

ECO EMERGING

3^e trimestre 2018

Editorial

Cristallisation des risques

Les risques sur la croissance des pays émergents se cristallisent. Les exportations ralentissent et les flux d'investissements de portefeuille se sont taris, reflet des interrogations sur l'ampleur de la remontée des taux longs aux Etats-Unis, la vigueur du dollar et les menaces de guerre commerciale...

p.2



Chine

p.3

Inquiétudes



Inde

p.5

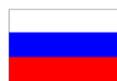
Réaccélération fragile de la croissance



Brésil

p.7

Crise et châtement



Russie

p.9

Une avancée dans les réformes



Turquie

p.11

Période post-électorale à risque



Slovénie

p.13

Perspectives favorables



Malaisie

p.15

Revirement budgétaire risqué



Philippines

p.17

Attention à la surchauffe



Equateur

p.19

Situation délicate



Qatar

p.21

Une économie résiliente malgré l'embargo



Nigéria

p.23

Pas encore le bout du tunnel



Kenya

p.25

Déblocage politique mais fragilités financières

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
EMERGING



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Editorial

Cristallisation des risques

Les risques sur la croissance des pays émergents se cristallisent. Les exportations ralentissent et les flux d'investissements de portefeuille se sont taris, reflet des interrogations sur l'ampleur de la remontée des taux longs aux Etats-Unis, la vigueur du dollar et les menaces de guerre commerciale. L'appréciation du dollar a conduit plusieurs banques centrales à relever leur taux d'intérêt. L'augmentation des barrières tarifaires par les Etats-Unis et les mesures de rétorsion consécutives ne peuvent qu'accroître le ralentissement des exportations. Au-delà des effets récessifs sur le commerce mondial, c'est la reprise de l'investissement privé dans les pays émergents qui pourrait être menacée.

Après avoir accéléré au premier semestre 2017, la croissance du PIB réel agrégé de notre échantillon de 26 économies émergentes s'est stabilisée autour de 5,4% entre le T3 2017 et le T1 2018. On observe cependant un ralentissement en Europe centrale (à l'exception de la Pologne) et en Turquie, qui devrait s'étendre à un plus grand nombre de pays au T2. En effet, après une forte accélération à l'été 2017, la dynamique des échanges extérieurs s'est infléchie, en Europe centrale et en Amérique latine dès la fin 2017, puis en Asie à partir du mois de mars sur fond de retournement du cycle des produits électroniques.

Par ailleurs, les places financières émergentes subissent depuis avril un reflux des investissements de portefeuille de la part des non-résidents, reflet des interrogations sur l'ampleur de la remontée des taux longs aux Etats-Unis, la vigueur du dollar et les menaces de guerre commerciale. Ces sorties de capitaux sont pour l'instant d'une ampleur comparable à celles qui avaient suivi l'annonce de la réduction du bilan de la Fed au printemps 2013 ou encore l'élection de Donald Trump à l'automne 2016.

Ce mouvement peut être salutaire car l'afflux d'investissements de portefeuille a engendré des survalorisations de prix d'actifs. Toutefois, l'appréciation de la devise américaine et l'augmentation du coût de refinancement en dollar sont des facteurs de fragilisation financière. C'est le cas notamment de la plupart des économies sud-américaines et des pays africains ayant émis sur le marché obligataire international, et dont les ratios de solvabilité extérieure (dette extérieure et/ou dette en dollar rapportées aux revenus d'exportation) ont continué d'augmenter malgré le rebond des prix des matières premières. De plus, l'appréciation du dollar a conduit plusieurs banques centrales à relever leur taux d'intérêt, soit pour combattre les pressions inflationnistes induites (Inde, Indonésie, Turquie), soit pour défendre leur monnaie (Argentine).

Surtout, le contexte international a changé. Contrairement aux épisodes de stress précédents, qui traduisaient des anticipations de durcissement monétaire et de menace de protectionnisme, ces deux risques se sont matérialisés. Le repli des investissements de portefeuille pourrait être durable.

L'augmentation effective des barrières tarifaires par les Etats-Unis sur les exportations chinoises (25% sur l'acier et 10% sur l'aluminium au nom de la sécurité nationale, 25% sur d'autres produits au motif d'une concurrence jugée déloyale) et les annonces de rétorsion de la Chine ne peuvent qu'accroître le ralentissement des exportations des pays émergents.

La mesure des effets récessifs est un exercice très difficile car la bataille commerciale que se livrent ces deux pays non seulement entrave leurs échanges bilatéraux et génère potentiellement une hausse des coûts et des prix pour le consommateur américain, mais elle affecte également les chaînes de valeur mondiales en obligeant les entreprises à se réorganiser, ce qui génère des coûts supplémentaires.

Même en se limitant aux échanges, les effets peuvent être importants. Selon les estimations du CEPPII, l'augmentation des tarifs sur les produits chinois portent sur USD 50 mds auxquels s'ajoutent les USD 3,4 mds d'importations d'acier et d'aluminium taxées depuis le mois de mars. A première vue, cela ne représente que 3% des exportations totales de la Chine et 0,4% de son PIB. Toutefois, selon les calculs du CEPPII, dans un scénario extrême de guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine qui conduirait à une taxe de 25% pour l'ensemble des produits, les échanges commerciaux entre les deux pays se réduiraient d'environ 60%. La perte nette pour la Chine serait de l'ordre de USD 272 mds (281 mds de baisse des exportations à destination des Etats-Unis marginalement compensée par une augmentation de celles à destination de l'UE), soit 2,3% du PIB.

Dans son *Global Economic Prospects* de juin, la Banque mondiale fournit également des ordres de grandeur sur les effets d'une guerre commerciale mais à l'échelle mondiale. Dans un scénario très extrême où tous les pays relèveraient leurs droits de douane au maximum autorisé, les échanges commerciaux des pays émergents et en développement se contracteraient de 14%, soit un effet comparable à celui de la récession de 2008-2009.

Bien entendu, il s'agit là de scénarios dont la probabilité reste faible, mais ils rappellent que la guerre commerciale tarifaire est un jeu à somme négative. D'ailleurs, toujours selon les estimations du CEPPII, l'effet inflationniste des mesures au titre de la section 301 (concurrence jugée déloyale) aux Etats-Unis serait d'environ 0,5% sur les prix à la consommation. Pour les pays émergents, cela signifierait une hausse supplémentaire du coût de financement en dollar si la Fed ajuste ses taux directeurs à ce surcroît d'inflation. Or, les espoirs de consolidation de la croissance dans les pays émergents reposent sur l'investissement privé. Les risques baissiers sur l'évolution de ses déterminants se cumulent donc : ralentissement des exportations, hausse des taux d'intérêt, niveau élevé de la dette des entreprises, notamment en USD.

François Faure
francois.faure@bnpparibas.com



Chine

Inquiétudes

Pékin s'inquiète du ralentissement de la croissance économique et de ses effets sur la santé financière des entreprises. La demande interne fléchit et l'environnement externe se dégrade, principalement du fait des mesures protectionnistes américaines. Les autorités ajustent leur politique économique en conséquence. Elles ont légèrement assoupli les conditions monétaires, sans pour autant revenir sur leurs objectifs d'assainissement des institutions financières et des entreprises publiques. Elles ont également laissé le yuan perdre 5% contre le dollar depuis trois mois. Il est maintenant essentiel que la dépréciation du yuan reste sous contrôle, pour ne pas entraîner de dynamique dangereuse de sorties de capitaux et de nouvelles pressions sur la monnaie, comme en 2015-2016.

La croissance ralentit en Chine. La demande interne fléchit, l'environnement externe se dégrade, et les autorités ajustent leur politique économique en conséquence. Depuis avril, la banque centrale a assoupli les conditions de liquidité interne et abaissé à deux reprises les coefficients de réserves obligatoires des banques. Elle a également laissé le yuan perdre un peu plus de 5% par rapport au dollar. Ces actions peuvent être considérées à la fois comme des mesures contra-cycliques de soutien à la croissance, des ajustements de politique visant à mieux contrôler les risques de crédit à très court terme, et une tentative de réponse à la menace protectionniste américaine. L'exercice est particulièrement délicat. D'une part, l'assouplissement monétaire ne devra pas remettre en question le processus de désendettement des entreprises. Celui-ci reste un objectif prioritaire des autorités, qui devraient poursuivre l'amélioration du cadre réglementaire dans le secteur financier. D'autre part, la dépréciation du yuan contre dollar devra rester sous contrôle pour ne pas alimenter d'importantes sorties de capitaux, comme en 2015 et 2016. Les craintes des investisseurs à ce sujet, et les inquiétudes face au ralentissement chinois et au risque de guerre commerciale avec les Etats-Unis expliquent largement la récente chute des cours boursiers (l'indice composite de la bourse de Shanghai a perdu 10% depuis début mai et 16% depuis le début de l'année, pour retrouver son niveau de mi-2016).

Ralentissement

Le chiffre de la croissance du PIB est resté stable à 6,8% en glissement annuel (g.a.) du T3 2017 au T1 2018, mais les indicateurs d'activité au cours de cette période ont en réalité souligné un lent ralentissement. Celui-ci s'est poursuivi au T2 2018 et pourrait s'aggraver pendant l'été. Les indices PMI des directeurs d'achat ont d'ailleurs chuté à fin juin, la baisse la plus forte étant enregistrée par la sous-composante « commandes à l'exportation ».

La demande interne perd de son dynamisme (graphique 2). Le resserrement de la politique monétaire et le durcissement de la réglementation dans le secteur financier ont fortement pesé sur l'offre de crédits¹ et sur l'investissement. Le ralentissement de l'investissement dans les infrastructures a été particulièrement prononcé (+9% en valeur en janvier-mai 2018 contre 21% en janvier-mai 2017), conséquence des difficultés croissantes des

¹ La progression du crédit tel que mesuré par les stocks de *social financing* est passée de 12,9% en g.a. en mai 2017 à 10,3% en mai 2018, et les financements non bancaires non enregistrés dans les statistiques officielles se sont contractés.

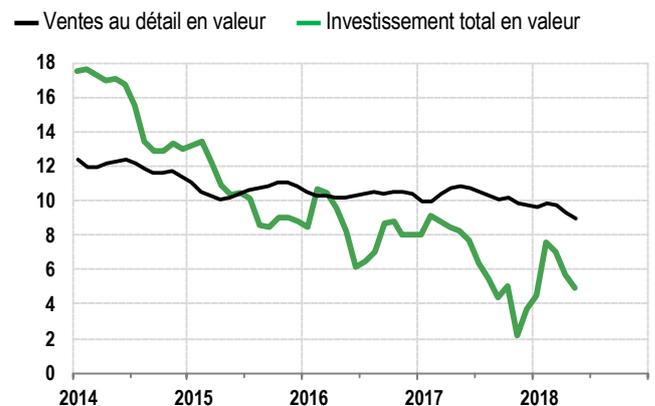
1- Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	6,7	6,9	6,4	6,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,0	1,6	2,3	2,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,8	-3,7	-2,9	-3,5
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,1	16,3	18,0	20,0
Balance courante, % du PIB	1,8	1,4	0,8	0,2
Dette externe totale, % du PIB	12,7	14,2	14,0	14,2
Réserves de change, mds USD	3 011	3 140	3 191	3 116
Réserves de change, en mois d'imports	18,6	17,0	16,0	15,0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,9	6,5	6,4	6,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Demande interne à la peine

Glissement annuel, moyenne glissante sur 3 mois, %



Source: National Bureau of Statistics

collectivités locales (et de leurs véhicules de financement) pour financer leurs projets. Dans les secteurs de l'immobilier et de la construction, les volumes de transactions n'ont progressé que de 3% sur les cinq premiers mois de 2018 (contre 14% sur la même période en 2017) et l'inflation moyenne des prix des logements a continué de se modérer (+4,1% en g.a. en mai). Après une longue période de décélération, l'investissement immobilier a rebondi légèrement au T1 2018 grâce à l'effet favorable de la reprise des prix des terrains (les statistiques « d'investissement en actifs fixes » ne sont données qu'en valeur) ; il s'est stabilisé en avril-mai.

Dans le secteur manufacturier, la progression de l'investissement s'est légèrement redressée en avril-mai 2018, soutenue par la



hausse des profits des entreprises. Elle reste néanmoins à des taux historiquement faibles (+5% sur les cinq premiers mois de 2018), contrainte par le processus de désendettement des entreprises (publiques), la poursuite des efforts de restructuration industrielle (réduction des capacités de production excédentaires, fermeture des usines les plus polluantes), le ralentissement de la demande interne et la détérioration des perspectives d'exportations.

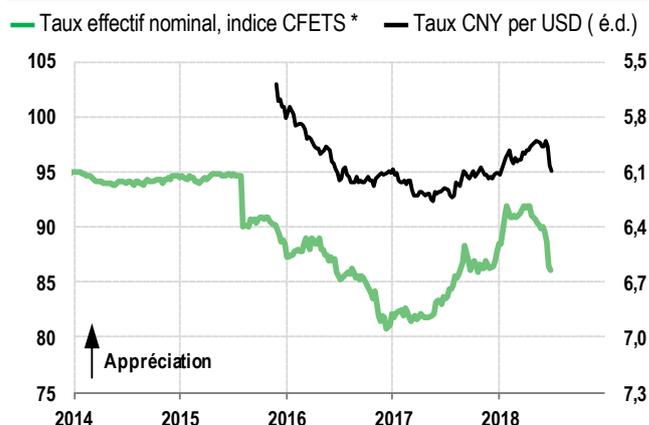
La consommation privée s'est également affaiblie depuis un an. La croissance des ventes au détail a atteint un point bas en mai 2018, en volume (+7% en g.a.) comme en valeur (+9%). En 2016 et début 2017, les incitations fiscales à l'achat de véhicules, le dynamisme du marché immobilier et de la demande de biens durables, et la forte expansion des crédits aux ménages avaient permis de maintenir la croissance des ventes au détail au-dessus de 10% en g.a. en valeur. Depuis un an, tous ces facteurs temporaires se sont atténués alors que la légère ré-accélération des salaires n'a pas (encore ?) pris le relais.

Enfin, la contribution du commerce extérieur net à la croissance du PIB est redevenue négative depuis le T1 2018. Les exportations s'étaient redressées en 2017 grâce au rebond de la demande mondiale mais ont déjà perdu en vigueur depuis le début de l'année – alors que les importations ont continué de croître plus rapidement, en volume et en valeur. Le fléchissement des exportations a surtout résulté, jusqu'à présent, de la moindre progression de la demande mondiale et du coup de frein dans l'industrie high-tech asiatique. Mais les perspectives d'exportations (en Chine et en Asie) sont maintenant considérablement assombries par la montée du protectionnisme. La nouvelle hausse des tarifs douaniers sur environ USD 50 mds d'importations américaines de produits chinois est partiellement entrée en vigueur le 6 juillet².

■ Assouplissement monétaire et assainissement

Les autorités chinoises ont légèrement assoupli leur politique monétaire depuis quelques mois, en réponse à la dégradation des perspectives de croissance dans un environnement externe moins porteur. Il est également probable que les autorités cherchent à atténuer les difficultés des banques et des entreprises. Celles-ci ressentent de plus en plus sévèrement les conséquences du ralentissement du crédit et du durcissement réglementaire dans le secteur financier, dans un contexte de fléchissement de l'activité (problèmes de trésorerie, multiplication des défauts sur le marché obligataire, etc.). Ceci sans pour autant remettre en question le processus de désendettement des entreprises ; leur dette a en effet amorcé une très légère baisse depuis un an, et la dette totale du secteur non financier s'est stabilisée pour rester proche de 220% du PIB (ménages, entreprises, collectivités locales dont leurs véhicules de financement, hors gouvernement central). A court terme, toute nouvelle mesure d'assouplissement monétaire devrait rester très prudente, et Pékin devrait persister dans ses efforts « d'assainissement » : du secteur financier (gestion des actifs douteux, poursuite de l'amélioration du cadre réglementaire et

3- Le yuan sous pression



Source : China Foreign Exchange Trading Center. *L'indice CFETS est publié depuis fin 2015; il s'agit du taux de change moyen pondéré du yuan contre un panier de devises des 24 principaux partenaires commerciaux de la Chine.

prudentiel de l'ensemble des activités bancaires et non bancaires), des entreprises publiques (poursuite des restructurations industrielles et de la réduction de la dette) et du marché immobilier (lutte contre les opérations spéculatives).

Depuis le début de l'année, les taux monétaires chinois se sont très légèrement détendus (le taux repo à un jour s'est établi à 2,8% en moyenne au T2 2018 contre 2,9% au T4 2017). La banque centrale a également abaissé les coefficients de réserves obligatoires en avril (de 17% à 16%) et début juillet (à 15,5%). Les liquidités ainsi injectées dans le système financier doivent notamment aider les banques à financer des opérations de *debt-to-equity swaps* et augmenter leurs crédits aux petites et moyennes entreprises. Ces mesures représentent aussi un nouvel ajustement dans les opérations de gestion de la liquidité : l'utilisation des coefficients de réserves obligatoires devient plus fréquente et remplace en partie celle des « facilités de financement », qui sont par nature temporaires et plus coûteuses.

