

# ECO EMERGING



3<sup>e</sup> trimestre 2022

Juillet 2022

## EDITORIAL

2

Depuis le début de l'année, les pays émergents ont été confrontés à une série de chocs successifs et inattendus qui vont considérablement affecter leurs performances économiques. Les pressions inflationnistes mondiales ont augmenté en raison de la hausse des prix des matières premières et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement résultant du conflit en Ukraine...



CHINE

3

Passage à vide



INDE

5

Changement de *policy mix*



CORÉE DU SUD

7

Plutôt positif



TAIWAN

9

Solide



TURQUIE

11

Exercice d'équilibriste



HONGRIE

13

Vers un durcissement budgétaire



RÉP. TCHÈQUE

15

Consommation en berne



BRÉSIL

17

Difficile dosage du *policy mix*



PÉROU

19

D'une crise politique à l'autre



ARABIE SAOUDITE

21

Réforme budgétaire en cours



ANGOLA

23

Des vulnérabilités persistantes



NIGÉRIA

25

Perspectives mitigées

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉDITORIAL

## D'UN CHOC À L'AUTRE

Depuis le début de l'année, les pays émergents ont été confrontés à une série de chocs successifs et inattendus qui vont considérablement affecter leurs performances économiques. Les pressions inflationnistes mondiales ont augmenté en raison de la hausse des prix des matières premières et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement résultant du conflit en Ukraine. De plus, au printemps, les confinements dans d'importantes régions industrielles chinoises ont aggravé les problèmes d'approvisionnement et un peu plus assombri les perspectives de demande mondiale. Les politiques monétaires ont été durcies dans la plupart des pays, tandis que les conditions de financement externe se sont détériorées du fait de l'affaiblissement de la confiance des investisseurs internationaux et du resserrement monétaire américain. Les marchés émergents ont déjà fait face à des sorties de capitaux depuis le début de l'année. Dans ce contexte, les emprunteurs émergents les plus exposés à d'éventuelles difficultés de paiement sont les États dont la notation est déjà faible et qui affichent à la fois des finances publiques fragiles et des déséquilibres extérieurs élevés. Ces états emprunteurs, très vulnérables, ne sont toutefois pas si nombreux.

## MULTIPLES VENTS CONTRAIRES À LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Au cours des quatre derniers mois, les marchés émergents (ME) ont été confrontés à une nouvelle série de chocs qui n'étaient pas anticipés au début de l'année. Tout d'abord, la demande et les chaînes d'approvisionnement mondiales ont subi deux revers majeurs et très différents : la guerre en Ukraine depuis fin février, et les sévères confinements dans d'importantes régions industrielles en Chine au cours du printemps. Les pressions inflationnistes mondiales ont également rapidement augmenté sous l'effet des chocs d'offre et de la flambée des prix de l'énergie et des matières premières agricoles, qui étaient déjà élevés et en hausse avant la guerre. Tour à tour, la plupart des banques centrales ont resserré leurs politiques monétaires et ce, en dépit de la dégradation des perspectives de croissance économique. Enfin, le resserrement rapide de la politique monétaire américaine et la perte de confiance des marchés ont conduit à la détérioration des conditions de financement externe pour les emprunteurs des ME, et à d'importantes sorties d'investissements de portefeuille.

Par conséquent, en 2022, la croissance économique des ME sera plus lente que prévu en début d'année. L'une de nos plus fortes révisions à la baisse concerne la Chine. L'activité économique y a effectivement ralenti au T1 2022 et s'est probablement contractée au T2 2022. À court terme, la croissance ne devrait se redresser que progressivement. En outre, les risques baissiers restent élevés : la situation sanitaire est toujours incertaine et les autorités maintiennent une stratégie anti-COVID très ferme ; la consommation privée aura du mal à se redresser, notamment parce que le marché du travail s'est dégradé ; et la contraction du secteur immobilier se poursuit. Les politiques économiques chinoises sont de plus en plus expansionnistes, les autorités préférant des mesures de soutien graduelles et ciblées plutôt qu'un vaste plan de relance. La politique monétaire et les conditions de crédit se sont progressivement assouplies depuis le quatrième trimestre 2021, mais la faiblesse de la demande de crédit réduit l'efficacité de la politique monétaire.

## RESSERREMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES EXTERNES

Les récentes sorties de capitaux n'ont pas eu, jusqu'à maintenant, des conséquences très inquiétantes pour les pays émergents. Toutefois, les réserves de change des banques centrales se sont affaiblies dans la plupart des ME (notamment en Turquie), y compris les exportateurs de matières premières. Les effets sur les taux de change et les coûts

d'emprunt sont importants, bien que plus faibles que prévu compte tenu de l'ampleur des sorties d'investissements de portefeuille. Concernant l'effet sur les coûts d'emprunt externes, le choc a renforcé la dichotomie entre les emprunteurs souverains de bonne qualité et ceux de qualité spéculative. Quant aux coûts des emprunts locaux, la situation est beaucoup moins binaire et, dans une certaine mesure, plus rassurante, car, à l'exception de quelques pays, les rendements réels actuels des obligations d'État restent inchangés, voire inférieurs, à ceux de fin 2019.

