

## RAPPORT ÉCONOMIQUE - LIBAN

### STOPPER LA DÉRIVE MONÉTAIRE REPOSE SUR L'ENDIGUEMENT DES DÉFICITS EXTÉRIEUR ET FISCAL

#### 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. Kasso**  
(961-1) 977470  
fadi.kasso@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

*Lors de la finalisation de ce rapport, une très grande explosion a touché le Port de Beyrouth, avec des répercussions sur presque l'ensemble de la capitale. L'explosion a infligé des pertes humaines et matérielles considérables que le pays n'avait plus connu depuis la guerre libanaise et qui sont insoutenables à court et à moyen terme. Ci-après est le Rapport Economique - Liban couvrant le premier semestre de 2020, soit avant l'événement tragique.*

- Économie prise dans une dépression**  
L'économie libanaise est tombée dans le piège de la récession au premier semestre de 2020, l'économie réelle étant prise dans une dépression caractérisée par une contraction notable du PIB réel dans le contexte des répercussions de la pandémie du coronavirus et du défaut de l'Etat sur sa dette en devises. En fait, la croissance du PIB réel est désormais projetée par le FMI à -12% en 2020. La contraction économique est liée à une contraction des dépenses privées dans leurs doubles composantes d'investissement et de consommation, alors que les dépenses publiques ont stagné.
- Chute des importations de 50% entraînant une contraction du déficit de la balance commerciale de 59% sur les cinq premiers mois**  
Les derniers chiffres officiels publiés sur le secteur extérieur couvrent les cinq premiers mois de 2020 et montrent que les importations se sont contractées de 50,4% sur base annuelle et que les exportations ont diminué de 7,3%, générant une contraction tangible du déficit de la balance commerciale de 58,8%. Dans ce contexte, la balance des paiements a enregistré un déficit plus petit totalisant 2,5 milliards de dollars US sur les six premiers mois, contre 5,4 milliards de dollars US au cours de la période correspondante de 2019.
- Contraction du déficit public de 16% au cours des cinq premiers mois de 2020**  
Les statistiques des finances publiques pour les cinq premiers mois de 2020 indiquent une contraction du déficit public de 16,2% en raison d'une chute des dépenses totales de 15,7%, principalement suite à une diminution notable du service de la dette (après que le gouvernement ait annoncé un défaut de paiement sur les eurobonds et les intérêts relatifs) et des transferts en faveur de l'EDL (suite à la régression notable des prix des produits pétroliers) au cours de la période couverte. En parallèle, les recettes publiques ont diminué de 15,4% sur base annuelle dans le contexte de la faiblesse de l'activité économique et de la déclaration de l'état d'urgence en raison du coronavirus.
- Monnaie locale sous pressions notables sur le marché noir**  
Le premier semestre de 2020 a connu une érosion des réserves de devises de la BDL, des pressions considérables sur la livre libanaise qui a atteint un niveau record bas face au dollar US sur le marché noir, et les premières contractions en dix ans de taux d'intérêt sur les bons du Trésor en livres. Les avoirs extérieurs de la BDL se sont contractés de 4,3 milliards de dollars US au premier semestre de 2020 pour atteindre 33,0 milliards de dollars US en juin, selon les chiffres officiels de la BDL. Les réserves de devises liquides sont estimées à près de 20,3 milliards de dollars US, excluant les eurobonds souverains libanais et les facilités en devises fournies par la BDL aux banques libanaises.
- Dépôts bancaires toujours en mode contraction et réduction continue des risques**  
Les banques libanaises continuent de connaître des conditions assez difficiles dans le contexte de la crise économique et financière sévère, des craintes des déposants et des répercussions du COVID-19 sur la conduite des affaires. Les banques continuent de réduire leur exposition au secteur privé, et de nombreux clients débiteurs sont en train de rembourser leur dette en utilisant leurs comptes créditeurs, ce qui explique une part non-négligeable de la contraction des dépôts. L'actif total des banques opérant au Liban, reflétant l'activité sectorielle, a diminué de 7,2% cette année pour atteindre 201,1 milliards de dollars US en juin 2020 en se basant sur le taux de change officiel.
- Prix des eurobonds vers des niveaux à deux chiffres très bas et actions demeurant à la baisse**  
Suite au premier défaut souverain sur la dette en devises et à la suspension des pourparlers avec le FMI après deux mois de négociations, et dans le contexte d'une absence de consensus autour des pertes du système financier, les prix des eurobonds libanais ont convergé vers des niveaux bas à deux chiffres en juin 2020. Les actions libanaises ont, quant à elles, plongé vers de nouveaux records à la baisse sur plus de 15 ans dans le contexte de la détérioration des conditions socio-économiques et de la non-implémentation des réformes tant nécessaires.

L'économie libanaise est tombée dans le piège de la récession au premier semestre de 2020, l'économie réelle étant prise dans une dépression caractérisée par une contraction notable du PIB réel. En fait, la croissance du PIB réel est désormais projetée par le FMI à -12% en 2020.

La contraction économique est liée à une contraction des dépenses privées, alors que les dépenses publiques ont stagné. La consommation privée fut affectée par les inquiétudes économiques et par les craintes monétaires grandissantes, en sus de l'impact adverse de la pandémie du coronavirus sur les dépenses de consommation. En parallèle, l'investissement privé fut fortement touché par le fait que la plupart des investisseurs privés s'empêchent de faire toute décision d'investissement dans le contexte d'incertitudes économiques grandissantes et de craintes croissantes quant aux perspectives politico-économiques du pays.

L'indicateur synthétique de la BDL, moyenne pondérée de plusieurs indicateurs du secteur réel qui reflètent l'activité économique, a enregistré une moyenne de 210 au cours de cinq premiers mois de 2020 selon les derniers chiffres publiés par la BDL, soit une contraction de 30,6% par rapport à la période correspondante de 2019. Cet indicateur avait enregistré une croissance de 1,2% en moyenne au cours des trois dernières années et de 1,8% en moyenne au cours des cinq dernières années.

Parmi 11 indicateurs du secteur réel, 10 furent à la baisse et un à la hausse au cours du premier semestre. Parmi les indicateurs à la baisse, nous mentionnons les ventes de voitures neuves avec une chute de 70,0%, le nombre de passagers à l'Aéroport avec -69,8%, la surface totale des nouveaux permis de construire avec -59,9%, les livraisons de ciment avec -56,6%, les importations avec -50,4%, le nombre de touristes avec -48,3%, le volume de marchandises au Port avec -36,0%, la production d'électricité avec -12,4%, les exportations avec -7,3% et la valeur totale des chèques compensés avec -3,8% sur base annuelle. Le seul indicateur à afficher une croissance positive fut la valeur des ventes immobilières avec +97,9% au premier semestre de 2020.

