



# BANKY FOIBEN'I MADAGASIKARA

COMITE MONETAIRE

Antananarivo, 7 mai 2024

## Note de conjoncture économique *[Evolution récente et perspectives]*

### Contexte international

---

#### L'économie mondiale est résiliente malgré un ralentissement enregistré au début de 2024 :

Au premier trimestre de 2024, l'économie mondiale a montré une résilience inattendue face à plusieurs chocs, bien qu'en ralentissement. Le rythme de croissance n'a pas été uniforme pour toutes les régions. Aux États-Unis, la croissance a atteint 3,0 % au premier trimestre de 2024, légèrement en deçà du trimestre précédent (3,1 %), en raison principalement d'une baisse de la consommation privée et des investissements dans le secteur immobilier. En revanche, dans la zone euro, la croissance est restée faible, atteignant seulement 0,2 % en glissement annuel, après avoir été de 0,1 % au trimestre précédent. Cette stagnation s'est expliquée par des performances mitigées dans l'industrie et une légère amélioration dans les services.

Les pays émergents ont également connu des tendances de croissance contrastées. En Chine, malgré des défis liés à la situation financière et à l'endettement, la croissance est restée stable à 5,3 % au premier trimestre 2024, par rapport au trimestre précédent (5,2 %). Les indicateurs du marché immobilier ont continué de se détériorer en mars.

#### L'inflation continue de ralentir mais demeure persistante :

Globalement, l'inflation a continué de ralentir au premier trimestre de 2024, notamment dans les économies avancées en raison notamment de la politique monétaire restrictive des banques centrales. Toutefois, sa composante sous-jacente a moins reculé, à cause de la hausse des prix des services. Le taux d'inflation a atteint 3,1 % aux États-Unis et 2,6 % en zone euro, après avoir été respectivement de 3,2 % et de 2,7 % un trimestre plus tôt. L'inflation des biens se serait sensiblement réduite dans la plupart des pays, grâce à la diminution des prix des produits énergétiques et au rétablissement des chaînes d'approvisionnement mondiales. L'inflation des services a affiché une lenteur à la baisse.

#### La hausse des cours mondiaux des produits de base a compromis le processus de désinflation :

Les prix sur les marchés internationaux des principaux produits de base ont globalement enregistré une hausse au premier trimestre de 2024, à l'exception des prix du pétrole brut et du nickel. L'accentuation des tensions géopolitiques a exercé des pressions sur les prix des principaux produits de base vers la fin du premier trimestre. Bien que le prix moyen du pétrole ait globalement reflué, le cours du Brent a atteint 91,0 dollars US le baril au début du mois d'avril, dépassant de 34,0 dollars US sa moyenne entre 2015 et 2019, selon la Banque Mondiale. Par ailleurs, les prix de l'or ont continué d'augmenter au cours des trois dernières années, atteignant des sommets historiques en raison de son statut de valeur refuge.

## Secteur réel

---

Sur le plan national, les soldes d'opinion des dirigeants d'entreprises formelles, collectés pendant l'ECE<sup>1</sup> d'avril 2024, révèlent une baisse saisonnière de leurs activités au premier trimestre de 2024. L'Indicateur synthétique des Activités des Entreprises<sup>2</sup> (IAE) s'est établi à -6,3 %. Ce constat est cohérent avec la variation obtenue en utilisant les indicateurs avancés à hautes fréquences, qui aboutit à une baisse trimestrielle de -2,7 %. Toutefois, cette dernière approche montre une croissance en glissement annuel de 6,1 % (variation entre le premier trimestre de 2023 et le premier trimestre de 2024).

Pour ce qui est de l'évolution des prix à la consommation en glissement annuel, de mars 2023 à mars 2024, l'augmentation est de 7,3 %. Selon les composantes du panier de consommation des ménages, la majoration des prix du riz a été de 4,3 %. Pour l'énergie, le renchérissement atteint 7,2 %. En ce qui concerne le reste du panier de consommation, la hausse est de 8,0 %. Après le rebond de février 2024, avec un taux de 7,4 %, une décélération de l'inflation en glissement annuel a été constatée. Cependant, ce repli a été plus modeste que celui attendu dans les prévisions. Cela est en grande partie imputable aux hausses des prix du groupe « *énergie* » et à leur effet d'entraînement dans le panier sous-jacent.

## Secteur extérieur

---

Au premier trimestre de 2024, le déficit des « *opérations courantes* » s'est détérioré à -1,0 % du PIB, après avoir été de -0,7 % sur la même période en 2023. En revanche, le solde des « *opérations en capital et financières* » s'est amélioré à +1,1 % du PIB, contre +0,9 % en 2023. La balance globale des paiements extérieurs s'est établie ainsi à -0,1 % du PIB, si elle était quasiment en équilibre (-0,03 % du PIB) en 2023.