Pour les emprunteurs souverains de catégorie investment-grade, le taux d'intérêt réel sur la dette restera inférieur à la croissance du PIB réel attendue en 2022. Le fardeau de la dette pourrait donc s'alléger malgré la hausse du ratio dette/PIB. En revanche, pour les pays dont les finances publiques étaient déjà structurellement fragiles avant la crise de la COVID-19 et dont le déficit courant va s'aggraver en raison de la hausse des prix des matières premières, le coût du financement externe a atteint un niveau dissuasif, voire prohibitif. Le refinancement de la dette extérieure nécessitera forcément le soutien d'institutions financières internationales ou de créanciers bilatéraux officiels afin d'éviter un défaut de paiement souverain. Parmi les principaux pays émergents et en développement, on peut citer la Tunisie et le Pakistan, qui se trouvent actuellement dans une situation très compliquée. L'Afrique du Sud et le Brésil devront surtout supporter un endettement plus élevé. L'Égypte se trouve entre ces deux catégories de pays.

La crise de la COVID-19 n'a pas entraîné de forte hausse de la dette du secteur privé non-financier, contrairement à la dette publique. En outre, la plus forte hausse de la dette des entreprises et/ou des ménages a été enregistrée dans des pays qui affichent un niveau de développement élevé et/ou de bons fondamentaux macroéconomiques. Quant à l'endettement en devises étrangères, dans un grand nombre de ME, la dette extérieure des entreprises a diminué, ou juste légèrement augmenté, depuis fin 2019. Cependant, les tensions sur les taux de change et les taux d'intérêt pourraient affaiblir la capacité des entreprises à supporter un endettement plus élevé.

*Achévé de rédiger le 5 juillet 2022*

**François Faure**

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## CHINE

3

## PASSAGE À VIDE

L'activité s'est contractée en avril et mai 2022 en raison des sévères restrictions à la mobilité imposées dans des régions industrielles comme Shanghai. Depuis fin mai, ces restrictions sont progressivement levées, et l'activité a commencé à rebondir. Les risques baissiers sur la croissance restent cependant élevés. Les autorités continuent donc d'assouplir –prudemment– leur politique économique. Sur le plan budgétaire, les mesures de soutien restent centrées sur les projets d'infrastructures et les aides aux entreprises. Sur le plan monétaire, les taux d'intérêt ont été réduits depuis le début de l'année, et les programmes de prêts ciblés étendus. L'efficacité de l'action de la banque centrale se heurte toutefois à la faiblesse de la demande de prêts. En outre, l'environnement international et les risques de sorties de capitaux pourraient limiter sa marge de manœuvre.

L'activité économique s'est contractée en avril et mai 2022 en raison de la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 et des sévères restrictions à la mobilité imposées dans d'importantes régions industrielles et portuaires telles que Shanghai. Depuis fin mai, ces restrictions ont été progressivement (mais pas totalement) levées, et l'activité a commencé à se redresser. La production industrielle a rebondi (augmentant de 0,7% en g.a. au mois de mai), grâce notamment à la reprise des exportations. L'activité dans les services, qui a souffert plus durement et plus longtemps des confinements du printemps, s'est encore contractée en mai (-5,1% en g.a.), pour le troisième mois consécutif (graphique 1). Les volumes de ventes au détail ont également continué de chuter (-9% en g.a. en mai). La croissance des investissements a en revanche ré-acceléré, tirée par les projets d'infrastructures.

## FREINS MULTIPLES

À court terme, la croissance devrait se raffermir, mais les risques baissiers restent élevés. D'abord, la situation sanitaire demeure incertaine et les autorités devraient maintenir une stratégie zéro Covid au moins jusqu'à la fin de l'année – des directives ont toutefois été envoyées aux collectivités locales début juin pour réduire le risque de restrictions excessivement sévères. La menace de nouveaux confinements devrait continuer de peser sur la confiance et la demande des ménages et des entreprises.

Ensuite, la consommation privée va souffrir de la dégradation du marché du travail. Le taux de chômage a grimpé de 5,1% fin 2021 à 6,1% en avril 2022, pour retomber à 5,9% en mai. Il est plus élevé pour les travailleurs migrants (6,2% en mai) ainsi que dans les 31 grandes villes du pays (6,9% en mai). Plus inquiétant, le taux de chômage des 16-24 ans a atteint un niveau record en mai, à 18,4%, contre 14,3% en décembre 2021. La situation pourrait encore s'aggraver au cours de l'été, lorsque les nouveaux diplômés entreront sur le marché du travail.