■ La dépréciation du yuan doit rester sous contrôle

Les autorités ont laissé le yuan se déprécier d'un peu plus de 5% contre le dollar entre début avril et début juillet, le taux de change retrouvant ainsi son niveau de début d'année, contre dollar et en termes effectifs nominaux (graphique 3). La baisse du yuan s'est intensifiée depuis le 15 juin (-3% contre USD), date à laquelle les Etats-Unis ont confirmé la hausse des droits de douane sur leurs importations venant de Chine. Le lien semble évident. Pékin agit pour atténuer les effets des mesures protectionnistes américaines sur la croissance et la santé des entreprises exportatrices. Il est néanmoins très peu probable que la Chine se lance dans une guerre des changes, qui entraînerait une spirale dangereuse de sorties de capitaux et de nouvelles pressions à la baisse sur le yuan. Ce risque a commencé à se matérialiser depuis mi-juin, ce qui explique sans doute l'intervention de la banque centrale pour stabiliser le yuan au cours des tout derniers jours.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

² Sur les conséquences des mesures américaines, voir *Chine : Tensions commerciales mal venues*, EcoPerspectives, BNP Paribas, T2 2018



Inde

Réaccélération fragile de la croissance

L'Inde n'a pas été épargnée par la défiance des investisseurs internationaux depuis le mois d'avril en dépit d'une forte accélération de sa croissance. Dans un contexte de hausse des pressions inflationnistes, la banque centrale a relevé ses taux d'intérêt en juin pour la première fois depuis 2014. Ce durcissement monétaire associé aux difficultés enregistrées par les banques publiques pourrait peser sur la reprise de l'investissement des entreprises dont la situation financière s'est redressée. En revanche, les pertes financières des banques ont atteint plus de USD 9 mds avec le changement des règles de classification des risques de crédit. Ces pertes représentent près de 75% du montant injecté par le gouvernement dans le secteur bancaire au cours de l'exercice 2017/2018.

■ Accélération de la croissance et reprise confirmée des investissements

Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2017/2018, la croissance indienne a affiché un recul de 0,4 point de pourcentage par rapport à l'année dernière pour s'établir à 6,7%. Néanmoins, cette décélération reflète la mise en place de certaines mesures fortes comme la démonétisation et l'instauration de la taxe sur les biens et services (en novembre 2016 et juillet 2017 respectivement) dont les effets négatifs se sont aujourd'hui dissipés.

Au quatrième trimestre de l'exercice 2017/2018 (janvier-mars 2018), la croissance économique a accéléré pour atteindre un plus haut au cours des sept derniers trimestres (+7,7% en glissement annuel). L'activité économique a notamment été soutenue par une très forte hausse des investissements pour le troisième trimestre consécutif (+14,4% en g.a.). L'accélération de la croissance du crédit bancaire aux entreprises suggère que le secteur privé contribue seul à la hausse des investissements, contrairement aux années précédentes. En effet, les investissements du gouvernement ont diminué de près de 8% sur l'ensemble de l'année. La contribution des exportations nettes à la croissance est restée négative en raison notamment d'une accélération des importations de biens d'investissement.

L'analyse de la croissance par secteur d'activité confirme la bonne tenue de l'activité dans l'industrie mais aussi dans l'agriculture. A en croire les prévisions météorologiques, la mousson devrait être normale cette année. L'activité dans les services est restée robuste.

Les perspectives de croissance restent bien orientées, comme en témoignent les derniers résultats d'enquête auprès des entreprises. Les capacités d'utilisation ont atteint un niveau élevé et, selon les résultats publiés par la banque centrale, la situation financière des entreprises cotées continue de s'améliorer. Ainsi, au T4 2017, les bénéficiaires des entreprises indiennes dans l'industrie manufacturière couvraient 4,2 fois leurs charges d'intérêt contre seulement 3,4 fois un an plus tôt. Dans la sidérurgie, l'un des secteurs reconnus comme étant parmi les plus fragiles, le ratio de couverture des charges d'intérêt par les bénéficiaires s'élevait ainsi à 1,6 alors qu'il était inférieur à 1 un an plus tôt. La situation des entreprises des secteurs de la production d'électricité et de la construction reste néanmoins fragile.

En revanche, les importantes pertes financières des banques publiques pourraient peser sur la distribution du crédit bancaire et donc sur l'investissement des entreprises.

1- Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel ⁽¹⁾ , variation annuelle (%)	7,1	6,7	7,4	7,6
Inflation moyenne ⁽¹⁾ (CPI, %)	4,5	3,6	4,5	4,4
Solde budgétaire gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	-3,5	-3,5	-3,4	-3,3
Dette gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	47,2	47,0	46,5	45,5
Solde courant ⁽¹⁾ / PIB (%)	-0,7	-1,6	-1,4	-1,3
Dette extérieure ⁽¹⁾ / PIB (%)	21,2	20,3	20,1	19,8
Réserves de change, mds USD	360	409	420	458
Réserves de change, en mois d'imports	11,6	11,5	11,1	11,0
Taux de change USDINR (fin d'année)	67,9	63,9	67,0	68,0

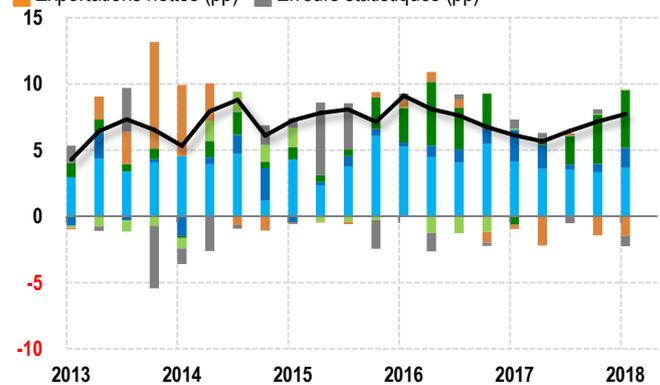
(1): année budgétaire (du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1)

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- PIB : Forte accélération au T4 de l'année fiscale 2017/2018

PIB, g.a. en % et contributions à la croissance en points de pourcentage (pp)

— PIB, g.a. ■ Consommation des ménages (pp) ■ Dépenses publiques (pp)
■ Investissement (pp) ■ Variation des stocks (pp)
■ Exportations nettes (pp) ■ Erreurs statistiques (pp)



Source : CEIC

■ Premier durcissement monétaire depuis 2014

Au cours de la réunion de politique monétaire du mois de juin, la Banque centrale indienne a augmenté ses taux directeurs de 25 points de base (pb) à 6,25%. Ce durcissement, le premier depuis 2014, s'explique, d'une part, par la hausse des pressions inflationnistes et, d'autre part, par les tensions à la baisse sur la roupie (INR). Celle-ci s'est dépréciée de près de 8% face au dollar sur les six premiers mois de l'année et les réserves de change ont baissé de plus de USD 12 mds pour le seul mois de mai, reflet des



sorties de capitaux étrangers. Ce léger mouvement de défiance ne résulte qu'en partie de la hausse des taux américains. En effet, en Asie, il a principalement touché les pays importateurs nets de pétrole, pénalisés par la forte hausse des cours internationaux. Dans un tel environnement, la banque centrale indienne devrait procéder à d'autres relèvements de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année.

La réaccélération de l'inflation, observée depuis l'été 2017, s'est poursuivie en mai bien que l'augmentation des prix reste contenue à 4,9% en glissement annuel (g.a.), soit un niveau inférieur à l'objectif de politique monétaire de 4% +/- 2 points de pourcentage. Cette hausse résulte principalement de l'augmentation des prix du logement (+8,4% en g.a.) suite au relèvement des indemnités logements des fonctionnaires, et du transport (+5,3% en g.a.) conjointement à la hausse des prix internationaux du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors prix alimentaires et énergie) a ainsi atteint +6,1% en g.a.

Si les prix internationaux du pétrole atteignent USD 75 par baril en moyenne sur l'année budgétaire 2018/2019, soit une hausse de plus de 29% par rapport à l'année 2016/2017, cela pourrait entraîner une augmentation mécanique des prix de 1,8 point de pourcentage au taux de change actuel. Néanmoins, pour atténuer l'effet sur le pouvoir d'achat des consommateurs, le gouvernement pourrait décider de réduire ses taxes ou de fixer un prix plafond au prix de l'essence. Au cours des cinq dernières années, la hausse des prix internationaux du pétrole ne s'est répercutée qu'à 70%-90% sur les prix domestiques.

■ Pertes financières importantes dans le secteur bancaire

Sur l'exercice 2017/2018 achevé au 31 mars 2018, dix-neuf banques des vingt-et-une banques publiques ont enregistré des pertes nettes d'un montant total de INR 620 mds, soit environ USD 9,6 mds. Seules Indian Bank et Vijaya Bank ont reporté des profits. Ces pertes sont la conséquence du durcissement des règles fixées par la Banque centrale indienne en matière de reconnaissance des créances douteuses en février 2018 et de la hausse des provisions que cela a généré. La banque centrale a notamment exigé que les créances restructurées et les « *special mention loans* » soient désormais considérés comme des prêts non performants. Or, le taux de provisionnement des prêts non performants est de 40% alors que celui des actifs restructurés n'était que de 5%. A court terme, la situation financière des banques pourrait encore se dégrader car celles-ci ont jusqu'à la fin du mois d'août 2018 pour reclasser leurs actifs. A long terme, cette mesure est positive car elle devrait permettre d'assainir les bilans bancaires et accélérer le processus de résolution des créances douteuses¹.

Les ratios de solvabilité des banques publiques se sont dégradés et, fin mars 2018, six banques publiques avaient des ratios inférieurs aux exigences réglementaires² (dont Punjab National Bank, la deuxième banque du pays) alors même que le gouvernement a

¹ Les banques disposent de 180 jours après le premier défaut de paiement pour mettre en place la procédure d'insolvabilité.

² En mars 2018, les banques devaient respecter un ratio CET-1 de 7,375% qui sera relevé à 8% fin mars 2019.

3- Prix à la consommation : hausse des tensions

— Indice des prix à la consommation (g.a.,%)
— Prix hors alimentaire et énergie (g.a., %)



Source : RBI

injecté au cours de l'exercice 2017/2018 USD 13 mds pour que les banques publiques puissent respecter les ratios de Bâle III d'ici mars 2019. Le gouvernement prévoit d'injecter encore l'équivalent de USD 11 mds au cours de l'année 2018/2019.

■ La consolidation budgétaire marque le pas

Sur l'exercice 2017/2018, le déficit du gouvernement fédéral s'est établi à 3,5% du PIB, le même niveau qu'un an plus tôt, alors que le gouvernement prévoyait initialement de le réduire à 3,2% du PIB. Ce résultat décevant s'explique notamment par une baisse des recettes budgétaires de 0,2 point de pourcentage à 9,2% du PIB. La hausse des recettes induite par la mise en place de la taxe sur les biens et services à partir du 1^{er} juillet 2017 (2,6% du PIB) a été compensée par la baisse des autres catégories de revenus, conséquence du ralentissement passé de l'activité économique. Par ailleurs, les recettes collectées par la taxe sur les biens et services ont été légèrement inférieures aux prévisions du ministère des Finances. Pour stabiliser son déficit, le gouvernement a donc été contraint de réduire ses dépenses d'investissement. La structure des finances publiques reste fragile et les marges de manœuvre du gouvernement sont limitées. Près d'un quart des dépenses est consacré au paiement des intérêts sur la dette, l'équivalent de 34% des recettes du gouvernement fédéral.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Brésil

Crise et châtime

La récession est terminée, même si la reprise montre des signes d'essoufflement. La crise financière a pu être évitée, mais la situation budgétaire reste très préoccupante. Alors que la crise politique, sociale voire morale perdure, les élections générales se profilent en octobre. Dans un contexte de tensions sur les marchés émergents depuis mars, les investisseurs internationaux s'inquiètent d'une éventuelle remise en cause de l'agenda des réformes par la future administration brésilienne. Point positif, le Brésil a résorbé ses déséquilibres macroéconomiques autres que budgétaires, les banques sont solides et les agents privés se sont désendettés.

■ Elections : si proches, et encore si lointaines

A trois mois du premier tour des élections générales, et alors que les candidats et les alliances ne seront pas officialisés avant le 15 août, l'incertitude quant à l'issue du scrutin et au maintien du cap des réformes inquiète les investisseurs.

Dans un contexte de tensions sur les marchés émergents, de hausse du dollar et des taux aux Etats-Unis, de conflits commerciaux et d'augmentation des risques géopolitiques, le Brésil fait partie des pays les plus stigmatisés. Les sorties nettes d'investissements de portefeuille se sont élevées à USD 9,5 mds entre mars et mai. Le real s'est déprécié de 12% face au dollar US en trois mois. Les taux obligataires à 2 ans ont augmenté de 200 points de base (pb), à 8,7%, loin cependant des 16,5% de fin 2015, tandis que les primes de CDS sur la dette souveraine en devises se sont élargies de 100 pb pour atteindre 260 pb fin juin, contre 520 pb fin 2015. L'indice Ibovespa de la bourse de Sao Paulo a chuté de 18% sur la période.

Pourtant, la banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 6,5%. L'inflation sous contrôle, la croissance économique peu dynamique, la sous-utilisation des capacités de production et l'*output gap* largement négatif justifient le *statu quo*. La situation conjoncturelle lui permet encore de voir venir avant d'amorcer un resserrement de la politique monétaire.

■ Essoufflement de la reprise

Nous avons révisé de 3% à 2% notre prévision de croissance du PIB pour 2018, assortie d'un risque baissier. Outre une performance décevante au T1, l'activité devrait marquer le pas au T2, la grève des transporteurs routiers contre la hausse des prix du carburant ayant entraîné une paralysie du pays durant onze jours. La grève a fortement perturbé les chaînes d'approvisionnement, l'activité agricole et industrielle, et les services sachant que 60% du transit se fait par camions au Brésil. L'impact sur l'inflation pourrait être très transitoire, sans mettre en péril l'objectif cible de 4,5% pour 2018. Les anticipations d'inflation sont toujours bien ancrées autour de 4% pour 2018-2020.

La croissance du PIB a atteint 0,4% t/t cvs au T1 2018, confirmant le manque de vigueur de la reprise malgré une légère accélération par rapport au second semestre 2017. Le rebond attendu de la consommation a déçu (+0,5% t/t) malgré des ventes au détail bien orientées en janvier-février (période estivale et de carnaval). La croissance de l'investissement a ralenti (+0,6% t/t pour la FBCF)

1- Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB (croissance %)	-3,5	1,0	2,0	3,5
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,7	3,5	3,7	3,8
Solde budgétaire (en % du PIB)	-9,0	-7,8	-7,4	-7,6
Dette publique brute (en % du PIB)	70	74	77	81
Solde courant (en % du PIB)	-1,3	-0,5	-1,1	-2,0
Dette externe (en % du PIB)	31	27	26	25
Réserves de change (USD mds)	354	359	363	366
Réserves de change, en mois d'imports	26	24	22	21
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,26	3,31	3,20	3,15

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Inflexion des indices de confiance



Source : FGV - Fundação Getulio Vargas

après un très bon second semestre 2017. L'austérité budgétaire se traduit toujours par un repli des dépenses publiques en volume. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB demeure négative, le dynamisme des importations surpassant celui des exportations tirées par le secteur agricole. Du côté de l'offre, le secteur agricole, qui ne représente que 7% du PIB en volume, est le seul à contribuer positivement à la croissance du PIB ; la production minière et la construction fléchissent, la production manufacturière stagne, et les services ne progressent que marginalement.

A l'approche des élections d'octobre, l'attentisme des agents économiques et le durcissement des conditions financières pourraient peser sur l'activité au second semestre. Le



ralentissement du commerce mondial sur fond de tensions commerciales pourrait pénaliser les exportations brésiliennes, notamment dans le secteur agricole et agro-industriel en concurrence avec les Etats-Unis. Toutefois, la faible ouverture commerciale de l'économie brésilienne et la diversification géographique de ses exportations limitent sa vulnérabilité. Le taux d'ouverture commerciale (exportations rapportées au PIB) du Brésil n'est que de 11%, et le pays est peu intégré dans les chaînes de valeur mondiales. En termes de marchés, 25% des exportations brésiliennes s'orientent vers la Chine, environ 20% vers l'Europe et l'Amérique latine, et seulement 15% vers les Etats-Unis.

■ Bilan de la crise cinq ans après ses prémices

Il y a exactement cinq ans, en juin 2013, des manifestations de masse révélaient le mécontentement social, notamment de la classe moyenne inférieure. Initiée en mars contre la hausse des tarifs des transports publics à Porto Alegre, la contestation s'est muée en mouvement national contre la politique gouvernementale, dénonçant la gabegie financière des travaux pour la Coupe du Monde de football 2014 « au détriment » des dépenses sociales, d'éducation et de santé. Si l'inflexion des indicateurs de confiance des consommateurs était perceptible dès 2012 et celle des entreprises nette depuis mi-2013, le scandale Petrobras révélé en 2014 a précipité la crise politique et économique sur fond de contraintes structurelles fortes et d'erreurs de politique économique.