Au niveau monétaire, la livre libanaise fut sujette à des pressions notables dans le contexte du déclin de la confiance et d'une contraction des réserves de devises de la BDL. En fait, les avoirs extérieurs de la BDL se sont contractés de 4,3 milliards de dollars US au premier semestre dans le contexte d'intervention sur le marché des changes et du financement des importations de produits de première nécessité. En excluant les eurobons souverains détenus et les créances en devises de la BDL sur les banques libanaises, les réserves liquides en devises atteignent un niveau bas de 20 milliards de dollars US, soit près de la moitié de la masse monétaire en livres libanaises.

Le premier semestre de 2020 a également connu des conditions d'exploitation de plus en plus difficiles pour les banques libanaises. Les dépôts de la clientèle ont continué de décroître, la contraction mensuelle moyenne atteignant 2,4 milliards de dollars US depuis le début de l'année. Cette contraction est principalement due à une contraction des dépôts en livres. Ainsi, le ratio de dollarisation des dépôts est passé à 79,8% en juin, un record sur trois décennies. Les taux d'intérêt ont connu davantage de déclin au premier semestre. Le taux d'intérêt créditeur moyen en livres a diminué pour atteindre 4,16% en juin, contre un pic de 9,40% en novembre 2019. Le taux d'intérêt créditeur moyen en dollars US a atteint 1,64% en juin, contre un pic de 6,61% en octobre 2019. En parallèle, les créances sur le secteur privé ont continué de se contracter cette année (-8,4 milliards de dollars US depuis le début de l'année). Depuis le début de 2019, le portefeuille total de crédits au secteur privé s'est contracté de 18,0 milliards de dollars US dans le contexte de réduction continue des risques de la part des banques libanaises.

Au niveau des marchés de capitaux, les marchés boursier et obligataire furent sous pression. L'indice de prix des actions cotées à la Bourse de Beyrouth a connu une contraction de 13,8% au premier semestre malgré l'amélioration des prix des actions Solidere, dans le contexte d'une croissance annuelle de 15,8% de la valeur totale des échanges sur base annuelle. En parallèle, les rendements moyens sur les eurobons et les spreads sur les CDS ont connu une progression considérable dans le contexte du défaut de paiement de l'Etat sur la totalité de son portefeuille d'eurobons.

Les développements au niveau des secteurs réel, extérieur, public et financier au cours du premier semestre de 2020 seront analysés dans ce qui suit alors les remarques de conclusion sont consacrées à une évaluation des rôles de la livre libanaise dans le contexte de drainage de dollars US sur le marché local.

## 1. PROFIL CONJONCTUREL

### 1.1. SECTEUR RÉEL

#### 1.1.1. Agriculture et Industrie

*Les secteurs agricole et industriel perdent de l'élan*

Dans le contexte de la crise économique au Liban et des effets adverses du COVID-19, les secteurs primaire et secondaire du pays furent sous pression au premier semestre de cette année. En fait, les importations agricoles ont considérablement chuté alors que les exportations ont réussi à afficher une croissance étant donné que les produits locaux sont devenus plus compétitifs aux yeux des acheteurs étrangers. Les exportations industrielles se sont contractées en raison des difficultés d'importer des matières premières utilisées dans la production, et les importations industrielles ont diminué dans le contexte de l'affaiblissement de la monnaie locale.

Sur le front agricole, les exportations sectorielles ont augmenté au cours des cinq premiers mois de l'année, alors que les importations ont légèrement diminué. Les exportations agricoles ont augmenté de 14,0% au cours des cinq premiers mois de 2020, contre une croissance de 11,5% au cours de la période correspondante de l'année précédente. Les importations agricoles ont diminué de 25,6%, suite à une chute de 0,4% au cours de la période correspondante de 2019.

Notons que le développement du secteur agricole libanais est crucial afin d'assurer l'autosuffisance et de réduire le besoin d'importer des produits alimentaires, surtout pour les produits qui pourraient être manufacturés localement. Ainsi, ceci limiterait l'exportation de devises et assurerait plus de stabilité à l'économie locale qui réduirait sa dépendance extérieure.

Quant au secteur industriel, les importations et les exportations ont toutes deux connu des pressions. Les importations industrielles ont diminué de 53,2% sur base annuelle au cours des cinq premiers mois de 2020 (+11,4% au cours de la période correspondante de 2019). Les exportations industrielles ont diminué de 9,1%, contre +8,8% au cours de la même période en 2019.

Les gouvernements libanais et irakien sont en négociation pour améliorer les relations commerciales bilatérales. L'Irak a accepté d'importer des produits agricoles et industriels du Liban tout en acceptant d'exporter son surplus de produits pétroliers, surtout le pétrole brut, vers le Liban.

La BDL a également annoncé qu'elle fournirait des devises aux banques locales pour financer l'importation de produits alimentaires de première nécessité à un taux de change de 3.900 livres par dollar US. Les demandes seraient soumises aux banques et les compagnies leurs paieraient comptant en livres, et les banques les remettraient à la BDL qui les convertirait en dollars US et les transférerait aux banques correspondantes accréditées.

Les chiffres publiés par Kafalat indiquent 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 -86,1% sur base annuelle. Entretemps, le nombre de ces garanties a atteint 51 en 2019, contre 313 en 2018.

Malgré des perspectives de réformes incertaines, les secteurs agricole et industriel bénéficieraient certainement de réformes potentielles. Des réformes longtemps attendues rendraient l'économie libanaise plus flexible et moins dépendante de l'extérieur. Elles amélioreraient également le climat des affaires, conduisant à davantage d'investissements en provenance de l'étranger dans les secteurs primaire et secondaire du pays.

#### 1.1.2. Construction

*Regain d'intérêt pour l'immobilier perçu comme valeur-refuge en temps de crise économique et financière*

Le secteur immobilier libanais a connu une activité solide au cours des quelques derniers mois, la révolution du 17 octobre et l'exacerbation de la crise économique et financière qui s'ensuivit favorisant une demande immobilière notable. Les appartements et terrains sont largement perçus comme un investissement-refuge, et sont demandés par des acheteurs craignant un « haircut » sur leurs placements financiers.

Les statistiques officielles publiées couvrant les six premiers mois de 2020 montrent que le marché immobilier a connu une augmentation du nombre de ventes immobilières et de la valeur des ventes immobilières. Le nombre de ventes immobilières est passé de 21.957 au premier semestre de 2019 à 27.216 au premier semestre de 2020.