La progression des revenus réels devrait souffrir des conditions dégradées du marché du travail. En revanche, les effets négatifs de la hausse des prix à la consommation sur le pouvoir d'achat des ménages devraient être modérés. L'IPC n'a augmenté que de 2,1% en g.a. en avril et mai. L'inflation sous-jacente est faible (0,9%) en raison de l'atonie de la demande intérieure, tandis que la hausse des prix alimentaires et de l'énergie reste limitée en dépit des tensions au niveau mondial, du fait de la baisse continue des prix de la viande et des contrôles partiels des prix des céréales et de l'énergie.

Par ailleurs, la crise du secteur immobilier et de la construction perdure, freinant l'emploi, l'investissement et la consommation de biens durables. Ainsi, les projets nouvellement démarrés et les transactions immobilières se sont effondrés, respectivement, de 40% et 32% en g.a. au mois de mai, et de 31% et 24% sur les cinq premiers

## PRÉVISIONS

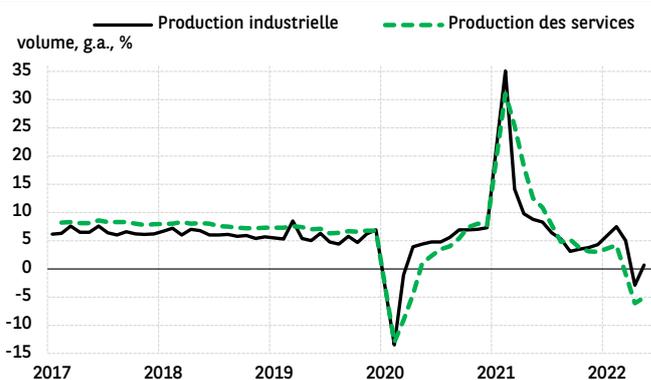
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6,0	2,2	8,1	3,7	5,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,9	2,5	0,9	2,3	2,7
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,8	-3,7	-3,1	-2,8	-3,0
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	38,6	45,9	47,0	50,3	52,0
Solde courant, % du PIB	0,7	1,7	1,8	0,8	0,9
Dette externe, % du PIB	14,5	16,3	15,5	16,5	15,8
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 220	3 240
Réserves de change, en mois d'imports	14,9	16,2	12,6	10,8	10,0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## CHINE : REDÉMARRAGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

mois de 2022 par rapport à la même période en 2021. Des mesures ont été introduites pour encourager les transactions et aider les promoteurs à finaliser les projets en cours. Les autorités maintiennent néanmoins leurs objectifs de modération des coûts du logement et de désendettement des promoteurs.

Enfin, les exportations ont rebondi en mai (+16,8% en g.a. contre 3,7% en avril) et devraient se renforcer à court terme grâce à la diminution des problèmes logistiques. Cependant, le secteur exportateur chinois ne devrait pas être un moteur de croissance aussi puissant en 2022



qu'en 2021 compte tenu du ralentissement de la demande mondiale. Dans ses Perspectives de l'économie mondiale d'avril dernier, le FMI prévoyait une croissance du volume de commerce mondial à 5% en 2022 et 4,4% en 2023, contre 10% en 2021.

## UN SOUTIEN BUDGÉTAIRE CENTRÉ SUR LES ENTREPRISES

Pour contrer les multiples freins pesant sur la croissance, les autorités poursuivent l'assouplissement du *policy mix*. Elles ont maintenu une stratégie relativement prudente au cours des derniers mois, soutenant l'économie au travers d'un assouplissement graduel et d'actions ciblées, plutôt que par de vastes plans de relance. Sur le plan budgétaire, les mesures de soutien ont été progressivement mises en œuvre depuis le dernier trimestre de 2021. Elles consistent essentiellement en de nouveaux investissements dans les projets d'infrastructures (le plus souvent pris en charge par les collectivités locales) ainsi qu'en des aides aux entreprises. Ces aides visent en particulier à soutenir les PME et le secteur manufacturier, via des baisses d'impôts, des subventions ou le paiement différé des cotisations de sécurité sociale.

La diminution des taxes à l'achat de voitures particulières, qui figurait dans le nouveau dispositif de mesures annoncé fin mai, est l'une des rares mesures visant à encourager la consommation privée. Certaines provinces ont également procédé à des versements en espèces aux ménages (en e-yuans dans certains cas comme à Shenzhen), mais leur montant total reste faible.

Les collectivités locales pourraient connaître des difficultés croissantes pour financer les mesures de relance. Elles font face, depuis le début de 2022, à une baisse de leurs recettes fiscales et des revenus provenant de ventes de terrains. Pourtant, le gouvernement central n'a pas, pour l'instant, augmenté leur quota d'émissions d'obligations autorisé pour l'année 2022<sup>1</sup>. Pékin semble au contraire faire pression sur les collectivités pour qu'elles contiennent la hausse de leur endettement en améliorant la gestion de leurs comptes et en réduisant certaines dépenses courantes.

