

RAPPORT ÉCONOMIQUE - LIBAN

POUR UNE DISTRIBUTION ÉQUITABLE DES PERTES NATIONALES ENTRE LES AGENTS ÉCONOMIQUES

TABLE DES MATIÈRES

Sommaire Exécutif	1
Introduction	2
Profil Conjoncturel	3
Secteur Réel	3
Secteur Extérieur	5
Secteur Public	6
Secteur Financier	7
Conclusion	11

CONTACTS

Recherche

Marwan S. Barakat
(961-1) 977409
marwan.barakat@bankaudi.com.lb

Jamil H. Naayem
(961-1) 977406
jamil.naayem@bankaudi.com.lb

Salma Saad Baba
(961-1) 977346
salma.baba@bankaudi.com.lb

Fadi A. Kanso
(961-1) 977470
fadi.kanso@bankaudi.com.lb

Gerard H. Arabian
(961-1) 964047
gerard.arabian@bankaudi.com.lb

Farah N. Nahlawi
(961-1) 959747
farah.nahlawi@bankaudi.com.lb

- Economie réelle prise dans un scénario de stagflation**
 La crise du coronavirus et le défaut de l'État sur ses obligations en devises sont en train d'avoir un impact notable sur l'économie libanaise en général et par conséquent sur ses secteurs financier et monétaire. La croissance du PIB réel est susceptible d'atteindre -12% en 2020, ce qui, étant donné l'inflation à un taux à deux chiffres résultant de la déviation entre les taux de change officiel et du marché parallèle, entraîne une stagflation sévère de l'économie libanaise. Les secteurs dits défensifs de l'économie libanaise commencent à perdre de l'élan et les secteurs vulnérables plongent davantage dans le rouge. En parallèle, le taux de chômage atteint des records sans précédent, et se dirige vers des niveaux encore plus alarmants.
- Conditions d'exploitation bancaire difficiles**
 Les banques libanaises opèrent dans des conditions assez difficiles dans le contexte de la crise économique et financière que le pays traverse, des tensions sociopolitiques accrues et du confinement forcé par le COVID-19 qui a rendu les affaires encore plus difficiles à conduire. Les dépôts de la clientèle se sont contractés de 5,8% au cours des trois premiers mois de l'année, soit de 9,3 milliards de dollars US, et de 20,7 milliards de dollars US depuis septembre 2019. Le ratio de dollarisation des dépôts a atteint un record sur 15 ans de 77,9% en mars 2020, contre 76,0% en décembre 2019 et moins de 70% au cours des années précédentes.
- Marchés de capitaux en déclin**
 Le défaut de paiement du gouvernement sur sa dette en devises pour la première fois de son histoire a envoyé les prix des eurobons souverains libanais en chute libre au premier trimestre de 2020, les rendements sur ces eurobons atteignant des pics et les spreads sur les CDS connaissant un élargissement considérable vers des niveaux record, avant qu'une vente aux enchères sur les CDS n'ait lieu en avril 2020. De même, les actions libanaises ont enregistré des contractions de prix à un taux à deux chiffres au cours du premier trimestre pour atteindre des records à la baisse dans le contexte de la crise économique, financière et sanitaire sévère. En parallèle, la pénurie de dollars US a envoyé la livre libanaise en chute libre depuis le début de l'année, le taux de change atteignant un niveau record de 4.000 livres par dollar US sur le marché parallèle lors de la finalisation de ce rapport.
- Finances publiques inquiétantes**
 Étant donné que les finances publiques représentent la vulnérabilité la plus notable de l'économie libanaise de nos jours, l'ajustement fiscal est nécessaire afin de maintenir la stabilité économique d'ensemble. Le Liban ne peut pas se permettre de soutenir sa stabilité monétaire et financière avec un ratio dette publique/PIB de 176% et un ratio déficit public/PIB de 11%, surtout que le modèle de financement du déficit public basé sur la croissance des dépôts est en jeu. Le gouvernement n'a pas d'autre choix que de réduire ses besoins de financement fiscal à l'avenir.
- Lancement du plan de réformes économiques du gouvernement**
 Dans ce contexte, le plan de réformes économiques du gouvernement vise l'atterrissage en douceur des finances publiques principalement à travers une austérité budgétaire sévère, un renforcement de la mobilisation des ressources, une amélioration de la collecte fiscale, une contraction du service de la dette et une réforme du secteur de l'électricité, dans le but de réduire le ratio déficit public/PIB à moins de 1% d'ici 2024 et de restaurer une trajectoire clairement descendante pour la dette publique. Ainsi, la stratégie fiscale de moyen terme du plan économique comprend plusieurs mesures aptes à renforcer les recettes publiques (jusqu'à 3,7% du PIB en 2024) ainsi que des mesures visant les dépenses totales (représentant 4,5% du PIB en 2024).
- Analyse du plan du gouvernement**
 Il n'y a aucun doute que le plan de réformes économiques du gouvernement qui a été divulgué renferme quelques points positifs et des réformes ambitieuses, mais en même temps contient quelques faiblesses telle que la distribution des pertes nationales entre agents économiques. Le plan préconise que les pertes soient supportées par les banques et les déposants principalement. Notre point de vue ici est qu'avant de recourir à tout type de « haircut » ou de « bail-in » qui impacte les déposants, il faudrait revenir aux racines du problème qui ne sont autre que le secteur public qui a 90 milliards de dollars US de dettes et auquel le secteur bancaire est exposé. Ce secteur public qui en train de faire défaut aujourd'hui détient des actifs allant des entités privatisables aux propriétés immobilières, sachant que ces actifs contrebalancent une grande partie des dettes. Il faudrait considérer une partie de ces actifs et rembourser les créances du secteur public avant de se pencher sur toute mesure atteignant les déposants.

La crise du coronavirus et le défaut de l'État sur ses obligations en devises sont en train d'avoir un impact notable sur l'économie libanaise en général et par conséquent sur son secteur financier. Le FMI estime que la croissance du PIB réel sera en contraction significative cette année suite à la chute de la confiance dans le secteur financier libanais, en sus de l'impact du coronavirus sur plusieurs secteurs économiques locaux. Ainsi, la croissance du PIB réel est susceptible d'atteindre -12% en 2020, ce qui, étant donné l'inflation à un taux à deux chiffres résultant de la déviation entre les taux de change officiel et du marché parallèle, entraîne une stagflation sévère de l'économie libanaise.