La valeur des ventes immobilières a progressé de 97,9% pour atteindre 5.396,3 millions de dollars US au premier semestre de 2020. La valeur moyenne des ventes immobilières est ainsi passée de 124.163 dollars US à 198.276 dollars US sur la période couverte. La plupart des régions ont enregistré une augmentation de la valeur des ventes immobilières, Beyrouth (+141,6%), Kesrouan (+121,5%) et Baabda (+99,0%) enregistrant les mouvements les plus notables.

Du côté de l'offre, la surface totale des nouveaux permis de construire, indicateur de l'activité de construction à venir, a régressé de 59,9% sur base annuelle au premier semestre, la plupart des promoteurs ralentissant ou parfois même arrêtant leurs travaux de construction. La surface totale des nouveaux permis de construire a atteint 1.396.602 mètres carrés au premier semestre de 2020, contre 3.484.825 mètres carrés au premier semestre de 2019 (suite à une contraction de 30,6% sur base annuelle au premier semestre de 2019). La distribution par région indique que la plupart des régions ont enregistré une contraction, Beyrouth et la Békaa connaissant les contractions les plus importantes (-84,2% et -68,8% respectivement). Il y a encore un stock d'immobilier résidentiel à vendre qui s'est accumulé au cours des quelques dernières années. Alors que la progression des ventes immobilières est en train de réduire ce stock, ce dernier demeure non-négligeable et doit s'écouler avant que les promoteurs ne pensent en fonction de lancer de nouveaux projets.

Le Mont-Liban continue d'accaparer la part la plus importante de la surface totale des nouveaux permis de construire au premier semestre avec 35,2%, suivi du Liban-Nord avec 23,1%, du Liban-Sud avec 20,9%, de Nabatieh avec 11,1%, de la Békaa avec 7,3% et de Beyrouth avec 2,5%.

La crise économique et financière s'exacerbant, et beaucoup plus d'immobilier étant vendu par rapport aux mois précédents, les vendeurs ont quelque peu repris le dessus dans les négociations et certains d'entre eux ont même commencé à augmenter leurs prix (contre chèque bancaire). Il est clair que la situation actuelle caractérisée par une forte demande est susceptible de perdurer au cours des quelques prochains mois, dans l'attente de mesures drastiques de la part des autorités libanaises pour faire face à la crise économique et financière. Il se peut toutefois que trouver un accord sur les questions économiques et/ou entamer une restructuration financière et monétaire prenne du temps.

### 1.1.3. Commerce et Services

#### *Le secteur tertiaire libanais sous pression au premier semestre*

Dans le contexte de l'impact adverse du COVID-19, le secteur tertiaire libanais a connu une performance faible au premier semestre, avec des résultats négatifs au niveau de l'activité touristique, hôtelière et aéroportuaire.

Les derniers chiffres publiés par le Ministère du Tourisme montrent que le nombre de touristes a diminué de 48,3% au premier trimestre suite à une augmentation de 3,7% au cours de la période correspondante de 2019. Le nombre de touristes a atteint 194.395, contre 375.815 au premier trimestre de 2019.

## CONSTRUCTION

	2019			2020			Variation	
	T1	T2	S1	T1	T2	S1	T2/T2	S1/S1
Valeur des ventes immobilières (en millions de US\$)	1,625	1,101	2,726	2,335	3,061	5,396	178.0%	97.9%
Nombre de ventes immobilières (propriété foncière)	12,067	9,890	21,957	14,068	13,148	27,216	32.9%	24.0%
dont ventes aux étrangers	234	230	464	225	202	427	-12.2%	-8.0%
Valeur moyenne des ventes immobilières (en milliers de US\$)	135	111	124	166	233	198	109.1%	59.7%
Taxes immobilières (en millions de US\$)	82	62	144	99	119	218	92.0%	51.3%

## ÉVOLUTION DES INDICATEURS DE CONSTRUCTION



Le secteur a enregistré une performance négative tout au long de la période couverte, la chute la plus importante étant enregistrée en mars 2020 suite au confinement imposé en raison du COVID-19. Les pays européens et arabes se sont taillés la part du lion avec 39,9% du total (77.620 touristes) et 28,1% (54.695 touristes) respectivement. Ils furent suivis des touristes américains avec 16,3% (31.591 touristes), asiatiques avec 8,2% (16.011 touristes) et africains avec 4,4% (8.595 touristes).

Par suite, et selon le dernier rapport de Ernst & Young, la performance du secteur hôtelier a connu une décélération notable des taux d'occupation, du tarif moyen par chambre d'hôtel et du rendement moyen par chambre d'hôtel au cours des cinq premiers mois de 2020. Le taux d'occupation moyen des hôtels quatre et cinq étoiles de la capitale a atteint 14,0% seulement, contre 68% au cours de la période similaire de 2019, Beyrouth se classant dernière dans la région. Le tarif moyen par chambre d'hôtel a considérablement diminué, passant de 192 dollars US à 129 dollars US au cours de la période couverte. Le rendement moyen par chambre d'hôtel a diminué de 86,2%, passant de 130 dollars US à 18 dollars US.

Les chiffres publiés par l'Aéroport révèlent que le nombre de passagers a diminué de 69,8% au premier semestre de 2020. Le nombre d'avions a chuté de 62,1% sur base annuelle. Le volume de marchandises transitant à travers l'Aéroport a diminué de 43,5% sur base annuelle.

En détails, le nombre de passagers entrants a diminué de 72,0% et celui de passagers sortants de 67,6% pour atteindre 563.930 et 627.697 respectivement. Le nombre de passagers en transit est passé de 25.675 à 15.044 sur la période couverte. En incluant ces derniers, le nombre total de passagers a atteint 1.191.627, soit une chute annuelle de 69,6%.

Quant à l'activité portuaire, le Port de Beyrouth a connu une diminution des recettes de 44,3% pour atteindre 56,9 millions de dollars US au premier semestre de 2020. En parallèle, le nombre de conteneurs a chuté de 45,3% pour totaliser 211.535 et le nombre de navires a régressé de 14,4% pour atteindre 737 sur la période couverte.

Le volume de marchandises au Port de Beyrouth a diminué de 36,0% pour atteindre 2.245 milliers de tonnes. Les transbordements ont diminué de 12,4% pour totaliser 203.419 conteneurs (+11,9% au cours de la période correspondante de 2019).

Finalement, la valeur totale des chèques compensés a atteint 26.456 millions de dollars US au cours des six premiers mois de 2020, contre 27.491 millions de dollars US au cours de la période similaire de 2019, suggérant un déclin des dépenses au sein d'une économie terne. La valeur des chèques compensés en livres a atteint 14.342 milliards de livres (-7,8%) et celle en devises a atteint 16.942 millions de dollars US (-1,4%).