La dette « directe » des collectivités locales (i.e. explicitement budgétée) est déjà passée de 21,6% du PIB fin 2019 à 27,6% à la fin du T1 2022, alors que la dette du gouvernement central atteint tout juste 20% du PIB. En outre, à cette dette directe s'ajoute la dette indirecte liée aux engagements des véhicules de financement des collectivités, estimée à environ 45% du PIB par le FMI. La fragilité des finances des collectivités locales explique la prudence de la politique de soutien budgétaire.

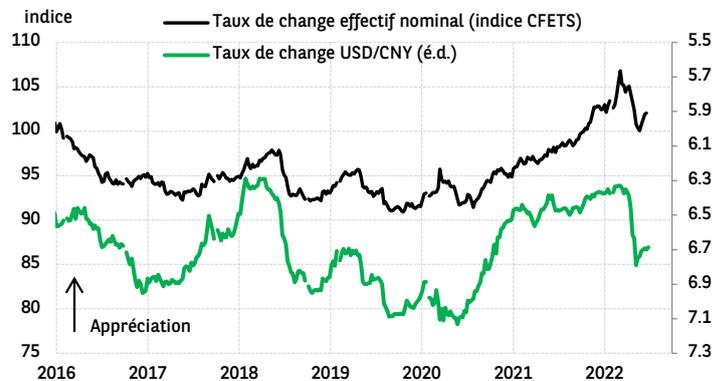
## LA DEMANDE DE CRÉDIT RESTE FAIBLE

Les taux d'intérêt sur les prêts et les taux monétaires ont diminué depuis décembre 2021<sup>2</sup>. Cependant, la marge de manœuvre de la banque centrale pour les réduire davantage se restreint dans l'environnement international actuel, non pas tant à cause des pressions inflationnistes qu'à cause des risques de sorties de capitaux. De fait, en mars 2022, la Chine a subi un épisode de forte perte de confiance des investisseurs et d'importantes sorties d'investissements de portefeuille. Cela a contribué à un ajustement du taux de change du yuan après plus de 18 mois d'appréciation (graphique 2). À court terme, la banque centrale devrait chercher à éviter la répétition de tels épisodes d'instabilité et à encourager les entrées de capitaux étrangers en dépit du durcissement de la politique de la Réserve fédérale américaine.

<sup>1</sup> Dans le budget pour 2022, le ministère des Finances autorise les collectivités locales à émettre RMB 3650 mds de nouvelles obligations « spéciales » et RMB 720 mds de nouvelles obligations « générales ». Le montant total de nouvelle dette obligatoire prévue pour 2022 est donc estimé à 3,6% du PIB, soit un niveau inférieur à celui enregistré en 2021 (3,8% du PIB) et surtout à celui de 2020 (4,5%).

<sup>2</sup> Depuis décembre 2021, le taux préférentiel sur les prêts à 1 an est passé de 3,85% à 3,7% ; le taux préférentiel sur les prêts à 5 ans de 4,65% à 4,45%, et le taux MLF à 1 an de 2,95% à 2,85%. Le taux repo à 7 jours est passé d'une moyenne mensuelle de 2,16% en décembre à 2,09% en mars 2022 et 1,64% en juin.

### CHINE : AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CHINA FOREIGN EXCHANGE TRADING CENTER, CEIC

Par ailleurs, les autorités ont largement recours à des instruments de politique de crédit tels que les quotas de prêts alloués aux banques et les programmes de prêts ciblés. Ceux-ci visent notamment à soutenir les PME, les zones rurales et les secteurs les plus fragilisés par la crise du Covid-19. Les conditions de prêts hypothécaires et de financements à court terme des promoteurs immobiliers ont également été légèrement assouplies.

Cependant, l'efficacité de la politique monétaire et de crédit se heurte à la faiblesse de la demande de prêts dans un environnement économique incertain. La croissance du total des crédits à l'économie (*social financing*) s'est, de fait, à peine redressée au cours des six derniers mois. Elle est passée de 10,3% en g.a. en termes nominaux en décembre 2021 à 10,5% en mai, principalement tirée par l'accélération des émissions obligataires.

