

ECOEMERGING

1er trimestre 2024



EMERGING
MARKETS

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3 Appétit sélectif pour la dette émergente

Pour les pays émergents, les conditions monétaires et de change sont plus favorables en ce début d'année qu'elles ne l'étaient fin 2022-début 2023. L'assouplissement des politiques monétaires permis par la désinflation, et des perspectives de croissance globalement révisées à la hausse, attirent les investissements de portefeuille. Malgré l'augmentation du risque géopolitique, le risque souverain devrait diminuer sauf pour les pays plus fragiles, déjà sur la sellette en 2023. Pour les pays à faible revenu, 2024 sera une année à haut risque car les échéanciers de dette extérieure des États resteront très chargés comme en 2023.

CHINE

4 Pessimisme persistant

INDE

6 Croissance robuste mais attractivité insuffisante

MALAISIE

8 Solide mais des fragilités à surveiller

THAÏLANDE

10 Reprise en demi-teinte

VIETNAM

12 Le vent en poupe

BRÉSIL

15 Des motifs de satisfaction... et des zones d'ombre

ARGENTINE

17 Thérapie de choc

HONGRIE

19 Optimisme prudent

BALKANS OCCIDENTAUX

21 Stabilité macroéconomique face aux chocs extérieurs

ÉGYPTE

23 Menace sur les finances publiques

TUNISIE

25 Sur un fil

ÉTHIOPIE

27 De difficiles compromis



APPÉTIT SÉLECTIF POUR LA DETTE ÉMERGENTE

Pour les pays émergents, les conditions monétaires et de change sont plus favorables en ce début d'année qu'elles ne l'étaient fin 2022-début 2023. L'assouplissement des politiques monétaires permis par la désinflation, et des perspectives de croissance globalement révisées à la hausse, attirent les investissements de portefeuille. Malgré l'augmentation du risque géopolitique, le risque souverain devrait diminuer sauf pour les pays plus fragiles, déjà sur la sellette en 2023. Pour les pays à faible revenu, 2024 sera une année à haut risque car les échéanciers de dette extérieure des États resteront très chargés comme en 2023.

DÉTENTE DES CONDITIONS FINANCIÈRES DANS LA PLUPART DES PAYS ÉMERGENTS ...

Les conditions monétaires et de change pour les principaux pays émergents se sont sensiblement détendues au dernier trimestre 2023 à la fois pour des raisons externes et internes : les anticipations d'un assouplissement monétaire américain, une appréciation quasi générale des monnaies contre dollar et la poursuite du ralentissement de l'inflation favorisée par la baisse des prix des matières premières. La plupart des banques centrales d'Amérique latine et d'Europe centrale ont continué d'abaisser progressivement leurs taux d'intérêt directeurs. Les rendements obligataires ont suivi le mouvement mais sans l'amplifier. Ils ont également diminué dans les pays où les taux directeurs sont restés inchangés (en Asie principalement), et même en Turquie, pourtant encore en phase de resserrement monétaire.

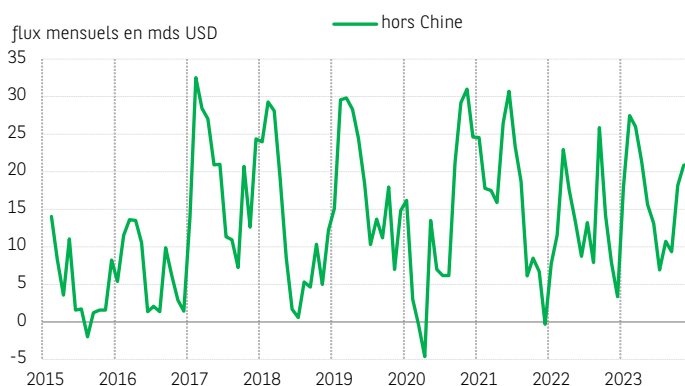
La dette domestique émergente est actuellement prisée par les gérants de fonds. Hors Chine, les investissements des non-résidents sur les marchés obligataires ont été particulièrement soutenus en novembre et décembre contrairement à ce qui avait été observé fin 2022 (cf. graphique). D'après les économistes du FMI, les rendements obligataires des pays émergents au cours de ce dernier cycle monétaire ont été moins sensibles que par le passé aux évolutions des taux d'intérêt aux États-Unis. Par rapport à l'épisode du taper tantrum de 2013, le coefficient de sensibilité s'est réduit de deux tiers pour les pays latino-américains et de 40% pour les pays d'Asie.

... MAIS LE RISQUE SOUVERAIN EST EN HAUSSE POUR LES PLUS FRAGILES D'ENTRE EUX ET LES PAYS À FAIBLE REVENU

D'une manière générale, la solvabilité des États des pays émergents devrait a priori s'améliorer en 2024 grâce à l'effet conjoint de la baisse des taux d'intérêt et des perspectives de croissance révisées à la hausse. Par rapport à ses prévisions d'octobre 2023, le FMI a réhaussé la croissance mondiale de +0,2 pp, notamment celle des États-Unis dont l'atterrissage se ferait beaucoup plus en douceur que prévu (2,1% en 2024 après 2,5% en 2023). Le Fonds a également revu à la hausse la croissance de plusieurs grandes économies émergentes (Brésil, Inde, Mexique, Russie). Il continue d'anticiper un ralentissement de la croissance chinoise (de 5,2% à 4,6%) toutefois moindre que dans les prévisions du dernier automne.

Néanmoins, au sein des pays émergents, le risque de défaut sur la dette publique a sensiblement augmenté pour les trois pays qui étaient déjà sur la sellette en 2023, à savoir, l'Argentine, l'Égypte et la Tunisie (cf. infra). En Tunisie, le besoin de financement a plus que doublé passant de 8% du PIB, avant la pandémie, à 17%. En Égypte, la charge d'intérêts va représenter 70% des revenus du gouvernement, un niveau a priori insoutenable.

FONDS INVESTIS SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ÉMERGENTS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IFI, BNP PARIBAS

En Argentine, la restructuration de la dette en 2020 avait permis d'alléger la charge d'intérêts de l'État mais celle de la banque centrale n'a cessé de s'alourdir afin d'éponger le financement monétaire du déficit budgétaire, le coût de stérilisation atteignant 8% du PIB. Par ailleurs, pour ces trois pays, l'État est endetté en devises alors que les réserves de change sont jugées très insuffisantes. L'Argentine est sous perfusion financière du FMI mais le soutien à l'Égypte s'est interrompu en 2023 et la Tunisie n'a toujours pas conclu d'accord.

L'année 2024 sera une année à haut risque également pour les pays à faible revenu. Le risque géopolitique reste très élevé avec l'enlèvement de la guerre en Ukraine et les tensions au Moyen Orient. Or ce sont évidemment les pays les plus fragiles qui pâtissent le plus des conséquences économiques des conflits. L'Institute for International Finance rappelle qu'un peu plus de la moitié des 73 pays ayant eu accès au mécanisme de suspension de service de la dette ont un niveau de risque souverain élevé ou sont en situation de debt distress (15 sont en situation de défaut). Comme en 2023, les remboursements de dette extérieure à long terme de ces pays vont rester très élevés en 2024, à USD 78 milliards après USD 75 milliards en 2023, soit un doublement par rapport à 2020.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

CHINE

PESSIMISME PERSISTANT

En 2023, le rebond post-Covid de l'activité économique chinoise a été moins vigoureux qu'espéré. La crise du secteur immobilier s'est aggravée en fin d'année, la demande de logements ne redémarre pas, et le moral dégradé des ménages pèse sur leur consommation. En revanche, le secteur manufacturier exportateur a affiché une performance meilleure que prévu au dernier trimestre, contrastant avec celle des secteurs tournés vers le marché intérieur. Les autorités maintiennent une politique accommodante. Cependant, la fragilité financière des collectivités locales pèse sur l'investissement public, et la marge de manœuvre de la banque centrale pour relancer le crédit est faible. Le secteur bancaire subit une hausse du risque de crédit, qui semble cependant rester maîtrisé.

La croissance économique chinoise a atteint 5,2% en 2023, contre 3% en 2022. Ce redressement s'explique largement par la normalisation post-Covid de la demande intérieure et de larges effets de base. Il a également été aidé par un assouplissement monétaire et budgétaire prudent et graduel depuis l'été dernier. Mais en réalité, l'économie chinoise continue de faire face à un grand nombre de fragilités, qui devraient persister à court terme.

LA DEMANDE INTÉRIEURE MANQUE D'ÉLAN

Ces fragilités se concentrent dans les secteurs tournés vers le marché intérieur et pèsent lourdement sur l'investissement et la consommation privée. En particulier, le secteur immobilier reste enlisé dans une crise profonde qui s'est encore aggravée en fin d'année 2023 (graphique 1).

L'investissement immobilier s'est contracté de 8% environ en valeur en 2023, quasiment comme en 2022. Les volumes de transactions immobilières ont chuté de -23% en g.a. en décembre et de -18% sur l'ensemble de 2023, et la reprise apparente des mises en chantier observée en novembre (après 31 mois de baisse) ne s'est pas confirmée. Seul le nombre de chantiers terminés continue de s'améliorer (+16% en 2023, après -15% en 2022), grâce aux mesures mises en œuvre par les autorités visant à financer la finalisation des projets en cours. En revanche, les mesures introduites pour ranimer la demande de logements n'ont pas eu d'effets. Pour la première fois, l'encours des crédits bancaires hypothécaires s'est contracté en 2023 (-1,8%). Les stocks de logements vendus sont toujours excessivement élevés. Et les promoteurs immobiliers restent confrontés à d'énormes difficultés financières. L'accès aux crédits pour les promoteurs les plus solides s'était légèrement amélioré en 2022 et au S1 2023, mais la dynamique s'est ensuite inversée ; la croissance des prêts bancaires aux promoteurs est passée de +1,5% en g.a. en juin 2022 à +4,9% en juin 2023 (à comparer à la hausse moyenne de +15% par an en 2015-2019), mais elle a ralenti au T4 2023.

Le recul des prix immobiliers s'est poursuivi. En décembre 2023, la baisse moyenne des prix des logements dans les 70 principales villes chinoises a atteint -4,1% sur un an et -0,8% sur un mois, soit les baisses les plus marquées depuis le début de la correction du secteur immobilier en 2021. Toutefois, la baisse globale des prix depuis le début de la crise est relativement modérée : à la fin de 2023, les prix des logements étaient en moyenne estimés 9% environ en-dessous de leur niveau de mi-2021.

La perte de confiance des ménages, des investisseurs privés et des créanciers contribue largement à la persistance de la crise du secteur immobilier. Le moral dégradé des ménages explique aussi le rebond moins vigoureux que prévu de la consommation privée en 2023, en dépit des effets de rattrapage liés à la fin des restrictions à la mobilité. Les volumes de ventes au détail ont augmenté de 7%, après une contraction de 2% environ en 2022. En parallèle, des pressions déflationnistes ont émergé au cours de l'année, en raison même de la faiblesse de la demande intérieure, mais aussi de la baisse des prix alimentaires (-3% en g.a. en moyenne au S2 2023 après une hausse de +2,5% au S1), de la correction des prix immobiliers résidentiels et du recul des cours de l'énergie (les prix de l'essence ont ainsi chuté de -5,1% en 2023). Au final, l'inflation des prix à la consommation a ralenti de +0,7% en g.a. au S1 2023 à -0,2% au S2. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à +0,6% en g.a. au T4, contre +0,7% sur

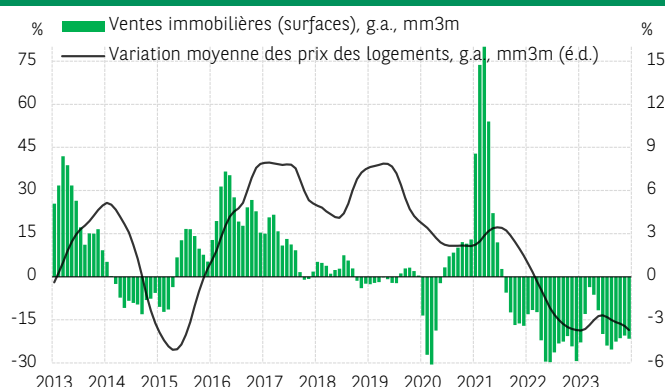
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	8,4	3,0	5,2	4,5	4,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,9	2,0	0,2	1,5	1,7
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-3,1	-2,8	-3,8	-3,2	-3,5
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	46,8	50,6	55,0	57,1	58,6
Solde courant, % du PIB	2,0	2,2	1,8	1,3	1,0
Dette externe, % du PIB	15,4	13,7	13,4	12,4	11,6
Réserves de change, mds USD	3 250	3 128	3 238	3 190	3 140
Réserves de change, en mois d'imports	12,6	12,0	12,5	11,7	11,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

CHINE : AGGRAVATION DE LA CRISE DANS LE SECTEUR IMMOBILIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

les six mois précédents, un niveau faible par rapport aux années pré-Covid (l'inflation sous-jacente était de 1,6% en moyenne en 2019).

La progression du pouvoir d'achat des ménages est pourtant restée modeste en 2023. En termes réels, le revenu disponible par tête s'est redressé de +6,1% en moyenne en Chine, et de +4,8% dans les zones urbaines (contre +5,7% par an en 2017-2019). Le chômage reste élevé chez les jeunes, et les perspectives d'évolution de l'emploi sont incertaines, en particulier dans les secteurs de services dont le cadre réglementaire est devenu plus contraignant. Tous ces facteurs ont de quoi peser sur la confiance et les dépenses des consommateurs.

A cela s'ajoutent des effets de richesse négatifs liés à la baisse des prix immobiliers et à la très forte chute des cours boursiers depuis 2021. L'indice de référence CSI300 (indice pondéré des cours de 300 actions A cotées sur les bourses de Shanghai ou Shenzhen) a perdu 35% entre juin 2021 et décembre 2023.



L'INDUSTRIE EXPORTATRICE REPREND DE LA VIGUEUR

Le redressement de l'activité dans les secteurs des services a fléchi en fin d'année, conséquence de la morosité de la demande des ménages et de moindres effets de base. La croissance dans les services s'est établie à +8,5% en g.a. en termes réels en décembre, interrompant quatre mois d'accélération graduelle. Elle est estimée à 8% sur l'ensemble de 2023 (après -0,1% en 2022). Au contraire, la performance des secteurs manufacturiers et exportateurs s'est récemment renforcée. La croissance de la production industrielle a continué d'accélérer légèrement en décembre (+6,8% en g.a.), avec une amélioration observée dans un grand nombre de secteurs, et en particulier dans les secteurs de l'automobile et des énergies renouvelables. Sur l'ensemble de 2023, la production industrielle a augmenté de +4,6% (après +3,6% en 2022). L'investissement manufacturier s'est quant à lui un peu redressé au T4 2023 après plus d'une année de ralentissement (il s'est accru de +6,5% en valeur sur l'ensemble de l'année).

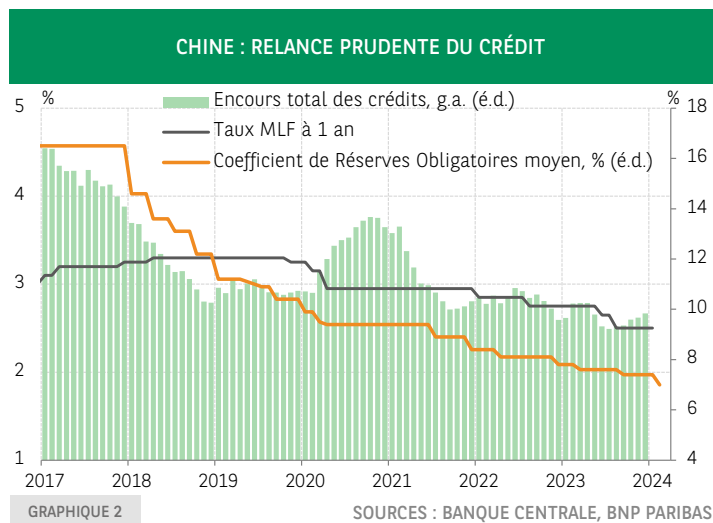
L'activité dans le secteur manufacturier est largement tirée par les exportations, dont la performance récente s'est avérée meilleure que prévu en 2023 en dépit d'un environnement externe peu porteur. Les exportations de marchandises se sont stabilisées en novembre et ont augmenté à nouveau en décembre (+2,3% en g.a. en dollars courants), après six mois de baisse. Surtout, les volumes d'exportations ont rebondi fortement ces derniers mois, favorisés par les baisses de prix proposées par les entreprises chinoises pour renforcer leurs parts de marché. La part de la Chine dans les exportations mondiales de marchandises est remontée à 15,2% au T3 2023, après avoir diminué à 14,7% en 2022 et 14,5% au S1 2023, soit une part plus élevée qu'au cours des années pré-Covid (elle était de 13,3% en 2019). La Chine est, de fait, parvenue à développer sa gamme de produits (allant des biens de consommation à faible valeur ajoutée aux produits de technologie verte), à s'imposer sur le marché des véhicules électriques, et à diversifier ses marchés pour tenter de compenser la baisse des ventes aux États-Unis et à l'UE.

LES BANQUES FONT FACE A LA MONTÉE DES RISQUES DE CRÉDIT

Depuis l'été, les autorités tentent de soutenir l'activité sans renoncer aux ajustements nécessaires dans le secteur immobilier (désendettement des promoteurs, modération du coût du logement) et en tenant compte de contraintes fortes (pressions à la baisse sur le yuan, fragilité financière des collectivités locales et, plus généralement, niveau d'endettement élevé de l'économie). Les mesures d'assouplissement monétaire et budgétaire ont surtout visé à stimuler l'offre (production manufacturière et construction) et l'investissement (notamment dans les infrastructures publiques), et beaucoup moins la consommation des ménages. Elles ont jusqu'à maintenant eu des effets très limités sur la demande du secteur privé, qui reste miné par une crise de confiance.

En outre, les difficultés des institutions financières chinoises ont à la fois contraint la marge de manœuvre de la banque centrale et affaibli la transmission de la politique monétaire sur l'activité de crédit. Entre juin et décembre 2023, la croissance des prêts bancaires en monnaie locale a ralenti de +11,6% en g.a. à +10,9% en termes nominaux et est restée à peu près stable en termes réels. La croissance de l'encours total des financements domestiques (social financing) a légèrement accéléré (de +9,3% en g.a. à +9,8% en termes nominaux), notamment grâce au rebond des émissions obligataires (graphique 2).

Depuis juin 2023, les baisses de taux d'intérêt directeurs ont été minimales (taux MLF à 1 an de 2,75% à 2,5% et taux préférentiel sur les prêts à 1 an de 3,65% à 3,45%, par exemple). Les coefficients de réserves obligatoires (CRO) ont également été réduits modérément, mais de nouvelles baisses viennent d'être annoncées (le CRO moyen pondéré du secteur bancaire est passé de 7,6% à 7,4% à fin 2023, puis à 7% début février 2024). L'injection de liquidités correspondante doit en particulier accompagner l'accélération des émissions obligataires du gouvernement central et des collectivités locales.



À court terme, d'autres mesures d'assouplissement monétaire sont attendues, avec l'utilisation d'une plus large gamme d'instruments et des mesures plus ciblées de relance du crédit.

La qualité moyenne des actifs du secteur financier s'est dégradée depuis quatre ans, en raison de la crise sanitaire, de la faiblesse du rebond de l'activité l'an dernier, de la crise du secteur immobilier, et des difficultés financières des collectivités locales. Cette dégradation n'est pas d'ampleur à provoquer une instabilité systémique. En particulier, les risques de crédit ont davantage affecté les institutions financières non bancaires, les petites banques et les marchés obligataires, alors que la détérioration de la qualité des actifs des principales banques commerciales a été beaucoup plus modérée. En outre, les risques de liquidité auxquels font face les collectivités locales et leurs structures de financement à court terme ont été réduits par les mesures de soutien récemment mises en œuvre (programme de refinancement de la dette de certaines structures de financement par une dette obligataire émise cette fois directement par les collectivités ; transferts de fonds du gouvernement central vers les collectivités locales au T4 2023).