## 1.2. SECTEUR EXTÉRIEUR

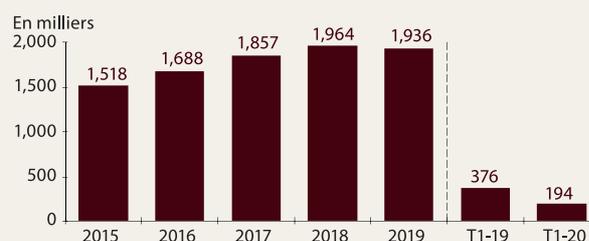
*Chute des importations de 50% entraînant une contraction du déficit de la balance commerciale de 59% sur les cinq premiers mois*

Les derniers chiffres officiels publiés sur le secteur extérieur couvrent les cinq premiers mois de 2020 et montrent que les importations se sont contractées de 50,4% sur base annuelle et que les exportations ont

### COMMERCE ET SERVICES

	2019			2020			Variation	
	T1	T2	S1	T1	T2	S1	T2/T2	S1/S1
Nombre de navires au Port	411	450	861	388	349	737	-22.4%	-14.4%
Nombre de conteneurs au Port (en milliers)	184	202	386	102	110	212	-45.8%	-45.3%
Marchandises au Port (en milliers de tonnes)	1,766	1,745	3,511	1,131	1,114	2,245	-36.1%	-36.0%
Nombre d'avions à l'Aéroport	15,413	18,133	33,546	10,805	1,899	12,704	-89.5%	-62.1%
Nombre de passagers à l'Aéroport (excluant ceux en transit, en milliers)	1,735	2,215	3,950	1,152	40	1,192	-98.2%	-69.8%
Chèques compensés (en millions de US\$)	14,822	12,669	27,491	16,075	10,381	26,456	-18.1%	-3.8%

### ÉVOLUTION DU NOMBRE DE TOURISTES



diminué de 7,3% (surtout suite à la déclaration de l'état d'urgence en mars), générant une contraction tangible du déficit de la balance commerciale de 58,8% au cours des cinq premiers mois de 2020. La somme totale des exportations et des importations a diminué de 44,3% pour totaliser 5,7 milliards de dollars US, alors que le ratio de couverture des importations par les exportations a atteint 30,7%, contre 16,4% il y a un an. Dans ce contexte, la balance des paiements a enregistré un déficit plus petit totalisant 2,5 milliards de dollars US sur les six premiers mois, contre 5,4 milliards de dollars US au cours de la période correspondante de 2019.

La distribution des exportations par produit montre que la chute la plus notable parmi les catégories majeures fut enregistrée par les produits plastiques avec -43,1%, suivis des papiers et produits de papeterie avec -35,7%, des produits chimiques (-26,1%), des métaux et produits métalliques (-21,5%) et des équipements et produits électriques (-19,0%). Les principales catégories à avoir affiché une augmentation furent le bétail et produits d'origine animale (+53,8%), les légumes (+25,8%) et la joaillerie (+20,0%).

La distribution des exportations par pays principaux montre que les exportations vers la Syrie ont connu la chute la plus notable (-50,5% sur base annuelle), suivie de l'Allemagne (-27,3%), de la Grèce (-22,0%), des Emirats Arabes Unis (-21,3%), de la Jordanie (-13,2%), de l'Irak (-12,1%), du Koweït (-11,1%) et de l'Arabie Saoudite (-10,2%). Par contre, les exportations vers la Suisse ont augmenté de 91,5%, suivie de l'Égypte avec +16,7% au cours de la période couverte. Notons que les exportations par voie terrestre à travers la Syrie ont continué de diminuer (-38,0%), passant de 142 millions de dollars US à 88 millions de dollars US, l'ensemble des frontières avec la Syrie demeurant fermées depuis le 12 mars. En parallèle, les exportations à travers le Port de Beyrouth ont diminué de 11,8% alors que celles à travers l'Aéroport ont augmenté de 9,7%.

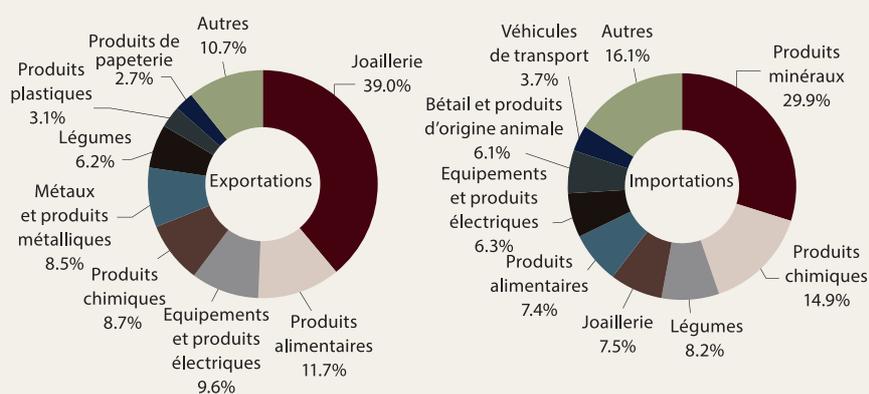
En parallèle, la distribution des importations par produit indique que la chute la plus notable fut enregistrée par les importations de véhicules de transport avec -70,4%, suivis des métaux et produits métalliques (-69,1%), des équipements et produits électriques (-63,5%), des textiles et produits de textiles (-62,9%), des produits plastiques (-61,2%) et des produits minéraux (-57,7%) au cours des cinq premiers mois de 2020. La distribution des importations par pays majeur indique que les importations en provenance de Chine ont connu la contraction la plus importante (-64,9%), suivie de la France (-63,9%), des États-Unis (-63,8%), de la Russie (-62,6%), de l'Allemagne (-48,8%), de l'Italie (-46,1%), de la Grèce (-40,9%) et de l'Égypte (-39,6%).

### 1.3. SECTEUR PUBLIC

*Contraction du déficit public de 16% au cours des cinq premiers mois de 2020*

Les statistiques des finances publiques pour les cinq premiers mois de 2020 indiquent une contraction du déficit public de 16,2% en raison d'une chute des dépenses totales de 15,7%, principalement suite à une diminution notable du service de la dette (après que le gouvernement ait annoncé un défaut de paiement sur les eurobonds) et des transferts en faveur de l'EDL (suite à la régression notable des prix des produits pétroliers) au cours de la période couverte. En parallèle, les recettes publiques ont diminué de 15,4% sur base annuelle dans le contexte de la faiblesse de l'activité économique et de la déclaration de l'état d'urgence en raison du coronavirus. Ainsi, malgré la contraction notable du service de la dette, la balance primaire est passée d'un déficit minime de 38 millions de dollars US à un déficit large de 716 millions de dollars US au cours de la période couverte.