Achévé de rédiger le 27 juin 2022

**Christine PELTIER**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## CHANGEMENT DE POLICY MIX

À la fin de l'année budgétaire 2021/2022 (achevée au 31/03/2022), le PIB indien a dépassé son niveau d'avant-crise. De plus, les indicateurs d'activité des mois d'avril et mai ont été favorables. L'activité a été soutenue par la demande intérieure et le dynamisme des exportations. Confrontées à la hausse de l'inflation et aux pressions sur la roupie (induites par les sorties de capitaux et le creusement du déficit commercial), les autorités monétaires ont relevé les taux directeurs en mai et juin, et de nouvelles hausses sont à prévoir. Inversement, la politique budgétaire est plus expansionniste que prévu. Les organisations internationales et la banque centrale ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance (entre 6,9% et 7,5% pour l'année budgétaire 2022/2023 vs. 8,7% pour l'année écoulée). Le ratio de la dette rapportée au PIB devrait néanmoins poursuivre sa lente décrue favorisée par une forte hausse du PIB nominal. Le pays profite de l'embargo des États-Unis et de l'Union européenne sur les importations de pétrole russe pour tenter d'alléger sa facture énergétique.

## LE PIB AU NIVEAU D'AVANT-CRISE

Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2021/2022, qui s'est achevée au 31/03/2022, le PIB réel a enregistré une croissance de 8,7% et dépassé de 1,5% son niveau d'avant-crise.

Au quatrième trimestre de l'année budgétaire 2021/2022 (i.e. janvier-mars 2022), la recrudescence des cas de Covid-19 et l'adoption localement de nouvelles mesures restrictives en janvier et février ont entraîné une légère décélération du rythme de croissance par rapport au trimestre précédent. Entre les mois de mars et mai 2022, l'activité économique a réaccélééré, aussi bien dans l'industrie que dans les services. La confiance des entrepreneurs est restée bien orientée en mai, avec un indice PMI très supérieur à 50. De plus, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, bien que toujours en retrait par rapport à sa moyenne de long terme, a dépassé son niveau de la fin 2019. La croissance du crédit bancaire, tant dans l'industrie que dans les services, s'est renforcée. C'est particulièrement le cas des prêts aux petites et moyennes entreprises qui bénéficiaient encore d'un environnement monétaire favorable. En avril 2022, les taux d'intérêt moyens sur les crédits s'établissaient à 7,5% (-60 points de base par rapport à avril 2021) alors que l'inflation hors énergie et alimentaire atteignait 7%.

Par ailleurs, l'indice de confiance des ménages a continué de se redresser jusqu'en mai et de manière ininterrompue depuis son point bas atteint en juillet 2021. Il reste à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise. En outre, les perspectives d'une mousson normale, d'un soutien du gouvernement aux agriculteurs et de la hausse des prix minimum des récoltes de la mousson (« *Kharif crops* ») sont autant d'éléments favorables à la consommation des ménages ruraux.

Les perspectives de croissance pour l'ensemble de l'année budgétaire 2022/2023 ont néanmoins été révisées à la baisse par les organisations internationales (OCDE, Banque mondiale) et par la banque centrale indienne (*Reserve Bank of India*, RBI). Cette dernière prévoit désormais que la croissance sera de 7,2% et les projections de l'OCDE et de la Banque mondiale sont respectivement de 6,9% et 7,5%. En effet, la hausse des pressions inflationnistes et le durcissement monétaire devraient peser sur la demande intérieure.

## DURCISSEMENT MONÉTAIRE ET SOUTIEN BUDGÉTAIRE

En mai, la hausse des prix au détail s'est établie à 7% en glissement annuel. Elle est supérieure à la cible de la RBI (4% ± 2 points de pourcentage, pp) pour le quatrième mois consécutif. Dans ces conditions, la banque centrale a mis fin à sa politique monétaire accommodante. Elle a procédé à deux hausses de taux en mai et juin, d'un total de

### PRÉVISIONS

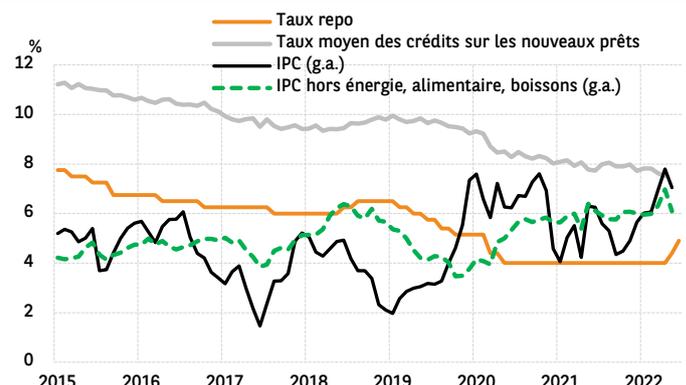
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	4,2	-6,6	8,7	7,1	6,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	4,8	6,1	5,5	6,7	5,5
Solde budgétaire gouv et adm., % du PIB (1)	-7,3	-13,7	-10,4	-10,2	-8,5
Dette gouv. et adm., % du PIB (1)	73,7	84,0	83,6	82,5	82,4
Solde courant, % du PIB (1)	-0,9	0,9	-1,5	-3,8	-3,1
Dette externe, % du PIB (1)	19,9	21,6	19,7	19,4	18,7
Réserves de change, mds USD	457	580	633	570	590
Réserves de change, en mois d'imports	7,7	11,0	9,1	8,0	8,3

(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1  
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### INDE : PRIX À LA CONSOMMATION ET TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, RBI

90 points de base (pb) à 4,9%. Par ailleurs, elle a réhaussé le ratio de réserves obligatoires des banques de 50 pb, à 4,5%, pour réduire l'excès de liquidité du secteur bancaire. De nouvelles hausses des taux sont à prévoir dès le prochain comité de politique monétaire du mois d'août. La RBI anticipe que l'inflation restera supérieure à 7% sur la période juillet-septembre pour décélérer à partir d'octobre et atteindre en moyenne 6,7% sur l'année budgétaire en cours.