L'économie et les marchés libanais sont entourés de risques considérables suite aux développements politiques du dernier trimestre de 2019 et de la pandémie du coronavirus au premier trimestre de 2020. L'économie réelle a connu une contraction nette de plusieurs de ses secteurs d'activité, les secteurs dits défensifs de l'économie libanaise commençant à perdre de l'élan et les secteurs vulnérables plongeant davantage dans le rouge. Alors que la consommation privée est toujours en train de connaître une croissance quelque peu positive, sa performance est bien plus faible que celle des années précédentes. Mais c'est la faiblesse de l'investissement privé qui pèse le plus sur la croissance économique, avec le report ou l'annulation de la plupart des décisions d'investissement privé. En parallèle, le taux de chômage atteint des records sans précédent, et l'inflation des taux à deux chiffres.

En parallèle, les risques fiscaux et financiers sont en train d'augmenter pour atteindre des niveaux sans précédent. Les ratios de déficit et d'endettement public sont en détérioration étant donné la faiblesse de la collecte fiscale, les dépenses excessives et la contraction du PIB. Ainsi, le ratio dette publique/PIB se rapprocherait de la barre des 170%. Quant au déficit public, il a dévié de l'objectif fixé dans le budget de l'année dernière (11% du PIB contre un ratio budgété de 7,6%), alors que la performance fiscale de 2020 devrait être bien pire en raison de la faiblesse de la collecte des recettes fiscales. Au niveau du secteur bancaire, les dépôts sont en train de connaître une contraction considérable (-15 milliards de dollars US en 2019 et -9,3 milliards de dollars US au cours des trois premiers mois de 2020), dans le contexte de limites sur les retraits bancaires, de contrôle de capitaux de facto de la part des banques libanaises, et des besoins de recapitalisation des banques libanaises dans le contexte de pertes sur les actifs en raison des placements en eurobons souverains et de la croissance des créances douteuses sur le secteur privé.

Au niveau monétaire, le taux de change sur le marché parallèle a avoisiné les 4.000 livres libanaises, contre un taux de change officiel de 1.507,5 livres par dollar US. En parallèle, les réserves de devises de la BDL se sont contractées de 2 milliards de dollars US au premier trimestre de 2020 dans le contexte de conversions nettes de livres en devises et de paiements en devises par la BDL pour le compte de l'État. À la fin du premier trimestre, les réserves de devises de la BDL ont atteint 35,2 milliards de dollars US, desquels 5 milliards de dollars US en eurobons souverains et 8 milliards de dollars US de créances sur les banques libanaises, laissant une position de réserves liquides de 22 milliards de dollars US.

Les marchés de capitaux ont affiché une performance adverse en raison du défaut de l'État sur ses obligations en devises. Le rendement moyen pondéré sur les eurobons libanais est passé de 30% en décembre 2019 à 326% en mars 2020. Les spreads sur les CDS à cinq ans du Liban, mesure de perception des risques souverains par les marchés, ont augmenté de 2.418 points de base à 14.717 points de base au cours de la même période. En parallèle, l'indice de prix des actions cotées à la Bourse de Beyrouth s'est contracté de 17% au premier trimestre mais quelques investisseurs ont préféré vendre des actions bancaires et acheter des actions immobilières, entraînant une croissance des prix des actions de Solidere de 30% depuis le début de l'année.

Les développements des secteurs réel, extérieur, public et financier au premier trimestre de 2020 seront analysés dans ce qui suit, alors que les remarques de conclusion sont consacrées à une évaluation détaillée de la première version du plan économique du gouvernement libanais.

1. PROFIL CONJONCTUREL

1.1. SECTEUR RÉEL

1.1.1. Agriculture et Industrie

Les secteurs primaire et secondaire débutent l'année sur une note plutôt mitigée

Les secteurs agricole et industriel du Liban ont débuté l'année 2020 sur une note plutôt mitigée. Les exportations primaire et secondaire ont connu une augmentation surtout suite à la faiblesse relative de la monnaie locale qui a rendu les biens libanais plus compétitifs. De plus, la réouverture du point frontalier Nassib entre la Jordanie et la Syrie a également bénéficié aux exportations, alors que les importations ont connu une contraction dans le contexte de la demande locale terne.

Sur le front agricole, les exportations ont augmenté au premier mois de 2020, alors que les importations ont diminué. Les exportations agricoles ont augmenté de 15,0% en janvier 2020, contre +17,6% au premier mois de 2019. Les importations agricoles ont diminué de 7,3% en janvier contre -16,3% en janvier 2019.

Quant au secteur industriel, sa performance fut plutôt mitigée, les importations diminuant et les exportations augmentant. Les importations industrielles ont diminué de 19,3% sur base annuelle en janvier 2020 après une chute de 17,7% en janvier 2019. Les exportations industrielles ont progressé de 42,9% par rapport à janvier 2019 contre -18,1% au cours du mois correspondant de 2019.

En parallèle, les chiffres publiés par Kafalat montrent que les crédits octroyés aux petites et moyennes entreprises sous la garantie de Kafalat ont totalisé 5,7 millions de dollars US en 2019, soit une chute de 85,9% sur base annuelle. Entretemps, le nombre total de garanties a atteint 51 en 2019, contre 313 en 2018.

Finalement, et partant de là, les performances des secteurs primaire et secondaire du Liban dépendent des politiques économiques des autorités qui doivent assurer un support et des incitations à la production locale au détriment des importations.

1.1.2. Construction

Amélioration de la demande immobilière et contraction continue de l'offre sectorielle

Malgré l'incertitude sociopolitique et la pandémie du COVID-19 au Liban vers la fin de février, la demande immobilière a connu une performance favorable au cours des deux premiers mois de l'année, suite à une décélération au cours des quelques années précédentes.

Les chiffres officiels publiés et couvrant les deux premiers mois de 2020 montrent que les marchés immobiliers ont connu une augmentation du nombre de transactions immobilières et de ventes immobilières, prolongeant l'amélioration connue au dernier trimestre de 2019.

Le nombre de ventes immobilières a augmenté de 37,9% sur base annuelle, passant de 7.859 au cours des deux premiers mois de 2019 à 10.834 au cours des deux premiers mois de 2020. En parallèle, le nombre de ventes aux étrangers a augmenté de 11,4% sur base annuelle pour atteindre 166 opérations au cours de la période couverte.

La valeur des ventes immobilières a progressé de 67,9% sur base annuelle pour atteindre 1.772,8 millions de dollars US au cours des deux premiers mois de 2020. La valeur moyenne des ventes immobilières a augmenté de 134.375 dollars US à 163.629 dollars US. Toutes les régions ont connu une augmentation de la valeur des ventes immobilières, les mouvements les plus considérables étant comme suit : Kesrouan (+88,4%), le Metn (+82,7%) et le Liban-Sud (+75,3%).