#### RÉPARTITION DES EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS \*



\* SM-2020

Les recettes publiques sont passées de 4,5 milliards de dollars US au cours des cinq premiers mois de 2019 à 3,8 milliards de dollars US au cours des cinq premiers mois de 2020, alors que les dépenses totales sont passées de 6,9 milliards de dollars US à 5,8 milliards de dollars US. Ainsi, le déficit public est passé de 2,4 milliards de dollars US à 2,0 milliards de dollars US au cours de la période couverte.

La contraction des recettes publiques est survenue dans le contexte d'une diminution des recettes budgétaires de 25,5% et d'une progression considérable des recettes du Trésor. La contraction des recettes budgétaires est liée à celle des recettes non-fiscales de 40,0% (principalement en raison d'une régression des recettes issues des Télécoms de 54,5%), alors que les recettes fiscales ont diminué de 22,6% en raison d'une diminution des recettes issues de la TVA de 51,1% et d'un déclin des recettes douanières de 37,8%. En parallèle, la croissance notable des recettes du Trésor est liée à un remboursement totalisant 644 milliards de livres en avril 2020, représentant des coupons de la BDL pour les mois de janvier, février et mars 2020.

En parallèle, la régression nette des dépenses totales au cours de la période couverte est survenue dans le contexte d'une contraction des dépenses budgétaires de 17,2% et des dépenses du Trésor de 4,0%. La diminution des dépenses budgétaires est liée à une chute du service de la dette de 45,4% et des transferts en faveur de l'EDL de 33,5%, ainsi qu'à une régression des dépenses budgétaires générales de 0,7% au cours des cinq premiers mois de 2020. En parallèle, le service de la dette a totalisé 1,3 milliard de dollars US, contre 2,3 milliards de dollars US au cours de la période correspondante de 2019. Le service de la dette en livres a diminué de 10,6% pour atteindre 1,1 milliard de dollars US et le service de la dette en devises a régressé de 83,7% pour totaliser 182 millions de dollars US.

Par conséquent, la dette publique a atteint 93,1 milliards de dollars US en mai 2020, soit une croissance de 9,1% par rapport à mai 2019 et de 1,6% par rapport à décembre 2019. La dette publique en livres a augmenté de 10,0% par rapport à mai 2019 pour atteindre 58,5 milliards de dollars US en mai 2020. La dette publique en devises a progressé de 7,6% par rapport à mai 2019 et de 2,5% par rapport à décembre 2019 pour totaliser 34,6 milliards de dollars US en mai 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 9,5% par rapport à mai 2019 et de 3,4% par rapport à décembre 2019 pour totaliser 84,0 milliards de dollars US en mai 2020.

## 1.4. SECTEUR FINANCIER

### 1.4.1. Situation Monétaire

#### *Monnaie locale sous pressions notables sur le marché noir*

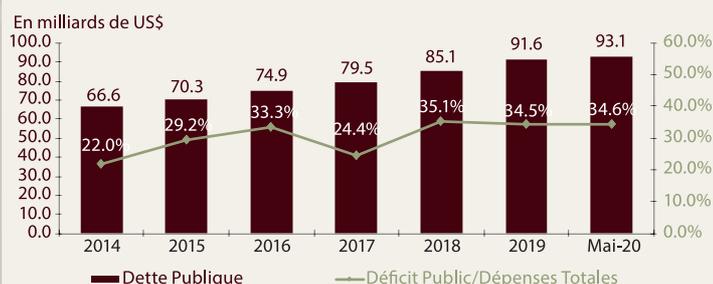
Le premier semestre de 2020 a connu une érosion des réserves de devises de la BDL, des pressions considérables sur la livre libanaise qui a atteint un niveau record bas face au dollar US sur le marché noir, et les premières contractions en dix ans de taux d'intérêt sur les bons du Trésor en livres.

Les avoirs extérieurs de la BDL se sont contractés de 4,3 milliards de dollars US au premier semestre de 2020 pour atteindre 33,0 milliards de dollars US en juin, selon les chiffres officiels de la BDL. Cependant, notons que le Gouverneur de la BDL a déclaré début juillet que les réserves de devises liquides sont estimées à près de 20,3 milliards de dollars US. Ceci exclut les eurobons souverains libanais détenus par la BDL (estimés à 5,03 milliards

#### FINANCEMENT DU DÉFICIT PUBLIC

en millions de US\$	5M-19	5M-20	Progression
	Vol	Vol	Vol
<b>Financement du Déficit</b>			
Déficit	2,386	1,998	-388
Comptes créditeurs de l'Etat	-712	-1,227	-515
Autres postes	-1,428	727	2,155
<b>Emplois = Ressources</b>	<b>245</b>	<b>1,498</b>	<b>1,252</b>
<b>Livres libanaises</b>	<b>1,581</b>	<b>641</b>	<b>-940</b>
Bons du Trésor (système bancaire)	1,556	392	-1,164
Autres	25	249	224
<b>Devises</b>	<b>-1,335</b>	<b>857</b>	<b>2,192</b>
Eurobons souverains (Paris II inclus)	-1,150	0	1,150
Autres	-185	857	1,042

#### ENDETTEMENT PUBLIC



de dollars US en juin) et les facilités fournies par la BDL aux banques libanaises (estimées à près de 8 milliards de dollars US à la fin du premier semestre de 2020).

La livre libanaise fut sujette à des pressions considérables sur le marché noir au premier semestre de 2020. Elle s'est fortement dépréciée par rapport au dollar US pour atteindre un niveau record de 10.000 livres par dollar US en juin, avant de connaître un rebond relatif pour atteindre 7.000 à 8.000 livres par dollar US en juillet, principalement en raison des flux entrants de billets en devises avec les expatriés durant la saison estivale après la réouverture de l'aéroport et étant donné les subventions d'importations de produits alimentaires par la BDL.

La dépréciation marquée de la monnaie locale au premier semestre de 2020 est survenue malgré toutes les mesures successives prises par la BDL et le syndicat des changeurs afin de pallier à la demande de billets verts et de contenir la chute libre de la monnaie locale. Au vu de l'effondrement de la monnaie locale sur le marché noir, les banques libanaises ont augmenté le taux de change pour les retraits de comptes en devises vers la fin du mois de juin, ce dernier passant de 3.000 livres par dollar US à 3.900 livres par dollar US. Ce dernier taux s'aligne éventuellement sur celui du syndicat des changeurs (3.850 livres par dollar US à l'achat et 3.900 livres par dollar US à la vente).

