. En effet, suite au choc de 2014-2016, l'Angola n'est parvenu à financer un déficit courant qu'au prix d'une ponction significative de ses réserves de change (passées de USD 32,2 mds en 2013 à USD 17,3 mds fin 2019). En outre, la dette extérieure du pays a plus que doublé en pourcentage du PIB, passant de 20,6% en 2013 à 76,2% fin 2019, et notamment l'endettement non concessionnel favorisé par un environnement de taux faible.

Dans l'environnement actuel, cette détérioration à la fois de la liquidité et de la solvabilité extérieure du pays conduit à un renchérissement du coût de financement extérieur difficilement soutenable. Cela s'illustre notamment par l'augmentation de la prime de risque sur la dette souveraine en devises, qui dépasse les 500 points de base (pb) depuis début 2020, à 1 063 pb en août contre 557 fin décembre 2019. Cela s'explique, d'abord, par le niveau de réserve historiquement faible et le financement extérieur très largement dépendant des exportations de pétrole (95% des recettes totales en devises du pays). Or, la baisse des recettes en devises résultant de la chute des prix du pétrole est aggravée par une baisse structurelle de la production. En 2020, le besoin de financement extérieur est estimé à plus de USD 5 mds (près de 89% du PIB) et les capacités du pays pour y répondre sont limitées. Les recettes fiscales de l'État tirées des revenus pétroliers ne représentant pas la totalité des recettes fiscales, la dépréciation du kwanza rend les remboursements de plus en plus coûteux. Les capacités de financement du pays reposent particulièrement sur ses accords de prêts bilatéraux libellés en devises, en particulier avec la Chine (plus de la moitié de l'encours de la dette en 2019).

À très court terme, un défaut sur la dette extérieure devrait pouvoir être évité avec un service de la dette estimé autour de 36% des revenus en 2020 (dont USD 3,3 mds d'acquittement de dette et USD 1,2 mds d'intérêts à rembourser).

À ce jour, le pays est momentanément soulagé par le soutien financier du FMI, dont le déboursement de la 4<sup>e</sup> tranche de facilité (USD 1 md) et l'accord de financement additionnel (USD 767 millions), dans le cadre du programme de facilité élargie de crédit accordé en 2018, vient d'être conclu. L'Angola est aussi parvenu à négocier un moratoire sur le service de sa dette auprès des créanciers bilatéraux et officiels dans

### DÉGRADATION DE LA POSITION EXTÉRIÈRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

le cadre de l'ISSD, initiative conjointe du pays du G20 et du Club de Paris : les économies réalisées seraient de l'ordre de USD 30 millions d'ici à fin 2020. Néanmoins, cela ne concerne pas l'encours contracté auprès de la Chine avec laquelle l'issue des négociations sera décisive, bien que perçue comme positive. Cela étant, ces mesures n'incluent pas la dette détenue par le secteur privé.

En l'absence d'accord et/ou si les montants concernés demeurent insuffisants, un rééchelonnement de la dette pourrait être nécessaire pour rendre la dette soutenable. Aussi, à plus moyen terme, la reconstruction des amortisseurs financiers extérieurs, conditionnée par la hausse significative du prix du pétrole brut et la diversification substantielle de l'économie, est vitale.

**Perrine GUÉRIN**

[perrine.guerin@bnpparibas.com](mailto:perrine.guerin@bnpparibas.com)

<sup>3</sup> D'après le FMI qui a révisé ses estimations pré-Covid (octobre 2019) : la prévision d'inflation était initialement de 15% en 2020 (contre plus de 17% observé en 2019).

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

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



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

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



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**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](#)



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 :

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change