Du côté de l'offre, le secteur a commencé l'année sur une note négative, étant donné que selon les chiffres publiés par l'Ordre des Ingénieurs de Beyrouth et de Tripoli, la surface totale des nouveaux permis de construire, indicateur de l'activité de construction à venir, a diminué de 64,6% sur base annuelle en janvier, certains promoteurs ralentissant ou même arrêtant leurs travaux de construction.

En fait, la surface totale des nouveaux permis de construire a atteint 178.775 mètres carrés en janvier 2020, contre 504.819 mètres carrés en janvier 2019, suite à une contraction annuelle de 38,5% en janvier 2019. La distribution par région montre que la plupart des régions ont enregistré une contraction, Beyrouth et la Bekaa enregistrant les contractions les notables de 82,4% et 71,6% respectivement en janvier 2020. Le Mont-Liban a continué d'accaparer la plus grande part des nouveaux permis de construire en janvier 2020 avec 35,3% du total, suivi du Liban-Nord avec 22,0%, du Liban-Sud avec 21,7%, de Nabatieh avec 11,7%, de la Bekaa avec 5,2% et de Beyrouth avec 4,2%.

De plus, les chiffres publiés par la BDL montrent que les livraisons de ciment, quasi-indicateur de l'activité de construction, ont diminué de 60,8% en janvier 2020 pour atteindre 85.193 tonnes, contre 217.379 tonnes en janvier 2019, reflétant le ralentissement continu de l'activité de construction dans le pays.

Il est clair que la crise de liquidité a pavé la voie à une amélioration de la demande immobilière, quoique le ralentissement persiste au niveau de l'offre sectorielle allant de pair avec la situation socio-politique détériorée et l'incertitude économique largement répandue.

1.1.3. Commerce et Services

Le secteur tertiaire libanais a débuté l'année sur une note négative

Le secteur tertiaire libanais connu des pressions considérables au cours du premier trimestre de 2020, affichant une sous-performance au niveau de l'activité touristique et hôtelière. Il a également perdu de l'élan au niveau du commerce maritime et de l'activité aéroportuaire.

La contraction de l'activité touristique fut reflétée par celle de l'activité aéroportuaire, selon les chiffres officiels qui ont révélé que le nombre total de passagers à l'Aéroport a diminué de 33,6% sur base annuelle au premier trimestre, dans le contexte de la fermeture du pays en raison du coronavirus, pour atteindre 1.152.104 passagers. Un coup d'œil à l'activité montre que le nombre de passagers entrants a diminué de 36,1% et celui de passagers sortants a diminué de 31,2% pour atteindre 535.609 et 616.495 passagers au premier trimestre. Le nombre de passagers en transit a diminué de 13.636 à 12.990 au cours de la période couverte. En incluant ces derniers, le nombre total de passagers utilisant l'Aéroport a atteint 1.165.094, soit une chute annuelle de 33,4%.

Les avions entrants et sortants de l'Aéroport ont diminué de 29,9% chacun, les premiers affichant 5.404 avions et les seconds 5.401 avions au cours de la période couverte. Quant au volume de marchandises transitant par l'Aéroport, 7.651 milliers de tonnes furent importées au cours des trois premiers mois de 2020 (-42,3%) alors que 6.514 milliers de tonnes furent exportées (-6,3%).

Par conséquent, et selon le dernier rapport de Ernst & Young, la performance du secteur hôtelier libanais a connu une diminution du taux d'occupation, du tarif moyen par chambre d'hôtel et du rendement moyen par chambre d'hôtel. Le taux d'occupation des hôtels quatre et cinq étoiles de la capitale a atteint 28% au cours des deux premiers mois de 2020, contre 65% en cours de la période correspondante de 2019. Le tarif moyen par chambre d'hôtel a considérablement diminué, passant de 192 dollars US à 130 dollars US. Le rendement moyen par chambre d'hôtel a diminué de 71,2% sur base annuelle pour atteindre 36 dollars US, contre 125 dollars US cours des deux premiers mois de 2019.

CONSTRUCTION

	T4-19	2019	2M-19	2M-20	Variation 2M/2M
Valeur des ventes immobilières (en millions de US\$)	2,101	6,839	1,056	1,773	67.9%
Nombre de ventes immobilières (propriété foncière)	13,400	50,352	7,859	10,834	37.9%
dont ventes aux étrangers	235	993	149	166	11.4%
Valeur moyenne des ventes immobilières (en milliers de US\$)	157	136	134	164	21.8%
Taxes immobilières (en millions de US\$)	84	302	54	78	45.0%

ÉVOLUTION DES INDICATEURS DE CONSTRUCTION



Quant au commerce maritime, le Port de Beyrouth a connu une chute de la plupart des indicateurs sur base annuelle au cours des deux premiers mois de 2020. Le nombre de conteneurs au Port a diminué de 45,4% pour atteindre 66.600, contre 122.073 au cours de la période correspondante de 2019. Le nombre de navires au Port a diminué de 1,5% pour atteindre 260. Le volume de marchandises au Port a diminué de 35,9% pour atteindre 728 milliers de tonnes au cours des deux premiers mois, suite à une chute de 16,5% au cours des deux premiers mois de 2019.

Finalement, la valeur totale des chèques compensés, indicateur des dépenses de consommation et d'investissement au sein de l'économie libanaise, a augmenté de 28,4% sur base annuelle au cours des deux premiers mois de 2020. Cette dernière a atteint 12.522 millions de dollars US, contre 9.755 millions de dollars US au cours des deux premiers mois de 2019. La distribution par devise montre que les chèques compensés en livres ont atteint 6.786 milliards de livres (+23,7%), alors que ceux en devises ont atteint 8.021 millions de dollars US (+31,1%). Le nombre de chèques compensés a atteint 1.466.336, soit une contraction de 14,3% par rapport à 1.711.520 au cours des deux premiers mois de 2019.

1.2. SECTEUR EXTÉRIEUR

Contraction du déficit de la balance commerciale de 30% en janvier dans le contexte d'une diminution des importations de 18%

Les dernières statistiques officielles couvrant le premier mois de 2020 montrent une contraction nette des importations de 17,8% sur base annuelle et une croissance des exportations de 41,1%, entraînant une réduction du déficit de la balance commerciale de 29,7% en janvier 2020, tendance qui se poursuit depuis fin novembre. Les efforts de l'État devraient être davantage canalisés vers la stimulation de la production locale au détriment des importations en fournissant des incitations aux secteurs qui produisent des biens de substitution aux importations et des produits orientés vers l'exportation.