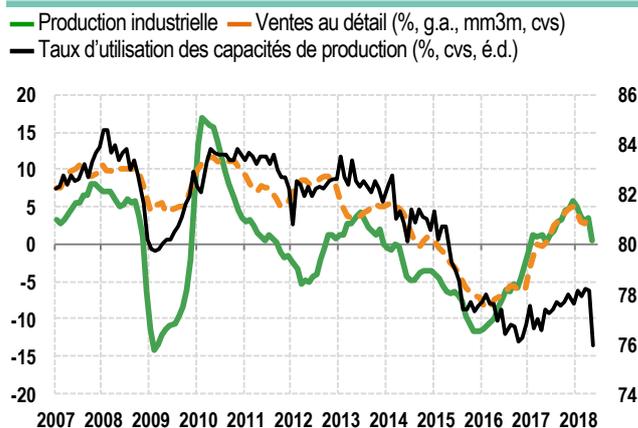
Récession sévère mais crise financière évitée et ajustement macroéconomique positif

La crise économique est restée circonscrite. Le Brésil a traversé une récession sévère mais n'a pas connu de crise financière et/ou de la balance des paiements comme dans les années 1980-1990. Les banques ont, dans l'ensemble, réussi à maintenir leurs marges d'intermédiation et leurs résultats financiers (cf. *Eco Perspectives* du 6 juillet 2017). La dérive des politiques de crédit public a été endiguée et, dans un environnement de taux directeurs historiquement bas, l'activité de crédit est de nouveau tirée par les banques privées, notamment pour les prêts aux ménages (+6,2% g.a. en avril 2018). Enfin, le désendettement des entreprises non financières approche de son terme.

La position extérieure du pays est demeurée solide durant la crise, grâce à la résistance des flux d'investissements directs étrangers (IDE) et à la préservation des réserves de change. La banque centrale a toujours privilégié son programme de *swap* de devises plutôt que des interventions directes sur le marché des changes pour limiter la volatilité du *real*. Le recul de la demande interne, puis la stabilisation du *real*, l'amélioration des termes de l'échange (rebond des prix du pétrole et des métaux), les bonnes performances du secteur agricole et l'accélération des exportations manufacturières ont permis une réduction du déficit du compte courant aujourd'hui proche de l'équilibre.

La dépréciation du taux de change effectif réel aura permis un regain de compétitivité. La désinflation et la dégradation du marché du travail (qui se redresse lentement depuis un an) ont eu raison, au moins temporairement, de l'indexation salariale à l'origine de la rigidité prix-salaires. Ces derniers ont baissé de 15% en termes

3- Reprise poussive



Sources : IBGE, banque centrale, BNP Paribas

réels depuis quatre ans, tandis que les coûts salariaux unitaires ont chuté de 25%.

La flexibilité du taux de change et la désinflation ont renforcé la crédibilité de la politique monétaire, éloignant le spectre de la « dominance fiscale ». La crainte était que le durcissement monétaire pour lutter contre l'inflation et la chute du *real* soit contre-productif et aggrave la crise budgétaire (*Eco Perspectives* du 19 janvier 2016).

Enfin, la reprise économique à l'œuvre depuis début 2017 se caractérise par un rééquilibrage entre production et consommation domestiques (estimées d'après l'évolution de la production industrielle et des ventes au détail), contrairement à la période 2011-2014 durant laquelle la politique keynésienne avait accentué la divergence entre l'offre et la demande en partie à l'origine des déséquilibres macroéconomiques.

Des séquelles encore prégnantes

La situation budgétaire reste préoccupante. Les concessions accordées aux camionneurs par un gouvernement Temer très affaibli pourraient creuser le déficit budgétaire d'environ 0,2% du PIB. La relance des réformes après les élections d'octobre sera fondamentale pour préserver la soutenabilité des finances publiques à moyen et long terme.

Le retour de la croissance économique, l'accélération timide des embauches dans le secteur formel (essentiellement dans les services), la réduction graduelle du taux de chômage (toujours supérieur à 12%) et la hausse du pouvoir d'achat (inflation faible, taux d'intérêt bas, salaires en légère hausse) n'effacent pas la crise sociale, accentuée par l'austérité budgétaire.

Finalement, plus que politique et sociale, la crise dont souffre le Brésil est morale voire sociétale. Le contrat social entre gouvernants et citoyens doit être refondé. Les élections à venir en sont l'occasion, mais la défiance de la population à l'égard des élites fait craindre la montée des populismes et d'un vote radical.

Sylvain Bellefontaine

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com



Russie

Une avancée dans les réformes

L'activité économique a rebondi au premier trimestre 2018 et les perspectives de croissance restent bien orientées. La consommation des ménages devrait soutenir l'activité au second semestre, favorisée par la hausse des revenus réels. Toutefois, les pressions inflationnistes pourraient se renforcer conjointement à la dépréciation du rouble et aux perspectives de hausse de la TVA de deux points de pourcentage en janvier 2019. Le relèvement progressif de l'âge de départ à la retraite, à partir de 2019, devrait permettre de palier une partie des contraintes structurelles qui pèsent sur la croissance potentielle en augmentant la part de la population active dans l'économie et en réduisant les dépenses consacrées au financement du déficit du fonds de retraites.

■ Accélération de la croissance

Au premier trimestre 2018, l'économie russe a enregistré une croissance de 3,2% par rapport au trimestre précédent (en rythme annualisé), portant la progression sur un an du PIB réel à +1,3%. La consommation des ménages a accéléré conjointement à la forte hausse du revenu réel disponible (+5,7% en g.a en avril), reflet de la hausse des salaires des fonctionnaires et de la baisse des pressions inflationnistes. Par ailleurs, les conditions sur le marché du travail ont continué de s'améliorer, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières atteignant un point bas de 4,8% en avril. Dans le même temps, les investissements bénéficient de la reprise des crédits au secteur privé qui ont augmenté de 14,8% en avril en g.a. Si l'on exclut les trois banques publiques qui sont en pleine restructuration, la situation financière des banques semble s'améliorer. La banque centrale estime en effet que l'ensemble de leurs actifs risqués a diminué de 0,7 points de pourcentage en un an pour représenter 15% des prêts totaux en avril.

Au second semestre, la croissance de l'activité devrait accélérer, toujours principalement soutenue par la consommation des ménages (en dépit d'une légère inflexion à la hausse des prix à la consommation depuis mars¹) dans un contexte d'augmentation des revenus pétroliers. La production de pétrole devrait augmenter progressivement. Les pays de l'OPEP se sont en effet accordés le 22 juin sur le relèvement des quotas de production de 1 million de barils par jour (b/j) alors qu'ils avait été réduit de 1,8 millions de b/j en janvier 2017. A ce titre, la Russie avait accepté de réduire sa production pétrolière de 300 000 b/j (même si en mai 2018 la baisse effective n'était que de 262 000 b/j).

■ Excédent budgétaire depuis le début de l'année

Fin mai, le solde budgétaire cumulé du gouvernement fédéral affichait un excédent de 1,2% du PIB alors qu'il était en déficit de 1,7% du PIB un an plus tôt. Cette consolidation reflète la hausse des recettes pétrolières et gazières (+30,1% sur les cinq premiers mois de l'année) alors que l'augmentation des dépenses est restée maîtrisée jusqu'à présent (+1,0%).

¹ Les prix à la consommation ont augmenté de 2,4% en g.a. en mai, soit un rythme très inférieur à l'objectif fixé par la banque centrale (4%). Néanmoins, les tensions à la hausse sur les prix pourraient croître conjointement à la dépréciation du rouble et aux perspectives de hausse de la TVA de deux points de pourcentage en 2019.

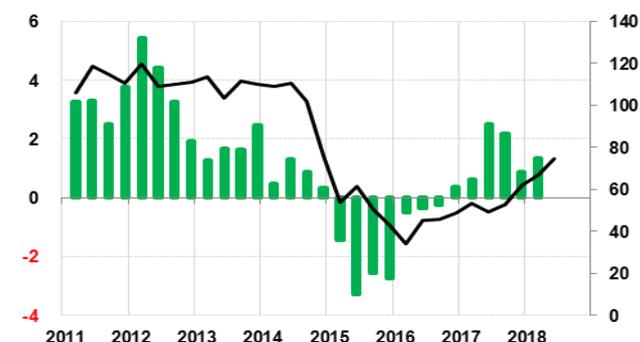
1- Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,2	1,5	1,8	1,6
Inflation, IPC, v. ar. annuelle, %	7,1	3,7	3,5	4,4
Solde budg. du gouvernement et des adm.	-3,7	-1,5	0,5	1,7
Dette publique, % du PIB	13,3	12,6	12,5	12,3
Balance courante, % du PIB	2,0	2,6	5,5	4,5
Dette externe, % du PIB	39,5	32,9	30,3	27,7
Réserves de change, mds USD	318	347	420	452
Réserves de change en mois d'imports	11,1	10,3	12,8	12,9
Taux de change USDRUB (fin d'année)	60,3	58,3	61,7	60,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Accélération de la croissance au T1 2018

■ PIB réel (g.a., é.g.) — Prix du Brent (USD/b, é.d.)



Sources : Rosstat, Datastream

Sur les cinq premiers mois de l'année, la part des recettes pétrolières et gazières s'est élevée à 45,9% des recettes totales. Hors pétrole et gaz, le déficit du gouvernement fédéral est estimé à 7,1% du PIB (en baisse de 9,7% par rapport à la même période l'année dernière).

Conformément à la règle fiscale sur l'utilisation des excédents de recettes pétrolières pour acheter des devises et ainsi renflouer le fonds de richesse national, le gouvernement a acquis au cours des cinq premiers mois de l'année près de USD 21 mds contre USD 14 mds sur l'ensemble de l'année 2017.



Par ailleurs, afin d'accroître sa marge de manœuvre budgétaire, dans le but notamment d'augmenter ses dépenses en matière d'éducation, de santé et d'infrastructure, le gouvernement vient de soumettre à la chambre basse du parlement deux projets de loi qui prévoient d'augmenter le taux de TVA en 2019 de 18% à 20% (ce qui générerait une hausse des revenus de près de 0,7% du PIB) et de réformer le système de retraites dès 2019.

■ Vers une réforme des retraites

Le gouvernement vient de proposer au parlement de relever progressivement, à partir de 2019, l'âge de départ à la retraite de 60 à 65 ans pour les hommes d'ici 2028 et de 55 à 63 ans pour les femmes d'ici 2034. Une telle réforme permettrait non seulement de réduire le déficit du fonds de retraite mais aussi de réduire les tensions sur le marché du travail en augmentant le nombre d'actifs et ainsi d'accroître la croissance potentielle.

Selon les estimations de l'organisme statistique national, la population en âge de travailler baisserait de 5% d'ici 2024 pour atteindre 79 millions (56% de la population) si aucune réforme n'était mise en place d'ici là. A l'inverse, le relèvement progressif, dès 2019, de l'âge de départ à la retraite permettrait d'accroître le nombre d'actifs de plus de 20 millions (65% de la population) et réduirait la part des retraités à 19,6% de la population totale (contre 28,5% sans réforme).

En 2017, le déficit stricto sensu du fonds de retraite était de 4,2% du PIB. Les dépenses s'élevaient à 9% du PIB alors que les contributions sociales atteignaient seulement 4,9% du PIB, l'écart étant financé par le gouvernement fédéral. La Banque mondiale estime que le coût supporté par le gouvernement pourrait atteindre près de 9% du PIB d'ici 2050 si aucune réforme n'était entreprise.

■ Consolidation de la liquidité extérieure

Au T1 2018, le surplus courant a augmenté de +29% par rapport à l'année dernière. Cette hausse résulte d'une très forte augmentation de la valeur des exportations de pétrole (conjointement à la hausse des prix internationaux car les volumes sont restés relativement stables).

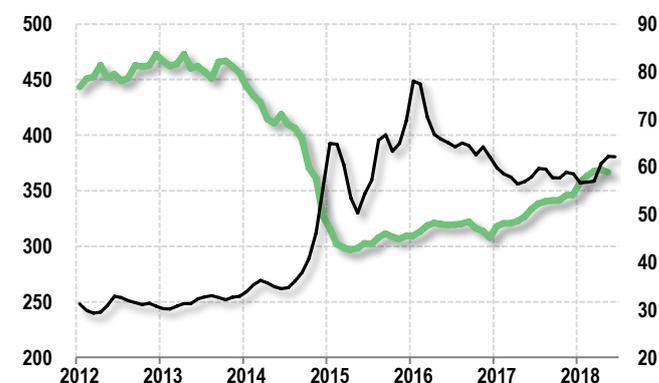
Selon les premières estimations de la banque centrale, ce mouvement s'est poursuivi sur les mois d'avril et mai car le surplus courant aurait atteint plus de deux fois le niveau enregistré l'année dernière à la même période, soit près de USD 50 mds. La valeur des exportations de pétrole aurait renoué avec ses plus hauts de 2014.

Dans le même temps, les sorties nettes de capitaux privés ont augmenté pour atteindre USD 23,3 mds sur les cinq premiers mois de l'année 2018. Ce mouvement reflète toujours les remboursements de dette par les entreprises mais aussi des achats d'actifs étrangers d'investisseurs russes ayant bénéficié d'une hausse de leurs recettes pétrolières.

Sur les cinq premiers mois de l'année, les réserves de change ont augmenté de USD 20 mds pour atteindre plus de USD 376 mds fin mai, soit un niveau très confortable pour faire face au remboursement de dette à horizon des douze prochains mois qui sont estimés à USD 59 mds.

3- Réserves de change et cours du rouble

— Réserves de change (USD mds, é.g.)
— Cours de change du RUB par USD (é.d.)



Source : CBR

■ Durcissement des sanctions américaines : un effet globalement limité

En dépit de la forte hausse des prix internationaux du pétrole, le rouble s'est déprécié de près de 9% face au dollar sur les six premiers mois de l'année. Ce mouvement a été amorcé par l'annonce de nouvelles sanctions à l'encontre de la Russie par le Congrès américain le 6 avril dernier. Tous les actifs de sept oligarques russes, de leurs douze entreprises et de dix-sept membres du gouvernement ont été gelés. De plus, il a été formellement interdit à toutes personnes physique et morale américaine (« US persons ») de réaliser toute opération avec ces entités. L'adoption de ces nouvelles sanctions a généré une forte volatilité sur les marchés russes. Même si les marchés boursiers se sont repris depuis, ce n'est pas le cas le cours du rouble. Les rendements obligataires (en rouble) longs, quant à eux, dépassent de 70 points de base leur niveau antérieur à l'annonce des nouvelles sanctions, mais restent néanmoins à des niveaux historiquement bas (7,7% fin juin).

La dépréciation du rouble pourrait générer des tensions inflationnistes et peser sur la consommation des ménages même si elle est favorable aux entreprises exportatrices. De plus, la mise en place des nouvelles sanctions pourrait peser sur les investissements privés.

En revanche, l'impact des sanctions sur les finances publiques et la position extérieure du pays devrait rester limité.

Les entreprises russes sanctionnées pourraient rencontrer des difficultés à faire face à leurs remboursements de dette en dollars. Néanmoins, la banque centrale a suffisamment de liquidités pour aider les entreprises concernées à faire face à ces contraintes de liquidités. En outre, le ministère des Finances a déjà annoncé qu'une ligne de crédit serait ouverte via Promzvyazbank.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Turquie

Période post-électorale à risque

Suite à la réélection du président Erdogan et à la victoire de l'alliance AKP-MHP aux législatives du 24 juin, les marchés ont salué la fin à court terme de l'incertitude politique. Toutefois, dans un contexte de tensions sur les marchés émergents et de hausse du risque géopolitique, les investisseurs s'inquiètent de la trajectoire économique et politique de la Turquie. Les autorités doivent réagir aux déséquilibres macroéconomiques (inflation, déficit du compte courant) et envoyer un signal clair quant à l'indépendance de la banque centrale. L'annonce du nouveau gouvernement et les premières mesures n'augurent pourtant aucun ajustement de la politique de soutien à la croissance du PIB en dépit des risques macroéconomiques.

■ Stratégie électorale payante

Après quinze années à la tête du pays en tant que Premier ministre (2003-2014) puis président de la République, Recep Tayyip Erdogan et son parti AKP ont remporté les élections générales du 24 juin. En dépit du mécontentement de près de 50% de la population quant à la dégradation du niveau de vie, du fait de l'inflation élevée et de la dépréciation de la livre turque (TRY), l'attachement aux valeurs conservatrices, le renforcement du sentiment national et les questions sécuritaires ont prévalu.

Malgré quelques soupçons de fraudes localisées, la victoire de l'alliance AKP-MHP apparaît sans équivoque, contrairement aux sondages qui prédisaient une possible défaite aux législatives face à une opposition rassemblée. Avec un taux de participation élevé (87%), le président Erdogan a été réélu avec 53% des voix dès le premier tour. L'AKP a perdu la majorité absolue à l'assemblée (295 sièges sur 600 contre 317 sur 550 pour la législature sortante) en n'obtenant que 43% des voix. Mais le parti nationaliste MHP a franchi le seuil fatidique des 10%, offrant la majorité absolue à la coalition, malgré la concurrence du Bon parti (émanation récente du MHP, soutenue pour ces élections par le parti kémaliste CHP) et la bonne performance du parti pro-kurde HDP (12%). Le CHP, second et en léger retrait avec 23% des voix, complète le tableau d'une Grande assemblée composée de cinq forces politiques.

L'érosion observée ces derniers mois dans les enquêtes d'opinion de la base électorale de l'AKP et de la popularité du président valide *a posteriori* la stratégie d'anticiper les élections initialement prévues en novembre 2019. D'autant plus que ce scrutin officialise l'entrée en vigueur de la réforme constitutionnelle, adoptée par referendum en avril 2017, qui renforce les prérogatives du président, à la fois chef de l'Etat, du gouvernement, du parti dominant, et doté d'un pouvoir de nominations étendu, notamment au sein de la justice. Le corolaire est la levée probable le 19 juillet de l'état d'urgence, deux ans après la tentative de coup d'Etat. Reste à voir comment le régime présidentiel, qui permet au président Erdogan de légiférer par décrets, va se différencier en pratique de l'état d'urgence, et quel sera le poids de l'opposition au sein d'une assemblée affaiblie.