Dans le secteur bancaire, le ratio moyen de créances douteuses (NPL) est resté bas, à 1,6% au T3 2023 (contre 1,9% fin 2019). Tout d'abord, les banques ont contenu la hausse des ratios de NPL grâce à de larges cessions d'actifs non performants (qui ont représenté 0,5% du total des prêts sur la période T1-T3 2023). Ensuite, les risques sur les crédits immobiliers restent maîtrisés, même si ces crédits représentent une part très importante des prêts bancaires (prêts hypothécaires : 16,9% du total en 2023 contre 21,9% en 2019 ; prêts aux promoteurs : 5,5% en 2023 contre 7,4% en 2019). Fin 2023, le ratio NPL sur les prêts aux promoteurs était estimé à 4% (par l'Institut de Finance internationale) mais le ratio NPL sur les prêts hypothécaires était inférieur à 0,5% (contre 0,3% en 2019), notamment grâce aux faibles ratios prêts/valeur imposés par la réglementation prudentielle et à l'absence de forte correction des prix des logements.

Les banques commerciales sont également confrontées à la détérioration de leurs profits liée à la baisse de leurs marges nettes d'intérêt (passées d'une moyenne de 2,22% fin 2019 à un niveau historiquement bas de 1,73% fin septembre 2023). Si certaines petites banques pourraient voir leurs ratios de capitalisation dangereusement fragilisés par la dégradation de leurs profits et de leur qualité d'actifs, les grandes banques nationales sont suffisamment solides pour faire face aux difficultés et accompagner – prudemment – les autorités dans leurs efforts de relance de l'activité.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

CROISSANCE ROBUSTE MAIS ATTRACTIVITÉ INSUFFISANTE

L'activité économique indienne est restée solide au premier semestre de l'année budgétaire en cours. Sur l'ensemble de l'année 2023/2024, elle pourrait être proche de 7%, soutenue principalement par le dynamisme des investissements privés et publics. L'augmentation du taux d'investissement pour la deuxième année consécutive est particulièrement favorable. Elle répond à une des fragilités structurelles du pays. A ce jour, les contraintes sur les facteurs de production (tant au niveau du travail que du capital) et la faible intégration du pays dans le commerce mondial pèsent sur son attractivité, comme en témoigne la nouvelle baisse des flux d'IDE (-0,9% du PIB) sur les trois premiers trimestres de l'année 2023. Un déficit du compte courant modéré et d'abondantes réserves de change réduisent toutefois les risques à la baisse sur la roupie.

CROISSANCE ROBUSTE

Sur les six premiers mois de l'année budgétaire 2023/2024 (avril-septembre 2023), l'activité économique indienne est restée solide. Le PIB a augmenté de 7,7% par rapport au même semestre de l'année budgétaire 2022/2023. La forte hausse de l'investissement (+9,5%) a plus que compensé la contraction des exportations nettes à la croissance.

En dépit du ralentissement attendu au second semestre de l'année budgétaire en cours, la croissance sur l'ensemble de l'année 2023/2024 pourrait atteindre 7,3% selon l'Institut national statistique (National Statistical Office, NSO), un niveau supérieur de 0,3pp à celui anticipé par la banque centrale indienne (Reserve Bank of India, RBI) et 1pp au-dessus des prévisions publiées en janvier 2024 par la banque mondiale.

La croissance économique pour l'année 2024/2025 devrait ralentir en raison, d'une part, d'une décélération de la demande intérieure induite par le durcissement monétaire et, d'autre part, par le ralentissement de la demande extérieure. Sur la période avril 2022-Décembre 2023, la hausse des taux directeurs (+250pbs) s'est traduite par une augmentation des taux moyens sur les nouveaux crédits de 183pbs (+469pbs en termes réels).

RISQUES SUR LA CROISSANCE

Trois principaux risques peuvent être identifiés. Premièrement, les conditions climatiques qui conditionnent les récoltes. En raison du phénomène El Niño, la mousson en 2023 a été inférieure de 6,5% à la normale sur l'ensemble du territoire mais les disparités selon les régions ont été très fortes. Même si globalement, les plantations réalisées pendant la mousson (*kharif crops*) ont été très légèrement supérieures à la normale, elles ont été bien inférieures à celles enregistrées au cours de l'année précédente. En outre, le phénomène El Niño pourrait générer une élévation des températures au T1 2024 et peser sur les récoltes de l'année en cours. Le ministère de l'Agriculture estime à ce jour que les récoltes de céréales pourraient être inférieures de moitié à celles de l'année dernière. De faibles récoltes agricoles pèseraient d'une part, sur les prix des matières premières et donc sur le pouvoir d'achat des ménages, et d'autre part, sur les revenus des agriculteurs. Rappelons que le secteur agricole représentait à lui seul 42,9% de l'emploi en 2022.

Le second risque, conditionné au premier, porte sur la politique monétaire dans un contexte de résurgence des pressions inflationnistes. Au cours des deux derniers mois de l'année 2023, les pressions inflationnistes se sont renforcées et ont atteint 5,6% en moyenne, alimentées par la hausse des prix alimentaires (qui constituent 45,9% du panier de consommation des ménages). La hausse des prix est toutefois restée inférieure à la cible fixée par les autorités monétaires (4% +/-2pp) et l'inflation hors alimentation et énergie a continué de décélérer pour s'établir à +3,9% en décembre en g.a.

PRÉVISIONS

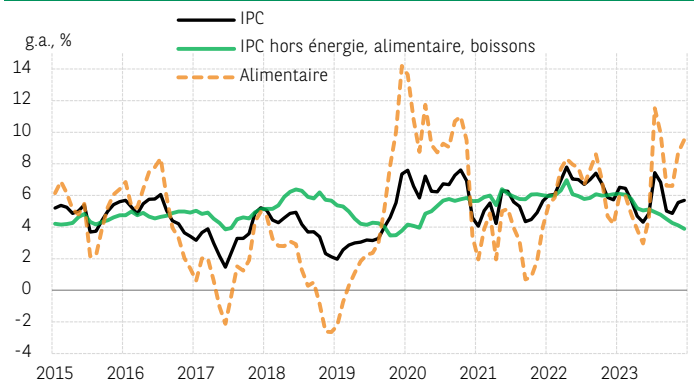
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	9,1	7,2	6,9	6,4	6,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	5,5	6,7	5,4	4,7	4,3
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-9,6	-9,2	-9,0	-8,1	-7,3
Dettes gouv. et adm., % du PIB (1)	85,2	85,0	84,4	83,9	82,5
Solde courant, % du PIB (1)	-1,2	-2,0	-1,7	-1,9	-1,8
Dettes externes, % du PIB (1)	19,7	18,4	18,7	19,0	18,5
Réserves de change, mds USD	618	562	618	578	620
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	6,7	8,6	8,1	8,5

TABEAU 1

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

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

INDE : PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI, BNP PARIBAS

La banque centrale devrait ainsi maintenir ses taux directeurs inchangés lors des prochains comités de politique monétaire. En revanche, si les prix alimentaires se maintenaient durablement à un niveau élevé, cela pourrait retarder l'assouplissement monétaire attendu au T4 2024.

Le troisième risque sur la croissance est lié à l'environnement international. Les risques géopolitiques sur la croissance mondiale sont élevés et toute révision à la baisse d'1pp de la croissance mondiale entraînerait une baisse de la croissance indienne de 50pbs.



De même, l'Inde reste vulnérable à une hausse des prix du pétrole, même si ce risque est beaucoup plus contenu qu'il ne l'était car le pays achète désormais plus de 35,3% de son pétrole à la Russie à un prix inférieur à celui payé à ses fournisseurs du Moyen-Orient.

Au cours des cinq prochaines années, la croissance devrait rester robuste (entre 6 et 6,5%), mais à un rythme inférieur à celui enregistré au courant des dix dernières années (+7% sur la période 2010-2019). La croissance pourrait toutefois être plus dynamique si le taux d'investissement continuait sa progression et s'il était accompagné i) d'une libéralisation effective du marché du travail et ii) d'une hausse du taux de participation des femmes.

DYNAMISME DES INVESTISSEMENTS DOMESTIQUES ...

Parmi les importantes contraintes structurelles qui pèsent sur le développement et l'attractivité de l'Inde figurent les défaillances en matières d'infrastructures et d'équipements, lesquelles sont le reflet d'investissements insuffisants au regard des besoins du pays. Pourtant, le taux d'investissement (en volume) a atteint 31,8% du PIB au cours des dix dernières années, un niveau élevé au regard de celui qui prévaut dans d'autres pays d'Asie. Mais près de 40% des investissements ont été réalisés par les ménages, et ce, principalement dans leur logement. Les investissements du gouvernement dans les infrastructures n'ont consisté que 9,4% des investissements totaux et les investissements dans les machines et biens d'équipements n'ont représenté que 25,4% des investissements totaux.

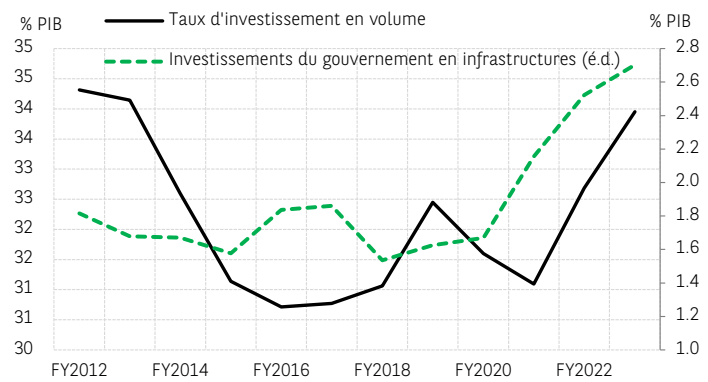
On observe, néanmoins, depuis près de deux ans, une accélération sensible des investissements privés et publics, conjointement à la consolidation de la situation financière des banques et des entreprises. En 2022/2023, le taux d'investissement a augmenté de 1,3pp pour atteindre 34% du PIB, un niveau inédit depuis 2013. Cette évolution positive s'est encore renforcée au premier semestre de l'année 2023/2024. Il en ira probablement de même au troisième trimestre de l'année budgétaire en cours au regard des indicateurs de crédit aux entreprises et des taux d'utilisation des capacités de production supérieurs à leur moyenne de long-terme... Par ailleurs, dans son budget 2023/2024, le gouvernement avait notamment l'objectif d'accroître ses investissements en infrastructures de 0,6pp à 3,3% du PIB (lesquels avaient déjà augmenté d'1,1pp au cours des trois années précédentes). Au regard des dépenses réalisées sur les huit premiers mois de l'exercice budgétaire, il semble que le gouvernement soit en mesure d'atteindre son objectif. Ses investissements ont augmenté de près de 31% par rapport à la même époque l'année dernière. L'Institut national statistique anticipe ainsi que le taux d'investissement pourrait s'élever à 34,9% du PIB cette année, un niveau jamais atteint jusqu'alors.

En 2024/2025, même si les investissements publics devraient poursuivre leur progression, la croissance des investissements privés devrait ralentir, au moins temporairement. La hausse des taux d'intérêt et les élections en avril-mai 2024 vont retarder certains projets.

... MAIS LES IDE RESTENT FAIBLES

Sur les trois premiers trimestres de l'année 2023, le déficit du compte courant a sensiblement diminué pour n'atteindre que 0,7% du PIB, contre 2,5% du PIB sur la même période en 2022. Pour autant, les investissements directs étrangers (IDE) ont été insuffisants pour le couvrir. La dépendance de l'Inde à l'égard des investissements de portefeuille reste forte et ne peut qu'augmenter avec l'intégration des obligations souveraines indiennes dans les indices émergents fin juin 2024. Par ailleurs, les réserves de change (USD 546 mds début janvier) restent abondantes et largement suffisantes pour couvrir les besoins de financement à court terme du pays et permettre à la banque centrale de contenir la dépréciation de sa monnaie.

INDE : ACCÉLÉRATION DES INVESTISSEMENTS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI, BNP PARIBAS

Déjà modestes, les IDE ont baissé encore davantage sur les trois premiers trimestres 2023 et n'ont atteint que 0,4% du PIB (vs 1,3% du PIB en 2022). Cette baisse des investissements en période pré-électorale est « normale » mais elle intervient alors même que les IDE rapportés au PIB sont en baisse depuis 2021. Par ailleurs, les flux d'IDE reçus par l'Inde restent particulièrement faibles en comparaison des flux reçus par les autres pays émergents, et ce, en dépit des mesures prises par le gouvernement pour les attirer. Selon les données publiées par l'UNCTAD, en 2022, l'Inde n'a reçu que 5,7% des IDE à destination des émergents contre une moyenne de 7,1% sur la période 2016-2020. A titre de comparaison, la part des IDE reçus par la Chine s'est élevée à 20,6%. Le faible niveau des IDE reçus par l'Inde s'explique par les contraintes structurelles qui pèsent sur son économie (infrastructures insuffisantes, taux de participation des femmes très faible, fort taux de chômage des jeunes, manque de main d'œuvre qualifiée dans l'industrie, lourdeurs administratives) mais aussi par sa faible intégration dans le commerce mondial. Sa participation dans les chaînes de valeurs mondiales était estimée en 2018 par l'OCDE à seulement 36,4% (soit un niveau légèrement inférieure à celui de l'Indonésie, qui elle aussi reçoit peu d'IDE) contre 55,1% en Malaisie et 62,1% au Vietnam.

Les parts de marché de l'Inde dans le commerce mondial restent modestes et ont finalement peu augmenté au cours des dix dernières années. En 2022, les exportations de biens et de services de l'Inde ne constituaient respectivement que 1,9% et 4,3% des exportations mondiales, contre respectivement 1,6% et 3,2% en 2012. A titre de comparaison, les parts de marché de la Chine pour les exportations de biens s'élevaient à 14,7%.

La faible intégration de l'Inde dans le commerce mondial s'explique notamment par une politique commerciale beaucoup plus protectionniste que celle adoptée par les autres pays d'Asie. Ses barrières commerciales, tarifaires et non tarifaires, restent importantes. Selon l'OMC, le taux moyen des tarifs douaniers imposés par l'Inde aux importations des pays partenaires est de 18,1% contre seulement 8% en Indonésie et 2,3% en Chine. En outre, au cours des dix dernières années, les droits de douane de l'Inde ont augmenté (+3,7pp) alors qu'ils ont baissé (-0,6pp) dans les autres pays du monde. Enfin, l'Inde est signataire de peu d'accords commerciaux en comparaison avec d'autres pays d'Asie.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



MALAISIE

SOLIDE MAIS DES FRAGILITÉS À SURVEILLER

La croissance économique de la Malaisie est restée robuste en 2023, bien qu'en recul par rapport à 2022 en raison d'effets de base défavorables. La demande intérieure en a été le principal moteur alors que les exportations se sont sensiblement contractées. Les perspectives pour 2024 restent bien orientées et la croissance devrait légèrement rebondir. Les principaux points d'attention portent sur l'évolution du marché immobilier et du secteur de la construction (lequel concentre les entreprises les plus fragiles), la consolidation des finances publiques (qui reste très graduelle) et l'évolution des comptes extérieurs. Même si la Malaisie a de nombreux atouts pour attirer les investisseurs internationaux qui cherchent à relocaliser une partie de leurs usines de production en dehors de la Chine, elle subit la forte concurrence des autres pays de l'ASEAN, comme le Vietnam.

CROISSANCE INFÉRIEURE À L'OBJECTIF

D'après les premières estimations de l'Institut de statistique, la croissance a atteint 3,8% en 2023 (vs 8,7% en 2022), un rythme inférieur de 0,2pp à la prévision basse du gouvernement (entre 4% et 5%). La demande intérieure en a été le principal moteur alors que la contribution des exportations nettes a été négative.

La croissance devrait rebondir légèrement en 2024 même si les risques baissiers restent élevés, notamment, en raison de la décélération attendue de la croissance mondiale. L'économie malaisienne reste très dépendante de l'environnement international (Singapour, la Chine et les États-Unis sont ses trois premiers partenaires à l'exportation) et du marché électronique mondial. Or, la production industrielle de produits électriques et électroniques s'est encore contractée en novembre pour le sixième mois consécutif (-6,8% en g.a.). La bonne tenue du marché du travail et la décélération des pressions inflationnistes devraient continuer de soutenir la demande intérieure en 2024. Fin 2023, le taux de chômage s'est stabilisé à 3,3% (vs 3,7% un an plus tôt), le taux de participation sur le marché du travail a atteint un plus haut historique à 70,1%. Parallèlement, la hausse des salaires réels s'est poursuivie (+1,3% au T3-2023) grâce à la hausse des salaires nominaux et à la baisse de l'inflation. En décembre 2023, la hausse des prix est restée limitée à seulement +1,5% en g.a. et celle des prix hors alimentaire et énergie (1,9% sur un an) est revenue sur un rythme légèrement inférieur à sa moyenne de long-terme (2% sur la période 2011-2019). Les pressions inflationnistes pourraient accélérer en 2024 en raison de la réduction des subventions sur l'alimentation et l'énergie mais ne constituent pas un risque pour la croissance.

Les risques inhérents à l'économie malaisienne restent modérés. Parmi les points à surveiller, il faut mentionner, en premier lieu, l'évolution du marché immobilier. En effet, les volumes des ventes ont décéléré au deuxième semestre 2023 et les prix ont augmenté de seulement 0,1% en g.a. au T3 2023 (contre une moyenne de 4,6% au S1 2023). Le deuxième point à surveiller, en rapport avec le premier, porte sur la situation financière des ménages et des entreprises (notamment dans le secteur de la construction), fortement endettés. La dette des ménages a, de nouveau augmenté en 2023 pour atteindre 81,9% du PIB au T2 (après une baisse à 81% du PIB fin 2022). Même si leurs actifs couvraient encore 2,1 fois la valeur de leur dette mi-2023, les tensions baissières sur le marché immobilier sont à surveiller de près au regard de l'importance de leur passif. Par ailleurs, même si, selon la Banque des Règlements Internationaux (BIS), la dette des entreprises a diminué à 88,6% du PIB (vs 95,5% du PIB au T2 2022), la capacité de ces dernières à faire face à leurs engagements s'est légèrement dégradée. Les marges ont baissé avec la hausse des coûts de production (les coûts des produits importés sont restés relativement élevés en raison de la dépréciation du ringgit).

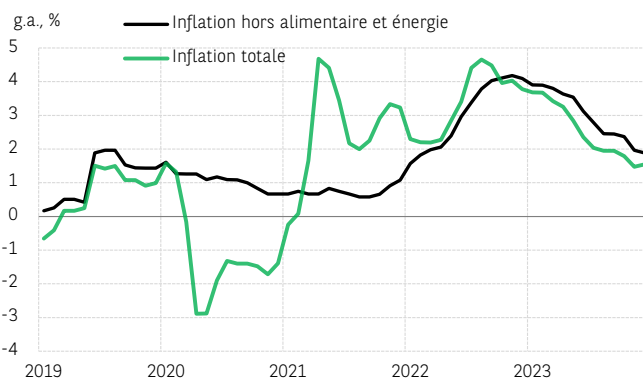
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	8,7	3,8	4,3	4,8
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,5	3,4	2,5	2,8	2,4
Solde budgétaire gov. et adm., % du PIB	-6,4	-5,6	-5,0	-4,4	-3,9
Dette gov. et adm., % du PIB	63,3	60,3	63,8	63,9	63,4
Solde courant, % du PIB	3,9	3,1	2,1	2,6	2,9
Dette externe, % du PIB	70,0	63,9	69,0	67,6	68,0
Réserves de change, mds USD	104	103	101	103	104
Réserves de change, en mois d'imports	5,7	4,6	4,5	4,5	4,6

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

MALAISIE : INFLATION SOUS CONTRÔLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNM, BNP PARIBAS

La couverture de la charge d'intérêts par les profits a diminué, même si elle est restée globalement très confortable. Les profits médians avant impôts et taxes couvraient encore 5,5 fois les charges d'intérêt mi-2023, contre 6,5 fois fin 2022 (le minimum étant fixé à 2 fois). Néanmoins, la banque centrale (Bank Negara of Malaysia, BNM) estime que 26% des entreprises avaient un ratio de couverture des intérêts par les profits inférieur au seuil prudentiel (soit 5,7pp de plus que sur la période 2015-2019) et cette proportion atteignait 41,1% pour les entreprises du secteur de la construction.