La création monétaire notable en livres a permis à la liquidité en livres de demeurer assez abondante sur le marché monétaire, surtout au cours du second trimestre de 2020, ce qui a conduit le taux au jour le jour à diminuer pour atteindre 3% après qu'il ait atteint des niveaux à deux chiffres plus tôt dans l'année.

Les souscriptions totales du système financier aux bons du Trésor en livres ont totalisé 6.115 milliards de livres au cours du premier semestre de 2020, contre 8.334 milliards de livres au cours de la période correspondante de 2019, soit une chute d'environ 27% 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 1.074 milliards de livres. Quant aux taux d'intérêt, les bons du Trésor en livres ont connu en mars et en avril 2020 leurs premières contractions en dix ans (de l'ordre de 1,80% à 3,00%).

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 45.251 milliards de livres en juin 2020, soit une chute de 2.792 milliards de livres marquant la première contraction depuis 2016.

#### 1.4.2. Activité Bancaire

*Dépôts toujours en mode contraction et réduction continue des risques*

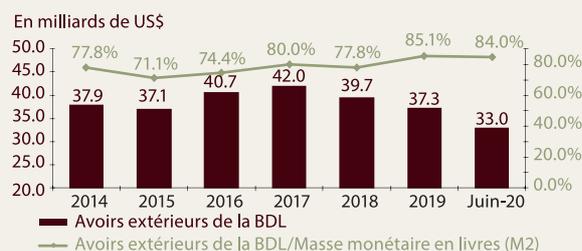
Les banques libanaises continuent de connaître des conditions assez difficiles dans le contexte de la crise économique et financière sévère, des craintes des déposants et des répercussions du COVID-19 sur la conduite des affaires. Les banques continuent de réduire leur exposition au secteur privé, et de nombreux clients débiteurs sont en train de rembourser leur dette en utilisant leurs comptes créditeurs, ce qui explique une part non-négligeable de la contraction des dépôts. L'actif total des banques opérant au Liban, reflétant l'activité sectorielle, a diminué de 7,2% cette année pour atteindre 201,1 milliards de dollars US en juin 2020 en se basant sur le taux de change officiel.

Les principaux agrégats responsables de cette contraction furent à nouveau les dépôts et les crédits, deux principaux moteurs d'activité sectorielle. D'un côté, les dépôts bancaires se sont contractés de 14,4 milliards

#### SITUATION MONÉTAIRE

Variations en millions de US\$	S1-19	S1-20	Progression
	Vol	Vol	
Avoirs extérieurs nets (excluant l'or)	-5,364	-3,970	1,393
Créances nettes sur le secteur public (excluant les différences de change)	-1,314	-7,044	-5,730
Créances nettes sur le secteur privé	-2,919	-7,390	-4,471
<b>Emplois = Ressources</b>	<b>-9,597</b>	<b>-18,405</b>	<b>-8,807</b>
Monnaie (M3)	-1,363	-5,038	-3,675
Différence de change et autres postes	-8,234	-13,367	-5,133

#### INDICATEURS DU MARCHÉ DES CHANGES



de dollars US cette année, soit de 9,0%, pour atteindre 144,5 milliards de dollars US. Notons toutefois que la contraction du mois de juin 2020 a atteint 1,8 milliard de dollars US, s'avérant inférieure à la contraction mensuelle moyenne de 2,9 milliards de dollars US depuis octobre 2019.

Environ 62% de la contraction totale des dépôts cette année est attribuée aux dépôts en livres, les déposants retirant leurs avoirs en livres ou les convertissant en devises et bloquant ainsi le montant converti pour une période de temps. Les dépôts en devises accaparent les 38% restants de la contraction totale, sachant que les déposants demandent des chèques bancaires pour leurs transactions ou retirent leurs avoirs libellés en dollars US en livres (pour la plupart au taux actuel de 3.900 livres par dollar US). Dans ce contexte, le ratio de dollarisation des dépôts a atteint 79,8% en juin 2020, niveau le plus haut en trois décennies. Les résidents ont accaparé près de 71% de la contraction des dépôts cette année.

D'un autre côté, les banques ont poursuivi leur politique de réduction des risques. Le portefeuille de créances bancaires sur le secteur privé s'est contracté de 8,4 milliards de dollars US cette année, soit de 16,8%, pour atteindre un niveau bas de 41,4 milliards dollars US en juin 2020. Presque toute la contraction est attribuée aux crédits en devises et au secteur résident. Le portefeuille d'eurobonds souverains détenus par les banques libanaises a continué de se contracter cette année, les banques réduisant également leur exposition à l'Etat libanais, entraînant une contraction du portefeuille d'eurobonds de 25% cette année pour atteindre 10,4 milliards de dollars US en juin 2020.

En parallèle, les taux d'intérêt continuent de décroître. Les taux d'intérêt créditeurs en livres ont diminué de 320 points de base pour atteindre un niveau bas de 4,16%, et ceux en devises ont diminué de 298 points de base pour atteindre un niveau bas record de 1,64%. Les taux d'intérêt débiteurs en livres et en devises ont diminué de 225 points de base et de 335 points de base respectivement pour atteindre 6,84% et 7,49% en juin 2020.

Finalement, les fonds propres ont totalisé 19,6 milliards de dollars US en juin 2020, soit une baisse de 5,6% en 2020. Le ratio de solvabilité des banques selon Bâle III a atteint 10,55% en décembre 2019 selon les derniers chiffres communiqués par la BDL (pondération du risque souverain à 100%).

En somme, les banques libanaises continuent de faire face à des pressions, mais sont en train de réduire leur exposition au secteur privé (ainsi qu'au secteur public) en une période où les risques de crédit s'accroissent. Ce qui est désormais requis est un plan gouvernemental clair et crédible incluant des réformes économiques structurelles et audacieuses ainsi qu'un plan adéquat de restructuration du secteur financier qui soit équitable pour tous. Ceci servirait de base aux négociations avec le FMI et à tout support international conséquent qui seraient un prérequis pour un regain tant nécessaire de la confiance.