■ Investisseurs inquiets, marchés volatils

Rassurés, dans une certaine mesure, par la fin de l'instabilité politique à court terme et des spéculations quant à l'éventualité d'une cohabitation inédite, les investisseurs attendent toujours des signaux forts en matière de politique économique.

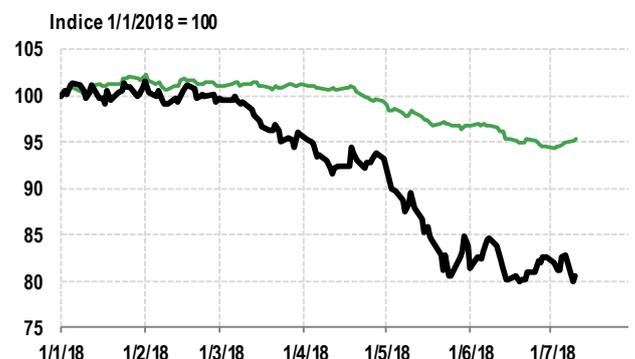
1-Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle (%)	3,2	7,4	4,5	4,0
Inflation moyenne (IPC, %)	7,8	11,1	12,4	10,3
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,1	-1,5	-2,2	-1,9
Dette publique / PIB (%)	27,5	27,8	27,1	26,7
Solde courant / PIB (%)	-3,8	-5,6	-7,0	-5,5
Dette extérieure / PIB (%)	46,9	51,4	54,4	56,8
Réserves de change, mds USD	90,6	82,6	75,0	72,0
Réserves de change, en mois d'imports	5,1	4,0	3,2	3,0
Taux de change USDTRY (fin d'année)	3,5	3,8	4,6	5,1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Forte dépréciation de la livre turque contre le dollar US

— USDTRY — USD contre un panier de 30 devises émergentes



Sources : Datastream, BNP Paribas

Dans un contexte de tensions sur les marchés émergents depuis mars 2018, sur fond de hausse du dollar et des taux aux Etats-Unis, de tensions commerciales, d'augmentation des prix du pétrole et des risques géopolitiques, la Turquie a de nouveau fait figure de « suspect habituel ». Alors que les déséquilibres macroéconomiques internes (inflation) et externes (déficit de la balance du compte courant) s'accroissent, les nouvelles mesures pré-électorales de soutien à l'activité économique, les pressions sur la banque centrale pour baisser les taux d'intérêt et l'incertitude quant aux résultats des élections ont suscité l'inquiétude des investisseurs.

Le taux de change effectif réel est au plus bas depuis la crise financière de 2001. Au cours des trois derniers mois, la livre turque



s'est dépréciée de 16% par rapport au dollar US et l'indice de la bourse d'Istanbul a chuté de 18%. Dans le même temps, les taux obligataires à 2 ans ont grimpé de 450 points de base (pb), dans le sillage du tardif mais significatif resserrement monétaire opéré par la banque centrale, et les primes de CDS à 5 ans sur les obligations souveraines en devises ont augmenté de 110 pb. Les sorties nettes d'investissement de portefeuille de la part des non-résidents ont atteint USD 1,3 md entre fin mars et fin juin (-USD 1,1 md sur le marché obligataire et -USD 0,2 md sur le marché actions).

La hausse des taux d'intérêt domestiques n'a pas renforcé les positions de *carry trade*, en baisse même depuis mars à environ USD 25 mds. Les inquiétudes liées à la volatilité du taux de change n'ont pas généré de fuite vers la devise de la part des épargnants locaux ou des déposants non-résidents au cours des derniers mois. Les dépôts bancaires en devises exprimés en livre turque ont augmenté de 18% au premier semestre et sont donc demeurés stables en dollar. Dans le même temps, les dépôts en monnaie locale ont progressé de 5%. A 46% fin juin, le taux d'euro-dollarisation des dépôts reste cependant élevé

■ Pas de changement de politique économique en vue

L'annonce le 9 juillet du nouveau cabinet, composé essentiellement de proches du président et d'aucun ténor tenant d'une politique économique orthodoxe et/ou issus du secteur privé, n'est pas de nature à rassurer les marchés. La doctrine de la croissance économique à tout prix et des taux d'intérêt bas prédomine toujours et la relance des réformes structurelles n'est pas à l'ordre du jour. De plus, le ralentissement économique et la perspective des élections municipales en mars 2019 plaident pour le maintien du stimulus budgétaire.

La croissance du PIB, restée très forte jusqu'au T1 2018 (+7,4%), devrait s'infléchir. Les indices de confiance sont en baisse. La production industrielle ralentit, et l'indice PMI manufacturier est inférieur à 50 (seuil entre expansion et contraction) depuis avril 2018. La croissance du crédit bancaire en volume a fortement décéléré depuis le pic d'octobre 2017, compte tenu de la réduction du fonds de garantie du crédit et de la hausse des taux. Le déficit courant (6,6% du PIB en mai), creusé par la hausse du prix du pétrole et des importations d'or, pourrait se stabiliser, aidé par les recettes touristiques.

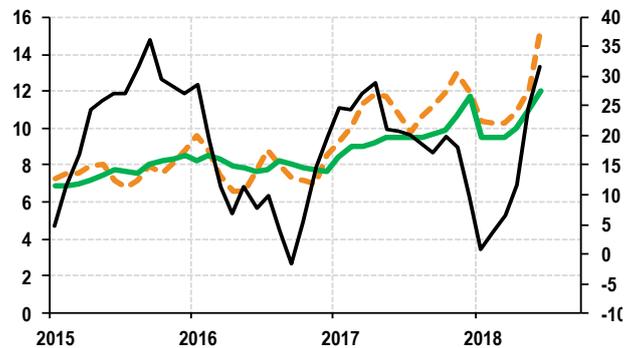
Politique monétaire : banque centrale sous pression

La crédibilité de la politique monétaire pourrait de nouveau être testée. Le contexte financier n'est pas propice à un desserrement des conditions monétaires, bien au contraire. Mais le premier décret présidentiel amendant la loi sur la banque centrale (CBRT) accredité l'hypothèse d'une remise en cause de l'indépendance de l'institution monétaire, d'un possible remplacement du gouverneur Murat Çetinkaya, et donc d'une baisse prochaine des taux d'intérêt.

Placée entre le marteau (les marchés) et l'enclume (le gouvernement), la CBRT a tergiversé avant de remonter ses taux d'intérêt fin mai. Elle a cherché à préserver la liquidité en devises du secteur privé en ajustant son mécanisme optionnel de réserves obligatoires en devises, en renforçant son programme de ventes à terme de devises et en permettant aux entreprises exportatrices de

3- Envolée de l'inflation

— Inflation (% g.a.) — Anticipations d'inflation en fin d'année (% g.a.)
— Variation du taux de change contre euro-dollar (% g.a., é.d.)



Sources : Turkstat, BNP Paribas

rembourser leurs crédits d'escompte en livre turque à un taux de change prédéfini plutôt qu'en devises. La CBRT a finalement augmenté son taux supérieur de refinancement (*late liquidity window rate*) de 300 pb à 16,5% et annoncé la simplification de ses instruments de taux et de ses opérations d'*open market*, attendue depuis près de trois ans. Dans ce cadre, le taux repo à une semaine, maintenu à 8% depuis novembre 2016, est redevenu le 1^{er} juin le taux directeur effectif, porté à 16,5% puis 17,75% le 7 juin. L'ensemble de la courbe de taux a été relevée significativement, avec un taux interbancaire à 3 mois désormais proche de 19% et des taux obligataires à 2 ans à plus de 20%, un niveau record depuis la crise financière internationale de 2008.

Le taux d'inflation a atteint un plus haut depuis 2003 à 15,4% g.a. en juin, compte tenu d'un effet de base important et de la poussée des prix énergétiques et alimentaires. L'inflation sous-jacente est désormais de 14,6% et les prix à la production ont flambé de 23,7% g.a. en juin, tirés notamment par la dépréciation de la livre turque. La dernière enquête de la CBRT indique que les anticipations d'inflation ont augmenté de nouveau, à 12% pour la fin d'année, 10,5% dans 12 mois et 9,1% dans 24 mois.

Politique budgétaire : pas d'austérité à court terme

La politique budgétaire devrait demeurer expansionniste dans les prochains mois. Le solde budgétaire primaire, désormais déficitaire, accroît les besoins de financement de l'Etat dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Le taux de refinancement de la dette publique est aujourd'hui de 120%. Le montant des tombées de dette publique en devises (et en monnaie locale) est relativement modéré à court terme (3 mois), de même pour le secteur privé, ce qui devrait atténuer les pressions sur la liquidité en devises.

Toutefois, le risque de crédit augmente. Les demandes de restructuration de dettes bancaires par les entreprises ont atteint environ USD 20 mds cumulés au S1 2018 selon Global Source Partners. La levée de l'état d'urgence ira de pair avec un dégel de la procédure de mise en liquidation d'entreprises, et donc une possible hausse significative des faillites officiellement répertoriées.

Sylvain Bellefontaine

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com



Slovénie

Perspectives favorables

L'activité économique a rebondi significativement en 2017, notamment grâce à l'investissement productif et au dynamisme des exportations. A court terme, la consommation privée devrait aussi être un soutien important à la croissance. Dans ce contexte favorable et grâce à la modération des dépenses, l'équilibre budgétaire a été atteint et la dette publique est en baisse. Cette tendance devrait se poursuivre au moins à court terme, avec notamment la réduction du service de la dette. La situation du secteur bancaire s'améliore même si l'activité de crédit reste faiblement dynamique. Les principaux facteurs de vulnérabilité de la Slovénie sont liés aux perspectives économiques en zone euro, et à l'incertitude politique qui fait suite aux élections de juin dernier.

■ Une croissance économique soutenue

A l'image des autres pays des Balkans occidentaux, la croissance économique slovène a été soutenue en 2017. Le PIB réel a crû de 5% (+3,1% en 2016) grâce au rebond de l'investissement productif (+10,3%, principalement en biens d'équipement) et des exportations (+10,6%). L'économie slovène, qui dispose d'un marché intérieur réduit (2,1 millions d'habitants), a bénéficié du cycle favorable de ses principaux marchés d'exportation. Plus de la moitié de ses exportations sont destinées à la zone euro (19% vers l'Allemagne), et une majeure partie des biens exportés sont à haute valeur ajoutée (notamment des biens d'équipement et des produits pharmaceutiques), et bénéficient de marchés de niche. La part de la haute technologie dans le total des exportations de biens est passée de 9,3% en 2007 à 11,8% en 2017. Grâce à ce positionnement spécifique et à la modération des salaires réels (au moins jusqu'au S1 2017), la Slovénie a regagné les parts de marché à l'exportation perdues après la crise de 2008. Entre 2007 et 2012, la part de marché slovène dans le commerce mondial avait chuté de 20%, et de 5% dans le commerce intra-européen.

Etant donné les perspectives économiques un peu moins favorables en zone euro en 2018, la croissance slovène pourrait légèrement ralentir (4,7%) mais devrait rester soutenue. La croissance enregistrée au cours du T1 2018 ne montre pas de réel signe de fléchissement (+4,9% en rythme annuel). La baisse continue du taux de chômage (8,3% de la population active en avril 2018 contre 10,8% fin 2016) et la hausse des salaires devraient stimuler la consommation intérieure. Les salaires réels sont clairement repartis à la hausse depuis le T4 2018 (+3,3% a/a en moyenne par rapport à 1,8% en 2016). Par ailleurs, la progression du crédit aux ménages (+6% g.a. en mai 2018) devrait être un autre élément de soutien de la demande des ménages. Une des principales incertitudes concernant les perspectives de la demande intérieure est liée à l'évolution des dépenses publiques. Les difficultés du parlement nouvellement élu à former une majorité en vue d'un gouvernement sont plutôt des facteurs de modération des dépenses budgétaires. A contrario, le cycle électoral en cours (des élections locales sont prévues en novembre 2018) pourrait favoriser un regain d'investissements publics.

Dans ce contexte d'accélération de la croissance, l'inflation est restée faible (1,6% en moyenne en 2017), proche de la moyenne de la zone euro. La progression attendue de la consommation privée et l'augmentation des prix de l'énergie devraient modérément accroître les pressions inflationnistes en 2018 et 2019. Par ailleurs, avec la

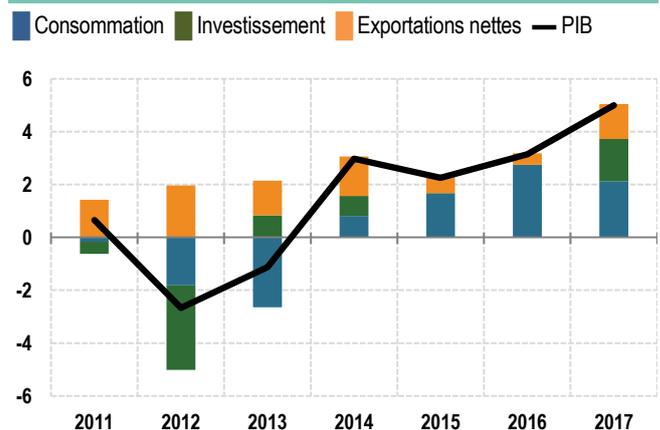
1-Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	5,0	4,7	3,6
Inflation, HICP, var. annuelle, %	-0,2	1,6	1,9	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-1,9	0,0	0,5	0,4
Dette du gouvernement, % du PIB	79	74	69	65
Balance courante, % du PIB	5,2	6,4	6,6	5,2
Dette externe, % du PIB	106	105	99	96

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2-Contributions à la croissance du PIB

PIB réel en g.a., % et contributions en p.p



Source : BNP Paribas

baisse du chômage, certaines tensions sont apparues sur le marché du travail, et le taux d'emplois vacants par rapport au nombre de chômeurs est en hausse. Ceci pourrait favoriser une hausse des coûts salariaux dans certains secteurs.

■ Amélioration sensible des finances publiques

Après plusieurs années de déficits importants (6% du PIB en moyenne entre 2012 et 2016), l'équilibre budgétaire a été atteint en 2017. Le solde primaire, positif depuis 2015, a atteint 2,5% du PIB en 2017. L'accélération de la croissance a eu un effet positif sur l'ensemble des revenus fiscaux (+6,5% en nominal), et plus particulièrement sur les recettes de la fiscalité des entreprises, dont le taux d'imposition sur les bénéfices est passé de 17% à 19%. Cependant, c'est surtout la modération des dépenses budgétaires qui a ramené le budget à l'équilibre. En 2017, les dépenses



budgétaires totales étaient équivalentes à 43% du PIB contre 50% en 2014. L'investissement public avait baissé de 50% en 2016 et a progressé de 13% en 2017. Les fonds européens ont permis cette modération des dépenses d'investissement. Par ailleurs, l'amélioration des fondamentaux économiques et une gestion active de la dette ont permis une baisse du service de celle-ci. De 3,2% du PIB en 2014 et 2015, le service de la dette a atteint 2,5% du PIB en 2017. A court terme, le budget pourrait être légèrement en excédent grâce aux bonnes perspectives de croissance et à une baisse de la charge d'intérêt.

Dans ce contexte favorable, la dette du gouvernement s'est réduite (de 83% du PIB en 2015 à 74% en 2017) mais reste élevée. Elle est inférieure à la moyenne de la zone euro (91,5% du PIB en 2017). Cette orientation à la baisse devrait se poursuivre (65% en 2019) grâce aux excédents budgétaires primaires et à une croissance économique soutenue. La dette du gouvernement inclut les émissions liées à la constitution de la structure de défaillance des actifs bancaires en difficulté et la constitution d'un matelas de liquidités. En effet, le gouvernement a saisi l'opportunité d'un coût de financement favorable pour se constituer une réserve de liquidités équivalente à environ 12% du PIB. Par ailleurs, les garanties du gouvernement envers les secteurs financier et non financier sont en déclin. Elles équivalaient à 15% du PIB en 2017 par rapport à 23% en 2013.

En 2017, la dette du gouvernement était libellée à 88% en euros et à 12% en dollars. Afin de réduire le service de la dette (ainsi que le coût de la protection contre le risque de change), le gouvernement réduit la dette en USD en l'échangeant contre des titres en euros. Selon le ministère des Finances, le service de la dette externe (intérêt et principal) atteignait 60% et 35% du service total en 2018 et 2019 respectivement. Il sera significativement réduit à partir de 2020 et deviendra résiduel à partir de 2025.

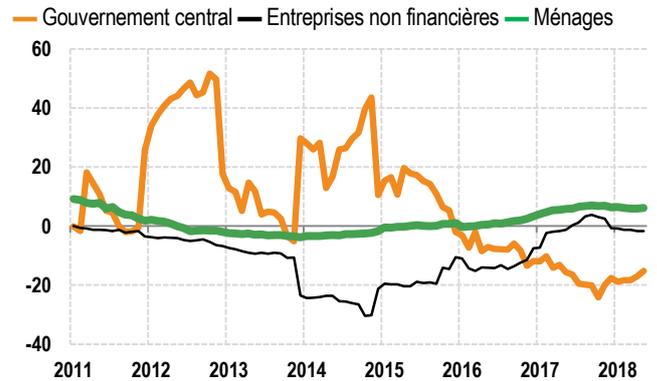
■ Rétablissement progressif du secteur bancaire

Le secteur bancaire slovène a été fortement affecté par la crise financière de 2008 en raison notamment du niveau trop élevé de l'endettement des entreprises. Les trois plus grandes banques ont été recapitalisées et un volume important de créances douteuses a été transféré à une structure de défaillance (BAMC). Actuellement, la part de marché des banques publiques est de 44%. Le montant des créances douteuses logées au BAMC est estimé à EUR 5 mds, soit 12% du PIB.