Les deux derniers points d'attention sont l'évolution des finances publiques et les tensions sur les comptes extérieurs.



MODESTE CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES

Les marges de manœuvre du gouvernement pour soutenir la croissance sont limitées. La base fiscale, déjà modeste, a diminué en 2023 et devrait continuer de baisser en 2024, en raison de la chute des recettes pétrolières. Le gouvernement ne prévoit toujours pas de réintroduire la taxe sur les biens et services, qui permettrait pourtant d'accroître la base fiscale et de réduire la dépendance aux revenus pétroliers.

En 2023, le déficit devrait rester élevé, bien qu'en légère baisse par rapport à l'année dernière. Il devrait atteindre 5% du PIB (vs 5,6% du PIB en 2022), un niveau supérieur à la moyenne enregistrée sur la période 2015-2019 (3,3% du PIB). L'ensemble des recettes devrait diminuer de 0,1pp à 16,3% du PIB, en raison de la forte baisse des prix des matières premières. Point positif, le paiement des intérêts sur la dette a légèrement diminué pour constituer 13,7% des recettes sur les trois premiers trimestres 2023 alors qu'il s'établissait à 14,1% à la même époque l'année dernière.

Dans son budget 2024, le gouvernement a l'objectif de réduire le déficit de 0,7pp à 4,3% du PIB. Mais cette baisse ne reflète pas une réelle consolidation structurelle.

Du côté des recettes, la principale mesure est la hausse du taux de la taxe sur les services de 2pp qui sera accompagnée par un élargissement de son assiette fiscale. Par ailleurs, le gouvernement prévoit de mettre en place des taxes sur les biens luxueux et sur les plus-values du capital. Mais ces relèvements seront insuffisants pour compenser la baisse attendue des dividendes reçus de la compagnie pétrolière nationale Petronas (-0,4% du PIB). Selon les prévisions du gouvernement, les recettes baisseront à 15,5% du PIB, un niveau inférieur de 0,7pp à la moyenne enregistrée sur la période 2018-2022.

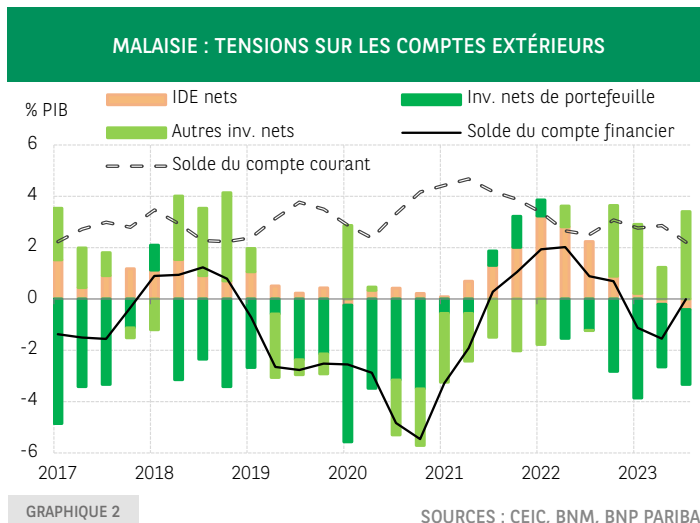
Du côté des dépenses, une baisse de 0,9pp est programmée. Le gouvernement prévoit de réduire les subventions (-0,6% du PIB), mais les économies réalisées seront utilisées pour financer des dépenses sociales ciblées en faveur des plus défavorisés. En réalité, la baisse du déficit reflètera essentiellement la contraction des dépenses d'investissement, lesquelles avaient fortement augmenté en 2023 en raison du paiement de la dette de 1MDB. Si l'on exclut cette dépense exceptionnelle, les dépenses devraient être relativement stables en 2024.

En 2023, la dette du gouvernement a augmenté de 3,5pp pour atteindre 63,8% du PIB (vs 52,4% du PIB fin 2019). La structure de la dette reste toutefois peu risquée car elle est principalement libellée en monnaie locale et détenue par les investisseurs résidents.

HAUSSE DES PRESSIONS SUR LE RINGGIT

Au cours de l'année 2023, les tensions à la baisse sur les monnaies des pays émergents, et notamment des pays d'Asie, se sont accentuées en raison de la hausse des écarts de rendements entre les obligations domestiques et américaines. Parmi les monnaies d'Asie, le ringgit a enregistré l'une des plus fortes baisses face au dollar (-9,6%). En termes effectifs nominal et réel, le ringgit s'est déprécié de respectivement 3,9% et 4,7% face aux monnaies des pays de ses principaux partenaires. Cette dépréciation, bien que contenue, a résulté, d'une part, de la baisse de l'excédent courant (induite notamment par la forte réduction de l'excédent commercial) et, d'autre part, des importantes sorties nettes de capitaux.

Sur les trois premiers trimestres 2023, le solde commercial s'est contracté de 20,5% par rapport à la même période l'année dernière. La baisse des exportations a excédé celle des importations. La Malaisie a été pénalisée par la baisse de la demande de produits électriques (36,3% de ses exportations totales en 2022) et notamment de circuits électroniques intégrés (22,2% de ses exportations), mais aussi par la chute des prix des matières premières tant minérales que végétales (les combustibles minéraux et les huiles végétales ont constitué respec-



tivement 17,2% et 6,7% de ses exportations en 2022).

La baisse du déficit des services, favorisée par la hausse des recettes touristiques (bien que toujours inférieures de 21,4% à leur niveau avant l'épidémie de COVID-19), n'a pas été suffisante pour compenser la diminution de l'excédent commercial. L'excédent du compte courant a baissé pour n'atteindre que 1,7% du PIB sur les trois premiers trimestres. Bien qu'une légère hausse soit attendue au T4 2023, il ne devrait guère excéder 2,1% du PIB sur l'ensemble de l'année 2023 (vs 3,1% en 2022).

Dans le même temps, les entrées nettes de capitaux ont sensiblement diminué. Les investissements des malais à l'étranger ont augmenté alors que les investissements des non-résidents dans le pays (tant au niveau des IDE que des investissements de portefeuille) ont diminué.

Les investissements directs entrants ont baissé de 49% sur les trois premiers trimestres 2023 pour atteindre 1,8% du PIB, un niveau modeste en comparaison des flux d'IDE reçus sur la période 2015-2019 (3,1% du PIB en moyenne). Une partie de cette baisse s'explique par une correction après la forte hausse enregistrée en 2021, mais elle reflète aussi un mouvement plus général qui a concerné de nombreux pays de l'ASEAN (-16% selon l'UNCTAD) en raison de la hausse des coûts de financement et de perspectives de croissance moins favorables.

Cependant, certains pays de l'ASEAN, dont le Vietnam, ont au contraire vu leurs entrées d'IDE augmenter très légèrement. On peut donc se demander dans quelle mesure la Malaisie pourrait être concurrencée par ce pays. A ce jour, selon les données nationales de la Malaysian Investment Development Authority (MIDA), les projets d'investissement en Malaisie restent bien orientés, notamment dans le secteur électrique et électronique. C'est en particulier dans les circuits électroniques intégrés que la Malaisie pourrait bénéficier d'une partie de la relocalisation des usines de production de la Chine. La Malaisie a déjà profité des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis pour accroître ses parts de marché, qui ont atteint 7,3% des exportations mondiales en 2022 vs 6,3% sur la période 2017-2021.

En 2024, les comptes extérieurs devraient se redresser grâce à une reprise attendue de la demande de produits électriques et électroniques et d'une hausse des entrées nettes de capitaux favorisée par la baisse anticipée des rendements obligataires dans les pays avancés. Les réserves de change (en baisse de USD1.7bn en 2023) sont attendues en légère hausse à USD102mds, l'équivalent de 4,5 mois d'importations de biens et services.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



THAÏLANDE

REPRISE EN DEMI-TEINTE

Le dynamisme de la consommation des ménages et le retour des touristes devraient permettre à la croissance d'accélérer au cours des prochains trimestres. Le manque de compétitivité du secteur exportateur et les effets d'El Niño sont les principaux risques sur la croissance et les exportations. En outre, la situation politique reste tendue et la coalition gouvernementale apparaît fragile. Un dérapage budgétaire est possible et la banque centrale devrait marquer une pause dans son assouplissement monétaire.

TIMIDE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE

Sur les neuf premiers mois de 2023, la croissance a atteint 1,9% en g.a. Les derniers trimestres ont été marqués par une reprise inégale des composantes de la demande. La consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance, en accélération constante jusqu'à atteindre +8,1% en g.a. au T3, soutenue par les aides fiscales aux ménages et la bonne tenue du marché du travail. L'évolution des autres composantes a été plus contrastée: l'investissement privé a progressé à un rythme plus modéré (+1,7% en moyenne en g.a. sur les trois premiers trimestres), les exportations de marchandises ont souffert du ralentissement de l'économie mondiale et les revenus liés au tourisme ont continué leur progression, mais à un rythme bien moins rapide qu'attendu.

Pour l'année 2023, la Thaïlande a accueilli un peu plus de 28 millions de touristes, chiffre en progression de plus de 150% par rapport à 2022 mais à un niveau encore inférieur de 30% à celui de 2019. Par nationalité, les tendances sont similaires à celles observées avant la période Covid, en raison des mesures spécialement mises en place par le gouvernement thaïlandais, telle que l'exemption (temporaire) de visa pour les visiteurs en provenance d'Inde, de Taiwan et du Kazakhstan, ou l'incitation à favoriser les voyages de longue durée (en proposant des réductions sur plusieurs services tels que l'hébergement, la restauration, la santé, les vols intérieurs). En revanche, le nombre de touristes en provenance de Chine ne progresse que très lentement. Les interdictions de voyager pour les ressortissants chinois ont progressivement été levées au cours de l'année 2023, mais les subventions gouvernementales encourageant le tourisme domestique ont probablement freiné la reprise des voyages « internationaux ». Au total, en 2023, le nombre de touristes chinois était encore inférieur de 70% à celui de 2019.

La croissance devrait se raffermir au cours des trimestres à venir, le PIB devrait progresser de 3,7% en 2024, après 2,3% en 2023, toujours tiré par la consommation des ménages soutenue par une politique budgétaire expansionniste et le retour progressif des touristes (d'après les estimations de la Banque centrale, le niveau de 2019 ne serait atteint qu'à la fin de 2025).

Toutefois, les effets liés au phénomène climatique *El Niño* sont difficiles à quantifier et la Thaïlande pourrait ne pas bénéficier pleinement d'une reprise de la croissance mondiale et de la hausse de la demande pour les composants électroniques, du fait des difficultés structurelles du pays (le climat politique, la faiblesse de l'investissement et le manque d'infrastructures pèsent sur la compétitivité du secteur exportateur). Surtout, une croissance chinoise plus faible qu'escompté pèserait lourdement sur la croissance thaïlandaise.

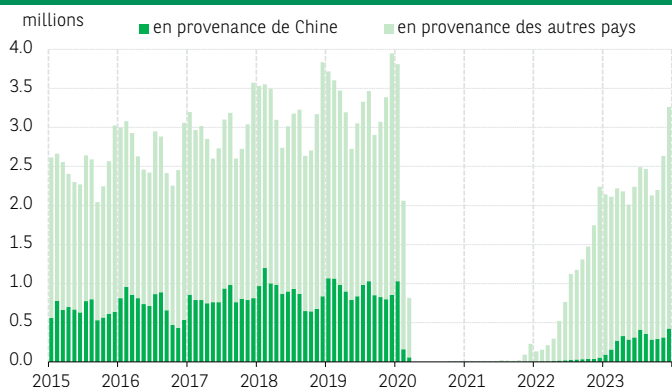
Sur le plan monétaire, des effets de base favorables et la baisse plus importante qu'anticipé des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires ont permis une décélération rapide de l'inflation au cours de l'année. Le glissement sur un an des prix est même devenu négatif depuis le mois d'octobre (à -0,8% en g.a. en décembre). L'inflation

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	1,5	2,5	2,3	3,7	4,5
Inflation IPC, moyenne annuelle, %	2,2	6,1	1,4	2,4	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,9	-4,4	-3,0	-3,7	-3,5
Dette des adm, publiques, % du PIB	58,4	60,6	62,3	62,5	62,1
Balance courante, % du PIB	-2,2	-3,2	1,0	2,9	3,6
Dette externe, % du PIB	39,0	40,4	38,9	36,7	35,0
Réserves de change, mds USD	246	217	217	228	238
Réserves de change, en mois d'imports	11,0	9,0	9,3	9,6	10,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

THAÏLANDE : RETOUR PROGRESSIF DES TOURISTES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DU TOURISME ET DES SPORTS, BNP PARIBAS

sous-jacente a également décéléré au cours de l'année, mais reste légèrement au-dessus de sa moyenne avant-Covid (à 0,6% en g.a. en décembre). La Banque centrale a relevé son taux directeur pour la dernière fois en septembre, à 2,5% (après une hausse cumulée de plus de 200 points de base depuis août 2022) et devrait marquer une pause au cours des prochains mois. Elle anticipe une légère augmentation de l'inflation en 2024, compte tenu des pressions à la hausse sur les prix de l'énergie et les prix agricoles. L'inflation serait néanmoins contenue dans la cible (entre 1% et 3%).



NOUVEAU PAYSAGE POLITIQUE

L'instabilité politique reste une préoccupation principale. Les élections récentes et la formation du nouveau gouvernement qui a suivi suggèrent néanmoins que le paysage politique évolue. L'opposition observée depuis plusieurs décennies entre (schématiquement) l'élite royale et militaire et la population rurale laisse peu à peu la place à une opposition entre de nouveaux partis désireux de réformer le pays (principalement portés par de jeunes électeurs) et les partis affirmant leur volonté de maintenir le statu quo.

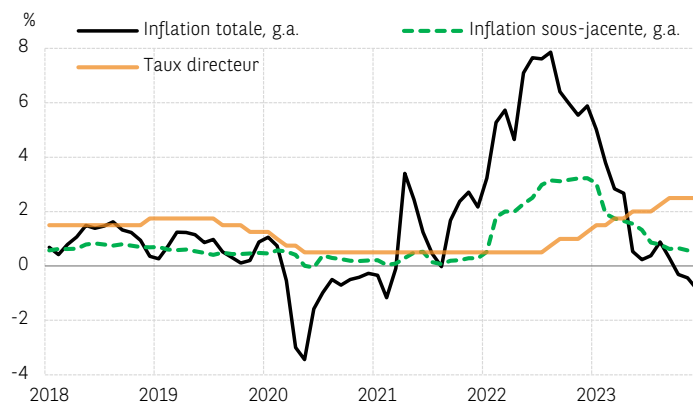
Les résultats de l'élection générale, organisée comme prévu en mai dernier, l'illustrent bien. Les partis d'opposition ont remporté une majorité des sièges de la Chambre des représentants (plus de 300 sièges sur 500) et à eux seuls, les deux principaux partis d'opposition ont remporté la quasi-totalité de ces sièges. Move Forward, le parti proposant le plus d'avancées sociétales (dont une réforme du crime de lèse-majesté et une autre portant sur l'institution militaire) a remporté 151 sièges. Le Pheu Thai Party (PTP) a quant à lui remporté 141 sièges.

Bien qu'ayant formé une coalition composée de huit partis (totalisant plus de 70% des voix), Move Forward n'a pas été en capacité de former un gouvernement. Après plusieurs semaines de discussion, début juillet, le Sénat a rejeté la candidature du dirigeant du parti, Pita Limjareonrat, au poste de Premier ministre. D'après la constitution en vigueur depuis 2017, l'élection au poste de Premier ministre requiert en effet la majorité de l'Assemblée Nationale, composée de la Chambre des représentants (500 sièges) et du Sénat (250 sièges), dont les membres sont tous nommés par le Roi, en consultation avec les militaires. Les 376 votes nécessaires pour obtenir la majorité impliquaient donc la formation d'alliances avec les partis conservateurs et surtout, indirectement, l'approbation du gouvernement militaire sortant. À la fin du mois d'août, Srettha Thavisin, candidat du PTP, a été nommé Premier ministre à la tête d'une large coalition (composée de onze partis, dont deux partis promilitaires), après l'approbation du Parlement et du Roi.

Le climat politique devrait rester tendu dans les mois à venir : le parti Move Forward a finalement été exclu de la coalition gouvernementale et le parti doit répondre à de nombreuses accusations, la proposition d'amender le crime de lèse-majesté ayant été perçue comme un premier pas vers un ensemble de réformes visant finalement à renverser la monarchie. Si le parti venait à être dissous, de nombreuses manifestations populaires seraient probables. Par ailleurs, la coalition gouvernementale rassemble finalement le PTP et 10 autres partis (dont des partis conservateurs), aux objectifs économiques et politiques très divergents. L'application d'une politique commune pourrait s'avérer délicate à mettre en œuvre. Cela dit, d'un point de vue positif, la nécessité d'obtenir un consensus pour appliquer les réformes devrait permettre d'éviter les dérapages budgétaires.

À moyen terme toutefois, le PTP et l'ensemble des partis de la coalition ont déclaré vouloir honorer les engagements du précédent gouvernement, en instaurant notamment les mesures destinées à améliorer la compétitivité du pays. La stratégie industrielle « Thaïlande 4.0 » et les incitations à l'investissement (domestique et étranger, grâce au plan Investment Promotion Strategy, prévu pour durer de 2023 à 2027), devraient ainsi être poursuivies. L'ensemble des partis s'est également prononcé en faveur de mesures destinées à accélérer la transition énergétique.

THAÏLANDE : LA BANQUE CENTRALE MARQUE UNE PAUSE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

DÉPENSES EXTRABUDGÉTAIRES EN 2024

C'est dans ce cadre qu'a débuté, au cours des premiers jours de janvier, l'examen de la proposition de budget pour l'année fiscale 2024 (qui a débuté en octobre 2023). Comme lors des précédentes élections en 2019, la durée des négociations précédant la formation du gouvernement a retardé l'examen du budget. Le gouvernement propose d'augmenter les dépenses de près de 10% par rapport au budget 2023, plusieurs mesures visant à soutenir la consommation des ménages et l'investissement, préparer le vieillissement de la population, lutter contre la corruption ont été présentées. Les revenus n'augmenteraient que de 4,5% (l'hypothèse de croissance du PIB retenue par le gouvernement est comprise entre 2,7% et 3,7% pour 2024). D'après les estimations, le déficit s'élèverait à 3,7% du PIB en 2024 (après 3% en 2023) et la dette resterait stable autour de 62% du PIB.

Les débats s'avèrent âpres, d'une part, parce que les partis d'opposition (en premier lieu Move Forward) ont largement critiqué la proposition de budget (absence d'objectifs clairs, réformes calquées sur celles du gouvernement précédent) et, d'autre part, parce que la proposition de budget ne reprend pas la principale mesure économique, le « portefeuille électronique », annoncée en novembre dernier. Cette mesure prévoit de distribuer 10 000 baht (environ 280 euros) à plus de 56 millions d'habitants, en fonction de plusieurs critères (âge, revenu). Le coût de cette mesure représenterait pas moins de 2,7% du PIB. Le gouvernement a récemment obtenu l'accord du Conseil d'État pour financer le projet par un emprunt spécial, ce qui signifie que le déficit (et l'endettement) relatifs à la mise en place de ce projet seraient placés hors-budget.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



VIETNAM

LE VENT EN POUPE

Le Vietnam a connu une série de difficultés en 2022-2023, liées à la dégradation de l’environnement international, à la sévère correction dans le secteur immobilier, à la crise de confiance et aux tensions sur la liquidité dans le secteur bancaire. La croissance économique a marqué le pas début 2023, mais elle a ensuite rapidement réaccélééré. En particulier, l’activité dans le secteur exportateur manufacturier se redresse depuis quelques mois, porté par de solides entrées d’investissements directs étrangers. Ces dynamiques devraient se poursuivre à court terme, le Vietnam étant un des grands bénéficiaires des ajustements en cours dans les chaînes de production mondiales.