Ceci dit, la valeur totale des exportations et des importations a diminué de 9,3% pour atteindre 1,5 milliard de dollars US en janvier, alors que le ratio de couverture des importations par les exportations a atteint un pic de 28,9%.

Les exportations ont atteint 333 millions de dollars US en janvier 2020, contre 236 millions de dollars US en janvier 2019, pour enregistrer leur croissance annuelle la plus forte en près d'une décennie. La distribution des exportations par produit montre que les exportations majeures furent celles de la joaillerie avec 47,7% du total (+101% sur base annuelle), suivies des produits alimentaires et des métaux et produits métalliques avec 9,0% chacun, des produits chimiques avec 7,2%, des équipements électriques avec 6,6% et des légumes avec 5,4% en janvier 2020.

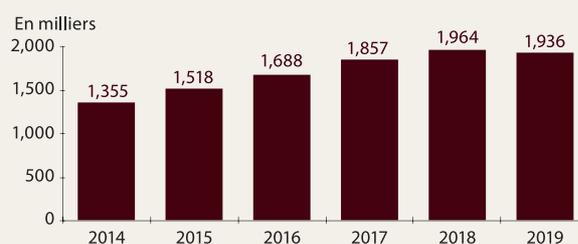
La distribution des exportations par pays montre que la Suisse a accaparé la part la plus importante dans le total des exportations avec 39,0%, suivie des Émirats Arabes Unis avec 11,7%, de l'Arabie Saoudite avec 6,6%, de l'Irak avec 3,9% et de la Syrie avec 3,6%. Les exportations par voie terrestre à travers la Syrie ont diminué de 9,3%, alors que celles à travers l'Aéroport ont augmenté de 78,4% et celles à travers le Port de Beyrouth ont progressé de 11,0% au cours de la même période.

COMMERCE ET SERVICES

	T4-19	2019	2M-19	2M-20	Variation 2M/2M
Nombre de navires au Port	408	1,746	264	260	-1.5%
Nombre de conteneurs au Port (en milliers)	145	734	122	67	-45.4%
Marchandises au Port (en milliers de tonnes)	1,340	6,524	1,136	728	-35.9%
Nombre d'avions à l'Aéroport*	15,494	72,279	15,413	10,805	-29.9%
Nombre de passagers à l'Aéroport (excluant ceux en transit, en milliers)*	1,628	8,630	1,735	1,152	-33.6%
Chèques compensés (en millions de US\$)	14,574	56,971	9,755	12,522	28.4%

*Chiffres couvrant les premiers trimestres pour 2M-19 et 2M-20

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE TOURISTES



En parallèle, les importations ont totalisé 1,2 milliard de dollars US en janvier 2020, contre 1,4 milliard de dollars US en janvier 2019. La distribution des importations par produit montre que les principales importations en janvier furent les produits minéraux avec 39,7% du total (+74% sur base annuelle), suivis des produits chimiques avec 10,9%, de la joaillerie avec 7,9%, des légumes avec 6,6% et des produits alimentaires avec 6,2%. La distribution des importations par pays montre que 9,7% du total fut en provenance de la Grèce, suivie de l'Italie avec 9,1%, de la Turquie avec 8,9%, des États-Unis avec 6,3%, de la Chine avec 5,7%, de la Russie avec 5,6% et des Émirats Arabes Unis avec 5,4%.

1.3. SECTEUR PUBLIC

Le plan économique du gouvernement vise une trajectoire descendante pour la dette publique sur le moyen terme

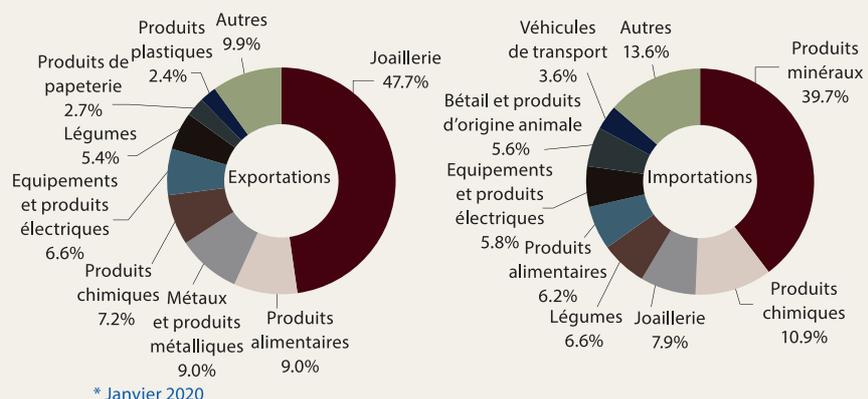
Les finances publiques libanaises ont connu une expansion notable du déficit public de 29% au quatrième trimestre de 2019 suite aux derniers développements sociopolitiques, ce dernier atteignant 5,8 milliards de dollars US en 2019, soit 11,3% du PIB, et déviant de l'objectif de 7,6% fixé dans le budget 2019. En parallèle, la dette publique a atteint 92,2 milliards de dollars US en février 2020, soit une croissance de 8,2% par rapport à février 2019. La dette publique en livres a augmenté de 13,0% par rapport à février 2019 pour atteindre 58,2 milliards de dollars US en février 2020. La dette publique en devises a légèrement augmenté de 0,9% par rapport à février 2019 pour totaliser 34,1 milliards de dollars US en février 2020. Dans ce contexte, la dette publique nette, excluant les dépôts du secteur public auprès de la BDL et des banques commerciales, a augmenté de 7,8% par rapport à février 2019 pour totaliser 82,6 milliards de dollars US en février 2020.

Ainsi, étant donné que les finances publiques représentent la vulnérabilité la plus notable de l'économie libanaise de nos jours, l'ajustement fiscal est nécessaire afin de maintenir la stabilité économique d'ensemble. Le Liban ne peut pas se permettre de soutenir sa stabilité monétaire et financière avec un ratio dette publique/PIB de 176% et un ratio déficit public/PIB de 11%, surtout que le modèle de financement du déficit public basé sur la croissance des dépôts est en jeu. Le gouvernement n'a pas d'autre choix que de réduire ses besoins de financement fiscal à l'avenir. Ainsi, le Liban a tout d'abord besoin d'un plan de restructuration imminent de la dette publique dans le contexte d'un plan compréhensif de gestion de l'endettement et d'atterrissage en douceur macroéconomique incluant des contractions graduelles des déficit et endettement publics.