Le crédit intérieur était en progression de 3,9% (g.a.) en mai 2018, entraîné principalement par le crédit aux ménages (+6% a/a) qui représente environ 40% du crédit intérieur total. Après un retour en territoire positif dans la deuxième moitié de 2017, grâce à l'achat de biens d'équipement, le crédit aux entreprises est de nouveau en baisse (-1,7% g.a. en mai 2018). Pour le moment, les entreprises continuent de privilégier leurs ressources propres pour financer leurs investissements. Après les excès des années 2000, l'endettement des agents économiques atteint actuellement des niveaux raisonnables. Fin 2017, l'endettement des entreprises atteignait 49% du PIB (85% en 2009) et celui des ménages s'élevait à 27% du PIB. Du côté des ressources bancaires, leur structure

3- Crédit bancaire

g.a. en %



Source : BNP Paribas

continue de s'améliorer. Tandis que les dépôts des agents non bancaires représentaient environ 50% des ressources bancaires totales en 2011, elles s'élevaient à 73% en février 2018.

Etant donné une meilleure conjoncture économique, des effacements de dette et des transferts au BAMC, la qualité des actifs bancaires s'améliore. Cependant, le ratio des créances douteuses reste à un niveau assez élevé (6,9% à fin 2017 selon la BCE). Celles-ci sont principalement concentrées sur le portefeuille de prêts aux PME.

Les perspectives économiques slovènes sont favorables mais restent vulnérables à un certain nombre d'éléments. La hausse des taux d'intérêt en zone euro aura a priori des conséquences limitées. L'endettement des entreprises est modéré. Même si l'Etat continue de supporter une dette élevée, le processus de baisse de la charge de la dette ne devrait pas être remis en cause. La conjoncture européenne est une autre source d'incertitude, et la Slovénie serait négativement affectée par un ralentissement du commerce intra-européen. Enfin, l'incertitude politique actuelle obscurcit quelque peu l'horizon, même si la nécessité de bâtir une coalition gouvernementale assez large réduit le risque d'un brusque changement de la politique économique.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Malaisie

Revirement budgétaire risqué

Le gouvernement nouvellement élu de Mahatir Mohamed hérite d'un pays aux fondamentaux macroéconomiques solides en dépit de sa vulnérabilité à l'environnement extérieur. Au 1^{er} trimestre 2018, la croissance est restée robuste et les perspectives sont favorables. Néanmoins, certains risques augmentent. Les incertitudes qui entourent la politique fiscale pourraient peser sur les investissements publics et privés. Par ailleurs, la suppression de la taxe sur les biens et services et le gel des prix sur le diesel pourraient entraîner une hausse du déficit budgétaire dès l'exercice 2018. Le nouveau gouvernement devrait toutefois parvenir à mettre fin à la détérioration de l'environnement des affaires observée depuis cinq ans.

■ La croissance reste robuste

En 2017, la croissance économique en Malaisie a fortement rebondi à 5,9% (contre 4,2% en 2016), soit un rythme supérieur à son potentiel estimé à 5,3% selon le FMI.

Au premier trimestre 2018, l'activité est restée robuste (+5,5% en glissement annuel), bien qu'en légère décélération par rapport à l'année précédente. La croissance a été soutenue par le dynamisme de la consommation privée (+6,8% en g.a.), elle-même favorisée par le ralentissement de l'inflation (+1,8% en g.a. au T1 2018 contre 3,8% en 2017) et la bonne tenue du marché de l'emploi. Dans le même temps, la contribution des exportations nettes à la croissance a fortement augmenté conjointement à la baisse des importations. En revanche, les investissements ont diminué de 0,1% en g.a., reflet d'un effet de base défavorable et des incertitudes qui prévalaient à la veille des élections.

Les perspectives de croissance restent bien orientées, même si les mesures fiscales annoncées par le nouveau gouvernement, élu en mai, pourraient peser sur l'activité économique au cours des deux prochaines années. En effet, alors que les mesures prises en faveur d'une hausse des revenus disponibles des ménages devraient soutenir la consommation privée, les investissements pourraient être découragés par un environnement plus incertain.

La suppression de la taxe sur les biens et services au 1^{er} juin 2018 (mise en place en 2015) et la réinstauration de subventions sur les prix de l'essence devraient soutenir la consommation des ménages. Néanmoins, certaines zones d'ombres subsistent quant au rétablissement de l'ancienne taxe sur les services à l'automne. Par ailleurs, le gouvernement a d'ores et déjà prévu de renégocier, voire de supprimer, certains gros projets d'investissements publics pour contenir le risque de dérapage budgétaire induit par la baisse des recettes budgétaires et la hausse des dépenses sociales. L'incertitude sur l'exécution de certains travaux pourrait également peser sur les investissements étrangers.

■ Risque de dérapage budgétaire

En 2017, pour la huitième année consécutive, le déficit budgétaire a diminué pour atteindre 3% du PIB (alors qu'il s'établissait à 6,7% en 2009). Par ailleurs, même si la dette publique reste relativement élevée, elle a baissé de 3,7 points de pourcentage (pp) à 50,8% du PIB depuis son point haut de 2015, reflet de la politique de rigueur adoptée par le précédent gouvernement.

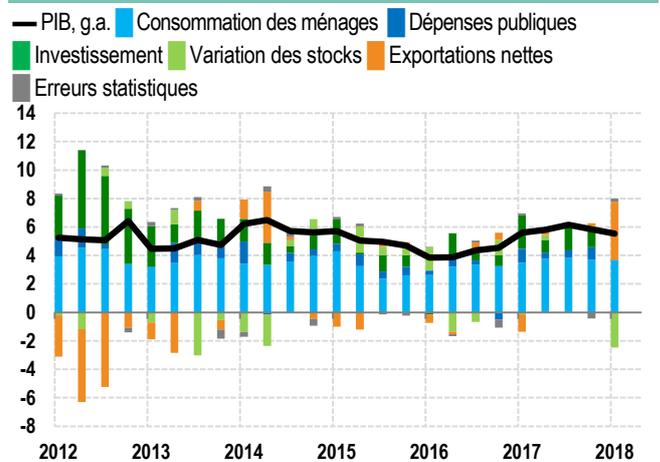
1-Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	4,2	5,9	5,4	5,2
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,1	3,8	2,1	2,9
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-3,0	-3,1	-3,4
Dette des adm. publiques, % du PIB	52,7	50,8	53,6	53,9
Balance courante, % du PIB	2,4	3,0	3,3	3,1
Dette externe, % du PIB	74,2	65,0	56,2	52,0
Réserves de change, mds USD	91	99	108	113
Réserves de change, en mois d'imports	5,6	5,4	5,4	5,4
Taux de change USDMYR (fin d'année)	4,1	4,3	4,0	3,9

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance robuste au T1-18 bien qu'en légère décélération

PIB en g.a. en % et contributions à la croissance en points de pourcentage (pp)



Source: CEIC

La consolidation des finances publiques résulte d'une baisse des dépenses de 1,1 pp, à 19,4% du PIB, et en particulier des dépenses courantes. Le ratio des recettes budgétaires rapportées au PIB a diminué constamment pour être ramené à 16,3% en 2017, reflet de la forte baisse des recettes pétrolières qui n'a été que partiellement compensée par la hausse des prélèvements indirects.

Cette consolidation pourrait toutefois être fragilisée par l'adoption de mesures fiscales en faveur des ménages par le nouveau gouvernement de Mahatir Mohamed.



La suppression de la taxe sur les biens et services réduira la base fiscale. En 2017, cette taxe avait rapporté l'équivalent de 3,3% du PIB (20% des revenus). A titre de comparaison, les recettes issues de la taxe sur les services (supprimée au profit de la taxe sur les biens et services en 2015) ne s'élevaient en 2015 qu'à 1,6% de PIB. La suppression de la taxe sur les biens et services au 1^{er} juin réduirait, selon les estimations du gouvernement, les recettes budgétaires de 1,4% du PIB en 2018 (en supposant qu'il réintroduise, comme il l'a annoncé, la taxe sur les services dès septembre 2018). La perte serait supérieure à 1,7% du PIB en 2019.

Par ailleurs, le gouvernement a annoncé la réintroduction de subventions sur le prix de l'essence. Or, leur suppression en décembre 2014, par le gouvernement précédent, avait permis de réduire les dépenses de 1,8% du PIB. Néanmoins, à ce jour, le gouvernement n'a annoncé qu'un gel des prix d'une certaine catégorie de diesel, ce qui pourrait limiter le coût à 0,2% du PIB.

Le gouvernement prévoit de compenser les pertes de revenus en réduisant fortement les dépenses d'infrastructure initiées par le gouvernement précédent. Néanmoins, à ce jour, le détail de cette mesure n'a pas encore été divulgué.

En 2018, la forte hausse des revenus du pétrole permettra de compenser en partie les baisses de revenus. Mais cela pourrait ne pas être suffisant pour contenir le déficit budgétaire sous le seuil des 3% du PIB, même si le nouveau gouvernement a annoncé qu'il respecterait la cible de 2,8% du PIB fixée par le gouvernement précédent. En outre, cela augmentera la dépendance aux recettes pétrolières.

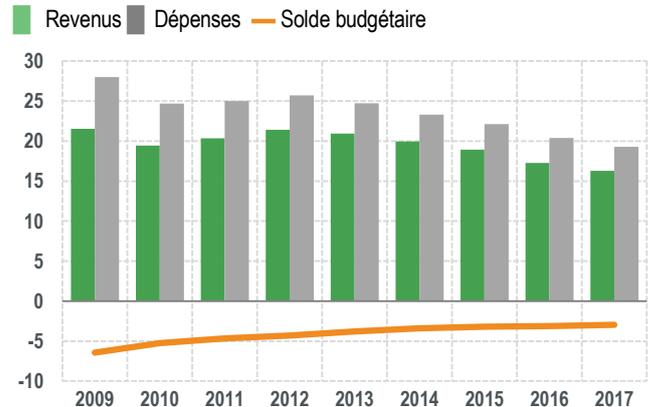
■ Légères tensions sur la balance des paiements

La Malaisie est très vulnérable à l'environnement extérieur en raison de son degré d'ouverture élevé (135,8% du PIB) et de l'importance des investisseurs étrangers sur les marchés d'actions et d'obligations. Ces derniers détenaient 28% des actions malaises fin mai 2018 et 27,1% de la dette obligataire du gouvernement fin 2017. Au T1 2018, les engagements de la Malaisie vis-à-vis de l'étranger s'élevaient à 128,7% du PIB. Le stock d'investissements de portefeuille détenus par les investisseurs étrangers, bien qu'en baisse de 11 points de pourcentage depuis 2013, à 49,2% du PIB, restait relativement élevé par rapport aux autres pays d'Asie (26,6% du PIB en Indonésie, 36,5% du PIB en Thaïlande, 50,5% du PIB en Corée et 10,6% du PIB en Inde) et représentait plus de trois fois les réserves de change du pays.

La Malaisie n'a pas été épargnée par le mouvement de défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis des pays émergents d'Asie depuis le mois d'avril. En effet, même si le pays profite de l'augmentation des prix internationaux du pétrole, les investisseurs étrangers s'inquiètent des risques de dérapage budgétaire avec l'arrivée du nouveau gouvernement. Ainsi, entre avril et mai, la part de la dette détenue par les investisseurs étrangers a diminué de 9% et les rendements à dix ans ont augmenté de 30 points de base à 4,2%. Néanmoins, à ce jour les tensions sur le ringgit restent encore contenues par rapport aux autres pays car la hausse du surplus courant compense en partie les sorties de capitaux.

3- Finances publiques : consolidation depuis 2010

% du PIB



Source : CEIC

Au T1 2018 le solde courant a atteint près de USD 15 mds (4,4% du PIB annualisé) sous l'impulsion d'une très forte hausse du surplus commercial (+2,9 pp à 8,7% du PIB). Par ailleurs, les premières statistiques du deuxième trimestre confirment le dynamisme des exportations.

Ainsi, en dépit des sorties de capitaux, les réserves de change n'ont enregistré qu'un modeste recul et, à fin juin, le ringgit s'était déprécié de moins de 5% contre le dollar depuis le mois d'avril.

■ Vers une amélioration de l'environnement des affaires ?

Pour la première fois depuis l'indépendance du pays en 1957, le parti au pouvoir, le Barisan Nasional, dirigé par Najib Razak, a perdu les élections au profit du parti de coalition, le Pakatan Harapan, dirigé par M. Mahatir. Ce dernier a par ailleurs obtenu la majorité à la chambre basse du parlement en remportant 113 sièges sur 222.

Cette victoire électorale a généré une certaine inquiétude sur le plan budgétaire mais elle pourrait permettre d'améliorer l'environnement des affaires qui s'est constamment dégradé depuis 2012, même s'il reste meilleur que dans les autres pays de l'ASEAN.

Selon l'enquête *Doing Business* de la Banque mondiale, le pays était classé en 2017, 24^e sur 189, alors qu'il atteignait la 8^e place cinq ans plus tôt. En termes de gouvernance, toujours selon la Banque mondiale, la Malaisie a perdu 15 places en 2017 et se classe désormais à la 79^e place sur 211 pays (la Corée étant classée 53^e). Les deux principaux points de faiblesse sont la liberté d'expression et la lutte contre la corruption. Sur ce dernier point, selon Transparency International, la Malaisie était classée 62^e sur 180 pays en 2017 soit huit places de moins qu'en 2012.

L'arrivée au pouvoir de M. Mahatir pourrait inverser cette tendance car il a fait de la lutte contre la corruption l'un des éléments clés de sa campagne électorale.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Philippines

Attention à la surchauffe

La croissance philippine devrait de nouveau progresser de 6,7% en 2018, un rythme proche de son potentiel. Des signes de surchauffe sont apparus : l'inflation a progressé et se situera en 2018 en dehors de la fourchette cible de la banque centrale, tandis que le déficit courant se creuse légèrement. A court terme, les risques de surchauffe sont néanmoins contenus et les Philippines bénéficient de solides fondamentaux macroéconomiques. Mais une gestion rigoureuse de la politique économique sera nécessaire pour minimiser les risques de dérapage.

■ Croissance robuste

L'économie philippine est l'une des plus dynamiques d'Asie. Le PIB a progressé de 6,8% au T1 2018, une performance comparable à celle des cinq dernières années (plus de 6,6% en moyenne entre 2012 et 2017, et 6,7% en 2017). La tendance se prolongera en 2018 et 2019, avec une croissance de 6,7% et 6,6% respectivement, tirée par une demande interne robuste. La consommation des ménages, principal contributeur à la croissance, sera soutenue par les transferts des travailleurs expatriés et l'amélioration des conditions sur le marché du travail. En revanche, l'effet de l'augmentation des transferts sociaux (qui fait partie du plan gouvernemental de réduction de la pauvreté) sera, au moins partiellement, compensé par l'instauration ou l'augmentation des taxes sur un ensemble de biens de consommation. L'investissement (public et privé) restera également dynamique, principalement grâce à l'ambitieux projet gouvernemental d'amélioration des infrastructures « *Build, Build, Build* ». Dans le cadre de ce plan, les dépenses d'investissement public devraient représenter près de 7% du PIB chaque année jusqu'en 2022, à la fin du mandat.

Depuis son arrivée au pouvoir en 2016, le gouvernement Duterte s'est en effet fixé d'ambitieux objectifs : augmenter l'attractivité du pays, réduire la pauvreté et réformer en profondeur le système fiscal du pays. L'ambition économique du gouvernement contraste avec les méthodes radicales employées dans d'autres domaines, notamment dans la lutte contre la drogue et la corruption, ou encore les relations internationales.

Dans le cadre de la réforme fiscale appliquée depuis le 1^{er} janvier 2018, l'impôt sur le revenu des particuliers a été réduit, et les taxes sur les carburants, les voitures, le tabac, l'alcool et les boissons sucrées ont augmenté. Cette réforme a pour objectif d'augmenter les recettes fiscales de 15,2% du PIB en 2017 à 17,7% en 2022. Le deuxième volet de la réforme, qui n'a pas encore été voté, vise à réduire le taux d'imposition des sociétés (de 30% à 25%) tout en modernisant les dispositifs d'incitations fiscales à l'investissement et en supprimant les exonérations et privilèges fiscaux jugés excessifs. Le déficit public devrait augmenter à court terme mais rester contenu (à 2,8% du PIB en 2018, et inférieur à 3% d'ici 2022).