Même si ce durcissement monétaire va peser sur la demande intérieure, il ne sera pas suffisant pour enrayer les pressions inflationnistes. La hausse des taux devrait néanmoins permettre de soutenir la roupie et, ainsi, de contenir l'inflation importée. Dans ces conditions, en complément de l'interdiction d'exporter du blé, le gouvernement a adopté dans le courant du mois de mai plusieurs mesures budgétaires pour contenir la hausse des prix domestiques. Ces ajustements vont retarder la consolidation des finances publiques, qui avait notamment découlé d'une amélioration de la base fiscale (en hausse de 1,4 pp au cours de l'année budgétaire 2021/2022 par rapport au niveau pré-pandémique, pour atteindre 11,4% du PIB). En effet, les mesures adoptées vont peser à la fois sur les dépenses (+0,7% du PIB) et sur les recettes (-0,7% du PIB).

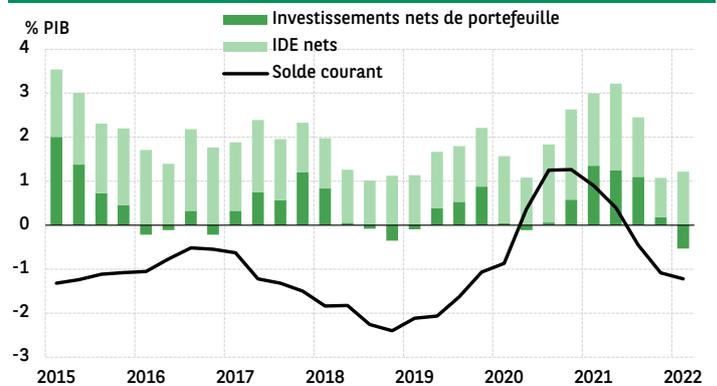
Pour contenir la hausse des prix de l'énergie, le gouvernement a réduit les droits d'accise sur les importations de gasoil et de diesel de Rs8 et Rs6 par litre, respectivement, permettant de compenser en grande partie la hausse des prix enregistrée en mars et avril de Rs10 par litre. Les droits de douane sur les importations de charbon ont également été totalement levés. Enfin, le gouvernement a augmenté les subventions pour les 90 millions de ménages les plus fragiles afin de les aider à faire face à la hausse des prix du gaz (notamment du gaz utilisé dans la cuisson domestique). Le gouvernement a par ailleurs multiplié par deux le montant des subventions sur les engrais (+0,4% du PIB) afin de limiter la hausse des coûts des futures récoltes. Le programme de distribution de grains pour les ménages bénéficiant du « *national security food act* » a été prolongé jusqu'en septembre 2022, augmentant le coût des subventions alimentaires de près de 40% par rapport au budget initial (+0,3% du PIB).

Les prévisions du gouvernement de réduire le déficit budgétaire de 6,7% du PIB en 2021/2022 à 6,4% du PIB en 2022/2023 paraissent donc optimistes, même si la hausse des pressions inflationnistes va générer une augmentation plus importante que prévu du PIB nominal. Le ratio de la dette du gouvernement et de l'ensemble des administrations, rapportée au PIB, devrait poursuivre sa baisse progressive tout en restant supérieur à 82% du PIB. La structure des dépenses va devenir moins favorable. La part des dépenses rigides (notamment les subventions et les intérêts sur la dette) devrait augmenter pour atteindre 38%, et le gouvernement pourrait être contraint de limiter ses dépenses d'infrastructures pour contenir le dérapage budgétaire. La hausse des rendements sur les obligations d'État à dix ans (+100 pb sur les douze derniers mois pour atteindre 7,4% fin juin) va alourdir la charge d'intérêts sur la dette. Rapportée aux recettes, elle s'élevait à 36,5% sur l'année 2021/2022 malgré les pressions inflationnistes. Ainsi, déflatés de l'indice des prix à la consommation hors énergie et alimentaire, les rendements réels restent inférieurs à leur niveau d'avant-crise, mais ils sont désormais supérieurs aux niveaux enregistrés en 2020 et 2021.