### 1.4.3. Marchés Boursier et Obligataire

*Prix des eurobonds vers des niveaux à deux chiffres très bas et actions demeurant à la baisse*

Suite au premier défaut souverain sur la dette en devises et à la suspension des pourparlers avec le FMI après deux mois de négociations, et dans le contexte d'une absence de consensus autour des pertes du système financier, les prix des eurobonds libanais ont convergé vers des niveaux bas à deux chiffres en juin 2020. Les

#### ACTIVITÉ BANCAIRE

En millions de US\$	2019			2020		
	T1	T2	S1	T1	T2	S1
<b>Var. de l'actif total</b>	<b>3,268</b>	<b>3,229</b>	<b>6,497</b>	<b>-8,231</b>	<b>-7,455</b>	<b>-15,686</b>
Progression en %	1.3%	1.3%	2.6%	-3.8%	-3.6%	-7.2%
<b>Var. des dépôts de la clientèle</b>	<b>-1,758</b>	<b>-394</b>	<b>-2,152</b>	<b>-9,273</b>	<b>-5,088</b>	<b>-14,361</b>
dont dépôts en livres	-493	-1,645	-2,138	-5,093	-3,854	-8,947
dont dépôts en devises	-1,265	1,251	-14	-4,180	-1,234	-5,414
Progression des dépôts (%)	-1.0%	-0.2%	-1.2%	-5.8%	-3.4%	-9.0%
<b>Var. des crédits</b>	<b>-2,057</b>	<b>-1,326</b>	<b>-3,383</b>	<b>-4,754</b>	<b>-3,597</b>	<b>-8,351</b>
dont crédits en livres	-890	-584	-1,474	-404	-101	-505
dont crédits en devises	-1,167	-742	-1,909	-4,350	-3,496	-7,846
Progression des crédits (%)	-3.5%	-2.3%	-5.7%	-9.6%	-8.0%	-16.8%

actions libanaises ont, quant à elles, plongé vers de nouveaux records à la baisse sur plus de 15 ans dans le contexte de la détérioration des conditions socio-économiques et de la non-implémentation des réformes tant nécessaires.

En fait, la décision du gouvernement libanais de suspendre le remboursement des eurobonds ainsi que le service de la dette relatif en mars 2020 afin d'empêcher une réduction supplémentaire des réserves de devises de la BDL et le manque de consensus autour d'un plan de sauvetage qui donnerait de la crédibilité aux réformes du gouvernement a provoqué une chute libre des prix des eurobonds souverains libanais au premier semestre de 2020.

Les prix des eurobonds souverains libanais ont convergé vers des niveaux bas à deux chiffres suite au défaut de paiement. Les prix des eurobonds souverains venant à échéance entre 2020 et 2037 se sont étalés entre 15,38 cents et 18,13 cents en juin contre 44,75 cents et 87,13 cents en décembre 2019. Ceci fait suite à une vente aux enchères sur les CDS le 23 avril 2020, date à laquelle les titres de dette libanais ont eu une valeur finale de 14,125%. Ceci veut dire que les investisseurs qui détiennent la protection de la dette libanaise reçoivent 86% du montant couvert par ces instruments. Le rendement moyen pondéré sur les eurobonds libanais est passé de 30% en décembre 2019 à 69% en juin 2020 en excluant les rendements sur les eurobonds venant à échéance en 2020.

En parallèle, la Bourse de Beyrouth a connu une tendance baissière au premier semestre, comme le reflète la contraction de l'indice de prix des actions cotées à la Bourse de Beyrouth de 13,8%, dans le contexte de la crise économique et financière sévère, des craintes grandissantes quant à l'issue des négociations avec le FMI après un manque de consensus autour des pertes du système financier, et de la non-implémentation des réformes longtemps attendues et nécessaires pour assurer le soutien international promis. Dans ce contexte, les actions bancaires ont chuté au cours de la période couverte, enregistrant des contractions de prix allant entre -16% et -75%. Par contre, les prix des actions Solidere ont augmenté de 67%-68% au cours de la période couverte pour dépasser les 12 dollars US pour la première fois depuis octobre 2016. Ceci est principalement attribué à un regain d'intérêt pour les actions immobilières plutôt que pour des placements bancaires et à une amélioration du sentiment des investisseurs après que Solidere ait annoncé en juin 2020 des résultats solides qui seraient réalisés en 2020.

Les contractions de prix à un taux à chiffres furent accompagnées d'une augmentation relative de la volatilité, le ratio de volatilité atteignant 5,3% au premier semestre de 2020. Ce dernier, mesuré par le ratio écart-type des prix par rapport à leur moyenne, avait atteint 4,2% au premier semestre de 2019.

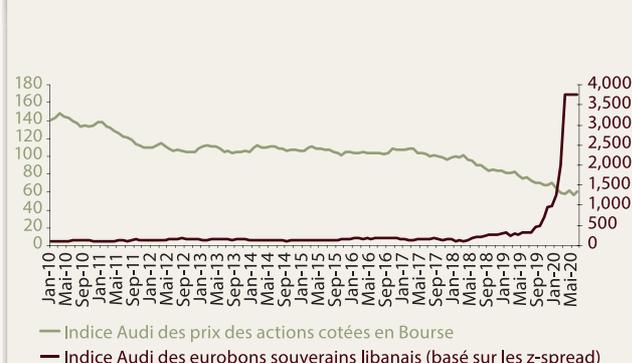
Étant donné les chutes de prix, la capitalisation boursière s'est contractée de 11,2% au premier semestre, passant de 7.540 millions de dollars US en décembre 2019 à 6.697 millions de dollars US en juin 2020. La valeur totale des échanges à la Bourse de Beyrouth a atteint 119,4 millions de dollars US au premier semestre contre 103,1 millions de dollars US au premier semestre de 2019, soit une croissance de 15,8%, sachant que les actions

## MARCHÉS BOURSIER ET OBLIGATAIRE

	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
<b>Bourse de Beyrouth</b>						
Capitalisation boursière (En millions de US\$)	10,496	10,951	10,578	9,117	7,540	6,697
Valeur des échanges à la Bourse (En millions de US\$)	498	885	608	376	197	119
Valeur annualisée des échanges à la Bourse/Capitalisation boursière	4.7%	8.1%	5.8%	4.1%	2.6%	3.6%
Indice des prix	104.6	106.9	98.2	83.9	69.7	60.0
Variation de l'indice des prix	-1.2%	2.1%	-8.1%	-14.6%	-16.9%	-13.8%
P/E *	6.72	6.44	6.38	5.18	5.90	5.88
P/NAV *	0.93	0.91	0.86	0.69	0.57	0.51
<b>Eurobonds Libanais</b>						
Volume global (En millions de US\$)	25,535	26,123	26,123	30,964	28,314	31,314
Taux de rendement moyen	6.1%	6.5%	6.5%	10.0%	30.0%	69.0%
Durée de vie moyenne (En nombre d'années)	6.1	6.2	6.7	7.8	7.5	7.5
Variation des spreads sur les CDS à cinq ans (points de base)	26	57	42	229	1,649	-

\* Pour les grandes banques cotées

## PERFORMANCE DES MARCHÉS DE CAPITAUX



Solidere ont accaparé 66% de l'activité totale. Par suite, le ratio valeur annualisée des échanges à la Bourse/capitalisation boursière a affiché 3,6%, contre 2,5% au premier semestre de 2019.