Les solides fondamentaux philippins permettent la mise en place d'une politique expansionniste : la dette publique devrait être inférieure à 40% du PIB en 2018 pour la première fois depuis plus de vingt ans (et la part de la dette libellée en devises s'est stabilisée autour de 30% du total), et les larges excédents courants

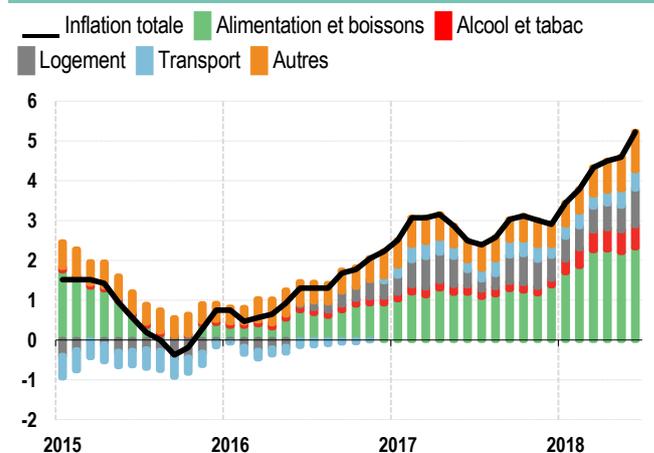
1-Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	6,9	6,7	6,7	6,6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1,8	3,2	4,3	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-2,2	-2,8	-2,9
Dette du gouvernement, % du PIB	42,1	41,7	39,7	39,5
Balance courante, % du PIB	-0,4	-0,8	-1,2	-1,0
Dette externe, % du PIB	24,5	24,3	24,0	24,2
Réserves de change, mds USD	80,7	81,6	81,0	80,8
Réserves de change, en mois d'imports	9,5	8,6	7,3	6,9
Taux de change USDPHP (fin d'année)	49,8	52,0	54,5	53,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- L'inflation accélère

Inflation totale en g.a. en % et contributions en points de pourcentage (pp)



Source : Banque centrale

systématiquement enregistrés entre 2003 et 2015 ont permis d'accumuler des réserves de change. Celles-ci se situent actuellement à de confortables niveaux et sont une protection contre la détérioration de la balance courante.

Dans le même temps, l'inflation a accéléré au cours des derniers mois, atteignant 5,2% en juin 2018, le plus haut point depuis près de dix ans. Celle-ci restera supérieure à sa moyenne de long terme dans les prochains trimestres. La baisse du taux de chômage (à 5,1% au T1, un des plus bas taux enregistrés depuis plusieurs décennies) et la hausse du taux d'utilisation des capacités de



production indiquent que l'économie est proche de son potentiel de croissance (estimé à 7% par le FMI).

■ L'accélération de l'inflation est temporaire

En 2018, l'inflation devrait s'établir à 4,3% en moyenne (après 3,2% en 2017), soit au-delà de la fourchette fixée par la banque centrale, comprise entre 2% et 4%. Les pressions inflationnistes observées au cours des derniers mois ne devraient cependant pas représenter de risque à court terme. L'accélération des prix est principalement liée au redressement des prix internationaux des matières premières, ainsi qu'à des facteurs temporaires, dont les effets devraient s'atténuer d'ici la fin 2019¹.

La hausse des composantes de l'inflation sous-jacente ne présente pas d'accélération aussi marquée. La progression des salaires réels est stable depuis 2012 et le taux de participation au marché du travail est en légère baisse depuis 2016. Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production est en hausse continue depuis 2010, mais l'amélioration des infrastructures, et l'aboutissement des différents projets actuellement en cours, ainsi que l'évolution démographique de la population aux Philippines², devraient contribuer à atténuer les risques de surchauffe.

Au cours des réunions de politique monétaire des mois de mai et juin, la banque centrale a relevé son taux directeur, de 25 points de base à chaque fois, à 3,5%. La hausse du mois de mai était la première depuis le mois de juin 2016. Dans son dernier communiqué, la banque centrale évoque des anticipations d'inflation élevées, ainsi que le risque de pressions inflationnistes provenant de futures hausses salariales, pour justifier une deuxième hausse de taux consécutive. Enfin, le communiqué indique que la banque centrale se tient prête à intervenir de nouveau si nécessaire, en citant notamment le prix élevés des matières premières.

Compte tenu de la politique budgétaire expansionniste et des incertitudes politiques qui pourraient alimenter des pressions à la baisse sur le peso (qui pourraient se traduire par de l'inflation, bien que la propagation «*pass through*» soit limitée aux Philippines d'après les études réalisées par la banque centrale), un nouveau resserrement de la politique monétaire est probable d'ici à la fin de l'année.

■ La vulnérabilité extérieure reste faible

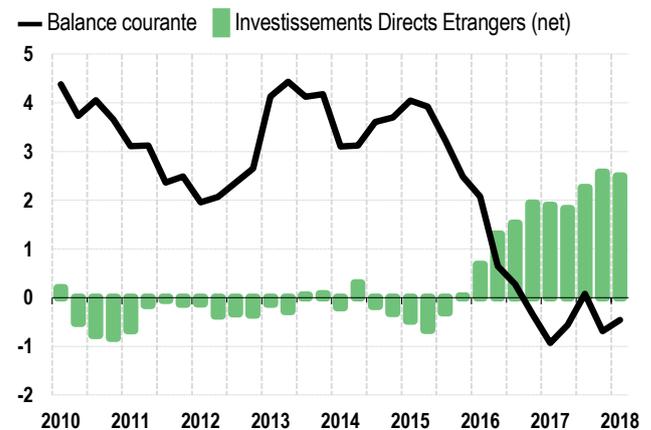
Les importations augmentent à un rythme soutenu (plus de 10% en termes réels en 2016 et 2017) et devraient continuer à progresser rapidement à court terme. Le déficit commercial (qui représente près de 11% du PIB au T1 2018, après 10% en moyenne en 2016 et 2017) est cependant compensé par le large excédent de la balance des services (grâce aux recettes liées aux activités d'externalisation de services et du tourisme) et surtout par l'afflux de revenus liés aux transferts des travailleurs expatriés. Au total, après

¹ Notamment, dans le cadre de la réforme fiscale, l'augmentation des taxes sur le carburant et un ensemble de biens de consommation. Les coûts de transports et l'alimentation représentent près de 50% du panier de l'indice des prix à la consommation.

² La part de la population en âge de travailler augmente aux Philippines, à l'inverse des autres pays de l'ASEAN, qui doivent faire face à une population vieillissante.

3- Les IDE couvrent largement le déficit courant

Glissement sur 4 trimestres, en % du PIB



Source : Banque centrale

avoir affiché un excédent de 3% du PIB en moyenne entre 2003 et 2015, la balance courante est légèrement déficitaire depuis 2016 (0,4% du PIB, puis 0,8% en 2017).

Cela dit, le creusement du déficit courant ne représente pas une vulnérabilité à court terme : d'une part, plus du tiers des importations est composé de biens d'équipement destinés aux différents projets d'infrastructure en cours. D'autre part, le déficit courant reste contenu et ne devrait pas dépasser 1% du PIB en 2019-2020. Enfin, l'afflux d'investissements directs étrangers (IDE) continuera de couvrir le déficit courant, comme en 2016 et 2017. Bien qu'encore inférieures à la moyenne des pays de l'ASEAN, les entrées brutes d'IDE ont rapidement progressé au cours des derniers trimestres : elles représentaient 3% du PIB au T1 2018 (après 1,5% du PIB en moyenne entre 2011 et 2016) et devraient encore progresser à mesure que les projets d'amélioration des infrastructures aboutissent (et à condition que le climat des affaires ne se détériore pas). En outre, les excédents courants enregistrés entre 2003 et 2015 ont permis une augmentation continue des réserves de change, ainsi qu'une baisse de la dette externe à un niveau relativement bas (moins de 25% du PIB en 2017). Les Philippines bénéficient donc d'une position externe solide qui devrait le rester.

Mais le peso s'est déprécié de plus de 6% contre le dollar depuis le début de 2018, la plus forte dépréciation enregistrée au sein des pays de l'ASEAN. En dépit de la très bonne performance économique du pays, il semble que les investisseurs soient sensibles à la détérioration du climat politique depuis l'arrivée de R. Duterte au pouvoir, au creusement du déficit courant et au risque de dérapage budgétaire. Les autorités devront maintenir la gestion rigoureuse observée au cours des dix dernières années pour préserver leur crédibilité, et les fondamentaux macroéconomiques du pays.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



Equateur

Situation délicate

Depuis son arrivée au pouvoir en mai 2017, Lenin Moreno entreprend une radicale transformation de l'économie du pays. L'objectif est d'augmenter le poids du secteur privé, assainir les finances publiques et augmenter l'attractivité du pays aux yeux des investisseurs étrangers. A très court terme cependant, l'économie doit faire face au ralentissement de la croissance et à une forte augmentation de la dette publique, observés depuis la chute des cours des matières premières en 2014. Les mesures proposées sont bienvenues, mais elles pourraient s'avérer insuffisantes pour permettre au gouvernement de renforcer durablement sa solvabilité.

■ La fin de la révolution citoyenne

En mai 2017, Lenin Moreno a été élu à la présidence de l'Equateur, avec l'appui de son prédécesseur (Rafael Correa, au pouvoir depuis 2007) et de leur parti (Alianza Pais). Dès son arrivée au pouvoir, le nouveau président a pris ses distances avec son parti et le « socialisme du 21^e siècle ». Il a fait de la lutte contre la corruption une priorité de son mandat et multiplié les signes d'ouverture en direction du secteur privé.

Un référendum et une consultation populaire ont eu lieu début février, marquant la volonté de s'émanciper totalement de la politique menée par le précédent gouvernement. Les questions portaient sur trois sujets principaux : le rétablissement de la limite de deux mandats électifs (revenant sur la disposition prise par le précédent gouvernement en 2015, qui instaurait la « réélection sans limite »), l'interdiction de participer à la vie politique pour toute personne condamnée pour acte de corruption, la réforme du Conseil de participation citoyenne et de contrôle social (créé par le gouvernement Correa, et dirigé par de proches collaborateurs de l'ancien président).

La victoire du « oui » à près des deux tiers des voix pour la grande majorité des questions posées renforce la légitimité du gouvernement, aussi bien concernant le renouvellement du personnel politique que l'application d'une politique économique plus libérale. De plus, la suppression de la « réélection sans limite » enlève à Rafael Correa toute possibilité de se présenter de nouveau aux élections présidentielles en 2021.

■ Ralentissement de la croissance

Depuis la chute des prix des matières premières en 2014, la croissance en Equateur a fortement ralenti : le PIB a progressé de 0,5% en moyenne entre 2015 et 2017, alors que la progression était de 4,4% en moyenne entre 2005 et 2014. La croissance du PIB a atteint 3% en 2017, mais elle devrait de nouveau ralentir en 2018 et 2019, et rester proche de 2%. D'une part, parce que les effets des soutiens à la croissance mis en place par le gouvernement se dissipent progressivement ; d'autre part, parce que la remontée des prix des matières premières ne suffira pas à compenser la faiblesse de la demande interne.

Le gouvernement s'est appuyé sur les résultats du référendum pour proposer, début avril, un plan économique, articulé autour de quatre axes principaux : 1/ consolider les finances publiques, 2/ réformer le secteur public, 3/ maintenir la balance courante à l'équilibre, 4/

1-Prévisions

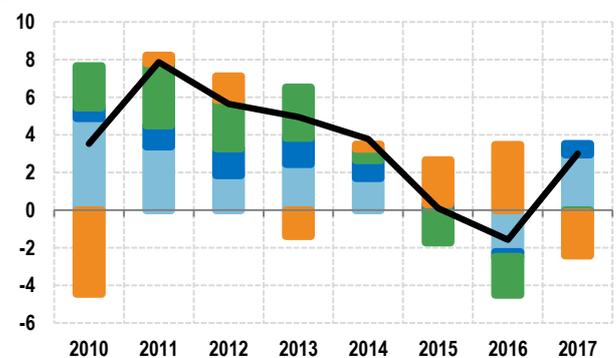
	2016	2017e	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	-1,6	3,0	2,0	1,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1,7	0,4	0,6	1,6
Solde budgétaire, % du PIB	-8,3	-5,3	-5,0	-3,7
Dette du gov. central, % du PIB	42,9	45,0	48,0	50,1
Balance courante, % du PIB	1,5	-0,2	0,1	-0,1
Dette externe, % du PIB	34,9	38,3	42,7	43,7
Réserves de change, mds USD	4,3	2,5	3,7	3,5
Réserves de change, en mois d'imports	2,7	1,3	1,9	2,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Rebond de croissance en 2017

PIB en g.a. en % et contributions à la croissance en points de pourcentage (pp)

— PIB, g.a. ■ Consommation des ménages ■ Dépenses publiques
■ Investissement ■ Exportations nettes



Source : Banque centrale

améliorer le climat des affaires, libérer le secteur privé, améliorer la compétitivité du pays et attirer les investisseurs étrangers. Les mesures devraient s'étaler jusqu'en 2021, à la fin du mandat.

Sur le plan budgétaire, la priorité est de réduire progressivement le déficit, pour le ramener à 2,5% du PIB en 2021. Celui-ci a fortement augmenté depuis 2013, sous l'effet conjugué des projets d'amélioration des infrastructures pétrolières, mis en place par le gouvernement précédent, et de la chute des prix des matières premières. Après moins de 1% du PIB en moyenne entre 2004 et 2013, le déficit a atteint plus de 5% du PIB entre 2014 et 2017.



Il devrait passer à 5,0% du PIB en 2018, contre 5,3% en 2017. Les mesures proposées visent surtout une augmentation des revenus, qui représentent actuellement moins de 20% du PIB (19,4% en 2017) et une optimisation des dépenses (24,5% du PIB en 2017). Ces mesures ont été renforcées par les nouveaux engagements et la proposition de loi formulés par le nouveau ministre des Finances, nommé début mai. La création d'un fonds de stabilisation a également été annoncée.

La politique économique ne devrait cependant pas radicalement changer à court terme, compte tenu des difficultés de mise en œuvre fréquemment rencontrées dans le pays. En outre, le vote des mesures fiscales poussera le parti présidentiel de s'allier avec l'opposition, ce qui représentera une difficulté supplémentaire.

La politique économique reste contrainte par la dollarisation totale (i.e. l'adoption du dollar comme monnaie légale exclusive) mise en place au cours de l'année 2000. La conversion en dollars de la monnaie en circulation, des dépôts, des crédits et des encours a contribué à la stabilisation des fondamentaux macroéconomiques du pays, suite à la crise économique, bancaire et politique qui a eu lieu en 1998-2000. Alors qu'il était de 91% en 2000, le taux d'inflation s'est stabilisé à des niveaux relativement bas (3,8% en moyenne entre 2007 et 2017, et 0,4% en 2017).

Cela dit, le coût de la dollarisation totale est relativement élevé. Tout d'abord, la banque centrale abandonne les droits de seigneurage jusqu'alors perçus sur l'émission de la monnaie nationale (ceux-ci sont transférés aux autorités monétaires du pays émetteur). Ensuite, les possibilités d'intervention de prêteur en dernier ressort sont conditionnées par l'existence de réserves de change excédentaires. Enfin, le pays dollarisé est privé d'une politique monétaire indépendante. La masse monétaire ne peut donc augmenter qu'avec des entrées nettes de devises qui peuvent provenir d'un excédent courant, des investissements directs étrangers ou encore d'émissions de dette.

■ Augmentation de la dette publique

Depuis 2014, la seule possibilité pour l'Equateur d'augmenter sa masse monétaire a été l'émission de dette : le solde courant était légèrement déficitaire depuis 2015 (-0,3% du PIB en moyenne), en dépit de fortes restrictions à l'importation. Les investissements directs étrangers (IDE) atteignent, quant à eux, un niveau relativement bas, compte tenu notamment de l'importance du secteur public dans le pays. Les IDE ne représentaient que 0,6% du PIB en 2017.

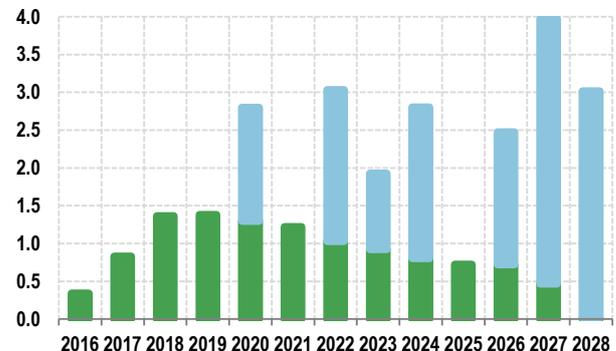
La dette publique est passée de 27% du PIB en 2014 à 45% en 2017, conséquence de la montée des déficits budgétaires, du ralentissement de la croissance du PIB et de la hausse de la charge d'intérêts. Le profil de la dette n'est pas favorable : le pays emprunte à des taux élevés (9% en moyenne) et les paiements d'intérêts ont doublé en quelques années. Ils représentaient 2,4% du PIB en 2017 (contre 1,2% en 2013).

En 2016, le gouvernement avait modifié le mode de calcul de la dette, en excluant la partie due aux institutions publiques. Cette modification a permis d'alléger artificiellement la dette, et d'éviter de

3- Service de la dette

USD mds

■ Intérêts ■ Amortissement



Source : Ministère des Finances

dépasser le seuil de 40% du PIB qui aurait contraint le gouvernement à demander l'approbation du parlement dans le cas d'une nouvelle émission de dette et, surtout, à mettre en place un plan d'assainissement budgétaire. Dès son arrivée au pouvoir, le gouvernement Moreno est revenu sur ces dispositions et s'est engagé à plus de transparence et de discipline budgétaire. La dette devrait encore augmenter en 2018 (estimée à 48% du PIB) puis se stabiliser autour de 50% du PIB en 2019-2020.

La situation actuelle est délicate pour l'Equateur. En attendant les fruits d'éventuelles réformes structurelles, les besoins de liquidité pourraient pousser le gouvernement à de nouvelles émissions de dette. Ses besoins de financement augmenteront à des niveaux dangereusement élevés au cours des deux prochaines années : en 2019 et 2020, le service de la dette représentera respectivement USD 1,4 md et USD 2,8 mds.