Sur les trois premiers mois de 2024, les exportations de biens ont enregistré un recul de 30,7 % par rapport à la même période de 2023. Cette variation s'est manifestée par la baisse des exportations des produits phares tels que la vanille, le girofle, le cobalt et les produits des entreprises franches. La valeur de la « *vanille* » exportée a fléchi de 63,5 % en raison de la baisse de 81,3 % du prix, même si la quantité a rebondi de 95,0 %. Les exportations de « *nickel* » ont ralenti de 64,0 %, suite aux baisses du volume exporté et du prix moyen, respectivement de 38,4 % et de 41,6 %. Également, les exportations sous le régime de la « *zone franche* » ont diminué de 11,2 % à la suite des baisses du volume exporté de 9,5 % et du prix moyen de 1,8 %. Les recettes de « *cobalt* » se sont contractées de 24,0 %, en raison de la dégradation du prix moyen de 29,5 %, malgré la hausse du volume expédié de 7,9 %. Les exportations de « *girofle* » ont diminué de 9,0 %, expliquée par la réduction du volume de 8,0 %, et celle du prix de 1,2 %.

Au niveau des importations, un ralentissement de 15,5 % a également été enregistré, et concerne presque toutes les catégories de biens : « *alimentations* » (-38,5 %), « *matières premières* » (-30,9 %), « *biens d'équipement* » (-18,8 %), « *biens de consommations* » (-16,2 %), et « *zones franches* » (-3,3 %). Toutefois, les importations d'« *énergie* » ont rebondi de 42,5 %.

Au niveau des services, les recettes du service « *transports* » ont reculé avec la baisse des exportations de biens. Les coûts du « *fret* » ont diminué davantage, s'approchant de leur niveau d'avant crise, et ce, suite au rétablissement des chaînes d'approvisionnement mondiales. Néanmoins, le secteur tourisme a poursuivi sa performance, se rapprochant de son niveau d'avant-crise.

---

<sup>1</sup>Enquête de Conjoncture Economique réalisée trimestriellement par BFM et permettant de recueillir les opinions et perceptions des dirigeants d'entreprises sur la situation économique présente et future.

<sup>2</sup>Moyenne pondérée des soldes d'opinion sur l'évolution des ventes, du carnet de commande, de l'investissement, de l'emploi et des bénéfices.

Sur le Marché Interbancaire des Devises (MID), le marché a été relativement calme sous l'effet d'un ralentissement des opérations à l'achat plus marqué que le repli des offres. L'ariary s'est apprécié de 4,8 % par rapport au Dollar US, lequel est passé de 4 572,8 ariary à fin décembre 2023 à 4 353,4 ariary à fin mars 2024. Vis-à-vis de l'Euro, la monnaie nationale s'est également renforcée de 6,2 %, en affichant 4 675,6 ariary à fin mars 2024, contre 4 986,6 ariary à fin décembre 2023.

Au premier trimestre de 2024, les réserves officielles de change se sont établies à 2 576,3 millions de dollars US, représentant 5,7 mois d'importation, contre 2 170,7 millions de dollars US pour la même période de 2023, l'équivalent de 4,3 mois d'importations.

## Secteur Etat

---

Selon les estimations des Opérations Globales du Trésor (OGT) à fin mars 2024, le solde s'est chiffré à -0,1 % du PIB, contre -0,9 % du PIB en mars 2023. L'Etat a ajusté l'exécution des dépenses selon les disponibilités des rentrées des recettes. En effet, les recettes totales ont été estimées à 2,2 % du PIB avec un taux de pression fiscale nette (TPF)<sup>3</sup> à 2,1 % du PIB en mars 2024. Les dépenses totales se sont situées à 2,2 % du PIB, expliquées essentiellement par les dépenses courantes de 1,9 % du PIB. A titre de rappel, les recettes et les dépenses réalisées au cours du premier trimestre de 2023 ont été respectivement de 2,3 % du PIB et de 3,1 % du PIB.

L'Etat a couvert son déficit par les emprunts extérieurs nets (0,2 % du PIB) composés principalement des tirages sur prêts projets. Par ailleurs, un remboursement net des emprunts domestiques a été enregistré au cours de la période sous revue (-0,1 % du PIB), attribuable surtout au règlement des avances statutaires contractées en 2023 et au remboursement des dépôts des Correspondants du Trésor. A fin mars, un nouveau tirage d'avances statutaires a été enregistré.

Pour la gestion de sa trésorerie, l'Etat a dû émettre des nouveaux titres dont les Bons du Trésor Fihary de 65,1 milliards d'ariary et les Bons du Trésor par Adjudication de 27,0 milliards d'ariary sur les trois premiers mois. Les banques ont été les principaux souscripteurs sur les marchés des titres publics.