Dans ce contexte, la première version divulguée du plan de réformes économiques du gouvernement vise l'atterrissage en douceur des finances publiques principalement à travers une austérité budgétaire sévère, un renforcement de la mobilisation des ressources, une amélioration de la collecte fiscale, une contraction du service de la dette et une réforme du secteur de l'électricité, dans le but de réduire le ratio déficit public/PIB à moins de 1% et de restaurer une trajectoire clairement descendante pour la dette publique sur le court à moyen terme. Ainsi, la stratégie fiscale de moyen terme du plan économique comprend plusieurs mesures aptes à renforcer les recettes publiques (jusqu'à 3,7% du PIB en 2024) ainsi que des mesures visant les dépenses totales (représentant 4,5% du PIB en 2024).

Du côté des recettes publiques, le plan vise à élargir la base fiscale, améliorer la conformité et la collecte fiscale en améliorant la collecte douanière et de la taxe sur la valeur ajoutée, normaliser la conformité fiscale,

RÉPARTITION DES EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS *



annuler les exemptions fiscales sur les profits et gains de capitaux pour les holdings et compagnies offshore, annuler certaines exemptions sur la TVA et renforcer l'administration fiscale. De plus, le gouvernement planifie d'augmenter les audits fiscaux, de renforcer la collecte de la dette liée aux taxes, et de poursuivre les contrevenants. Dans un second temps, le gouvernement implémentera une modernisation à grande échelle du système fiscal afin de le rendre plus équitable et plus efficace. Cette modernisation comprendra plusieurs mesures visant à augmenter le taux d'imposition des entreprises graduellement de 17% à 20%, la taxe sur les intérêts des dépôts de plus d'un million de dollars US de 10% à 20%, l'impôt sur les salaires élevés de 25% à 30%, la taxe sur les profits et les gains de capitaux de 10% à 15%, et la TVA sur les produits de luxe de 11% à 15%, tout en fixant un prix plancher pour la gazoline de 25.000 livres libanaises et en introduisant une taxe sur le diesel de 1.000 livres.

Du côté des dépenses, le plan inclut plusieurs mesures, notamment la réforme du secteur de l'électricité avec des mesures visant à améliorer l'efficacité, élargir la capacité et réduire les pertes et vols, tout en augmentant les tarifs graduellement avec la production accrue d'électricité. Qui plus est, les mesures liées aux dépenses viseront la réduction des salaires publics en rationalisant l'emploi public en vue d'améliorer l'efficacité et de réduire les coûts, en gelant l'emploi du personnel militaire et en conditionnant la promotion de ce personnel aux vacances de postes, la réduction du nombre de contractuels de 5% par an pendant cinq ans, tout en gelant les salaires nominaux pour une période de cinq ans. De plus, ce plan vise à réduire graduellement les dépenses liées aux pensions pour atteindre 2,2% du PIB en 2024, contre 4,7% en 2019, en sus d'autres mesures de réduction des dépenses et plus principalement la réduction des allocations aux écoles, l'unification des allocations pour l'ensemble des employés du secteur public et la rationalisation des autres dépenses courantes afin de limiter le gaspillage.

1.4. SECTEUR FINANCIER

1.4.1. Situation Monétaire

La pénurie de devises envoie la livre libanaise en chute libre

Le premier trimestre de 2020 a connu une diminution des réserves de devises de la BDL, une dépréciation sans précédent de la livre libanaise contre le dollar US sur le marché parallèle, et les premières diminutions de taux d'intérêt sur les bons du Trésor en livres en dix ans.

Les avoirs extérieurs de la BDL se sont contractés de 2,1 milliards de dollars US au premier trimestre de 2020 pour atteindre 35,2 milliards de dollars US en mars, selon les chiffres publiés par la BDL. Cependant, en excluant les eurobons souverains détenus par la BDL estimés à 5,03 milliards de dollars US en mars et les facilités fournies par la BDL aux banques commerciales estimées à 8 milliards de dollars US au cours du premier trimestre, les avoirs extérieurs de la BDL atteindraient 22 milliards de dollars US en mars 2020, sachant qu'ils se seraient contractés davantage au cours du mois d'avril.

La pénurie sévère de devises dans le système financier a mis des pressions grandissantes sur le taux de change sur le marché parallèle, alors qu'une circulaire émise par la BDL le 6 mars 2020, limitant la déviation du taux de change chez les changeurs par rapport au taux officiel à 30%, a tenté d'alléger ces pressions. La livre libanaise a connu une détérioration rapide par rapport au dollar US au premier trimestre de 2020, alors que le taux de

FINANCEMENT DU DÉFICIT PUBLIC

en millions de US\$	2018	2019	Progression
	Vol	Vol	Vol
Financement du Déficit			
Déficit	6,246	5,837	-409
Comptes créditeurs de l'Etat	-789	989	1,778
Autres postes	157	-317	-474
Emplois = Ressources	5,613	6,509	896
Livres libanaises	2,504	6,253	3,749
Bons du Trésor (système bancaire)	1,995	6,196	4,200
Autres	509	58	-451
Devises	3,109	255	-2,854
Eurobons souverains (Paris II inclus)	3,197	350	-2,847
Autres	-88	-95	-7

ENDETTEMENT PUBLIC



vente chez les changeurs a dépassé la barre des 2.800 livres par dollar US pour la première fois depuis août 1992, pour atteindre 2.825 livres par dollar US en mars 2020. Le défaut de paiement du Liban sur ses obligations en devises pour la première fois de son histoire le 9 mars 2020, les incertitudes persistantes quant au plan de sauvetage du pays, les tiraillements politiques locaux accrus et la crise du coronavirus sont venus s'ajouter à la pénurie de dollars US pour envoyer la livre libanaise en chute libre contre le dollar US au cours du mois d'avril 2020, le taux de change atteignant un niveau record de 4.000 livres par dollar US lors de la finalisation de ce rapport.

De même, le marché des changes a continué de connaître des conversions nettes en faveur des devises au premier trimestre de 2020. Ceci a maintenu le taux au jour le jour à des niveaux à deux chiffres la plupart du temps, alors que ce dernier a occasionnellement dépassé la barre des 100%, avant de tomber à 3% en mars 2020 en raison des opérations d'escompte de dépôts de long terme en livres à la BDL.