Dans le courant du mois de juin, le gouvernement a repris contact avec le FMI après que la communication a été interrompue pendant près de dix ans. Une reprise des relations avec les institutions internationales faciliterait l'obtention des financements nécessaires, mais imposera certainement une consolidation budgétaire plus rapide que ce qui a été annoncé.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



Qatar

Une économie résiliente malgré l'embargo

Au prix d'une modification des voies commerciales traditionnelles et d'un soutien public massif au secteur bancaire, l'économie qatarie s'est stabilisée depuis la fin de l'année 2017. Malgré les contraintes liées à l'embargo, la croissance économique du Qatar reste soutenue, notamment grâce à la poursuite du programme d'investissement du gouvernement. Cependant, l'endettement extérieur, notamment des banques, est important et représente un facteur de vulnérabilité non négligeable. A moyen terme, si l'on peut avoir des interrogations sur la capacité de l'économie du Qatar à se diversifier, la mise en production et l'exportation de nouvelles ressources gazières devraient renforcer la solidité financière de l'émirat.

■ Les projets soutiennent la croissance

En 2017, le ralentissement de la croissance du PIB réel est resté modéré malgré les contraintes pesant sur l'économie qatarie. La croissance du PIB réel est estimée à 1,6%, contre 2,2% en 2016, mais surtout à 1,1% en moyenne pour l'ensemble des pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG). La production du secteur des hydrocarbures, qui équivaut à environ la moitié du PIB, est restée pratiquement stable en 2017. L'embargo n'a pas affecté ces activités car l'essentiel de la production est à destination des pays asiatiques qui n'ont pas modifié leurs relations commerciales avec le Qatar. A l'échelle régionale, le Qatar est un petit producteur de pétrole (0,6 million baril/jour en moyenne en 2017), et son niveau de production a été réduit d'environ 8% dans le cadre de la politique restrictive de l'OPEP. Proportionnellement, la production de gaz est cinq fois plus importante (en tonnes équivalent pétrole). Elle est relativement stable dans le temps car elle est liée à des contrats d'exportation de long terme. En 2017, l'activité des industries extractives s'est, quant à elle, réduite de 0,5%.

L'évolution des secteurs non pétroliers est plus contrastée mais elle est restée positive grâce aux dépenses publiques. En effet, un certain nombre de projets sont menés dans le cadre d'un programme de USD 200 mds d'investissements (soit 121% du PIB de 2017). Celui-ci a pour objectif de préparer le pays à l'accueil de la coupe du monde de 2022 et, plus généralement, de permettre à l'économie de se diversifier. Ces investissements concernent principalement des infrastructures sportives et de transport, ainsi que des projets immobiliers. Etant donné la bonne situation des finances publiques, ces programmes n'ont été que marginalement affectés par la chute des prix du pétrole, en 2015 et 2016, et par les événements politiques de 2017. L'embargo a contraint les autorités à trouver des alternatives de transport et d'approvisionnement. Les importations sont reparties à la hausse dès le T4 2017 et ont retrouvé leur niveau antérieur à la crise diplomatique. Le secteur de la construction (10,5% du PIB, soit le premier secteur d'activité hors hydrocarbures), qui connaît une croissance à deux chiffres depuis 2013, n'a pas été affecté en 2017 (+24%). Cependant, le secteur de l'immobilier reste assez déprimé. Si les prix semblent s'être stabilisés depuis le début de l'année, ils restent loin de leur plus haut atteint mi-2016. Les activités liées au tourisme ont été fortement affectées par l'embargo, mais leur poids dans le PIB est assez faible. Ainsi le commerce de détail (5,9% du PIB) a reculé de 9% en 2017 et celui de l'hôtellerie-restauration (0,8% du PIB) de 5,6%. La fréquentation touristique s'est effondrée de 23% en 2017,

1-Prévisions

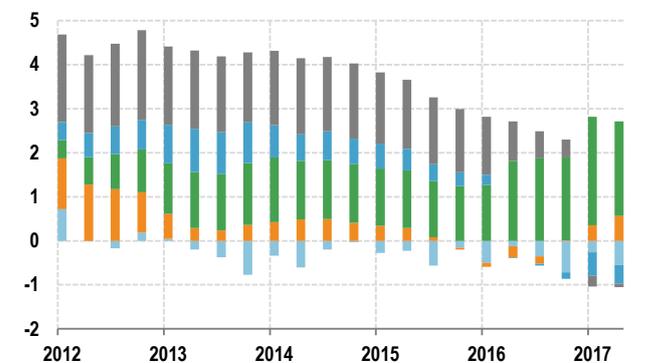
	2016	2017e	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle (%)	2,2	1,6	2,5	2,6
Inflation moyenne (IPC, %)	2,7	0,3	0,3	2,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,4	-5,6	9,3	8,0
Dette publique / PIB (%)	47	54	45	38
Solde courant / PIB (%)	-6,0	3,8	12,6	9,3
Dette extérieure / PIB (%)	123	100	93	96
Réserves de change, mds USD	32	15	26	38
Réserves de change, en mois d'imports	6,0	2,9	4,7	6,5
Taux de change /USD(fin d'année)	3,6	3,6	3,6	3,6

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique

2- Contributions à la croissance du PIB

Contributions en points de pourcentage

Hydrocarbures ■ Manufacturier ■ Construction ■ Commerce ■ Autres



Source : BNP Paribas

avec une chute de 47% des touristes provenant du CCG (48% du total en 2016). Cette tendance se confirme au premier trimestre de 2018 avec une baisse de 38% de la fréquentation totale par rapport à la même période de 2017, et de 86% concernant les touristes du CCG.

A court terme, nous prévoyons une légère accélération de la croissance. Le relâchement de la contrainte de production décidée dans le cadre de l'OPEP et l'augmentation de la production gazière du projet Barzan (destiné à la consommation locale) devraient soutenir le secteur des hydrocarbures. Par ailleurs, les projets d'investissement devraient se poursuivre à l'approche de l'échéance



de 2022. En 2018 et 2019, nous prévoyons une croissance du PIB réel de 2,5% et 2,6% respectivement.

■ Des bilans bancaires fragilisés

La situation du secteur bancaire s'est stabilisée depuis fin 2017. Le soutien de la puissance publique au travers de différents canaux (banque centrale, fonds souverain, gouvernement) a permis au secteur de faire face aux retraits importants de dépôts de la part des non-résidents et à la baisse des engagements des banques étrangères à partir de juin 2017. Ces deux éléments ont contribué à une baisse d'environ USD 30 mds du passif des banques commerciales. Selon les données de mai 2018, environ USD 10 mds sont revenus dans le système bancaire, principalement des dépôts de non-résidents.

La position extérieure nette du secteur bancaire est largement négative et s'est fortement dégradée depuis 2015. Les engagements nets vis-à-vis de l'extérieur étaient équivalents à plus de USD 46 mds en mai 2018 (contre 8 mds à fin 2014). Cette hausse du besoin de financement extérieur est notamment due au ralentissement de la progression des dépôts et à la hausse du besoin de financement du gouvernement en période de baisse sensible des prix du pétrole. Les créances totales sur le gouvernement (prêts et titres) représentaient plus d'un tiers des créances domestiques totales en mai 2018, contre un quart à fin 2014. Par ailleurs, avec le durcissement de la politique monétaire américaine (le rial est ancré au dollar US), les crédits au secteur privé progressaient de plus de 10% à la même période après un ralentissement au cours de l'année 2017 (+6,4%). La position extérieure des banques ne devrait pas s'améliorer significativement à court terme. Même si le besoin de financement du gouvernement se réduit grâce à des revenus d'hydrocarbures en hausse, ses dépôts dans le système bancaire ont déjà atteint un niveau historiquement élevé en raison du soutien apporté aux banques en 2017. Ils représentent actuellement 15% des dépôts totaux (18% en septembre 2017). La progression du crédit devrait rester soutenue dans le cadre du programme d'investissement actuel.

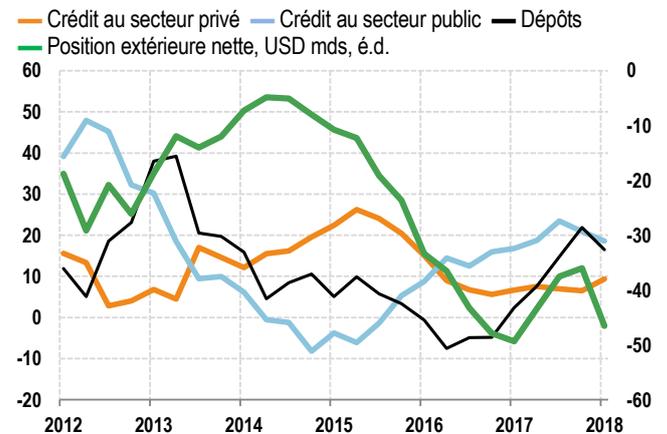
La qualité des actifs des banques devrait se détériorer modérément. Le ratio des créances douteuses en pourcentage des créances totales est faible (1,5% au T3 2017). Certains secteurs, tels que le tourisme et l'immobilier (30% du crédit au secteur privé), sont négativement affectés par l'embargo. Cependant le secteur bancaire dans son ensemble est solide. Selon des analyses distinctes menées par la banque centrale et le FMI, le niveau de capitalisation et de liquidité des banques leur permet de faire face à différents scénarios de stress. En cas de difficulté, le soutien du gouvernement serait important.

■ Des perspectives positives malgré certaines vulnérabilités

Dans le contexte politique actuel, et compte tenu d'une dette extérieure relativement élevée, la détérioration de la position extérieure des banques peut constituer un élément de vulnérabilité. La dette extérieure totale était estimée à environ 100% du PIB et constituée, à 60%, d'engagements extérieurs des banques.

3- Bilan simplifié du système bancaire

g.a. en %



Source : BNP Paribas

Les actifs extérieurs du pays sont substantiels, mais une partie du fonds souverain est constituée d'investissements domestiques peu liquides. En incluant les réserves en devises de la banque centrale et une estimation du fonds souverain, ces actifs s'élevaient à environ USD 384 mds ou 230% du PIB à fin 2017. Par ailleurs, le service de la dette extérieure (les intérêts) est modéré (environ 10% des recettes courantes). Le modèle économique qatari est basé sur l'endettement extérieur et toute remise en cause de l'accès aux capitaux internationaux accroît la vulnérabilité de l'émirat.

Un autre élément de vulnérabilité dans le contexte politique régional actuel est lié à la capacité de développement des services (tourisme, finance) non directement liés aux hydrocarbures, ces activités de services étant traditionnellement les plus sensibles à la perception du risque politique.

D'un point de vue économique, la solvabilité du Qatar repose sur ses exportations de gaz et sur les actifs qu'elles ont permis de constituer. A moyen terme, elle est amenée à se renforcer avec la mise en production de nouvelles capacités gazières. Avec la fin du moratoire sur l'exploitation des ressources gazières, on estime que la capacité d'exportation du pays en gaz naturel liquéfié (actuellement 30% des exportations mondiales) devrait augmenter de 20%. Les conditions actuelles du marché du gaz sont moins favorables pour les producteurs que lors des premières phases de développement de l'industrie gazière à la fin des années 90. La concurrence s'est fortement développée, a tiré les prix vers le bas et réduit la part des contrats d'approvisionnement de long terme. Cependant, les coûts de production au Qatar restent très compétitifs, et le gaz aura un rôle croissant dans le mix énergétique mondial à moyen et long terme. Dans ce contexte, la rente gazière du Qatar devrait augmenter significativement et permettre d'améliorer d'autant la solvabilité extérieure du pays.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Nigéria

Pas encore le bout du tunnel

Le Nigéria sort peu à peu de la récession grâce au rebond de sa production de pétrole et à la remontée des cours du brut. Les réserves de change ont quasiment doublé depuis fin 2016, l'écart entre le nouveau taux de change de référence et le taux officiel s'est réduit, et les risques de nouvelles pressions sur la monnaie locale sont limités à court terme. Mais les fragilités demeurent. La trop faible mobilisation des ressources budgétaires et le coût élevé de la dette interne affectent les finances publiques. L'environnement monétaire reste restrictif et la vulnérabilité du système financier s'est aggravée. Enfin, l'économie hors pétrole ne parvient toujours pas à retrouver de l'allant. Autant d'éléments qui ne rassurent guère dans la perspective d'élections en 2019.

■ Reprise en demi-teinte

Le Nigéria, après sa première récession en 2016 depuis 1991, a retrouvé péniblement le chemin de la croissance. Le PIB a progressé de 0,8% en moyenne en 2017 et de 2% au T1 2018. De plus, les ressorts de cette dynamique sont essentiellement exogènes. La production de pétrole est revenue à hauteur de 2 millions de barils par jour après avoir touché un point bas à 1,6 millions de barils/jour au second semestre 2016 en raison d'actes de sabotage dans la région du Delta du Niger. Conjugué à la remontée des cours du brut, l'afflux de pétrodollars a ainsi permis de desserrer la contrainte de liquidité extérieure qui pesait sur des pans entiers de l'économie. Pour autant, si l'on exclut la contribution du secteur des hydrocarbures à la croissance, le PIB ne progresse plus que de 0,8% au T1 2018, et ce malgré la bonne dynamique du secteur agricole (+3%). Hors hydrocarbures et hors agriculture, la croissance est même restée quasi-nulle.

L'économie a subi un ajustement sévère dont les séquelles seront longues à effacer. Entre 2014 et 2017, les importations de biens ont été divisées par deux, le taux de chômage a augmenté de plus de douze points pour atteindre 18,8%, et le bilan des banques s'est détérioré dangereusement. De 3% à fin 2014, le taux de créances douteuses est passé à 15% au T3 2017 tandis que le ratio de capitalisation chutait de 18,6% à 10,6%. La stabilité du système financier n'est pas menacée à ce stade. Mais l'aggravation de la vulnérabilité des banques dans un contexte monétaire restrictif va continuer de peser sur la distribution de crédit à court terme.

L'inflation décélère depuis le pic de janvier 2017 (18,7%) mais reste élevée à 11,6% en mai. Surtout, elle risque de repartir à la hausse. Le projet de budget 2018 vient à peine d'être ratifié (six mois de retard), et l'orientation se veut expansionniste avec des dépenses en progression de 22% par rapport au budget 2017. Traditionnellement, l'exécution budgétaire est faible. Mais la perspective d'élections générales début 2019 pourrait conduire à d'importants dérapages, ce qui explique les atermoiements de la banque centrale. Cette dernière a joué depuis 2016 un rôle quasi-fiscal grandissant. Dans le même temps, elle a ponctionné des volumes massifs de liquidités via des émissions de titres avec comme conséquence une hausse marquée des taux interbancaires (23% en moyenne en 2017 contre 15% en 2016). Ce durcissement des conditions monétaires a eu aussi pour objectif de préserver l'attractivité financière du Nigeria et de stabiliser le taux de change. Malgré des signaux de détente ces derniers mois sur la liquidité domestique et le rebond des cours du pétrole, l'inclination de la

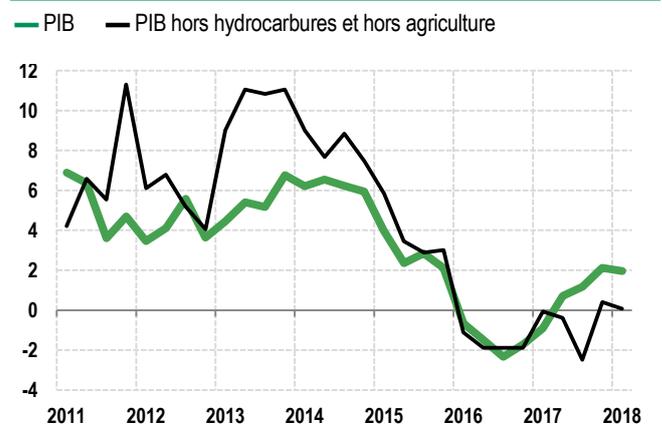
1-Prévisions

	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	-1,6	0,8	2,3	2,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	15,7	16,5	12,5	10,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,9	-5,8	-4,6	-4,1
Dette des adm. publiques, % du PIB	16,9	18,9	20,9	22,9
Balance courante, % du PIB	0,7	2,8	3,2	2,5
Dette externe, % du PIB	15,6	19,4	19,4	17,3
Réserves de change, mds USD	27,2	39,6	56,3	63,2
Réserves de change, en mois d'imports	7,0	9,3	10,9	11,3
Taux de change USDNGN (fin d'année)	253	305	305	360

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Taux de croissance

En glissement annuel (%)



Source: NBS

banque centrale pour la stabilité du taux de change à court terme implique le maintien d'un biais restrictif.

Si l'environnement extérieur s'améliore, l'économie connaîtra au mieux un rebond graduel de son activité en raison de la persistance de freins domestiques. La croissance économique attendue à 2,3% en 2018 resterait ainsi inférieure à celle de la population pour la quatrième année consécutive.

■ Le risque de change est limité

Le rééquilibrage des comptes externes se poursuit. Sur les trois premiers mois de l'année, le compte courant a dégagé un excédent de USD 4,5 mds, en hausse de plus de 20% par rapport au



trimestre précédent. Dans le même temps, les flux entrants de capitaux ont atteint USD 12,6 mds, un record sur un trimestre. Les réserves ont donc continué de progresser rapidement. Fin mai, elles atteignaient USD 47,7 mds, soit quasiment le double du point bas de fin 2016.