L’économie vietnamienne a connu, au cours des derniers mois de 2022 et début 2023, une série de difficultés qui ont entraîné un ralentissement de la croissance important, mais bref. Après le solide rebond de l’activité qui a suivi la levée des restrictions sanitaires en 2022 (+8% sur l’ensemble de l’année), la croissance du PIB réel a brusquement marqué le pas, s’établissant à +3,3% en g.a. au T1 2023. L’accumulation des chocs externes (recul de la demande mondiale, resserrement monétaire américain) et internes (crise dans le secteur immobilier, choc de confiance dans le secteur financier) ont conduit à remettre en lumière certaines vulnérabilités macro-financières du pays, en particulier l’insuffisance de ses réserves de change, l’endettement excessivement élevé de certains secteurs (auprès des créanciers locaux), et les fragilités persistantes du système bancaire¹.

Malgré ces vulnérabilités, les perspectives de croissance du Vietnam restent solides, notamment soutenues par le développement du secteur manufacturier exportateur et les entrées d’investissements directs étrangers (IDE). La croissance du PIB réel a d’ailleurs réaccélééré rapidement l’an dernier, pour atteindre +6,7% au T4 2023, et elle devrait rester confortablement au-dessus de 6% en rythme annuel au cours des prochains trimestres.

LE MOTEUR EXPORTATEUR PRÊT À REDÉMARRER

Le secteur exportateur a souffert de l’affaiblissement de la demande mondiale depuis 2022. Sur la période allant du T4 2022 au T3 2023, les exportations de marchandises (mesurées en dollars courants) ont chuté de -7,4% en g.a (graphique 1). Toutefois, le creux a été atteint dès l’été dernier et les exportations ont à nouveau augmenté en rythme annuel au T4 2023 (+6,9%). En parallèle, la croissance de la production industrielle a rebondi de -2% en g.a. au T1 2023 à +5,3% au T4. Le secteur exportateur a en particulier profité des premiers signes de redressement du cycle électronique mondial (et des livraisons de nouveaux produits de Samsung, qui fabrique plus de la moitié de ses téléphones au Vietnam) et de l’expansion continue des capacités de production manufacturière du pays. Le Vietnam apparaît très bien positionné pour profiter de l’amélioration, même limitée, de la demande mondiale en 2024 (selon les dernières prévisions du FMI, les volumes d’échanges de biens et services devraient augmenter de +3,3% en 2024 contre +0,4% en 2023).

LES IDE CONTINUENT DE TRANSFORMER L’ÉCONOMIE

Le Vietnam a bénéficié d’importants flux d’IDE depuis son entrée dans l’Organisation Mondiale du Commerce en 2007, ce qui a soutenu l’expansion continue et la rapide montée en gamme de son secteur manufacturier exportateur. Les exportations de marchandises représentaient 91% du PIB en 2022, contre 57% en 2011.

¹ Cf. BNP Paribas, EcoEmerging Janvier 2023, « Vietnam : Craquements financiers dans un contexte de reprise soutenue ».

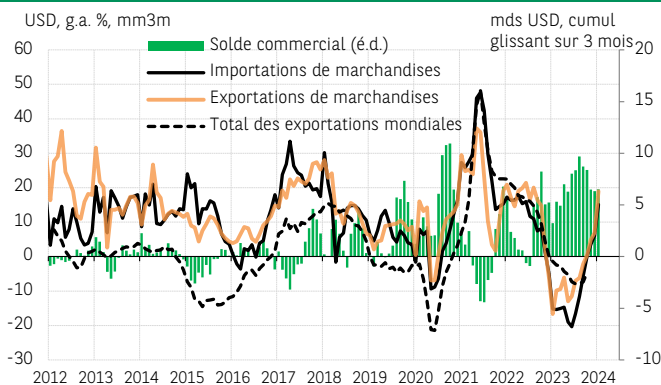
PRÉVISIONS

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	2,6	8,0	5,0	6,2	6,6
Inflation IPC, moyenne annuelle, %	1,8	3,2	3,3	3,4	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-1,4	0,3	-1,3	-1,8	-2,1
Dette du gouvernement, % du PIB	39,1	35,3	34,1	32,9	32,0
Balance courante, % du PIB	-2,2	-0,3	5,3	4,7	4,4
Dette externe, % du PIB	37,8	36,1	36,0	34,9	32,7
Réserves de change, mds USD	109,4	86,5	91,0	100,2	115,3
Réserves de change, en mois d’imports	3,8	2,8	3,2	3,3	3,5

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

VIETNAM : COMMERCE EXTÉRIEUR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GENERAL STATISTICS OFFICE, FMI, BNP PARIBAS

Sur la même période, la part de marché du Vietnam s’est renforcée de 0,5% du total des exportations mondiales à 1,5% ; la part des exportations des entreprises à capitaux étrangers (principalement de Corée du sud, Singapour, Japon et Chine/Hong Kong) a augmenté de 48% à 73% des exportations totales du Vietnam ; et la part des ventes de téléphones, ordinateurs et autres biens électroniques est passée de 18% à 32%.



Les entrées nettes d'IDE au Vietnam ont légèrement fléchi pendant la crise sanitaire en 2020-2022, s'établissant à USD 15,3 mds par an en moyenne, soit un niveau toujours élevé équivalent à 4,1% du PIB (contre 4,7% du PIB en moyenne en 2015-2019). Elles sont reparties à la hausse dès 2023 (graphique 2) alors même que les flux d'IDE vers les pays de l'ASEAN et d'Asie en général ont diminué, freinés par la dégradation des perspectives de croissance mondiale et la hausse des coûts de financement. Au Vietnam, les entrées nettes d'IDE enregistrées dans la balance des paiements ont atteint USD 13,7 mds sur les trois premiers trimestres de 2023, soit une hausse de 40% par rapport à la même période en 2022.

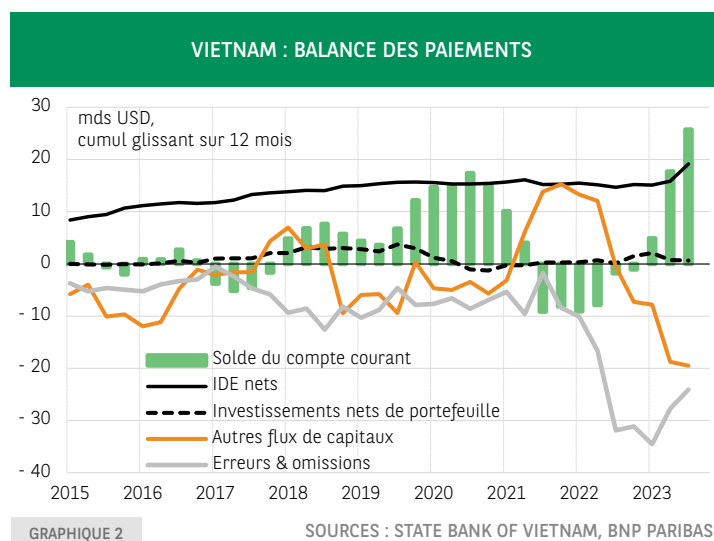
A court terme, l'ensemble des pays de l'ASEAN devrait attirer de nouveaux investissements dans le secteur manufacturier (les annonces de nouveaux projets sont en hausse), mais le Vietnam devrait rester l'un des principaux bénéficiaires des ajustements dans les chaînes de production mondiales. Ces ajustements résultent notamment des stratégies de de-risking des entreprises en réponse aux bouleversements géopolitiques, aux tensions commerciales et à la guerre technologique entre la Chine et les États-Unis. Les entreprises multinationales cherchent à sécuriser leurs chaînes de valeur, à assurer leur approvisionnement en matières premières et en biens stratégiques, à diversifier leurs lieux de production et à réduire leur dépendance à la Chine. Dans ce contexte, le Vietnam continue d'attirer les investisseurs et de se différencier grâce à de solides avantages comparatifs : le niveau de formation adéquat et le coût relativement bas de sa main d'œuvre, sa localisation géographique, et les politiques proactives des autorités pour créer un environnement réglementaire favorable aux IDE et signer des accords de libre-échange (tels que l'accord de 'Partenariat transpacifique global et progressiste' et l'accord avec l'Union européenne). En outre, le Vietnam mène une politique étrangère prudente visant à éviter les tensions avec ses différents partenaires économiques et commerciaux (les États-Unis, la Chine et l'UE ont absorbé 29%, 16% et 13% des exportations vietnamiennes en 2022).

COMPTE COURANT : RETOUR AUX EXCÉDENTS

En 2023, avec des importations de marchandises se contractant plus fortement que les exportations sur l'ensemble de l'année, le Vietnam a dégagé des excédents commerciaux en forte hausse (graphique 1). En outre, les déficits des balances de services et de revenus se sont réduits grâce, d'une part, au rebond des recettes du tourisme et, d'autre part, à la hausse des transferts des Vietnamiens travaillant à l'étranger. Le compte courant est passé d'un léger déficit en 2021 et 2022 à un excédent estimé à plus de USD 22 mds en 2023, soit plus de 5% du PIB, un niveau record pour le Vietnam (graphique 2).

En 2024, l'excédent commercial devrait s'ajuster légèrement à la baisse et le déficit de la balance des services continuer de diminuer grâce au redressement du tourisme. L'excédent courant devrait se réduire légèrement et l'excédent de la balance de base (compte courant + IDE nets) se maintenir à un niveau très confortable (il est estimé à 9,5% du PIB en 2023, contre 3,5% en 2022).

Grâce à ces excédents, le Vietnam semble en mesure de renforcer sa solvabilité et sa position de liquidité externes. Son endettement extérieur est déjà modéré, estimé en 2023 à 36% du PIB et 44% des recettes d'exportations de marchandises. En revanche, les réserves de change sont insuffisantes, couvrant à peine plus de 3 mois d'importations de biens et services à la fin 2023.



GRAPHIQUE 2 SOURCES : STATE BANK OF VIETNAM, BNP PARIBAS

Elles se sont contractées de USD 109,4 mds fin 2022 à USD 86,5 mds fin 2022, après six années de hausse graduelle, et se sont à peine redressées en 2023 en dépit de l'amélioration de la balance courante et des flux d'IDE. De fait, le Vietnam a fait face à d'importantes sorties de capitaux au cours des deux dernières années – observées dans les opérations de dépôts et crédits du poste 'autres investissements' de la balance des paiements, et surtout dans les 'erreurs & omissions' (graphique 2).

DES FRAGILITÉS PERSISTENT

Les fuites de capitaux ont essentiellement été le fait de résidents, dont la confiance dans le dong (VND) et les banques locales a été ébranlée en 2022 par la hausse de l'inflation, par la dépréciation du dong vis-à-vis du dollar après plusieurs années de relative stabilité du taux de change, et par la crise du secteur immobilier. En 2023, les différentes sources de tensions se sont atténuées progressivement, grâce à l'amélioration du compte courant, la légère baisse de l'inflation jusqu'à l'été, l'assouplissement de la politique monétaire (le taux de refinancement a été réduit de 6% à 4,5%), les moindres pressions sur le dong, et l'amélioration des conditions de liquidité domestique. Le taux interbancaire au jour le jour a ainsi baissé de 4,8% en moyenne au T1 2023 à 0,6% au T4. Cependant, la crise du secteur immobilier a persisté et les banques restent fragilisées par des ratios de capitalisation insuffisants et des risques de crédit élevés, ce qui continue de peser sur la confiance des résidents.

En 2024, la situation dans le secteur immobilier devrait s'améliorer lentement (notamment grâce aux mesures de soutien des autorités) et les tensions dans le secteur financier continuer de se réduire. La croissance forte de l'activité et des recettes d'exportation devrait aider à la réduction progressive des vulnérabilités de l'économie vietnamienne à court et à moyen terme – mais elle devra aussi être accompagnée de réformes structurelles visant à assainir le secteur financier et à améliorer la gouvernance des entreprises.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



DES MOTIFS DE SATISFACTION... ET DES ZONES D'OMBRE

Pour son retour aux commandes, Lula peut dresser un bilan positif de sa première année, marquée par des indicateurs macro-financiers au vert, la relance des programmes sociaux, des positions ambitieuses sur l'environnement et une capacité à réformer que peu d'observateurs anticipaient. Ce tableau cache toutefois quelques déséquilibres : dans le profil de la croissance, la dynamique du chômage et la diversification de la balance commerciale. Les doutes des marchés sur la capacité du gouvernement à équilibrer ses comptes (malgré le nouveau cadre budgétaire) constitue une autre zone d'ombre. En 2024, la croissance, l'inflation et les taux d'intérêt seront inférieurs à 2023. La définition des grandes orientations de politique publique et la mise à disposition de financement pour l'économie verte devraient alimenter un rebond de l'investissement.

UN BILAN 2023 AU DESSUS DES ATTENTES...

Lula peut se targuer d'un bilan positif pour la première année de son troisième mandat à la tête du Brésil. Ce scénario, pourtant, paraissait loin de s'imposer comme une évidence. La coalition gouvernementale n'a pas la majorité à la chambre des députés (moins de 200 sièges sur 513 représentants), et la prise de fonction de l'ancien syndicaliste a été très chahutée (attaque des institutions à Brasilia, procès à l'encontre de Bolsonaro, tension avec la Banque centrale, inquiétudes des marchés consécutive à la forte hausse des dépenses sociales¹).

En fin de compte, le bilan macro-financier aura été plus qu'honorable : la croissance du PIB réel a dépassé les attentes de plus de 2,5 points, le taux de chômage a atteint en décembre un plus bas (7,4%) depuis 2015 et la désinflation a été plus prononcée que prévu, le glissement annuel de l'indice ICPA est revenu dans la bande de tolérance de la Banque centrale pour la première fois depuis 2020. Le solde commercial a affiché un excédent record (flirtant avec la barre des USD 100 mds) permettant au compte courant de se résorber d'un peu plus d'un point de PIB. Les investissements de portefeuille des non-résidents ont connu un renversement de tendance, tiré par des rendements obligataires attractifs (flux nets entrants de USD 19,7 mds en 2023 contre flux nets sortants de USD 4,7 mds en 2022 selon les données de l'IIF). Les indicateurs de solvabilité et de liquidité extérieures sont restés satisfaisants – confortés par une hausse des réserves de change de USD 30 mds et une progression modérée de l'endettement extérieur.

Sur les marchés, l'indice boursier B3-Ibovespa a atteint un pic historique (132 000 points en décembre) et une progression de +34% en dollar – soit une surperformance de 24 points par rapport à l'indice *MSCI Emerging Market*. Le réal, soutenu par les flux de *carry trade*, affichait des gains de près de 10% contre le dollar. Le choc sur le marché de la dette des entreprises lié à la défaillance au T1 d'un acteur systémique (i.e. le détaillant Americana) n'aura finalement été que de courte durée (normalisation des émissions au T2). L'amélioration de la perception du risque souverain au cours de l'année (resserrement du spread EMBI+ Brasil de 62 points de base, relèvement de la note souveraine du pays de BB- à BB par S&P et Fitch) a aussi permis à l'État d'émettre en novembre sa première obligation ESG (USD 2 mds sur 7 ans) dans des conditions relativement avantageuses (6,5% de rendement et 182 points de base de *spread* par rapport au Trésor américain, un record en 10 ans.)

En outre, le gouvernement est parvenu à réformer les règles budgétaires et la fiscalité tout en maintenant ses engagements sociaux (relance des programmes de logements, de lutte contre la faim, augmentation des allocations dans le cadre de *Bolsa Familia*).

¹ Le coût du programme d'allocations familiales, *Bolsa familia* négocié avant son entrée en fonction a été multiplié par 3 par rapport à l'avant-pandémie, soit près de 1,7% du PIB.

PRÉVISIONS

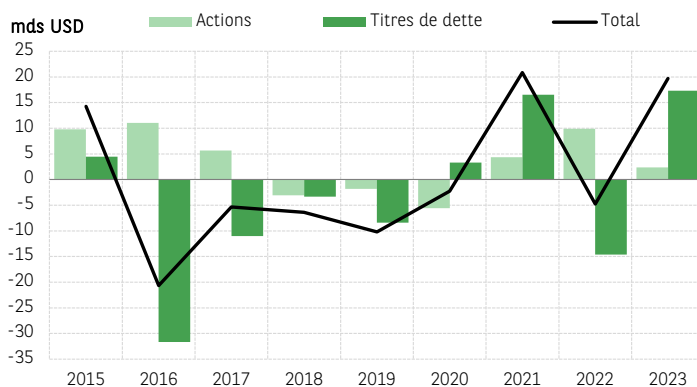
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	5,0	2,9	3,1	1,7	1,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	8,3	9,3	4,6	4,2	3,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-4,6	-7,9	-7,3	-6,9
Dette publique, % du PIB	78,3	72,9	75,6	78,7	81,1
Solde courant, % du PIB	-2,8	-2,9	-1,3	-1,1	-1,5
Dette externe, % du PIB	42	36	37	38	39
Réserves de change, mds USD	362	324	355	342	350
Réserves de change, en mois d'imports	14,2	11	12,4	12,7	12,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

BRÉSIL : ACHATS NETS D'ACTION ET D'OBLIGATIONS PAR LES NON-RÉSIDENTS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IIF, BNP PARIBAS

Le déploiement d'un programme de restructuration de dette des ménages (*Desenrola Brasil*) ainsi que la reconduction de certains programmes de soutien aux entreprises (*Pronampe*) ont par ailleurs permis de contenir la hausse des risques de crédit.

... QUI MASQUE TOUTEFOIS CERTAINES FRAGILITÉS

Les bonnes performances du pays masquent toutefois quelques facteurs de fragilité : i/ le détail des comptes nationaux montrent une croissance déséquilibrée qui rend l'économie plus vulnérable.

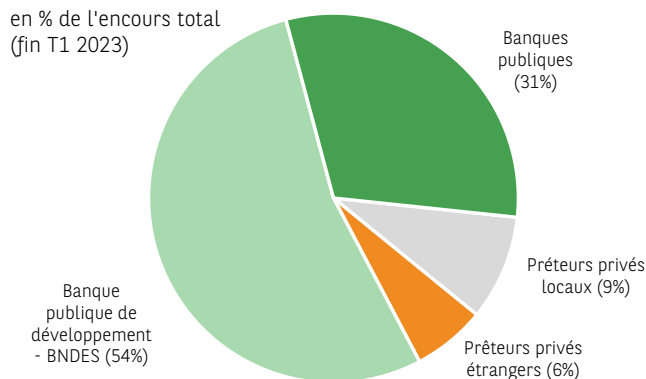


Sur les 3% de croissance attendus en 2023, plus de la moitié proviendraient de l'agro-industrie et du secteur extractif avec une contribution d'environ 0.8 pp pour la seule industrie pétrolière. ii/ On peut, par ailleurs, douter du caractère structurel des améliorations sur le marché du travail. En effet, malgré un marché du travail plus tendu, les salaires réels moyens sont demeurés à leur niveau d'avant la pandémie. La baisse du taux de chômage est en grande partie imputable à la baisse du taux de participation au marché du travail. A taux de participation constant (niveau fin 2019), le taux de chômage aurait augmenté d'environ deux points de plus. iii/ La balance commerciale est moins diversifiée que par le passé (en termes de partenaires et de produits) rendant les comptes externes plus fragiles en cas de chocs. En 2023, les produits agricoles ont représenté une part plus importante des exportations totales (49% contre 38% sur la période 2020-22), tandis que la Chine a renforcé davantage sa position de 1er partenaire commercial du pays (absorbant 31% des exportations en 2023 contre 26% sur la période 2016-22, majoritairement dans le soja, le pétrole brut, la viande, les minerais de fer et la pâte à papier). La dépendance est réciproque : 20% des importations agricoles de Chine proviennent aujourd'hui du Brésil. La Russie, avec son pétrole raffiné bon marché, est aussi devenue le 2e fournisseur en carburant du pays pourvoyant 50% de ses besoins en diesel – très recherché dans les secteurs des transports et de l'agro-business.