Au cours de la période à venir, dans le contexte de problèmes financiers et d'effondrement économique locaux, les marchés de capitaux libanais attendent avec impatience un accord sur un plan de sauvetage qui faciliterait les négociations avec le FMI, aiderait à assurer les fonds des donateurs et servirait comme point de base aux discussions avec les détenteurs d'eurobons souverains libanais.

## 2. CONCLUSION: LES RÔLES DE LA LIVRE LIBANAISE DANS LE CONTEXTE DE DRAINAGE DE DOLLAR US SUR LE MARCHÉ LOCAL

La livre libanaise a connu des pressions notables sur le marché parallèle ces derniers temps. Les raisons de la dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar US sont multiples. Premièrement, elles tournent autour des incertitudes politiques grandissantes entraînant une perte graduelle de la confiance. Ensuite vient la création monétaire significative en livres, la monnaie en circulation presque doublant depuis le début de 2020 dans le contexte de déficits publics considérables avec monétisation directe de la part de la BDL. Une autre raison est la pénurie de dollars US sur le marché local dans le contexte de contraction des flux financiers à l'entrée et de déficits consécutifs de la balance des paiements. Notons enfin la contrebande notable à travers les points frontaliers illégaux qui pèse également sur le marché des changes. Alors que les effets de toute mesure immédiate visant à contenir la dépréciation de la monnaie locale seraient temporaires, un endiguement de la dérive monétaire est conditionnel à un choc de confiance positif lié à la gestion politique et économique qui à son tour repose sur des signaux d'endiguement parallèle des déficits jumeaux du pays, à savoir les déficits extérieur et public et les besoins d'endettement corollaires de l'Etat.

Les soldes des comptes créditeurs des banques libanaises à l'étranger atteignant des niveaux presque nuls, il est nécessaire de rétablir pleinement toutes les fonctions de la livre libanaise dans le cycle économique du pays. Les dépôts des banques libanaises auprès de correspondants à l'étranger, qui représentent la principale source de billets verts pour leurs besoins de liquidité, ont atteint un niveau record à la baisse de 4,5 milliards de dollars US en juin, alors que les engagements envers le secteur financier non-résident ont atteint 7,7 milliards de dollars US, suggérant une position de liquidité nette en devises négative de 3,2 milliards de dollars US. En parallèle, les réserves liquides de la BDL ont atteint un niveau bas de moins de 20 milliards de dollars US, sachant qu'elles financent les importations de produits de première nécessité, de mazout, et les interventions sur le marché de change parallèle.

Il y a quatre rôles traditionnels que la monnaie locale de tout pays est appelée à remplir : (1) un moyen de transaction à des fins commerciales et pour des achats en monnaie locale ; (2) une unité de compte, soit utiliser la monnaie locale à des fins comptables ; (3) une réserve de valeur, les déposants et investisseurs plaçant leurs fonds en dépôts à terme en livres, et (4) un moyen de paiement différé, les créanciers octroyant des crédits en monnaie locale.

Les développements récents au Liban, notamment le manque de dollars US sur le marché, appellent la livre libanaise à regagner ses quatre rôles traditionnels.

Premièrement, le rôle de la livre comme moyen de transaction se renforce, les transactions commerciales étant davantage libellées en monnaie locale. Cette dernière n'a pas encore regagné un tel rôle étant donné qu'une bonne partie des transactions, surtout les transactions les plus consistantes, continuent d'être libellées en dollars US. À titre d'exemple, nous mentionnons que la valeur totale des chèques compensés en livres accapare moins de 38% de la valeur totale des chèques compensés, laissant ainsi 62% aux montants en devises. D'où l'importance pour les grossistes et les détaillants de libeller en monnaie locale, et d'utiliser exclusivement les cartes de débit et de crédit et les chèques en livres libanaises pour augmenter l'utilisation de la livre libanaise comme moyen de transaction à des fins commerciales diverses.

Deuxièmement, la livre libanaise doit regagner son rôle d'unité de compte et servir de plus en plus à des fins comptables. Les institutions financières, les grandes entreprises et les petites et moyennes entreprises doivent seulement utiliser la livre libanaise dans leurs exercices comptables. Alors qu'il est vrai que quelques compagnies doivent publier de temps en temps des résultats financiers en dollars US ou en euros, de telles communications financières doivent compléter celles en livres libanaises et non pas les remplacer.

Troisièmement, la livre libanaise doit regagner son rôle de réserve de valeur, surtout que le ratio de dollarisation des dépôts a presque dépassé la barre des 80%. Les efforts se sont concentrés sur la réduction des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires, particulièrement ceux en devises, pour que ces derniers soient alignés sur les taux de référence internationaux qui sont proches de 0% ces jours-ci. Une telle contraction de taux d'intérêt fut réalisée aujourd'hui dans le contexte des restrictions sur les transferts libanais à l'étranger. Ceci devrait élargir l'écart avec les taux d'intérêt sur les dépôts en livres, et renforcer le rôle de la monnaie nationale comme réserve de valeur.

Il est également important pour la monnaie locale de regagner partiellement son quatrième rôle qui n'est pas moins important que les trois premiers, à savoir servir de moyen de paiement différé, ou encore devenir la monnaie la plus utilisée lors des activités d'octroi de crédit. Jusqu'à fin juin 2020, la part des devises dans le total des créances bancaires atteint toujours 64%. Le regain du rôle de moyen de paiement différé au fil du temps serait sans aucun doute un contributeur majeur au soutien de l'intermédiation financière et à la qualité des actifs des banques libanaises.

Finalement, ce qui est demandé en cette période sensible de l'histoire contemporaine du Liban est une prise de conscience collective et un sens absolu de responsabilité et de patriotisme, tout en s'abstenant de propager des rumeurs qui contribueraient sans aucun doute à secouer la stabilité financière et la confiance. Notons en conclusion que la monnaie locale est une des facettes de la souveraineté de n'importe quel pays, tout comme l'armée et la terre le sont, d'où l'importance de sauvegarder cette monnaie et de la considérer pleinement comme un pilier de l'économie nationale.

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.