En parallèle, le premier trimestre de 2020 a connu les premières contractions de taux d'intérêt sur les bons du Trésor en livres en dix ans. Le Ministère des Finances a baissé vers la fin-mars 2020 les taux d'intérêt sur les bons du Trésor à 6 mois de 5,85% à 4,00%, sur ceux à 3 ans de 7,50% à 5,50%, et sur ceux à 7 ans de 9,00% à 6,50%. Ceci fut suivi de contractions successives de taux sur les catégories à 3 mois, 1 an, 2 ans, 5 ans et 10 ans allant jusqu'à 3,0% en avril 2020, pour atteindre 3,50%, 4,50%, 5,00%, 6,00% et 7,00% respectivement.

Les souscriptions totales du système financier aux bons du Trésor en livres ont totalisé 3.394 milliards de livres au cours du premier trimestre de 2020, contre 4.515 milliards de livres au cours de la période correspondante de 2019, soit une chute d'environ 25% sur base annuelle. En parallèle, la Banque du Liban a continué de jouer le rôle d'intermédiaire entre les banques et le souverain au premier trimestre, comme le montre la croissance de son portefeuille de titres en livres de 547 milliards de livres. En même temps, le portefeuille total de Certificats de Dépôts en livres s'est contracté, passant de 48.043 milliards de livres en décembre 2019 à 46.099 milliards de livres en mars 2020, soit une chute de 1.944 milliards de livres marquant la première contraction depuis 2016.

Au cours de la période à venir, le plan de réformes économiques divulgué suggère que l'ancrage nominal du taux de change (1.507,5 livres par dollar US), qui fut maintenu pendant des décennies, devrait être abandonné, ayant cumulé une surévaluation considérable en termes réels de la livre libanaise. Le plan laisse présager que l'unification des taux de change fournirait un support à la reconstitution des réserves de devises vers des niveaux adéquats, renforcerait la transparence et améliorerait la liquidité sur le marché des changes.

1.4.2. Activité Bancaire

Réduction continue des risques dans des conditions d'exploitation difficiles

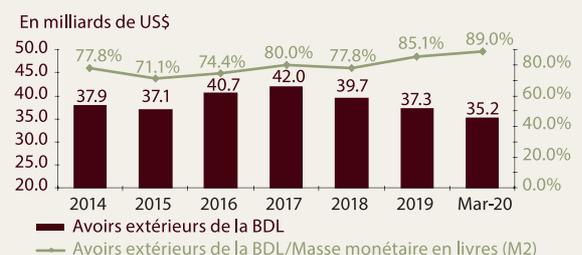
Les banques libanaises ont continué d'opérer dans des conditions assez difficiles dans le contexte de la crise économique et financière que le pays traverse, des tensions sociopolitiques accrues et du confinement forcé par le COVID-19 qui a rendu les affaires encore plus difficiles à conduire.

Les retraits de fonds ont continué, sous forme de retraits en dollars US limités, en livres libanaises avec des plafonds mensuels, ou encore surtout à travers le remboursement de dettes. Les dépôts de la clientèle se sont contractés de 5,8% au cours des trois premiers mois de l'année, soit de 9,3 milliards de dollars US, et de 20,7 milliards de dollars US depuis septembre 2019. Ceci est principalement attribué aux dépôts en livres libanaises, qui ont accaparé 55% du déclin total au cours des trois premiers mois de cette année, laissant les 45% restants

SITUATION MONÉTAIRE

Variations en millions de US\$	T1-19	T1-20	Progression
	Vol	Vol	Vol
Avoirs extérieurs nets (excluant l'or)	-2,002	-1,030	972
Créances nettes sur le secteur public (excluant les différences de change)	1,065	-2,013	-3,078
Créances nettes sur le secteur privé	-1,822	-4,024	-2,202
Emplois = Ressources	-2,759	-7,066	-4,307
Monnaie (M3)	-1,089	-4,211	-3,122
Différence de change et autres postes	-1,670	-2,855	-1,185

INDICATEURS DU MARCHÉ DES CHANGES



aux dépôts en devises. Par conséquent, le ratio de dollarisation des dépôts a atteint un record sur 15 ans de 77,9% en mars 2020, contre 76,0% en décembre 2019 et moins de 70% au cours des années précédentes.

Notons que la BDL a récemment émis quelques circulaires visant à alléger le fardeau sur les déposants dans des conditions difficiles. Premièrement, elle a émis une circulaire offrant la possibilité aux clients ayant des comptes bancaires créditeurs de moins de 5 millions de livres libanaises ou de 3.000 dollars US de bénéficier pour une seule fois de remboursement du solde entier en espèces et en livres libanaises au taux du marché. Deuxièmement, elle a émis une circulaire demandant aux banques de permettre aux clients de retirer jusqu'à 5.000 dollars US de leurs comptes créditeurs en dollars US chaque mois en espèces et en livres libanaises au taux du marché.

Environ 51% de la contraction des dépôts au cours des trois premiers mois a été due aux clients débiteurs ayant des comptes créditeurs et voulant rembourser leurs dettes. Les banques ont continué leur pratique de réduction des risques en diminuant leur exposition au secteur privé au vu des conditions prévalentes, à hauteur de 4,8 milliards de dollars US au cours des trois premiers mois de 2020, et de 9,5 milliards de dollars US depuis septembre, soit avant l'éclatement de la crise. La contraction des crédits en devises a accaparé le gros de la contraction totale des crédits (92%), ce qui a entraîné une réduction du ratio de dollarisation des crédits pour atteindre un niveau bas de 66,3% en mars 2020.

En parallèle, les taux d'intérêt ont continué de se contracter pour le quatrième mois consécutif. En fait, le taux d'intérêt moyen sur les dépôts en livres, qui avait récemment enregistré un record de 9,40% en novembre 2019, a diminué pour atteindre 5,13% en mars 2020. De même, le taux d'intérêt moyen sur les dépôts en dollars US a diminué de 6,31% à 2,53% au cours de la même période. En parallèle, les taux d'intérêts débiteurs moyens ont continué de se contracter pour afficher 9,41% en livres libanaises et 8,55% en dollars US.

Sur un autre plan, les banques opérant au Liban avaient poursuivi leurs ventes considérables d'eurobonds souverains avant le défaut de paiement annoncé par le gouvernement en mars. Le portefeuille d'eurobonds détenus par les banques a diminué de 3,0 milliards de dollars US au cours des trois premiers mois de 2020 pour atteindre 10,8 milliards de dollars US en mars. Ainsi, les banques ont diminué leurs portefeuilles d'eurobonds souverains de plus de 5 milliards de dollars US au cours de l'année écoulée. En pourcentage des dépôts en devises, le portefeuille d'eurobonds souverains détenus par les banques a atteint 9,2% en mars, un record à la baisse sur 22 ans. En pourcentage de leurs fonds propres, le portefeuille d'eurobonds souverains a affiché 0,52 fois en mars, soit le niveau le plus bas depuis 1998.