JEU D'ÉQUILIBRISTE ENTRE PRÉSERVATION DE L'ENVIRONNEMENT ET DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Le Brésil, actuellement 7e émetteur mondial de gaz à effet de serre², a été, tout au long de l'année, mis à l'épreuve de ses contradictions sur l'environnement. D'un côté, la déforestation en Amazonie a chuté de moitié et Lula a pris des positions ambitieuses sur l'environnement³. Le pays est aussi en passe de finaliser le lancement d'un marché national du carbone qui entend – outre l'encadrement des crédits carbone – instaurer un cap d'émissions pour environ 4 000 entreprises émettant chaque année plus de 25 000 tonnes d'équivalent CO2. D'un autre côté, pour se donner des marges de manœuvres supplémentaires auprès du lobby agricole – très influent auprès des élus –, Lula a promulgué, fin 2023, une loi accélérant l'autorisation de nouveaux pesticides (le pays est le 1er consommateur mondial absorbant 1/5e des stocks, d'après la FAO). Contrairement à l'Amazonie, la déforestation dans la savane du Cerrado (qui abrite 5% de la biodiversité mondiale et concentre 45% de l'agriculture et de l'élevage brésilien) s'est accentuée. Les projets d'exploration pétrolière dans le bassin de l'Amazone n'ont pas non plus été remis en cause. Un plan d'investissement dans les énergies fossiles (BRL 335 mds) doit même permettre au pays d'accroître sa production à 5,4 mn de barils / jour à horizon 2030 contre 3 mn actuellement. Ainsi, le Brésil devrait faire partie, avec la Guyane et les États-Unis, des pays enregistrant la plus forte croissance de production de pétrole au cours des prochaines années.

BRÉSIL : CRÉDITS POUR LES PROJETS D'INFRASTRUCTURES PAR TYPE DE PRÊTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCB, OCDE, BNP PARIBAS

PERSPECTIVES : RELANCE OU RIGUEUR ?

En 2024, la croissance devrait être proche de son potentiel (entre 1.5% et 2%). L'acquis de croissance sera faible de l'ordre de 0,3 pp du fait de la modération de l'économie au S2-2023. En raison d'aléas climatiques et d'effets de base, la contribution de l'agriculture à la croissance devrait être négative après une année 2023 exceptionnelle. Les baisses de taux d'intérêt devraient se poursuivre : depuis août 2023, la BCB a procédé à 5 baisses du taux SELIC cumulant 250 points de base d'ajustement (à 11,25% fin janvier). L'assouplissement monétaire devrait profiter aux secteurs plus sensibles au cycle du crédit et plutôt à la peine en 2023 (e.g secteur de la transformation, construction). La baisse des taux devrait aussi inciter les investisseurs locaux à revenir vers le marché action et favoriser la reprise des introductions en bourse (3 à 5 anticipées) après une disette de plus de deux ans.

Les autorités pourraient être tentées de stimuler la croissance. Les marchés anticipent une révision de l'objectif de déficit primaire⁴ en mars/avril (au risque d'entamer la crédibilité du nouveau cadre budgétaire). Les autorités devraient s'appuyer sur la Banque de développement, BNDES – principal pourvoyeur de fonds pour les projets d'infrastructure (54%) – qui prévoit d'accroître ses décaissements à hauteur de 2% du PIB à horizon 2026 contre 1,2% actuellement. Le Gouvernement espère aussi inciter davantage les investissements du secteur privé avec un nouveau Pacte d'Accélération de la Croissance lancé en août 2023, un plan de réindustrialisation annoncé en janvier 2024 et l'adoption de la réforme de la fiscalité. L'économie verte bénéficiera de conditions de financement préférentielles et de nouveaux dispositifs de couverture pour protéger les investisseurs contre le risque de change, considéré comme un frein important aux investissements directs étrangers.

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com

² D'après le World Resource Institute – le Brésil est responsable de 3% des émissions de gaz à effet de serre. Environ 40% de ces émissions sont liées à la déforestation.

³ Dans le cadre des contributions déterminées au niveau national (NDC), révision en septembre des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre (de 37% à 48% pour 2025 et de 50% à 53% à horizon 2030). Dans son plan de réindustrialisation du pays annoncé en janvier 2024 (USD 61 mds sur 2024-2026, axé sur la santé, la défense, l'agro-business, les transports et le numérique), Lula a pour objectif de faire baisser de 30% le gaz carbonique produit par l'industrie en stimulant notamment la production de biocarburants et d'énergies renouvelables.

⁴ Ne croyant pas à une baisse des dépenses et à une rationalisation suffisante des recettes (meilleure collecte, fin des exemptions, réforme des niches fiscales, etc.), les prévisions de marchés tablent sur un écart de 0,8 point de PIB du solde primaire (hors intérêts de la dette) en 2024 par rapport à l'objectif de « déficit zéro » du gouvernement.



ARGENTINE

THÉRAPIE DE CHOC

Fort de sa nette victoire à l'élection présidentielle, le nouveau président Javier Milei entend mener au pas de charge la libéralisation et la dérégulation de l'économie. Un décret et une loi « omnibus » d'un peu plus de 1 000 mesures, pour certaines très radicales, sont déjà soumis à l'examen des parlementaires. Ces mesures ont été jugées plutôt favorablement par les marchés et le FMI. Mais, dans un contexte politique et social très tendu, l'économie s'enfonce dans la stagflation et la situation financière du pays reste très précaire. Le gouvernement a déjà discuté d'un nouvel étalement des remboursements de la dette publique domestique avec les banques. Quant à la dette extérieure, un défaut a encore une chance d'être évité avec le soutien du FMI. Mais, si la récession se prolonge au-delà de 2024, on imagine difficilement une sortie de crise sans restructuration de dette.

La victoire de Javier Milei à l'élection présidentielle d'octobre dernier et les annonces de mesures très radicales de politique économique depuis sa prise de fonction le 10 décembre laissent augurer une année 2024 particulièrement difficile pour l'économie argentine.

THÉRAPIE DE CHOC

Quelques jours seulement après son intronisation, le président a signé un décret contenant 366 changements visant à stabiliser l'économie (décret dit « de nécessité et d'urgence », DNU) et applicable depuis le 29 décembre¹. Le plan de stabilisation repose principalement sur 1/ le retour à l'équilibre budgétaire dès 2024 grâce à une réduction des dépenses de 2,9% du PIB et une hausse des recettes de 2,2% du PIB 2/ une dévaluation du taux de change officiel contre dollar de 376 à 800 pesos associée à une augmentation provisoire des taxes à l'importation (de 7,5% à 17,5%) et à l'exportation (instauration d'un taux minimum de 15%).

Le 20 décembre, le président Milei a soumis au parlement un projet de loi « omnibus » contenant 664 articles qui complètent le DNU sans en avoir le caractère d'urgence mais avec une visée bien plus large: privatisations massives, dérégulation de plusieurs secteurs, assouplissement des règles du marché du travail. Javier Milei a demandé une délégation de pouvoir de 2 ans renouvelables pour faire passer ses mesures sans l'aval du congrès.

La dernière revue du FMI a jugé favorablement les mesures budgétaires même si la dévaluation va s'accompagner d'une accélération de l'inflation. Le pays a reçu USD 4,7 mds supplémentaires de la part du Fonds fin janvier. Les marchés financiers argentins ont également réagi positivement, l'écart entre le taux de change officiel et les taux de change parallèles (blue-chip swap rate, MEP), ramené de 170% à 50% avec la dévaluation, s'est stabilisé depuis les annonces. Les réserves de change de la banque centrale ont augmenté d'environ USD 7mds depuis l'entrée en fonction de J.Milei (y compris le versement du FMI).

LA STAGFLATION S'AGGRAVE

Mais le DNU a déjà fait l'objet de nombreux recours devant les tribunaux, les syndicats invoquant l'inconstitutionnalité des mesures (notamment celles sur la réforme du marché du travail). Quant au projet de loi, J Milei voudrait une adoption accélérée par le Congrès mais son parti ne dispose de la majorité ni à la chambre des députés ni au Sénat et le soutien des petits partis de droite ne suffit pas. J. Milei est engagé dans un bras de fer avec les parlementaires très incertain. Par ailleurs, la contestation populaire s'est exprimée lors une journée de grève générale le 24 janvier.

¹ Les parlementaires (députés et sénateurs) ont la possibilité de suspendre cette application si le décret est rejeté par les deux chambres. En revanche, les projets de loi doivent être adoptés par le pouvoir législatif et judiciaire avant d'être appliqués.

PRÉVISIONS

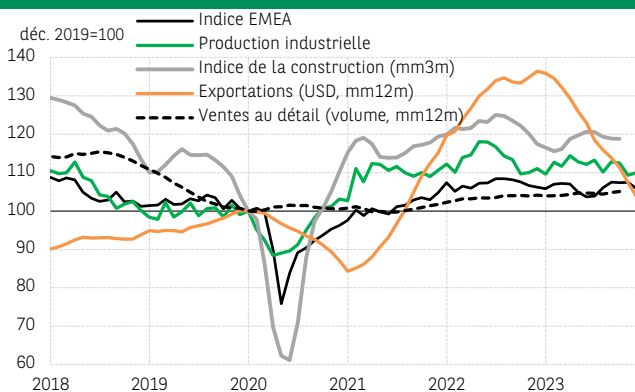
	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	10,4	5,2	-1,1	-3,0	2,5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	48,4	72,4	133,5	331,0	67,0
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-3,8	-5,2	-3,0	-2,0
Dette publique, % du PIB	80,0	85,5	154,5	90,0	82,0
Solde courant, % du PIB	1,4	-0,7	-3,5	1,5	1,0
Dette externe, % du PIB	55,0	58,8	113,7	56,8	57,3
Réserves de change, mds USD	39,7	44,6	23,1	30,0	35,0
Réserves de change, en mois d'imports	6,6	5,5	3,1	3,8	4,2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1

ARGENTINE : INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INDEC-ISAC, BNP PARIBAS

Le risque politique et social a donc fortement augmenté et est susceptible de raviver l'instabilité financière.

A court terme, les mesures vont engendrer une stagflation plus sévère que ce qui était anticipé avant les élections. La production industrielle et l'activité dans la construction baissent en tendance depuis 2022 et les exportations sont en chute depuis 2023, conséquence de la sécheresse qui a pénalisé les exportations agricoles (cf graphique). Le PIB devrait reculer d'un peu plus de 1% en moyenne annuelle en 2023.



Pour 2024, la production agricole devrait fortement rebondir grâce à des récoltes records après plusieurs années de sécheresse. Cependant, dans les autres secteurs, la récession ne peut que s'aggraver avec le choc inflationniste de la dévaluation.

Avant la dévaluation, l'inflation était déjà en forte accélération (+11% par mois en moyenne entre août et novembre contre 7% entre janvier et juillet), malgré le contrôle des augmentations de prix mis en place par le gouvernement précédent. En décembre, la hausse a atteint 25,5% sur un mois et 211,4% sur un an, la dévaluation et la fin du contrôle des prix ayant déclenché une vague de rattrapage, notamment des prix des carburants (+47,7% sur un mois) et de ceux de l'alimentation (+29,7%).

Au S1 2024, l'inflation va rester très forte car les rattrapages vont se poursuivre (d'après les calculs de JP Morgan, le degré de transmission de la dévaluation n'aurait été que de 30% jusqu'à maintenant) et les prix règlementés, qui représentent 16% du panier de consommation, vont être fortement revalorisés en raison de la baisse des subventions. Les prévisions du taux d'inflation mensuel moyen sont de l'ordre de 15%-20%. Au S2 2024, si la dépréciation du taux de change est contenue à 2% par mois (objectif officiel), l'inflation pourrait descendre en dessous de 10%. Mais ce ne sera possible qu'à condition que l'inflation d'origine monétaire disparaisse. Beaucoup va donc dépendre de la crédibilité et du respect des objectifs budgétaires et de la reconstitution des réserves de change.

VERS UNE NOUVELLE RESTRUCTURATION DE LA DETTE PUBLIQUE

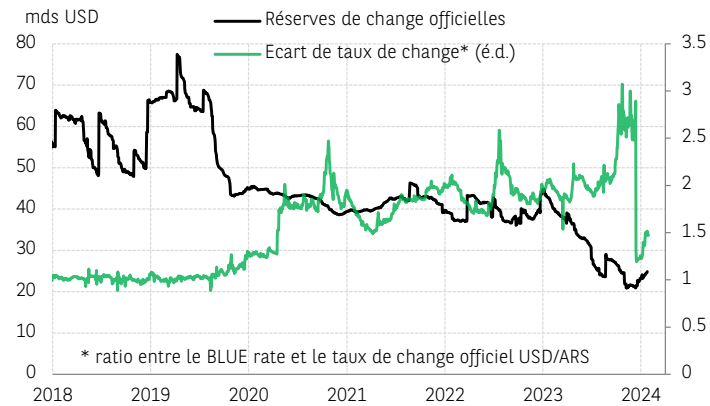
La situation financière de l'État est toujours aussi précaire. Pour l'ensemble de l'année 2023, la nouvelle administration prévoit un déficit primaire de 3% du PIB, soit une aggravation de 1 point de PIB par rapport à 2022. Compte tenu de la charge d'intérêts de 2,2%, le déficit total est attendu à 5,2% du PIB.

Toutefois, selon les calculs de GlobalSource Partners, la Banque centrale (BCRA) a vu sa propre charge d'intérêts doubler en 2023 pour atteindre près de 9% du PIB, portant le déficit public à 14% du PIB. En effet, le financement monétaire direct (avances au Trésor) et indirect (achats de titres publics) du déficit budgétaire a obligé la BCRA à émettre jusqu'à l'équivalent de 8% du PIB en bons de stérilisation (LELIQ à 28 jours) à un taux d'intérêt qui est passé de 75% fin 2022 à 133% jusqu'au 18 décembre². Réduire le passif de la BCRA est une priorité du gouvernement. Depuis le mois de novembre, les opérations de reverse repos ont été substituées aux émissions de LELIQ dont le stock ne représentait plus que 1% du PIB fin décembre. Dans le même temps, le taux d'intérêt directeur a été abaissé à 100%. Néanmoins, la charge d'intérêts pour la BCRA restera très élevée.

Même si le gouvernement arrive à équilibrer son budget et à maîtriser la charge de la dette étendue à celle de la Banque centrale, il va être confronté à un problème de liquidité tant sur la dette domestique que sur la dette extérieure.

Les remboursements de la dette domestique libellée en pesos (y compris la dette indexée sur l'inflation et le taux de change) représentent l'équivalent de USD 35 mds. Fort heureusement, cette dette est détenue à hauteur de 65% par les banques publiques. Aussi une réunion a-t-elle été organisée, début janvier, à l'initiative du ministre de l'Économie et du secrétaire aux Finances avec les représentants des principales banques pour discuter d'un report des échéances de 2024.

ARGENTINE : TAUX DE CHANGE ET RÉSERVES DE CHANGE OFFICIELLES



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BCRA, BNP PARIBAS

Il faut rappeler que, déjà, fin 2022, le précédent ministre de l'Économie Sergio Massa avait imposé aux banques un report des échéances de 2023.

En ce qui concerne la dette extérieure, les remboursements (intérêts et principal) s'élèvent à USD 16,8 mds pour 2024 (USD 7,5 pour le FMI, USD 5 mds pour les autres créanciers officiels et USD 4,3 mds pour les créanciers privés) avec deux tombées importantes en janvier et juillet. A cela s'ajoute la dette commerciale que les importateurs ont accumulée en 2023 vis-à-vis de leur fournisseurs faute de pouvoir se procurer des dollars. Cette dette était évaluée à USD 21 mds fin 2023.

Le versement des USD 4,7 mds par le FMI devraient permettre de couvrir les échéances de janvier 2024. Mais les réserves de change ne s'élèvent qu'à USD 27,6 mds et sont même négatives en termes nets (i.e. déduction faite des réserves obligatoires des banques et la ligne de swap avec la Banque centrale chinoise). Par ailleurs, le gouvernement argentin est sous le coup d'une condamnation l'obligeant à indemniser à hauteur de USD 16,1 mds les créanciers lésés lors de la nationalisation de la compagnie pétrolière YPF en 2012.

Dans la situation actuelle, l'émission de dette internationale n'est pas envisageable. Le gouvernement est contraint d'émettre des obligations domestiques libellées en dollars pour régler la dette commerciale des importateurs³. Mais la demande est faible car le taux d'intérêt offert (5%) ne couvre pas le risque, loin s'en faut.

Fin décembre 2023, la dette du gouvernement fédéral s'élevait à USD 364 mds (soit 85% du PIB) dont USD 264 mds en devises (très majoritairement en dollars). À la suite de la dévaluation de décembre, le ratio d'endettement représente maintenant 154,5% du PIB⁴ et les réserves de change ne couvrent qu'un dixième de la dette en devises. Pour 2024, un nouvel étalonnage des remboursements de la dette publique domestique semble très probable. Avec le soutien du FMI, l'État pourrait encore éviter le défaut sur sa dette extérieure. Mais, si la récession se prolonge au-delà de 2024, on imagine difficilement une sortie de crise sans restructuration de dette.

François Faure
francois.faure@bnpparibas.com

² Le taux des bons de stérilisation à 28 jours était le taux directeur jusqu'à cette date. C'est désormais le taux du reverse repo à 1 jour.
³ Bonds for the Rebuilding of a Free Argentina (Bopreal).
⁴ En % du PIB en moyenne annuelle. Avec un PIB estimé en fin d'année, le ratio est moindre mais néanmoins très élevé (102%)

HONGRIE

OPTIMISME PRUDENT

Après une récession attendue en 2023, les perspectives de croissance sont plus favorables en 2024. L'activité économique devrait être portée à la fois par une amélioration de la demande intérieure et un léger rebond de la croissance en zone euro. Le cycle d'assouplissement monétaire initié fin 2023, devrait se poursuivre mais avec une certaine prudence, compte tenu de la persistance de fortes pressions salariales. Les comptes externes restent solides avec des réserves de change en hausse depuis plusieurs années. La Hongrie devrait afficher un excédent courant en 2023, après un déficit de -8,2% du PIB en 2022. Du côté des comptes publics, le déficit budgétaire reste dégradé et devrait dépasser les 5% du PIB en 2023. La Hongrie, comme de nombreux pays européens, fera probablement l'objet d'une procédure de déficit excessif en 2024.

UNE RÉCESSION EN 2023, PUIS UN REBOND TIMIDE EN 2024

La Hongrie figure parmi les économies les moins performantes dans la région avec une croissance négative attendue pour 2023. Sur les trois premiers trimestres de 2023, le PIB réel a reculé de 1,2% en g.a., principalement en raison d'une demande intérieure en berne (-6,0% en g.a. sur la même période). Le renchérissement du coût du crédit, et une forte inflation y ont largement contribué. Les exportations nettes de biens et services ont, quant à elles, contribué positivement à la croissance et n'ont que partiellement compensé la contraction de la demande intérieure.

Au T4 2023, l'activité économique est restée en demi-teinte à en juger par les indicateurs conjoncturels. D'un côté, la production industrielle est repassée en dessous de son niveau d'avant-crise de la Covid-19 en novembre et a même reculé dans l'ensemble des secteurs. Les nouvelles immatriculations de voitures, en recul depuis avril dernier poursuivent leur tendance baissière (-3,5% en 2023). D'un autre côté, les intentions d'achat des ménages en biens durables au cours des prochains mois ainsi que l'indice de confiance des ménages se sont améliorés. La progression du salaire réel dans le secteur manufacturier, devenue positive depuis août dernier (+1,3% en g.a. en août, +2,8% en septembre et +5,6% en octobre) plaide en faveur d'un rebond de la consommation.