## DES COMPTES EXTÉRIEURS SOUS PRESSION...

Au premier trimestre de l'année calendaire 2022, le déficit du compte courant a baissé de 1,6 pp par rapport au trimestre précédent pour n'atteindre que 1,5% du PIB en rythme annualisé, malgré la hausse de la facture pétrolière. La forte augmentation des exportations a permis de compenser la hausse des importations induites par le renchérissement du prix des matières premières. Dans le même temps, les investissements directs étrangers ont accéléré, permettant de couvrir entièrement le déficit du compte courant. Pour autant, les pressions sur les comptes extérieurs sont restées fortes en raison des importantes sorties de capitaux, qui ont atteint 1,7% du PIB. L'Inde a été l'un des pays d'Asie les plus pénalisés par le récent mouvement de défiance de la part des investisseurs étrangers en raison de sa forte dépendance aux importations de pétrole.

## INDE : SOLDE DU COMPTE COURANT ET ENTRÉES DE CAPITAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, RBI

Les pressions sur les comptes extérieurs se sont accentuées en avril-mai et les indicateurs financiers (investissements de portefeuille, réserves, taux de change) laissent à penser que ce mouvement s'est poursuivi en juin. Le déficit commercial a augmenté de plus de 20% en avril et mai par rapport au premier trimestre. Le relèvement des taux d'intérêt américains a favorisé le rapatriement d'une partie des capitaux investis en Asie vers les places financières considérées comme étant moins risquées. Les tensions sur la roupie sont restées relativement contenues sur les six premiers mois de 2022 (-5,1% face au dollar) grâce aux interventions de la banque centrale. Bien qu'en baisse, les réserves de change (USD 590 mds mi-juin 2022) sont restées très confortables. Elles couvraient 1,9 fois les besoins de financement à court terme du pays mi-juin 2022.

## ... MALGRÉ DES IMPORTATIONS DE PÉTROLE RUSSE À PRIX PRÉFÉRENTIELS

Pour limiter l'impact de la hausse des prix internationaux du pétrole sur son économie, le gouvernement indien a multiplié les initiatives pour substituer du pétrole russe au pétrole provenant d'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis. Le redéploiement des volumes importés a été beaucoup plus rapide qu'on ne pouvait l'imaginer. En avril, la Russie est devenue le quatrième fournisseur de pétrole de l'Inde alors qu'elle occupait la neuvième place en 2021. Les importations de pétrole brut en provenance de Russie constituaient 8,3% des importations totales du pays contre seulement 0,9% sur l'ensemble de l'année 2021, selon les données publiées par le ministère du Commerce indien. L'écart de prix entre le prix du baril de Brent et le prix de l'oural russe (USD 35 en moyenne en mai) a été suffisant pour compenser le surcoût induit par l'assurance et le transport de pétrole en provenance de Russie. En outre, cette substitution s'est accélérée au mois de mai ; les volumes importés en provenance de Russie ayant été multipliés par 2,3 par rapport au mois d'avril, même si l'Iraq et l'Arabie saoudite restent les premiers fournisseurs de pétrole de l'Inde. Malgré cette stratégie, la facture pétrolière reste très élevée. Entre décembre 2021 et avril 2022, le prix de la tonne de pétrole brut importé a augmenté de 36,8%, contre 43% pour le prix du Brent.

Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2022

Johanna MELKA

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CORÉE DU SUD

7

## PLUTÔT POSITIF

Grâce à ses solides fondamentaux macroéconomiques, la Corée du Sud figure parmi les pays ayant le mieux résisté à la crise liée à l'épidémie de Covid-19. Ses perspectives de croissance restent relativement bien orientées. Le nouveau gouvernement, en fonction depuis le mois de mai dernier, a l'intention de poursuivre les réformes engagées au cours du précédent mandat et d'accroître les dépenses de recherche et développement. La dette des ménages a augmenté rapidement en 2021 et est élevée, mais les mesures macro-prudentielles mises en place par les autorités semblent porter leurs fruits : la hausse a ralenti et les risques qui pèsent sur la stabilité financière sont contenus.

## ENVIRONNEMENT EXTERNE DÉFAVORABLE À LA CROISSANCE

La Corée du Sud a bien résisté à la crise liée à l'épidémie de Covid-19. En 2020, le PIB a reculé de moins de 1%. En dépit de plusieurs vagues de contaminations, l'efficacité des politiques mises en place (y compris la campagne de vaccination) a permis de ne pas entraver la reprise de l'activité et de maintenir la stabilité financière du pays. Le PIB réel a retrouvé son niveau du T4 2019 dès le premier trimestre 2021 et a progressé de 4% en 2021. Les perspectives à moyen terme restent favorables.