En somme, les banques ont continué d'opérer dans un contexte d'exploitation très difficile, et tous les yeux sont rivés sur le plan de sauvetage économique à venir du gouvernement, lequel inclut une restructuration du secteur bancaire. Entre-temps, les banques continuent leurs mesures de réduction des risques visant à alléger l'impact de la crise sur leur bilan et à protéger de même les déposants des répercussions du défaut de l'État.

ACTIVITÉ BANCAIRE

En millions de US\$	2018	2019	T1-19	T1-20
Var. de l'actif total	29,628	-32,703	3,268	-8,231
Progression en %	13.5%	-13.1%	1.3%	-3.8%
Var. des dépôts de la clientèle	5,617	-15,418	-1,758	-9,273
dont dépôts en livres	-1,554	-13,119	-493	-5,092
dont dépôts en devises	7,171	-2,301	-1,265	-4,180
Progression des dépôts (%)	3.3%	-8.8%	-1.0%	-5.8%
Var. des crédits	-300	-9,617	-2,057	-4,754
dont crédits en livres	-482	-2,710	-890	-404
dont crédits en devises	183	-6,907	-1,167	-4,350
Progression des crédits (%)	-0.5%	-16.2%	-3.5%	-9.6%

1.4.3. Marchés Boursier et Obligataire

Le défaut de paiement du gouvernement sur la dette en devises a envoyé les prix des eurobonds en chute libre

Le défaut de paiement du gouvernement sur sa dette en devises pour la première fois de son histoire a envoyé les prix des eurobonds souverains libanais en chute libre au premier trimestre de 2020, les rendements sur ces eurobonds atteignant des pics et les spreads sur les CDS connaissant un élargissement considérable vers des niveaux record, avant qu'une vente aux enchères sur les CDS n'ait lieu en avril 2020. De même, les actions libanaises ont enregistré des contractions de prix à un taux à deux chiffres au cours du premier trimestre pour atteindre des records à la baisse dans le contexte de la crise économique, financière et sanitaire sévère, alors que tous les yeux sont rivés sur le plan de réformes économiques du gouvernement.

Le premier trimestre de 2020 fut crucial pour le Liban, le pays ayant connu son premier défaut de paiement. Le gouvernement libanais a décidé le 7 mars 2020 de suspendre le paiement d'un eurobon de 1,2 milliard de dollars US qui est venu à échéance le 9 mars 2020 dans le but de sauvegarder les réserves de devises qui sont en déclin. Les autorités ont également annoncé l'arrêt des paiements de l'ensemble des eurobonds libellés en devises jusqu'à ce qu'un accord de restructuration compréhensif de la dette soit atteint avec les créditeurs.

Le défaut de l'État sur ses obligations en devises fut accompagné de deux abaissements de la notation souveraine par les agences de notation internationales. S&P a abaissé la notation de la dette souveraine le 11 mars 2020 à « SD/SD » de « CC/C ». Le 18 mars 2020, Fitch a abaissé la notation souveraine du pays de « C » à « RD ».

Dans ces conditions, la courbe de taux a convergé en-dessous de 20 en mars 2020, les prix des eurobonds souverains venant à échéance entre 2020 et 2037 allant de 16,0 cents par dollar US à 19,5 cents par dollar US. De même, les spreads sur les CDS à cinq ans du Liban, mesure de perception des risques souverains par les marchés, se sont considérablement élargis. Ces derniers sont passés de 2.418 points de base en décembre 2019 à 14.717 points de base le 20 mars 2020, avant qu'une vente aux enchères sur les CDS n'ait lieu. Dans ce contexte, le règlement des CDS a eu lieu le 23 avril 2020, date à laquelle les titres de dette libanaise ont eu une valeur finale de 14,125%. Ceci veut dire que les investisseurs qui détiennent la protection de la dette libanaise recevront 86% du montant couvert par ces instruments, soit 215 millions de dollars US. Le rendement moyen pondéré sur les eurobonds libanais est passé de 30% en décembre 2019 à 326% en mars 2020.

En parallèle, la Bourse de Beyrouth a bien plongé dans le rouge au cours du premier trimestre, comme le reflète la contraction de l'indice de prix des actions cotées à la Bourse de Beyrouth de 17,2%, dans le contexte de la crise économique et financière sévère, des craintes grandissantes quant à l'impact économique du coronavirus, et des discussions continues au sein cabinet quant au plan de sauvetage du Liban. Les actions bancaires ont chuté le plus au cours de la période couverte, enregistrant des contractions de prix allant jusqu'à -58%, alors que les actions Solidere sont allées à l'encontre de la tendance du marché. Les actions Solidere A et B ont

MARCHÉS BOURSIER ET OBLIGATAIRE

	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Bourse de Beyrouth						
Capitalisation boursière (En millions de US\$)	10,496	10,951	10,578	9,117	7,540	6,242
Valeur des échanges à la Bourse (En millions de US\$)	498	885	608	376	197	43
Valeur annualisée des échanges à la Bourse/Capitalisation boursière	4.7%	8.1%	5.8%	4.1%	2.6%	2.8%
Indice des prix	104.6	106.9	98.2	83.9	69.7	57.7
Variation de l'indice des prix	-1.2%	2.1%	-8.1%	-14.6%	-16.9%	-17.2%
P/E *	6.72	6.44	6.38	5.18	5.90	6.05
P/NAV *	0.93	0.91	0.86	0.69	0.57	0.53
Eurobonds Libanais						
Volume global (En millions de US\$)	25,535	26,123	26,123	30,964	28,314	30,114
Taux de rendement moyen	6.1%	6.5%	6.5%	10.0%	30.0%	326.0%
Durée de vie moyenne (En nombre d'années)	6.1	6.2	6.7	7.8	7.5	8.1
Variation des spreads sur les CDS à cinq ans (points de base)	26	57	42	229	2,418	14,717

* Pour les grandes banques cotées

PERFORMANCE DES MARCHÉS DE CAPITAUX



augmenté de 28,8% et 29,9% respectivement au cours de la période couverte pour atteindre 9,40 dollars US et 9,47 dollars US respectivement en mars, certains investisseurs cherchant à vendre des actions bancaires et à investir dans des actions immobilières.