En 2024, les perspectives de croissance devraient s'améliorer, mais elles resteraient modestes. La consommation sera soutenue par le reflux de l'inflation, la revalorisation des pensions (+6% en 2024 et versement d'une prime en février), du salaire minimum (+15% en décembre 2023) et des salaires pour certaines catégories de fonctionnaires (+32,2% pour les enseignants en janvier 2024, + 20% pour les aides-soignants en mars). De même, l'assouplissement attendu des conditions d'octroi de crédit, induit par les récentes baisses de taux directeur de la Banque centrale et les nouvelles mesures de soutien pour l'achat du premier logement (subventions pour le paiement des intérêts dans le cadre du programme CSOK plus) viendront redynamiser le secteur immobilier et le marché du crédit. Néanmoins, une certaine prudence reste de mise. La hausse prévue pour l'investissement public reste conditionnée au déblocage des fonds européens cette année. De même, les perspectives pour l'investissement privé restent incertaines car le maintien des taxes exceptionnelles dans certains secteurs (introduites en 2022) jusqu'à fin 2024 pourrait décourager la mise en œuvre de nouveaux projets. Le redressement attendu des exportations hongroises pourrait décevoir en cas d'un rebond plus faible en zone euro.

ASSOUPLEMENT MONÉTAIRE

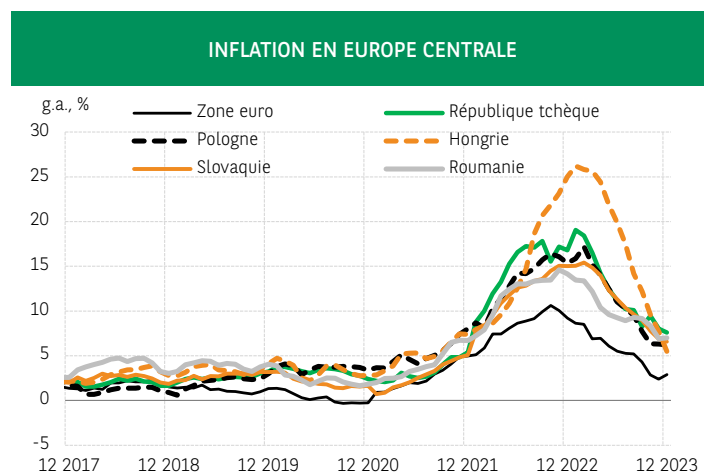
En 2023, la Hongrie a enregistré le taux d'inflation le plus élevé parmi les pays de l'Union européenne, à 17,5% en moyenne. À titre de com-

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	7,2	4,6	-0,5	3,3	3,2
Inflation, IPCH, moyenne annuelle, %	5,2	15,3	17,5	4,8	3,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,2	-6,2	-5,9	-3,8	-3,2
Dette publique / PIB (%)	74,5	70,6	67,1	65,0	64,3
Solde courant / PIB (%)	-4,1	-8,2	0,5	0,5	0,6
Dette extérieure / PIB (%)	87,3	91,0	81,0	79,6	83,3
Réserves de change, mds EUR	38,4	38,7	41,4	43,0	46,0
Réserves de change, en mois d'imports	3,8	3,0	3,5	3,6	3,7

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

TABLEAU 1



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

paraison, l'inflation s'est établie à 5,5% en zone euro au cours de cette même période. Elle était de 11% en Pologne, de 9,8% en Roumanie, de 12% en République tchèque et de 8,7% en Bulgarie.

Point positif, l'inflation a nettement reflué depuis le point haut de 26,2% observé en janvier 2023 et surtout depuis septembre de sorte que la Hongrie affiche désormais un chiffre plus faible que les pays d'Europe centrale. En décembre dernier, l'inflation s'est établie à 5,5% en g.a comparé à 7,6% en g.a. en République tchèque, 6,6% en Pologne et 7,0% en Roumanie.



La baisse rapide de l'inflation est attribuée à une moindre contribution des postes « alimentation » à 1,3 point de pourcentage en décembre contre 11,1 points en janvier 2023 et une contribution négative du poste « énergie » (-0,9 point).

La désinflation devrait se poursuivre durant 2024 sans pour autant atteindre la cible d'inflation de 3% de la Banque centrale. Toutefois, si la détente sur les marchés internationaux de matières premières est toujours à l'œuvre, de nouvelles taxes sur le carburant, les péages et sur les ventes au détail entrées en vigueur au 1er janvier 2024 vont maintenir les pressions haussières. De même, les salaires continuent de progresser à un rythme encore soutenu (+15,2% en g.a. en octobre 2023 ; +15,4% en moyenne de juillet à septembre). La hausse du salaire minimum respective de 15% pour les travailleurs non-qualifiés et de 10% pour les travailleurs qualifiés en décembre 2023 ainsi que la répercussion attendue des pressions salariales dans d'autres professions maintiendrait l'inflation sous-jacente encore à des niveaux élevés. Le retour à la zone cible d'inflation n'est pas prévu avant 2025.

Le ralentissement de l'inflation a permis un assouplissement de la politique monétaire depuis fin 2023. Les autorités monétaires ont abaissé leur taux directeur de 300 points de base en cumul à 10,00% en janvier. Les commentaires récents de la Banque centrale suggèrent que l'assouplissement monétaire devrait se poursuivre dans les prochains mois mais la marge de manœuvre reste limitée en raison des pressions salariales.

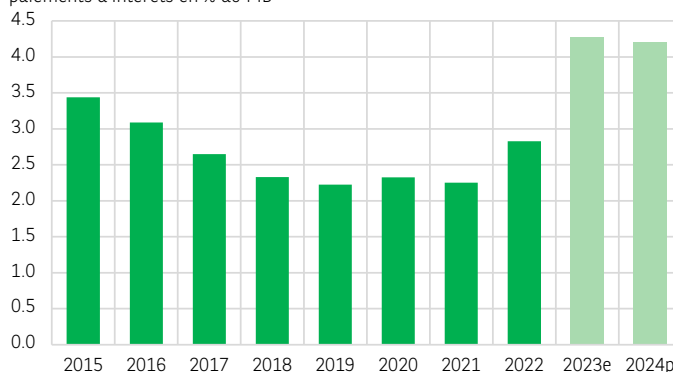
VERS UNE PROCÉDURE DE DÉFICIT EXCESSIF EN 2024

Avec l'inflation, le ratio de la dette publique rapporté au PIB devrait encore s'améliorer en 2023 et tomber en dessous la barre de 70% même si la croissance a faibli. Pour autant, le déficit budgétaire reste dégradé depuis 2020 (-7,6% du PIB, -7,2% en 2021 et -6,2% en 2022) en raison des chocs multiples subis par l'économie qui ont engendré une augmentation des dépenses gouvernementales.

Sans les efforts de consolidation des comptes publics instaurés depuis l'été 2022, comprenant entre autres l'introduction d'une taxe sur les profits exceptionnels, la suppression des plafonds de prix sur le carburant en 2022 et sur les biens alimentaires en 2023, le déficit budgétaire aurait été plus prononcé. En 2023, le déficit devrait atteindre 5,9% du PIB, contre 3,5 % prévu dans le Budget Les charges d'intérêt, estimées à 4,3 % du PIB (2,8% en 2022), se sont fortement alourdies et figurent désormais parmi les plus élevées au sein de l'UE. Cette envolée est principalement attribuée aux intérêts versés sur les obligations indexées sur l'inflation. De plus, le maintien des subventions sur l'énergie, les revalorisations de pensions (+15 % en 2023) auxquels s'ajoute le supplément versé aux retraités ont pesé sur les dépenses. La prise de participation dans certaines entreprises a donné lieu à des déboursés exceptionnels. Enfin, les autorités ont pris à leur charge des projets qui devaient être financés par des fonds européens suspendus par Bruxelles. Pour 2024, les autorités prévoient un déficit moins prononcé que l'an dernier mais supérieur à 3% du PIB. Les charges d'intérêts seront encore supérieures à 4% du PIB. Pour pouvoir faire redescendre le déficit budgétaire en dessous de 3% du PIB, un large excédent primaire sera nécessaire et cela est peu probable cette année. Depuis 2020, le pays enregistre un déficit primaire (-5,2% en 2020, -4,9% en 2021 et -3,4% en 2022) et ce sera probablement encore le cas en 2024 même si on s'attend à une réduction sensible.

HONGRIE : CHARGES D'INTÉRÊTS DU GOUVERNEMENT

paiements d'intérêts en % du PIB



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CENTRAL STATISTICAL OFFICE, BNPPARIBAS

Conséquence d'un déficit supérieur à 3% du PIB prévu en 2024, la Hongrie, comme de nombreux pays de l'UE, pourrait difficilement échapper à une procédure de déficit excessif. En effet, la clause dérogatoire concernant le pacte de stabilité et de croissance, introduite temporairement pendant la pandémie de Covid-19, est arrivée à son terme le 31 décembre 2023.

La dette publique reste néanmoins soutenable. La suspension temporaire des émissions obligataires indexées sur l'inflation (13 % de la dette publique) et le reflux de l'inflation devraient alléger les charges d'intérêts. De même, la poursuite de la consolidation budgétaire et le retrait progressif des mesures de soutien liées au choc énergétique laissent supposer que la Hongrie reviendrait vers un excédent primaire d'ici 2025/2026. Par ailleurs, le profil de la dette s'est amélioré depuis 2011. La part de la dette du gouvernement libellée en devises étrangères (principalement en euro) s'est fortement réduite (26,9% du total en 2023 selon l'agence de gestion de la dette hongroise (AKK) contre 50% en 2011). La part de la dette à taux fixe serait de l'ordre de 68,6% du total. Cependant, les besoins de financement restent élevés et ne devraient guère s'améliorer significativement à moyen terme. Les émissions brutes en matière d'obligations d'État sont estimées à HUF 10 273 mds en 2024 (environ 12% du PIB) dont HUF 2 515 mds pour couvrir le besoin de financement du budget de l'État.

QUELQUES ÉCLAIRCIS

Les comptes externes se sont améliorés. Après un déficit de 8,2% du PIB en 2022, le compte courant devrait de nouveau dégager un excédent en 2023 (EUR 0,5md sur les 9 premiers mois en cumul) grâce à un allègement de la facture énergétique. De même, les flux nets de capitaux ont été résilients sur les trois premiers trimestres dans l'ensemble à EUR 3,5 mds. Les réserves de change se sont renforcées pour atteindre EUR 41,4 mds en 2023 avec un ratio en mois d'importations de 3,5 mois.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com



BALKANS OCCIDENTAUX

STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE FACE AUX CHOCS EXTÉRIEURS

Malgré de nombreuses vulnérabilités, dont une forte dépendance au marché européen et un environnement politique complexe, les économies des Balkans occidentaux ont remarquablement résisté aux deux chocs extérieurs depuis 2022 : la guerre en Ukraine et le ralentissement européen. Le risque de change a été contenu grâce au soutien des investissements directs étrangers et des financements extérieurs. Le dynamisme de la demande intérieure a permis de compenser les conséquences du ralentissement européen sur les exportations. Les pressions inflationnistes, encore prégnantes en 2023, devraient se réduire cette année. L'intégration de la Croatie à la zone euro va réduire significativement les risques macroéconomiques. Néanmoins, la forte dépendance à l'activité touristique reste un élément de vulnérabilité. Si l'accès de la Serbie à l'UE reste contraint par des facteurs essentiellement politiques, les performances économiques sont solides tant au niveau des comptes extérieurs que des finances publiques.

CONSÉQUENCES LIMITÉES DE LA GUERRE EN UKRAINE

La rupture progressive des liens entre l'Europe et la Russie n'a pas donné lieu à des difficultés économiques majeures dans les Balkans occidentaux, notamment grâce à une dépendance limitée aux importations de gaz (Slovénie, Monténégro) ou à une diversification des sources d'approvisionnement (développement de terminaux de GNL en Croatie, et faible dépendance au gaz russe en Macédoine du Nord). Le pays à priori le plus exposé au risque d'approvisionnement reste la Serbie en raison de sa dépendance aux importations de gaz russe qui représentent 90% de ses importations gazières. En juin 2022, le gouvernement serbe a sécurisé ses importations à des conditions favorables en renouvelant pour trois ans son contrat d'approvisionnement avec la Russie.

Au-delà de la problématique énergétique, la guerre en Ukraine a entraîné de fortes perturbations sur les marchés de matières premières et sur les flux de capitaux. Une partie des Balkans est particulièrement sensible aux déséquilibres de balance des paiements étant donné l'ancrage de la plupart des monnaies locales à l'euro (la Croatie et la Slovénie appartiennent à la zone euro) et l'euroisation importante de la dette publique et des bilans bancaires. Même si le lien avec la monnaie unique prend des formes variées (d'une politique active du taux de change en Serbie à une euroisation de facto de l'économie au Kosovo), la nécessité de maintenir la crédibilité du régime de change implique de détenir un niveau suffisant de liquidité en devises pour faire face à toute détérioration de la balance des paiements. Sans surprise, le déficit courant s'est creusé en 2022, passant en moyenne de 5,5% à 8,2% du PIB. Alors que les pays des Balkans occidentaux sont entrés dans la crise avec des niveaux de liquidité en devises satisfaisants, la couverture de leur besoin de financement a été assurée par le dynamisme des investissements directs étrangers (c'est le cas pour la Serbie, le Monténégro et la Macédoine du Nord), ainsi que par le soutien de bailleurs multilatéraux (Serbie et Macédoine du Nord).

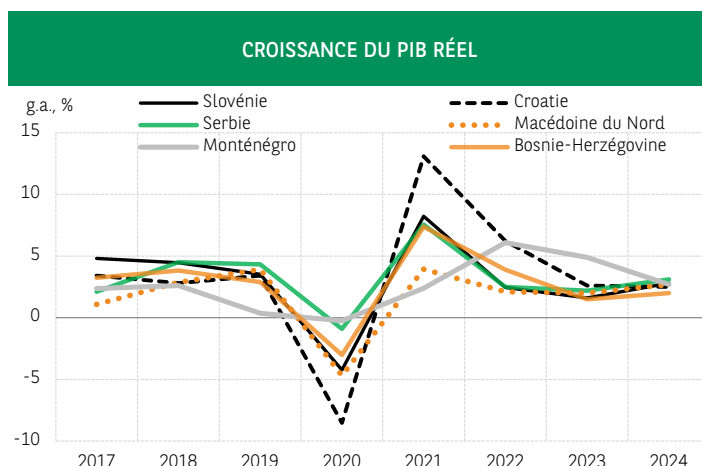
RALENTISSEMENT EUROPÉEN COMPENSÉ PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

La vulnérabilité à la conjoncture européenne prend de multiples formes : l'Union européenne est le principal débouché des exportations de biens, la provenance principale de la fréquentation touristique et la principale implantation des expatriés qui contribuent significativement à l'activité locale par leurs transferts de fonds. En 2023, le ralentissement économique européen (0,5% dans la zone euro et -0,1% en Allemagne) a eu des conséquences contrastées sur l'activité. En moyenne, les exportations de biens et services ont fortement ralenti au cours des trois premiers trimestres.

SERBIE : PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	7,5	2,5	2,2	3,1	3,5
Inflation, HICP, moyenne annuelle, %	4,1	11,9	12,7	5,5	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-3,2	-2,6	-2,2	-1,5
Dette du gouvernement, % du PIB	57	56	52	51	50
Solde courant, % du PIB	-4,3	-6,9	-2,3	-3,2	-3,0
Dette externe, % du PIB	71	68	65	62	59
Réserves de change, mds EUR	16,5	19,4	25,0	27,0	30,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,9	5,2	6,6	6,7	6,9

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Néanmoins, la consommation des ménages est restée soutenue, grâce notamment à la progression des salaires réels en Slovénie, Serbie et Croatie dans un contexte de reflux des pressions inflationnistes. Pour l'ensemble des pays, l'inflation devrait se réduire de 12% en moyenne en 2022 à 4,2% en 2024 selon les prévisions de la Commission Européenne. L'investissement a été l'autre principal moteur de la croissance en 2023, soutenu notamment par les investissements directs étrangers et les fonds européens.



Selon les prévisions de la Commission européenne, la croissance devrait atteindre 2,5% en moyenne dans l'ensemble de la zone. En Slovénie, l'activité devrait être moins soutenue (+1,3% attendu) en raison des inondations qui ont sévèrement affecté le pays au cours de l'été 2023. Environ 80% des municipalités ont été touchées par ce phénomène climatique et les dégâts directs sont estimés à environ 5% du PIB selon la Commission européenne. En 2024, la croissance moyenne devrait à peine accélérer pour atteindre 2,6% dans un contexte de timide reprise économique en zone euro (+1,6% attendu).

CROATIE : ACCÈS À LA ZONE EURO

L'année 2023 a été marquée par l'accès de la Croatie à la zone euro. En supprimant le risque de change, cette intégration réduit fortement certains risques liés à la part importante de la dette du gouvernement libellée en devises (70% du total, très majoritairement en euro) et à l'euroisation d'environ 70% des bilans bancaires.

Par ailleurs, l'adoption de l'euro, mais aussi l'intégration dans l'espace Schengen, devraient bénéficier au secteur de l'immobilier touristique. Le tourisme est un secteur clé de l'économie croate puisqu'il contribue à environ un quart de son PIB (contre moins de 10% en moyenne dans l'Union européenne). En 2023, la fréquentation touristique annuelle est pratiquement revenue au niveau pré-pandémique. Cette importance du secteur touristique dans l'économie permet de réduire certains risques, notamment celui de la volatilité des prix de l'énergie sur l'activité, mais en accroît d'autres, dont celui de la dépendance à la conjoncture européenne. A plus long terme, la hausse des températures et du risque de sécheresse que devrait connaître l'ensemble de la région méditerranéenne auront des conséquences négatives sur la fréquentation touristique et sur la disponibilité de certaines ressources telles que l'eau.

Les finances publiques sont solides et le quasi-équilibre des comptes en 2022 et 2023 va contribuer à la réduction du ratio de dette du gouvernement qui devrait être inférieur à 60% du PIB en 2024.

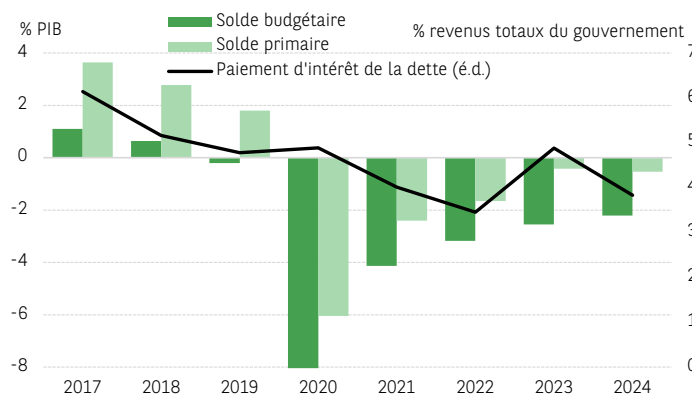
Le soutien financier européen est important et devrait permettre au pays de rattraper progressivement son retard par rapport au standard européen. En 2022, le PIB par habitant de la Croatie équivalait à 73% de la moyenne de l'Union européenne (60% en 2013). D'ici à 2030, on estime que la Croatie – dont la capacité d'absorption des fonds européens est importante – pourrait recevoir des fonds de soutien européens équivalents à un quart de son PIB actuel.

SERBIE : DES FONDAMENTAUX ÉCONOMIQUES SOLIDES

Au cours des deux dernières années, la Serbie a évolué dans un environnement politique complexe. En effet, aux tensions régionales récurrentes se sont ajoutées les conséquences du partenariat privilégié avec la Russie au détriment de ses relations avec l'Union européenne. Ces éléments peuvent contraindre l'intégration du pays dans l'Union européenne. Mais d'un point de vue économique, les fondamentaux restent solides et permettent de faire face aux chocs externes.

Du fait de l'euroisation de la majeure partie des bilans bancaires et de la dette du gouvernement, la capacité de l'économie à générer suffisamment de devises est un élément clé de la stabilité macroéconomique de la Serbie. Dans les faits, la politique de change se résume à maintenir la stabilité du dinar par rapport à l'euro et se traduit par des interventions de la banque centrale sur le marché des changes.