## Secteur monétaire

---

Sur le premier trimestre de 2024, la base monétaire a été en hausse de 4,9 %, contre un repli de 9,2 % sur la même période de 2023. Cette hausse résulte essentiellement des opérations de l'Etat avec BFM, consécutives au remboursement net des avances statutaires. Par ailleurs, les interventions de BFM sur le marché monétaire se sont soldées par des injections nettes de liquidité bancaire. Par contre, les avoirs extérieurs nets de BFM ont accusé une légère diminution, à la suite des paiements extérieurs et ce, en dépit des achats nets de devises effectués par BFM sur le MID. En variation annuelle, la base monétaire a été en hausse de 13,4 % en mars 2024, après un recul de 1,8 % en 2023.

Au premier trimestre de 2024, la croissance de M3 est estimée à 0,6 %. Cette croissance trouverait principalement son origine dans l'évolution des opérations de l'Etat avec le système bancaire. Cependant, une baisse saisonnière des crédits bancaires serait encore observée sur cette période. En termes de glissement annuel, l'expansion de la masse monétaire M3 est évaluée à 12,0 % à fin mars 2024.

Il importe de noter que sur la base des réalisations des deux premiers mois de 2024, la masse monétaire M3 s'est légèrement contractée de 0,1 %, contre -2,7 % sur cette même période en 2023. La baisse des avoirs extérieurs nets du système bancaire et des créances bancaires

---

<sup>3</sup> Recettes fiscales nettes du remboursement de crédit de TVA/TVAPP rapportées au PIB.

sur l'économie a été contrebalancée par la hausse des créances nettes sur l'Etat. Par ailleurs, les crédits bancaires sur l'économie ont accusé une réduction de 1,0 % sur les deux premiers mois 2024. En variation annuelle, la croissance des crédits bancaires a été de 2,1 % et l'expansion de la masse monétaire a été de 11,5 % à fin février 2024.

## Perspectives économiques

---

Les perspectives économiques mondiales demeurent incertaines, malgré quelques signes de progrès. La croissance devrait se maintenir aux États-Unis, tandis que d'autres pays pourraient voir leur croissance s'accélérer. La Chine continue de faire face à des défis structurels importants, ce qui rend son avenir économique incertain. Selon les prévisions du FMI en avril 2024, la croissance mondiale devrait rester stable à 3,2 %, avec une légère accélération prévue dans les pays avancés et une légère décélération dans les pays émergents et en développement. Les tensions au Moyen-Orient pourraient aggraver l'inflation à l'échelle mondiale. Malgré une croissance mondiale faible, les prix des produits de base devraient rester élevés en 2024, comparés à la période pré-pandémique selon le rapport « *Commodity Markets* » de la Banque Mondiale édition avril 2024. Les tensions géopolitiques et la forte demande d'or en période d'incertitude en sont les principales raisons. Les banques centrales doivent être attentives aux risques inflationnistes liés à cette augmentation des prix des produits de base.

Les entreprises formelles prévoient une reprise de leurs activités pour le deuxième trimestre de 2024. L'IAE correspondant est de 20,0 %. Cette progression concernerait tous les secteurs d'activités. Selon le classement par effectif d'employés, les petites entreprises constituent une exception en prédisant une baisse des activités avec un IAE de -12,5 %.

Pour ce qui est des perspectives d'évolution des prix au niveau national, il est prévu un taux d'inflation de 7,9 % en décembre 2024, pour l'ensemble du panier, et de 7,8 % pour l'inflation sous-jacente.

Les prix des exportations du nickel et du cobalt reculeraient en raison de l'excès de l'offre sur le marché international et de la baisse des prix des batteries pour les voitures électriques. La vanille se redresserait, mais à un rythme modéré, du fait de la baisse de prix sur le marché mondial. Le volume des importations augmenterait, en ligne avec le rythme de la croissance économique, mais les prix diminueraient suivant les prévisions de la Banque Mondiale. La performance au niveau du secteur tourisme continuerait, mais demeurerait tributaire de nombreux facteurs, comme la majoration récente des prix des billets d'avion. Au niveau du compte financier, les Investissements Directes Etrangers poursuivraient son dynamisme, mais les projections ont été revues à la baisse, en raison des difficultés que rencontrent le secteur du « *nickel et cobalt* ».

Les prévisions de la situation budgétaire sont alignées avec la croissance attendue pour les prochaines années, tant au niveau des recettes qu'au niveau des dépenses. Une évolution progressive du TPF sera dans les perspectives des trois prochaines années selon les réformes à entreprendre dont certaines sont déjà inscrites dans la Loi de Finances Initiale de 2024 (LFI 2024). L'Etat compte également des débloquages des aides budgétaires.

Sur l'année 2024 et compte tenu de ces perspectives macroéconomiques, la projection monétaire tablerait sur une croissance annuelle de M3 estimée autour de 10,0 %. La progression des crédits bancaires ainsi que l'effet expansif des opérations de l'Etat seraient essentiellement les facteurs explicatifs de cette tendance.