Les contractions de prix furent accompagnées d'une augmentation de la volatilité, le ratio de volatilité atteignant 5,9% au premier trimestre de 2020. Ce dernier, mesuré par le ratio écart-type des prix par rapport à leur moyenne, avait atteint 1,4% au premier trimestre de 2019.

Étant donné les chutes de prix et l'absence de cotation ou de décote, la capitalisation boursière s'est contractée de 17,2% au cours du premier trimestre, passant de 7.540 millions de dollars US en décembre 2019 à 6.242 millions de dollars US en mars 2020. La valeur totale des échanges à la Bourse de Beyrouth a atteint 43,2 millions de dollars US au premier trimestre contre 78,8 millions de dollars US au premier trimestre de 2019, soit une chute de 45%, sachant que les actions Solidere ont accaparé 85,6% de l'activité totale. Par suite, le ratio valeur annualisée des échanges à la Bourse/capitalisation boursière a affiché 2,8%, contre 3,5% au premier trimestre de 2019.

Au cours de la période à venir, et au fur et à mesure que le gouvernement s'engage dans des discussions de bonne foi avec les détenteurs d'eurobons, ces discussions seraient facilitées par un programme avec le FMI, ce dernier fournissant un point de départ ou encore une référence aux négociations, avec des objectifs clairs de soutenabilité et un cadre méthodologique sur lequel se baser.

2. CONCLUSION: LE PLAN ÉCONOMIQUE DU GOUVERNEMENT

Il n'y a aucun doute que le plan de réformes économiques du gouvernement qui a été publié renferme quelques points positifs et des réformes ambitieuses, mais en même temps contient quelques faiblesses telle que la distribution des pertes nationales entre agents économiques.

Pour ce qui est positif, le plan comprend des réformes tangibles sur le front fiscal ainsi que des efforts réels pour stimuler la croissance et la compétitivité de l'économie libanaise, sans oublier l'aspect social étant donné qu'il vise à renforcer les filets de protection sociale afin de protéger la population libanaise la plus vulnérable. Le plan vise un atterrissage en douceur des finances publiques, afin de diminuer le ratio déficit public/PIB de 11% aujourd'hui à 0,7% en 2024, en renforçant la collecte des recettes publiques, en combattant l'évasion fiscale, en rationalisant les dépenses publiques, en diminuant le service de la dette et en réformant le système de pension ainsi que le secteur de l'électricité. Ceci serait apte à diminuer le ratio dette publique/PIB de 176% à 99% sur un horizon de cinq ans.

Il est toutefois utile de noter que le plan repose sur une aide internationale totalisant 10 milliards de dollars US, ce qui est aujourd'hui assez douteux dans l'environnement actuel. Dans ce contexte, nous pensons que les discussions avec le FMI devraient passer du stade d'assistance technique à un programme compréhensif qui donnerait une crédibilité au plan du gouvernement et renforcerait la capacité du Liban à attirer des fonds en provenance de l'étranger. En jetant un coup d'œil au changement spectaculaire en trois ans qu'a connu l'Égypte avant et après l'intervention du FMI, nous avons intérêt à comprendre l'importance d'un programme exhaustif avec le FMI. L'Égypte affiche aujourd'hui la croissance économique la plus importante dans le monde arabe (6%), ses réserves de devises ont triplé de 15 milliards de dollars US à 50 milliards de dollars US, alors que son taux d'inflation est passé de 33% à moins de 10%. Ceci dit, tout atterrissage en douceur de l'économie libanaise repose sur une aide internationale en général et sur l'intervention du FMI en particulier afin de pallier aux besoins de fonds en provenance de l'étranger que le Liban est susceptible de connaître.

Le plan du gouvernement comprend une estimation des pertes nationales importantes qui seraient supportées par les banques et les déposants principalement. Notre point de vue ici est qu'avant de recourir à tout type de « haircut » ou de « bail-in » qui impacte les déposants, il faudrait revenir aux racines du problème. Ces racines ne sont autre que le secteur public qui a 90 milliards de dollars US de dettes et auquel le secteur bancaire est exposé directement ou indirectement à travers la BDL. Ce secteur public qui en train de faire défaut aujourd'hui détient des actifs allant des entités privatisables aux propriétés immobilières, sachant que ces actifs contrebalancent une grande partie des dettes. Il faudrait considérer une partie de ces actifs et rembourser les créances sur le secteur public avant de se pencher sur toute mesure atteignant les déposants. Il faut également préserver un niveau minimum de fonds propres bancaires afin de commencer un nouveau cycle économique.

Ainsi, un fond étatique pourrait être créé avec des actifs publics comme garantie pour des dizaines de milliards de dollars US d'actifs immobiliers et d'entités privatisables, constituant la part du gouvernement dans les

sacrifices nationaux. Ceci réduirait l'endettement de l'État, rembourserait les dettes à la Banque Centrale et réduirait en parallèle les créances bancaires sur la BDL et les engagements envers la clientèle d'un montant équivalent. Corollairement, les grands déposants bénéficieraient d'une injection immédiate de liquidités qui libèrerait des dépôts gelés.

Le but de toute alternative doit être d'assurer une restructuration soutenable de la dette du gouvernement avec une allocation réaliste, juste et équitable des pertes entre les agents économiques tout en maintenant le paradigme de l'économie libérale. Par conséquent, ceci (1) réduirait la dette de l'État vers un niveau soutenable tout en sauvegardant l'économie et un secteur bancaire proprement « restructuré », (2) libèrerait une partie des fonds des déposants sans « haircut » ou « bail-in », (3) distribuerait la perte actuelle de manière juste et équitable, ce qui montrerait du sérieux, de bonnes intentions et un engagement des principaux concernés, et (4) aiderait à rétablir la confiance dans les actions gouvernementales et l'assise financière du secteur bancaire afin d'attirer des fonds vers l'économie locale.

Le contenu de la présente publication est uniquement à titre informatif et ne saurait constituer en aucun cas un conseil ou un encouragement à effectuer des investissements ou entreprendre une activité financière ou commerciale quelconque. Vous demeurez entièrement responsables de toute action prise sur la base d'une information contenue dans cette publication. Cette publication ne saurait constituer une quelconque offre de, ou une sollicitation à, acheter ou vendre des titres financiers, et toute décision d'investissement ne saurait se fonder sur les informations contenues dans la présente. Tout en étant convaincue de la fiabilité de la source de l'information, Bank Audi Sal ne saurait voir sa responsabilité engagée d'aucune manière du fait de son contenu et ne garantit aucunement l'exactitude et l'exhaustivité de l'information.