SERBIE : SOLDE BUDGÉTAIRE ET CHARGE D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

En raison d'un déficit courant récurrent et assez élevé (5,4% du PIB en moyenne durant la période 2018-22) et d'un amortissement de la dette extérieure important (10,4% du PIB en moyenne durant 2018-22), le besoin de financement est substantiel. Celui-ci est couvert par les investissements directs étrangers nets (qui couvrent en moyenne 140% du déficit courant depuis 2015) et par des flux de dette externe. Malgré une prime de risque bien plus élevée qu'avant le déclenchement de la guerre en Ukraine (193 pbs actuellement contre moins de 100 pbs avant mars 2022), la Serbie continue d'émettre des obligations souveraines sur les marchés internationaux (USD 1,750 mds émis en 2023). Par ailleurs, le respect par le gouvernement serbe des éléments de conditionnalité du FMI permet le déboursement régulier des tranches de financement d'un Stand-by Arrangement d'un montant total de EUR 2,4 mds (3,5% du PIB). Le niveau des réserves de change de la banque centrale est suffisant pour limiter la volatilité du change et satisfaire aux critères prudentiels du FMI.

Les comptes publics se sont significativement améliorés depuis 2016, notamment sous l'égide du FMI. Si le soutien du FMI n'est pas crucial d'un point de vue budgétaire, il permet un ancrage de la politique macroéconomique. Après la détérioration significative du solde budgétaire lié à la pandémie (-8,0% du PIB en 2020), puis la nécessité de procéder à une hausse des salaires et des dépenses sociales dans un contexte inflationniste persistant (+7,6% en g.a en décembre 2023), le déficit budgétaire devrait progressivement se réduire grâce au contrôle des dépenses (2,2% du PIB selon la prévision de la Commission Européenne). La dette publique est à un niveau modéré (56% du PIB en 2022), et le gouvernement dispose de dépôts liquides équivalents à environ 5% du PIB selon les estimations du FMI. Les intérêts de la dette représentent environ 4,5% des revenus budgétaires (estimation 2023), et autorisent une certaine flexibilité budgétaire.

Pascal DEVAUX

pascal.deviaux@bnpparibas.com



ÉGYPTE

MENACE SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Dans un contexte de hausse des tensions géopolitiques régionales, la crise économique continue de s'aggraver en Égypte et menace maintenant les finances publiques. En l'absence d'un accord avec le FMI, la crise de balance des paiements persiste et reporte d'autant les ajustements nécessaires. En entraînant la dépréciation du taux de change et une forte hausse des taux d'intérêt, cette crise a fait bondir la charge d'intérêts de la dette du gouvernement à un niveau qui pourrait devenir rapidement insoutenable. En effet elle pourrait atteindre 70% de ses revenus cette année et rester très élevée l'année prochaine. Alors que la conclusion d'un accord avec le FMI devrait pouvoir résoudre la crise de balance des paiements, tout au moins à court terme, le scénario d'une restructuration de la dette domestique du gouvernement devient de plus en plus vraisemblable.

RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ ET MODÉRATION DE L'INFLATION

L'activité économique a fortement ralenti depuis 2022. Le PIB réel a augmenté de 3,8% au cours de l'année budgétaire (AB) 2023 (contre 6,6% en 2022), et il n'a progressé que de 2,7% en g.a. au T1 2024 (AB), poursuivant un repli initié au T1 2023 (AB). La crise de balance des paiements et ses conséquences sur la disponibilité et le coût de la devise ainsi que sur l'inflation, sont les principaux éléments à l'origine de ce ralentissement.

A court terme, la résurgence du risque géopolitique dans la région devrait renforcer cette tendance négative. La récente forte détérioration de la sécurité du transport maritime en mer Rouge a réduit la fréquentation du Canal du Suez (environ 2% du PIB) de plus de 40% depuis le début de cette année. Par ailleurs, cet environnement politique régional dégradé pourrait avoir des conséquences négatives sur la fréquentation touristique. Du côté du secteur énergétique, la production gazière a enregistré une deuxième année de baisse en 2023 (-11%). Cette réduction de la production devrait se poursuivre en 2024.

Plus généralement, le niveau élevé de l'inflation et des taux d'intérêt, ainsi que les incertitudes pesant sur le taux de change à court terme continueront de freiner la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Au total, nous prévoyons une progression de 3% du PIB réel en 2024 (AB). La possibilité d'un rebond l'année prochaine reste avant tout conditionné au risque géopolitique dans la région, et surtout à l'amorce d'une stabilisation de la situation macroéconomique sous l'égide du FMI. A ce stade, la visibilité sur chacun de ces deux facteurs est très réduite.

Le repli de l'inflation (en rythme annuel) amorcé depuis septembre dernier ne devrait pas se poursuivre cette année. En décembre 2023, les prix ont progressé de 34% en g.a après un plus haut de 38% en septembre. Cependant une série de hausses des prix (électricité, transport urbain, internet) entre en vigueur au début de cette année et va alimenter la hausse des prix des services. Par ailleurs, il est très probable qu'un accord avec le FMI se traduira par un important réajustement à la baisse du taux de change, et donc par des pressions inflationnistes supplémentaires. En moyenne, l'inflation devrait atteindre 32% en 2024 (AB) avant de se replier autour de 20% en 2025 (AB).

TENSIONS PERSISTANTES SUR LA LIVRE

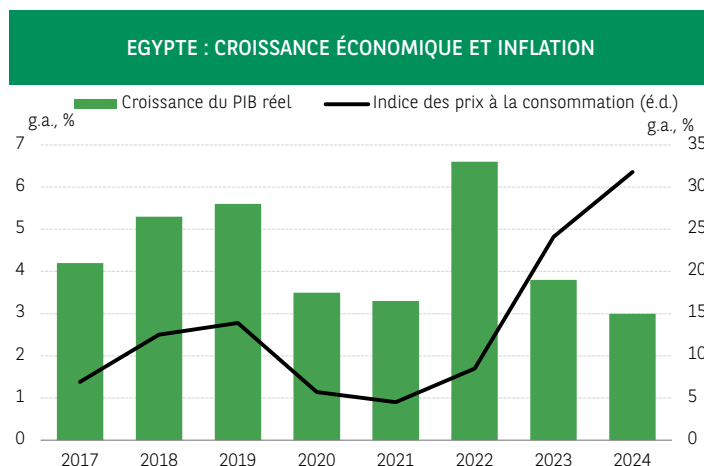
Selon les dernières données disponibles, la réduction du déficit courant s'est poursuivi au T1 2024 (AB). Sur une année glissante, ce déficit est équivalent à environ 1,1% du PIB. Les évolutions positives concernent les exportations de biens hors hydrocarbures, la bonne tenue des recettes du tourisme (en 2023, la fréquentation touristique a atteint le niveau record de 14,9 mn de visiteurs) et les revenus du Canal de Suez.

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	3,3	6,6	3,8	3,0	4,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4,5	8,5	24	32	20
Solde budgétaire, % du PIB	-7,0	-6,5	-7,3	-10,1	-8,6
Dette du gouv, central, % du PIB	91	89	93	85	83
Solde courant, % du PIB	-4,4	-3,5	-1,2	-2,4	-2,7
Dette externe, % du PIB	35	33	41	49	48
Réserves de change, mds USD	41	33	35	43	46
Réserves de change, en mois d'imports	6,0	3,9	4,9	5,5	5,5

TABLEAU 1

Année budgétaire du 1er juillet de l'année n au 30 juin de l'année n+1
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTE, BNP PARIBAS

A contrario, la chute des transferts privés (lié au décrochage du taux de change officiel par rapport au taux de change parallèle) et la baisse des exportations d'hydrocarbures ont fortement pesé sur les recettes en devises. Par ailleurs, il faut noter que l'amélioration du compte courant est fortement liée à la baisse des importations de biens en raison des contraintes pesant sur l'accès aux devises.



A court terme, les facteurs géopolitiques pénaliseront le tourisme et les recettes du Canal de Suez qui représentent respectivement 14% et 9% des recettes en devises. Par ailleurs, la persistance d'un écart important entre les taux de change officiel et parallèle continuera de peser sur les transferts des expatriés qui, en année normale, représentent plus d'un tiers des recettes en devises. Enfin, les recettes d'exportations d'hydrocarbures ne devraient pas s'améliorer. En effet, d'une part, l'Égypte parvient de plus en plus difficilement à dégager un excédent gazier exportable en raison d'une consommation soutenue et d'une baisse de la production. D'autre part, les prix du pétrole et du GNL en Europe ne devraient pas connaître de hausse significative au premier semestre 2024 selon notre scénario central.

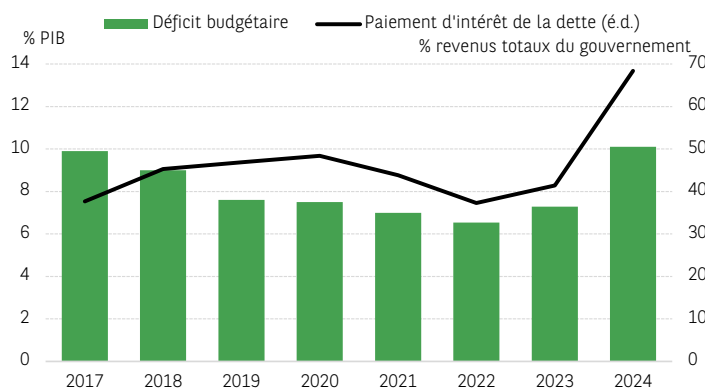
La problématique de la couverture du besoin de financement extérieur (déficit courant + amortissement de la dette en devises) est depuis plusieurs mois dépendante de la reprise du soutien financier du FMI (et des financements bi et multilatéraux qui en dépendent), suspendu début 2023 et conditionné à l'application de certaines réformes économiques. Sur l'ensemble de l'année 2024, l'Égypte fait face à un véritable mur de remboursement en devises. En effet, selon la banque centrale, l'amortissement de la dette extérieure (essentiellement due par des créanciers publics, et à l'exclusion des dépôts des pays du Golfe auprès de la banque centrale d'Égypte) s'élève à USD10,1 mds au S1 2024 et USD12,8 mds au S2 2024. Le service total de la dette extérieure (amortissement et intérêts) s'élève à environ USD31 mds pour l'ensemble de l'année 2024.

Selon nos estimations, la combinaison du soutien international (le montant du soutien du FMI sera très vraisemblablement supérieur aux USD3 mds initialement prévus), des flux d'IDE – incluant les recettes de privatisation – et possiblement d'une hausse supplémentaire de la dette extérieure nette des banques commerciales, devrait permettre de faire face au besoin de financement en devises et d'alimenter une hausse des réserves de change de la banque centrale. En 2025 (AB), la couverture du besoin de financement extérieur sera dépendante du retour de l'Égypte sur le marché obligataire international et de celui des investissements de portefeuille. Ces derniers dépendent du rétablissement de la liquidité en devises et de l'efficacité de la politique de lutte contre l'inflation. L'exclusion récente de l'Égypte d'un indice obligataire de référence pèsera néanmoins négativement sur les entrées d'investissement étrangers sur le marché de la dette locale. A moyen terme, la persistance d'un déficit courant important et la dépendance à des sources de financement volatiles maintiendront une pression sur la livre et la liquidité en devises.

UN SERVICE DE LA DETTE DE MOINS EN MOINS SOUTENABLE

Si nous pensons que la crise de la liquidité en devises est gérable à court terme, la situation des finances publiques apparaît de moins en moins soutenable en raison du niveau alarmant atteint par certains indicateurs. Malgré des déficits budgétaires récurrents et élevés, la couverture des besoins de financement du gouvernement était jusqu'à maintenant assurée grâce au niveau important de la liquidité bancaire locale (environ 80% de l'encours de la dette du gouvernement est en monnaie locale) et à un accès accru à des sources de financement extérieur. La persistance de la crise de balance des paiements a conduit à une forte dépréciation de la livre (d'environ 50% contre l'USD en 2023) et à une hausse très importante des taux d'intérêt de la banque centrale (+1 200bps depuis mars 2022) en réponse à l'envolée des prix. La sensibilité des finances publiques à ces deux variables est significative en raison, notamment, de la hausse continue de la dette publique en devises, qui est passée de 7,4% du PIB en 2016 (AB) à 21% en 2023,

EGYPTE : SOLDE BUDGÉTAIRE ET CHARGE D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

et de la maturité courte de l'endettement intérieur. Au cours des cinq premiers mois de 2024 (AB), 85% des émissions de dette locale était d'une maturité inférieure à un an). Et pour le moment, tant que les pressions inflationnistes restent élevées et la liquidité en devises tendue, la possibilité d'un allongement des émissions locales de dette du gouvernement reste fortement contrainte.

Dans ce contexte, le ratio des intérêts de la dette du gouvernement en pourcentage de ses revenus totaux devrait atteindre un niveau record en 2024 (AB). Ce ratio, qui évalue l'accessibilité de la dette pour le gouvernement, a atteint 43% en 2023 (AB), déjà un des niveaux les plus élevés parmi les économies émergentes. Selon les données budgétaires du premier semestre 2024 (AB), les intérêts de la dette ont atteint 6,2% du PIB. Sur l'année entière, ils devraient s'élever à environ 12-15% du PIB. Selon nos estimations, le ratio d'accessibilité de la dette pourrait atteindre 70% en 2024. Par ailleurs, ce ratio devrait rester très élevé en 2025. En effet, le réajustement macroéconomique qui accompagnera le retour du soutien du FMI devrait se traduire par une nouvelle dépréciation du taux de change et une hausse des taux d'intérêt locaux et donc par une nouvelle hausse du service de la dette. Ainsi, le comité de politique monétaire vient de décider d'une nouvelle hausse du taux directeur (+200pbs le 1er février). Sur le marché des change, l'écart entre le taux officiel et celui des marchés dérivés de la livre contre le dollar US est de 50% à échéance 12 mois.

Il est clair que le poids de la dette n'est pas soutenable et réduit drastiquement les marges de manœuvre budgétaires.

Si les performances budgétaires du premier semestre ont été relativement bonnes (les recettes fiscales ont augmenté de 43% en g.a.), c'est en partie grâce à un élargissement de l'assiette fiscale, mais certainement aussi à l'effet mécanique de la hausse de l'inflation sur les recettes budgétaires. Les perspectives de ralentissement de la croissance économique et les difficultés à dégager de nouvelles sources de recettes budgétaires dans un contexte de baisse du revenu disponible des ménages risquent de réduire encore les marges de manœuvre budgétaires du gouvernement. Du côté des dépenses, les possibilités de réduction sont également assez limitées. Les dépenses sociales et les salaires représentent environ 61% des dépenses primaires totales.

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com



TUNISIE

SUR UN FIL

Lourdemment affectée par la crise du COVID et les conséquences de la guerre en Ukraine, l'économie tunisienne doit désormais faire face à d'importantes contraintes de financement. Les comptes extérieurs ont plutôt bien résisté en 2023, mais la situation macroéconomique reste très fragile. Les tombées de dette pour cette année sont significatives, et le pays n'est pas à l'abri d'un nouveau choc. Surtout, la perspective d'un rapprochement avec le FMI apparaît de moins en moins probable, alimentant des craintes sur la capacité du gouvernement à couvrir l'intégralité de ses besoins de financements. Une crise de la dette n'est pas à écarter.

ACCORD FMI EN 2024 : PEU PROBABLE

La Tunisie traverse les turbulences sans véritable filet de sécurité. Ce devrait être encore le cas en 2024. La tenue des élections présidentielles à l'automne réduit la perspective d'un accord avec le FMI, dont l'obtention permettrait pourtant le déblocage de la plupart des programmes d'assistance bilatérale et multilatérale. L'aide du FMI reste conditionnée à la mise en place de réformes que le président Saïed a rejeté en grande partie en raison notamment d'un coût social considéré comme trop élevé (restructuration des entreprises publiques, refonte du système de subventions). Officiellement, les discussions ne sont pas rompues et de nouvelles modalités tenant compte des préoccupations des autorités tunisiennes pourraient permettre de rapprocher les positions. Mais ce scénario apparaît peu probable. Tout accord avec le FMI nécessitera des efforts budgétaires d'autant plus difficiles à mettre en place que le très faible taux de participation aux élections locales de décembre atteste d'un mécontentement populaire latent. La stabilité des réserves de change de la banque centrale (BCT) en 2023 a aussi sans doute conforté les autorités dans l'idée que l'économie pouvait se passer de l'appui financier du FMI. Compte tenu des besoins de financement significatifs cette année, cette stratégie est néanmoins risquée.

FINANCES PUBLIQUES : RISQUE DE FINANCEMENT TRÈS ÉLEVÉ

Malgré la dissipation du choc des termes de l'échange lié au conflit en Ukraine et la modération de la croissance de la masse salariale des employés de la fonction publique, le déficit budgétaire se serait à peine stabilisé en 2023 à 7,7% du PIB. C'est 2,5 points de plus que la loi de finances initiale. Pour 2024, l'ajustement resterait modeste avec un déficit budgétaire attendu par le gouvernement à 6,6% du PIB.

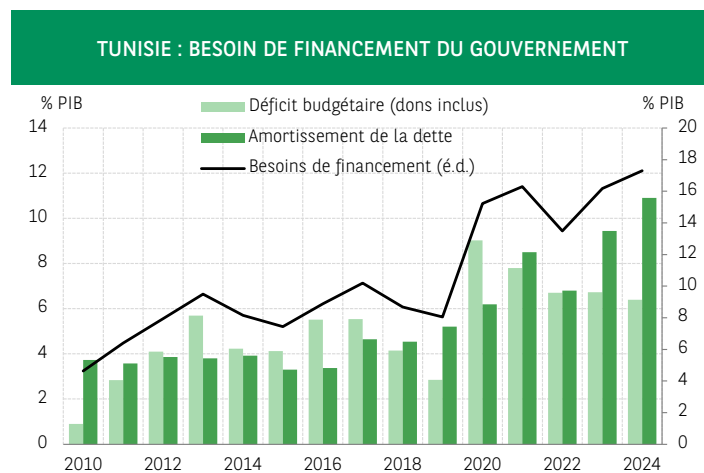
Les subventions sur l'énergie et produits de base resteront une lourde charge pour le budget. Après avoir doublé en 2022 pour atteindre le niveau record de 8,3% du PIB, elles n'ont que très légèrement diminué en 2023 à 7,2% du PIB contre 5,5% budgété. Selon les prévisions du gouvernement, elles devraient encore atteindre 6,5% du PIB cette année, soit quasiment 20% des dépenses. A titre de comparaison, ce poste a représenté 12% des dépenses en moyenne entre 2015 et 2021. De nouveaux dérapages ne sont pas non plus à exclure compte tenu de la volatilité des cours mondiaux des matières premières. A cela s'ajoute l'alourdissement de la charge d'intérêts qui excède 10% des dépenses budgétaires pour la première fois depuis le début 2010. Le fardeau de la dette est la conséquence d'une accumulation de déficits budgétaires élevés et d'un recours accru au financement domestique à des conditions moins favorables que celles accordées par les créanciers extérieurs officiels. Or, cette dynamique n'est pas prête de s'inverser.

A moins d'une contraction plus forte qu'anticipé du déficit budgétaire, les besoins de financement de l'État tunisien dépasseront 17% du PIB cette année (voir graphique 1). L'amortissement de la dette comptera pour 2/3 de ce montant. C'est colossal et sans commune mesure avec

PRÉVISIONS					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle, %	4,6	2,6	0,6	2,2	2,0
Inflation IPC, moyenne annuelle, %	5,7	8,3	9,3	8,0	7,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,9	-7,7	-7,7	-6,6	-6,1
Dette du gouv, central, % du PIB	79,9	79,8	79,7	80,7	81,6
Balance courante, % du PIB	-6,0	-8,6	-3,8	-4,4	-4,7
Dette externe, % du PIB	91,6	90,8	86,4	86,3	86,5
Réserves de change, mds USD	8,4	7,7	8,3	8,0	7,9
Réserves de change, en mois d'imports	4,2	3,2	3,5	3,2	3,1

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

la situation pré-pandémie où les besoins de financement tournaient autour de 8-9% du PIB. La capacité des autorités à y faire face demeure très incertaine. Le plan de financement inscrit dans le budget repose en effet à 57% sur des ressources extérieures dont seulement 1/3 ont été identifiées. L'État compte sur des soutiens financiers officiels extérieurs mais les contre-performances budgétaires répétées de ces dernières années incitent à la prudence. A fin septembre 2023, l'État n'avait réussi à mobiliser que 28% des ressources extérieures prévues dans le budget initial.