La dynamique externe bénéficie en premier lieu du rebond des exportations d'hydrocarbures (90% des ventes de biens à l'étranger) mais pas seulement. L'instauration, en avril 2017, d'une nouvelle fenêtre d'accès au change à des conditions de marché pour les investisseurs et les exportateurs a permis aussi de restaurer la confiance. Depuis, le taux NAFEX, le nouveau dispositif, est devenu le cours de référence en s'alignant sur celui du marché parallèle, dont l'écart avec le taux de change officiel s'est réduit à 20% après avoir atteint un pic de 60% en février 2017.

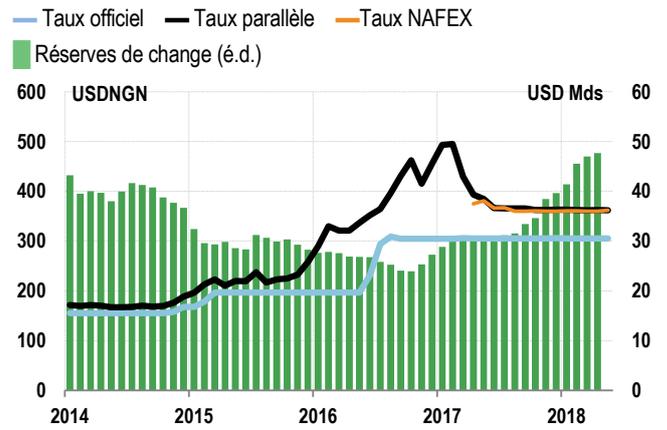
Le risque de nouvelles pressions sur la monnaie locale est limité à court terme. Certes, la structure de financement externe est fragile car dominée par des flux d'investissements de portefeuilles qui peuvent se retourner en cas de stress, notamment à l'approche des élections. Mais pour l'instant, le Nigéria a été épargné par les turbulences financières qui ont touché de nombreux pays émergents depuis le début de l'année. Surtout, avec un excédent courant qui devrait dépasser 3% du PIB en 2018 et des réserves de changes en mesure de couvrir plus de 10 mois d'importations de biens et services, la banque centrale semble en bonne position pour défendre le taux de change si nécessaire.

■ Les finances publiques inquiètent

L'ajustement budgétaire s'annonce plus difficile. L'Etat au sens large est contraint par la très faible mobilisation des ressources publiques. De 10% du PIB en 2014, les recettes budgétaires sont tombées à 6% en 2017. Plus inquiétant, les ressources non pétrolières n'ont cessé de s'éroder pour n'atteindre que 3,3% du PIB en 2017. Les conséquences sont multiples.

Le gouvernement devrait bénéficier de rentrées fiscales supérieures aux attentes (le budget 2018 est fixé sur un prix moyen du brut de USD 51 contre USD 75 dans notre scénario central). Cependant, les difficultés à renforcer la collecte fiscale obèrent toute perspective de redressement rapide des comptes publics. Le déficit public consolidé resterait ainsi élevé, à 4,6% du PIB en 2018, et ne se résorberait qu'à 4,1% en 2019 sous réserve d'une modération de la croissance des dépenses publiques. Or, historiquement, les périodes électorales coïncident avec un relâchement de la discipline budgétaire. En outre, l'Etat doit gérer d'importantes pressions financières. De fait, les charges d'intérêts de dette absorbent désormais 25% des ressources budgétaires contre 10% en 2014. Au-delà des tensions provoquées par la chute des cours du pétrole, cette dynamique résulte de l'envolée du coût de la dette sur le marché domestique, que les autorités cherchent à contenir en se tournant de plus en plus vers l'extérieur. Les émissions cumulées d'Eurobonds depuis octobre 2017 s'élèvent déjà à USD 5 mds (4% du PIB) et le marché devrait à nouveau être sollicité pour un montant de USD 2,8 mds. Le niveau des primes de risque à 340 points de base laisse penser que la porte reste ouverte. Au regard du faible endettement en devise (5% du PIB à fin 2017), ce

3- Taux de change et liquidité extérieure



Sources : CBN, Bloomberg

changement de stratégie est cohérent, du moins à court terme. Cependant, avec plus d'un quart du stock de la dette interne d'une maturité inférieure à un an, le gouvernement restera exposé au risque de refinancement, ce qui ne sera pas sans poser problème. Les rendements sur le marché domestique ont commencé à baisser mais la détente des taux sera au mieux lente en raison de la persistance de pressions inflationnistes et du biais restrictif des autorités monétaires. Les intérêts continueront donc d'absorber une part significative du budget (20% en 2019), limitant la marge de manœuvre du gouvernement en cas de nouvelles déconvenues.

■ Elections en 2019: du bruit et peu de réforme

La tenue des élections générales de février 2019 va dominer l'horizon politique. Les incertitudes sont nombreuses. Le président sortant, M. Buhari, semble vouloir se représenter mais sa candidature est loin de faire l'unanimité au sein de son parti en raison d'une santé fragile. L'opposition est divisée et une troisième force politique sous la houlette de l'ancien président, M. Obasanjo, est en train d'émerger. Le Nigéria a démontré sa capacité à gérer les transitions délicates lors des précédents scrutins. En revanche, on peut craindre une montée de l'instabilité dans les multiples foyers de tensions qui agitent le pays, en particulier dans la région stratégique du delta du Niger. Le processus de réforme devrait aussi souffrir. Il semble notamment acté que les autorités n'avanceront pas sur la refonte du système de change avant les élections. La quasi-totalité des transactions avec l'extérieur passe désormais par la nouvelle fenêtre d'accès au change. Mais l'utilisation d'un taux de change officiel sous-évalué pour l'achat de produits pétroliers génère des distorsions qu'il faudra tôt ou tard corriger, sans parler de la nécessaire refonte de la fiscalité ou de l'amélioration du climat des affaires.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



Kenya

Déblocage politique mais fragilités financières

Les tensions politiques qui avaient suivi la réélection du président Kenyatta au deuxième scrutin des élections se sont récemment apaisées. Cette amélioration du climat politique s'est accompagnée d'un redressement de certains indicateurs économiques. La croissance montre des signes de reprise, l'inflation ralentit et la liquidité extérieure s'est renforcée. Mais la stabilité financière du pays reste fragile en raison, notamment, de l'endettement de l'Etat. Malgré la volonté de consolidation budgétaire, le déficit public devrait rester élevé compte tenu du programme social du nouveau mandat présidentiel. Enfin, malgré le rationnement du crédit au secteur privé, les créances douteuses continuent d'augmenter dans le secteur bancaire.

■ Apaisement politique et embellie économique

Suite à l'invalidation, par la cour suprême, des résultats électoraux de la dernière présidentielle, un nouveau scrutin a eu lieu le 26 octobre 2017 qui a officiellement consacré Uhuru Kenyatta président du Kenya pour la deuxième fois. A la suite de ce résultat, les tensions avec son adversaire, Raila Odinga, sont montées d'intensité accentuant davantage les divisions sociales et déclenchant des violences. Conscients des conséquences sur l'image du pays auprès des investisseurs étrangers, les deux leaders politiques ont affiché publiquement leur intention de coopérer en mars 2018. Cet apaisement des tensions politiques a eu des répercussions positives sur certains indicateurs économiques. Mais, au-delà du court terme, des réformes significatives et un climat consensuel tout au long du nouveau mandat sont nécessaires.

D'après les chiffres préliminaires, le PIB au T4 2017 a progressé de +5% en g.a., en légère accélération par rapport au T3. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a atteint 4,9%, en recul par rapport à 2016 (+5,9%) en raison de la forte sécheresse qui a frappé le pays début 2017 et du climat d'attente consécutif au scrutin présidentiel contesté. La consommation des ménages (80% du PIB) a enregistré, en 2017, une progression annuelle de +5,4% contre +3,5% en 2016, et reste le principal moteur. La contribution de la consommation publique est restée stable, tandis que l'investissement a rebondi de +1,2% (contre une contraction de -1,7% en 2016). En revanche, la contribution du commerce extérieur a été fortement négative (-4,4% contre +1,2% en 2016) en raison de conditions climatiques défavorables. En 2018, grâce à de meilleures conditions climatiques, la croissance devrait réaccélérer. En effet, l'indice PMI relatif à l'évolution du secteur manufacturier a retrouvé en avril 2018 son plus haut niveau depuis janvier 2016, grâce à une hausse des commandes et une progression de l'emploi, reflétant l'amélioration de la demande intérieure et extérieure.

En mars dernier, le Kenya a obtenu la prolongation pour six mois de l'accord de confirmation signé en 2016 avec le FMI pour environ USD 1,6 mds. En échange, le gouvernement s'est officiellement engagé à poursuivre la consolidation fiscale, à abroger ou modifier significativement de la loi sur les taux d'intérêt¹ et, enfin, à renforcer le canal de transmission de la politique monétaire.

¹ La loi limite le taux d'intérêt sur les crédits à un maximum de 4% au-dessus du taux directeur en vigueur. Elle fixe également un plancher au taux d'intérêt pour les dépôts à 70% au moins du taux directeur.

1-Prévisions

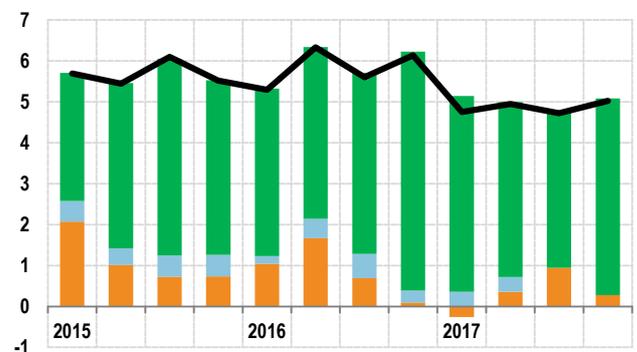
	2016	2017	2018e	2019e
PIB réel, variation annuelle, %	5,8	4,9	5,5	6,0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	6,3	8,0	5,2	5,0
Solde budgétaire, % du PIB	-8,3	-8,4	-7,2	-6,5
Dette du gov. central, % du PIB	53,5	55,6	58,1	60,9
Balance courante, % du PIB	-5,8	-7,1	-5,5	-4,8
Dette externe, % du PIB	31,7	34,7	36,9	39,0
Réserves de change, mds USD	7,6	7,6	8,0	8,1
Réserves de change, en mois d'imports	5,0	4,7	4,7	4,8
Taux de change USDKES (fin d'année)	102	103	104	105

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Légère reprise de la croissance au dernier trimestre 2017

PIB en g.a. en % et contributions à la croissance en points de pourcentage

■ Agriculture ■ Services ■ Industrie — PIB



Sources : Bureau National des Statistiques, BNP Paribas

L'apaisement des tensions politiques et la prolongation de l'accord avec le FMI ont entraîné depuis le début de l'année une appréciation du shilling contre le dollar et une progression des réserves de change. De plus, le ralentissement de l'inflation a permis à la banque centrale d'assouplir sa politique monétaire pour la première fois en mars dernier après plus de 18 mois de *statu quo*.

Malheureusement, l'effet de cet assouplissement sur l'évolution du crédit au secteur privé et sur la croissance est pour l'instant freiné par le plafonnement des taux d'intérêt introduit en septembre 2016, qui a réduit l'offre de crédit bancaire.



Le gouvernement s'est engagé à retirer cette loi très prochainement et à la remplacer par une taxe sur les transactions financières², sans toutefois donner plus de précisions concernant la chronologie des opérations.

■ Augmentation du risque souverain

Malgré ces améliorations conjoncturelles, le risque souverain du Kenya reste encore très élevé car les recettes fiscales sont structurellement faibles, autour de 18% du PIB depuis 2012, alors que les dépenses ont atteint 26% du PIB en 2017. Au cours des cinq dernières années, le déficit budgétaire s'est donc fortement creusé, passant de 5% à 8,4% du PIB³, et ceci principalement en raison du déficit primaire⁴.

Dans le dernier budget 2017/2018, le Trésor prévoit un déficit budgétaire de 7,2% du PIB grâce, à la fois, à la réduction des dépenses d'investissement (en maintenant la masse salariale à 4,5% du PIB), à l'amélioration de la collecte fiscale et, enfin, à l'extension de la base imposable. Mais la hausse des recettes fiscales reste incertaine tandis que la réduction des dépenses sera contrainte par la hausse des dépenses sociales, conformément à la politique du développement⁵ envisagée par le président Kenyatta. Il existe donc un vrai risque de dérapage budgétaire qui ne sera maîtrisé qu'au détriment des dépenses d'investissement.

Sauf choc extérieur majeur, le gouvernement devrait pouvoir emprunter encore facilement sur les marchés obligataires (domestique et international). Mais le niveau élevé du déficit budgétaire reste *de facto* incompatible avec une stabilisation du ratio de dette/PIB.

Même si, selon le FMI, le risque d'une crise de la dette souveraine reste faible, la dynamique de cette dernière se dégrade d'autant plus que la dépréciation du change alourdit l'endettement extérieur. En effet, après une première émission en 2014, le Kenya a émis un nouvel eurobond en février dernier pour USD 2 mds. L'obligation a été émise en deux tranches, à des maturités de respectivement 10 ans, au taux de 7,25%, et 30 ans, au taux de 8,25%. Au total, la dette en devise dépasse aujourd'hui les USD 27 mds, soit 34,7% du PIB.

Une situation budgétaire dégradée, l'augmentation de la dette et l'exposition au risque de change ont ainsi entraîné, en février dernier, la dégradation du *rating* souverain de B1 à B2 par Moodys'.

² La *Robin Hood Tax* s'appliquera à hauteur de 0,05% pour tout montant de 500 000 shillings (environ 5000 dollars) ou plus, transférée via des banques ou d'autres institutions financières dans le pays.

³ En 2017 deux facteurs exceptionnels ont affecté le budget : les dépenses électorales et les mesures d'atténuation de la sécheresse.

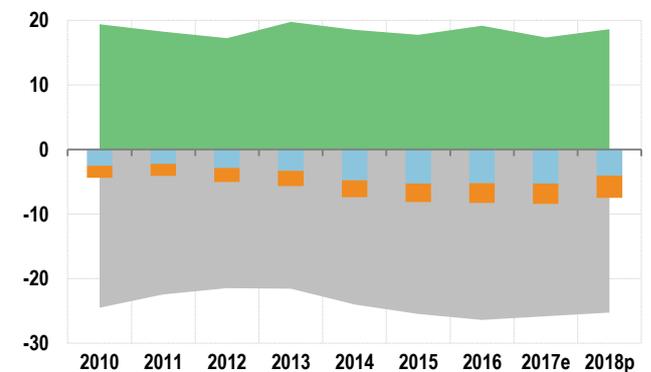
⁴ De 2012 à 2017 les intérêts de la dette sont passés de 2,1% à 3,2% du PIB, soit une contribution faible à la dégradation du déficit fiscal sur la période.

⁵ Le *Big Four* est le plan de développement sur 5 ans du président Kenyatta qui vise à transformer économiquement le pays d'ici la fin de son mandat (2022) via la production industrielle, la sécurité alimentaire, la couverture maladie universelle et des logements accessibles.

3- Détérioration de la situation budgétaire

en % du PIB

■ Dépenses ■ Recettes ■ Déficit primaire ■ Service de la dette



Sources: FMI, Trésor, BNP Paribas

■ Dégradation de la qualité des actifs bancaires

Dans sa première année complète d'application, la loi sur le plafonnement des taux des prêts et des dépôts a eu un effet significatif sur la rentabilité du secteur bancaire kenyan : la plupart des banques ont souffert de la compression des marges nettes d'intérêt et du faible taux de croissance du crédit au secteur privé. De plus, l'environnement opérationnel difficile a fortement pesé sur la qualité des actifs et a contribué au rationnement du crédit.

Sur l'année 2017, la progression du crédit au secteur privé est restée très modérée, à 4,2% en moyenne annuelle⁶. Depuis les élections en août 2017, la liquidité interbancaire s'est améliorée, le taux d'intérêt interbancaire s'étant réduit de 8,1% à 6,3% en février 2018. En revanche, le taux des créances douteuses, déjà élevé, a augmenté pour atteindre 11,4% en février 2018 contre de 8,9% en janvier 2017. Cette dégradation concerne l'ensemble des secteurs et est particulièrement marquée pour les prêts commerciaux et personnels. Si les grandes entreprises, dans leur ensemble, ne rencontrent pas de problèmes de trésorerie, en revanche les petites et moyennes entreprises ont du mal à accéder au financement bancaire, et les plus fragiles d'entre elles sont incapables de refinancer leurs engagements existants.

Malgré la dégradation de la qualité de leurs actifs, le ratio de capitalisation de l'ensemble des banques est resté élevé (environ 18,5%). En revanche, la compression des marges, la croissance économique ralentie et l'incertitude politique prolongée ont affecté la rentabilité du secteur bancaire : le taux de rendement des actifs était de 2,5% en décembre 2017, l'une des plus mauvaises performances des dix dernières années.

Sara Confalonieri

Sara.confalonieri@bnpparibas.com

⁶ En janvier 2018, le montant brut des prêts et des avances a ralenti davantage, avec une augmentation de 3,8% en g.a.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**

Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**

France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**

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

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**

Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**

Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**

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

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**

Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humbloit@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**

Responsable - Argentine, Europe centrale

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**

Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**

Europe centrale, Turquie, Amérique Latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**

Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**

Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION ECO NEWS
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROID



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change