Sans un accord avec le FMI, un tel scénario risque donc de se reproduire, laissant un écart de 12-13% du PIB à couvrir sur un marché obligataire domestique peu profond et déjà très largement sollicité. De 15% fin 2019, l'exposition des banques au secteur public sens large (entreprises et gouvernement) est passée de 15% fin 2019 à 20% des actifs de l'ensemble du système. En outre, le volume global du refinancement des banques auprès de la Banque centrale a augmenté de 43% en 2023, dont plus d'1/3 sous la forme d'opérations d'*open market* contre moins de 20% en 2022. Or, une fraction minoritaire de ces opérations d'*open market* est utilisée dans le cadre de la politique monétaire. En d'autres termes, les autorités monétaires refinancent indirectement l'État en rachetant des bons du Trésor sur le marché interbancaire. Des dispositions pour permettre à la Banque centrale de financer directement l'État seraient même en cours d'élaboration, ce qui pourrait potentiellement avoir d'importantes répercussions sur l'inflation ou le taux de change.

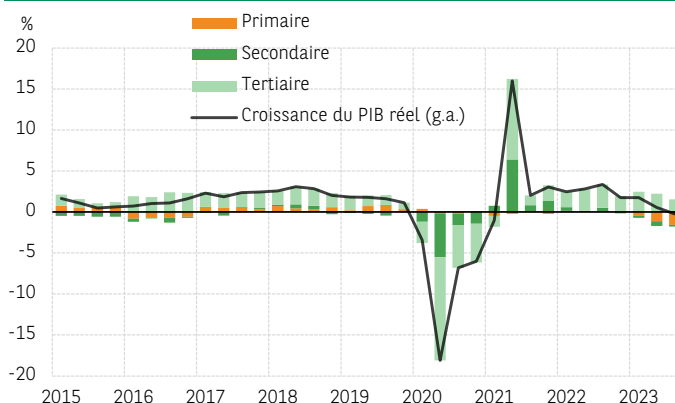
Le risque de liquidité n'est pas la seule source de préoccupation. Avec une dette qui atteint désormais 80% du PIB et une charge d'intérêts qui augmente inexorablement (14% des revenus en 2024 contre 10% en 2020), la solvabilité de l'État se dégrade également dangereusement. Désormais, le pays se trouve dans l'antichambre du défaut de paiement après des agences de notation Fitch et Moody's.

AMÉLIORATION FRAGILE DES COMPTES EXTÉRIEURS

Après une année 2022 difficile, la pression sur les réserves de change s'est considérablement allégée grâce à une très bonne saison touristique, aux transferts financiers de la diaspora tunisienne élevés, et au retournement des cours des principales matières premières importées. De USD 3,1 mds sur les neuf premiers mois de 2022, le déficit courant est ainsi passé à USD 1,1 mds en 2023. Selon nos estimations, il ne devrait pas avoir dépassé 4% du PIB sur l'ensemble de l'année contre 8,6% en 2022. La BCT a pu reconstituer quelque peu ses réserves de change (+USD 600 mns). À USD 8,3 mds, elles couvrent désormais 3,5 mois d'importations de biens et services (B&S).

Les comptes extérieurs restent fragiles. Les perspectives tablent sur une dégradation modérée du déficit courant à 4,4% du PIB en 2024. Mais le poids significatif du déséquilibre de la balance énergétique dans le solde commercial (plus de la moitié du déficit en 2023) ou encore la dépendance à l'Europe pour les exportations exposent l'économie à de nombreux aléas conjoncturels. Par ailleurs, le pays va devoir aussi couvrir d'importantes tombées de dette extérieure (USD3,6 mds contre USD2,8 mds en 2023). Or, les sources de financement non officiel sont largement insuffisantes. Les flux nets d'IDE sont faibles, autour de USD 500-600 mns depuis 4 ans, soit moins de 1,5% du PIB, et ils vont sans doute le rester dans les mois à venir en raison des difficultés macroéconomiques du pays. Avec des primes de couverture du risque souverain à 5 ans toujours supérieures à 1 000 pdb, la Tunisie ne pourra pas non plus se tourner vers les marchés financiers internationaux pour émettre de la dette. En cas de matérialisation de risques baissiers (creusement du déficit courant, financement insuffisant), les réserves de change pourraient ainsi repasser sous le seuil d'alerte des 3 mois d'importations de B&S avec comme corollaire de fortes pressions sur le dinar.

TUNISIE : CONTRIBUTION SECTORIELLE À LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INS, BNP PARIBAS

Un autre élément illustre les fragilités actuelles : l'apparition de pénuries de produits de base subventionnés depuis 2022 dont l'importation et la commercialisation sont assurées par des entreprises publiques de plus en plus endettées. Il en résulte une compression des importations qui peut alléger un temps la pression sur les réserves de change mais cette situation ne peut pas durer sur le long terme.

CROISSANCE : PAS DE REPRISE EN VUE

Dans ce contexte, il est difficile d'imaginer comment l'activité économique pourrait vraiment repartir. Sur les 9 premiers mois de l'année 2023, la croissance n'a atteint que 0,7% en moyenne (voir graphique 2), soit son plus bas niveau depuis 2011, hors crise du COVID. La contraction de plus de 10% de la valeur ajoutée agricole en raison d'une grave sécheresse explique une grande partie de cette contre-performance. Mais hors-agriculture, la croissance a aussi marqué le pas. Malgré la bonne tenue des exportations de produits manufacturés et de l'activité touristique, elle s'est établie à 1,9% en moyenne contre 3,1% l'année précédente. Or, sans un relâchement de la contrainte de financement, la plupart des facteurs qui ont pesé sur la conjoncture en 2023 devraient persister, voire s'aggraver : effet d'éviction du crédit bancaire à l'économie dû au recours massif de l'État au marché local, inflation élevée (8,1% fin 2023, 12,3% sur l'alimentation), marges de manœuvre budgétaire quasi inexistantes (dépenses courantes désormais supérieures aux revenus). Même avec un rebond de la production agricole, la croissance devrait difficilement dépasser 2% en 2024, soit un niveau trop bas pour faire reculer un taux de chômage proche de 16%. Contrairement à la quasi-totalité des pays de la région, la Tunisie ne retrouvera donc son PIB pré-pandémie que l'an prochain. Ceci traduit bien la profondeur d'une crise dont la chute de l'investissement de plus 10 points de PIB depuis 2010 est l'un des éléments les plus marquants. Au-delà de la nécessaire stabilisation macroéconomique, l'économie tunisienne a donc besoin d'un vaste chantier de réformes pour restaurer son potentiel de croissance. Ce sera long et périlleux, surtout si aux difficultés actuelles venaient se greffer une crise de la dette.

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



ÉTHIOPIE

DE DIFFICILES COMPROMIS

Le processus de restructuration de la dette extérieure du gouvernement éthiopien s'est récemment débloqué. L'accord de paix entre les autorités fédérales et les forces rebelles du Tigré, signé en novembre 2022, a mis fin à deux années de guerre civile et a permis de relancer les négociations avec les institutions internationales. Ainsi, presque trois ans après avoir sollicité le Cadre commun du G20 pour restructurer sa dette, l'Éthiopie est parvenue à un accord intérimaire de suspension du service de sa dette bilatérale. Ce n'est qu'un début : les autorités éthiopiennes doivent maintenant trouver un accord avec l'ensemble des créanciers extérieurs pour obtenir une restructuration complète. Au préalable, elles doivent négocier avec le FMI pour obtenir son soutien financier, au prix de difficiles réformes dont la priorité sera de consolider les comptes extérieurs. Et ce, alors que les conflits persistent dans la région et menacent les relations du pays avec ses partenaires internationaux.

UN LENT PROCESSUS DE RESTRUCTURATION...

Dès février 2021, en amont d'un défaut de plus en plus probable, le gouvernement éthiopien a sollicité le Cadre commun du G20 pour restructurer sa dette. À cette période, la liquidité extérieure se réduisait dangereusement. À la baisse du cours du café (un tiers des exportations de l'Éthiopie) sur la décennie passée, étaient venues s'ajouter les contraintes induites par la pandémie de Covid-19 et la sécheresse historique qui touche la Corne de l'Afrique depuis 2020.

La guerre civile dans laquelle le pays s'est enlisé à partir de novembre 2020 a cependant enrayé le processus de négociations ainsi que les relations avec les donateurs étrangers. L'aide publique au développement (APD), dont le pays est historiquement dépendant, s'est contractée de 40% entre 2020 et 2022, chutant à USD 2,7 mds, un plancher jamais atteint au cours de la décennie passée. En conséquence, la pénurie de devises s'est accentuée et les réserves de change ont graduellement décliné à USD 1 md en juin 2023, couvrant alors moins d'un mois d'importations.

La signature des accords de paix entre le gouvernement fédéral et le Front de Libération du Peuple du Tigré (FLPT), en novembre 2022, a permis de débloquer la situation. L'Éthiopie est parvenue à un accord intérimaire de suspension du service de sa dette bilatérale pour les années budgétaires 2023 et 2024 : en août 2023 avec la Chine, qui détient 75% de sa dette bilatérale, puis avec le reste de ses créanciers bilatéraux en novembre dernier. Le paiement des intérêts sera ainsi reporté à 2025, et le paiement du principal à 2027, pour un montant total de USD 2,5 mds.

Au-delà du soulagement apporté à la liquidité extérieure à court terme, ces accords permettent de relancer le Cadre commun après une longue période infructueuse. C'est d'ailleurs pour respecter ce mécanisme que le gouvernement éthiopien, deux semaines après avoir signé les accords bilatéraux, n'a pas honoré le paiement d'un coupon de USD 33 mn dû à ses créanciers euro-obligataires, afin de respecter le principe de comparabilité de traitement entre créanciers. En conséquence, S&P et Fitch ont placé le gouvernement en défaut le mois dernier. Le pays rejoint ainsi la Zambie et le Ghana sur la liste des gouvernements africains à faire défaut sur leur dette extérieure commerciale depuis la pandémie de Covid-19.

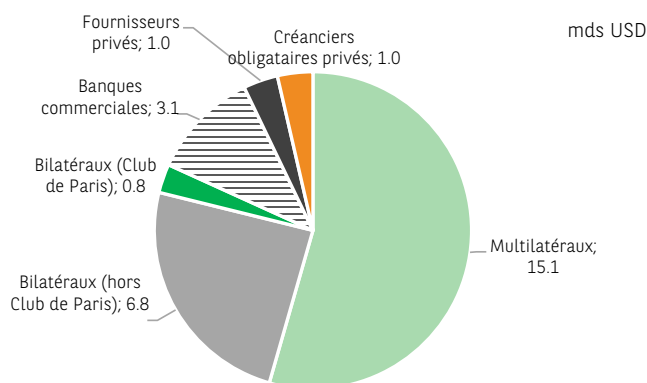
À la différence de ses prédécesseurs, toutefois, le défaut éthiopien traduit une crise d'illiquidité externe temporaire plutôt qu'une situation d'insolvabilité sur le long terme. En septembre 2023, selon le ministère des Finances éthiopien, la dette publique était contenue à 39% du PIB, contre 88% au Ghana et 140% en Zambie au moment de leurs défauts respectifs. En outre, moins d'un quart de la dette extérieure était due aux créanciers privés. Les négociations pourraient donc être plus ra-

	PRÉVISIONS				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB réel, variation annuelle (%)	6,3	6,3	6,1	6,2	6,4
Inflation moyenne (IPC, %)	26,8	33,9	29,1	20,7	16,5
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,8	-4,1	-2,7	-2,0	-2,5
Dette du gouvernement / PIB (%)	53,8	46,4	37,9	31,2	28,9
Solde courant / PIB (%)	-3,2	-4,3	-2,4	-2,0	-1,2
Dette extérieure / PIB (%)	27,0	22,5	20,3	16,6	14,4
Réserves de change, mds USD	2,9	1,5	1,1	1,3	1,5
Réserves de change, en mois d'imports	4,1	1,6	1,4	1,6	1,8

TABEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ÉTHIOPIE : DETTE PUBLIQUE EXTÉRIÈRE PAR CRÉANCIER EN SEPTEMBRE 2023



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES ÉTHIOPIEN, BNP PARIBAS

pides. D'une part, le périmètre de restructuration n'inclura pas la dette domestique, comme ce fut le cas au Ghana. En outre, la restructuration devrait se limiter à un allongement des maturités visant à mieux répartir les remboursements dans le temps et ainsi réduire les périodes de tensions sur la liquidité.



Un tel accord devrait être relativement plus facile à négocier auprès des créanciers bilatéraux, surtout auprès de la Chine qui est traditionnellement peu encline à tolérer un effacement de dette. En revanche, comme souvent, la dette euro-obligataire sera plus difficile à restructurer, en témoigne l'échec d'un premier accord entre le gouvernement et les détenteurs d'Euro-obligations fin octobre. Heureusement, l'Éthiopie n'a émis qu'un seul Eurobond pour un montant de USD 1 md, soit 11% seulement du périmètre de la dette à restructurer.

... QUI SERA CONDITIONNÉ À DES RÉFORMES DIFFICILES...

Toute nouvelle avancée dans le Cadre commun du G20 reste néanmoins suspendue à l'obtention d'un programme de financement du FMI qui s'élèverait à USD 3,5 mds et débloquerait un montant similaire de la Banque mondiale. Pour en négocier les conditions, le gouvernement éthiopien n'a pas beaucoup de marges de manœuvre : sans accord avec le FMI d'ici la fin du premier trimestre 2024, les créanciers bilatéraux se réservent le droit d'annuler la suspension du service de dette. Or, le FMI réclamera des autorités éthiopiennes des réformes difficiles, que le gouvernement a retardées depuis de nombreuses années.

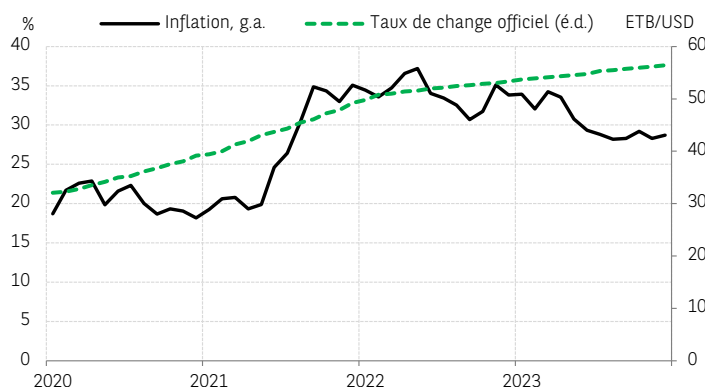
Le principal point d'achoppement des négociations porte sur la dévaluation progressive du taux de change, une réforme lancée par le précédent programme FMI de 2019, mais finalement abandonnée en 2021. Depuis des décennies, la Banque centrale d'Éthiopie (BNE) administre le taux de change et le Birr est largement surévalué. A cause de la pénurie de devises, l'écart entre le taux officiel et celui du marché parallèle s'est creusé ces derniers temps, jusqu'à avoisiner 100% actuellement.

Une dévaluation visant à réunifier les taux officiel et parallèle sera nécessaire pour lever le rationnement de l'accès au dollar par la Banque centrale (au moins 35% des transactions en devises s'effectueraient sur le marché parallèle) et libéraliser le régime de change. L'ampleur de la dévaluation fait l'objet de discussions entre le gouvernement éthiopien et le FMI : une correction intégrale de la surévaluation aurait évidemment un impact majeur sur l'inflation, déjà très forte : le glissement annuel des prix à la consommation se maintient au-dessus des 25% depuis juin 2021.

La libéralisation du marché des changes devra donc s'accompagner d'une réforme de la politique monétaire pour mieux juguler l'inflation en passant par le canal des taux d'intérêt. A l'heure actuelle, les mesures de la BNE pour lutter contre l'inflation consistent principalement à plafonner la croissance du crédit bancaire à 14% pour l'année budgétaire en cours, ainsi qu'à diminuer les avances directes de la BNE au gouvernement, c'est-à-dire réduire la monétisation du déficit budgétaire. La fin des avances directes sera toutefois difficile, compte tenu des besoins de financement élevés du gouvernement à court terme, et de ses difficultés à trouver des revenus. Selon le FMI, les recettes budgétaires du gouvernement éthiopien ont graduellement décliné de 15,6% de PIB en 2016 à 8,5% en 2022, un des ratios les plus bas d'Afrique subsaharienne. Sur la même période, les dépenses se sont contractées à un rythme plus lent, si bien que le déficit budgétaire s'est creusé à 4,1% de PIB en 2022. Pour consolider les finances publiques et faire preuve de bonne volonté auprès du FMI, le gouvernement devra donc proposer des réformes fiscales visant à augmenter structurellement les revenus tout en réduisant drastiquement les subventions et les transferts sociaux qui représentaient plus de la moitié des dépenses budgétaires en 2020.

D'autres réformes seront nécessaires pour attirer durablement les capitaux étrangers et consolider les comptes extérieurs. Le développement et la libéralisation du secteur financier, la poursuite du programme de privatisation des entreprises publiques, ainsi que l'amélioration globale de l'environnement des affaires pourraient également faire partie des conditions d'octroi d'un programme FMI.

ETHIOPIE : PERSISTANCE DES FORTES PRESSIONS INFLATIONNISTES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNE, BANQUE COMMERCIALE D'ETHIOPIE, BNP PARIBAS

... ET MENACÉ PAR LA PERSISTANCE DES CONFLITS DANS LA RÉGION

En dépit d'un bilan estimé à 600.000 décès, qui a fait de la guerre civile éthiopienne le conflit le plus meurtrier des vingt dernières années, la signature des accords de paix entre le gouvernement fédéral et le FLPT n'a pas mis un terme aux conflits ethno-politiques qui déchirent le pays. Alors que la situation reste tendue au Tigré, les mouvements insurrectionnels dans les régions voisines d'Oromia et d'Amhara ont pris de l'ampleur ces derniers mois, sur fonds de disputes territoriales et de revendications d'autonomie. Les États-Unis et l'Union européenne, qui ont annoncé au S2 2023 la reprise de l'APD à l'Éthiopie, ont exprimé leur inquiétude quant à une escalade des affrontements et rappelé que leurs programmes d'aide financière restaient conditionnés au respect des accords de paix. La résurgence des conflits pourrait également bloquer le processus de restructuration de dette.

Sur le plan extérieur, les tensions entre l'Éthiopie et ses voisins se sont également accentuées ces derniers mois. En décembre 2023, les négociations trilatérales avec l'Égypte et le Soudan sur la question du Grand barrage de la Renaissance ont échoué une fois de plus. L'Éthiopie, qui compte sur le barrage pour produire 6.000 MW d'électricité à terme, a refusé de négocier un accord sur le partage des ressources en eau, ce que l'Égypte a qualifié de violation de la déclaration de principes de 2015. En outre, début janvier, le gouvernement éthiopien a signé avec la République autoproclamée du Somaliland un accord de reconnaissance de souveraineté en échange d'un accès portuaire sur la mer Rouge et d'une base militaire sur le littoral. L'Éthiopie, pays enclavé depuis la sécession de l'Érythrée en 1993, voit 95% de ses échanges commerciaux transiter par Djibouti contre un paiement annuel de USD 1,5 md. La Somalie, soutenue par l'Égypte, a immédiatement dénoncé la violation de sa souveraineté, le Somaliland n'ayant aucune reconnaissance internationale. La concrétisation du projet est incertaine, mais s'il devait aboutir, il mettrait le feu aux poudres dans une région déjà fragile.

Lucas Plé

lucas.ple@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

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