La croissance économique devrait toutefois ralentir en 2022. Elle a atteint 2,9% en g.a. au T1 contre 4,2% au trimestre précédent : les exportations ont continué leur progression vigoureuse (+7,3% en g.a. au T1 2022, après 7,9% en g.a. au T4 2021), tirées par la demande mondiale de semi-conducteurs. La consommation privée a en revanche marqué le pas, pénalisée par de nouvelles restrictions (+4,3% en g.a. au T1 2022, après 6,2% en g.a. au T4 2021).

Avec la dégradation de l'environnement international, l'activité a ralenti davantage au T2 2022 et l'inflation a continué d'accélérer. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation a enregistré une forte chute en avril et restait fin juin inférieur au niveau du mois de mars. Les exportations ont ralenti (enregistrant une progression de 13,2% en g.a. après 18,4% en g.a. au T1) et l'indice PMI manufacturier s'est tassé au cours du trimestre. L'inflation a atteint 5,4% en g.a. en mai, soit le taux le plus élevé depuis plus de dix ans.

D'une part, les confinements imposés en Chine au printemps 2022 dans le cadre de sa politique « zéro covid » ont pesé sur les exportations et la production coréennes (en perturbant l'approvisionnement en biens intermédiaires). D'autre part, bien que les conséquences directes de la guerre en Ukraine restent modérées pour la Corée (les liens commerciaux et financiers avec les deux pays belligérants sont limités, et la dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie est faible), les conséquences indirectes du conflit pèsent sur la croissance. Le ralentissement de la demande mondiale freine les exportations et, surtout, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières agricoles renforce l'inflation coréenne et ralentit la croissance de la consommation privée et de l'investissement.

## CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE PLUS LENTE QUE PRÉVU

Depuis 2020, les autorités ont profité des larges marges de manœuvre dont ils disposaient pour massivement soutenir l'économie. Au total, les mesures de soutien ont représenté près de 10% du PIB au cours des deux dernières années, et le FMI estime que d'autres mesures, pour un montant également proche de 10% du PIB, ont été financées hors budget.

La reprise épidémique au premier trimestre et les pressions inflationnistes ont poussé le gouvernement à annoncer de nouvelles mesures

## PRÉVISIONS

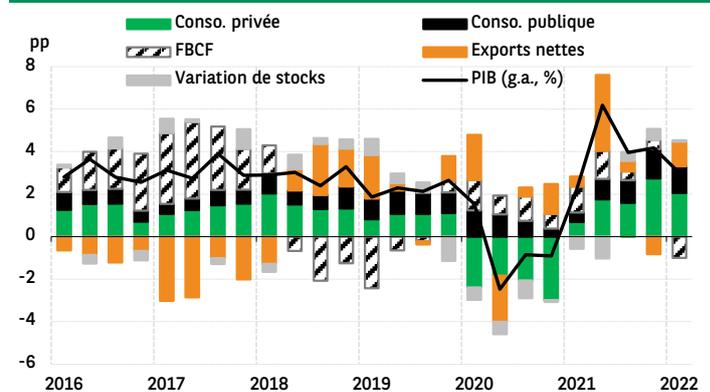
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1,8	-0,9	4,0	2,7	2,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,4	0,4	2,5	4,6	2,6
Solde budgétaire, % du PIB	-0,6	-5,8	-4,4	-4,2	-4,5
Dette des adm. publiques, % du PIB	39,5	44,0	47,4	49,8	52,1
Balance courante, % du PIB	3,6	4,6	4,9	2,8	2,5
Dette externe, % du PIB	28,4	30,1	31,8	30,8	29,8
Réserves de change, mds USD	404	408	463	450	465
Réserves de change, en mois d'imports	7,5	7,5	7,3	6,9	7,4

E ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## CORÉE DU SUD : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE RÉELLE DU PIB



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

de soutien, à deux reprises depuis le début de l'année 2022 pour un montant total proche de 5% du PIB. Les objectifs en termes de consolidation budgétaire ont donc été revus à la baisse : le déficit est à présent attendu à 3,3% du PIB en 2022 (après 4,4% en 2021) contre 2,5% précédemment. Le ralentissement de la croissance et la persistance de pressions inflationnistes nous poussent à penser que de nouvelles mesures de soutien seront annoncées au troisième trimestre 2022. Nous attendons un déficit en légère baisse, mais supérieur à 4% du PIB en 2022.



## POURSUITE DU « KOREAN NEW DEAL »

Pour le moment, l'augmentation du prix du néon n'a pas vraiment eu d'effet direct sur la production de semi-conducteurs (ce gaz rare, produit à plus de 70% en Ukraine, intervient dans la fabrication des semi-conducteurs, dont le prix a triplé en glissement annuel au T1 2022). Les entreprises coréennes ont utilisé les stocks dont elles disposaient, et ont profité de la stratégie de diversification des importations et d'augmentation de la production locale mise en œuvre depuis plusieurs années.

Cela dit, à très court terme, la Russie et l'Ukraine resteront les principaux producteurs des matières premières nécessaires à la production de semi-conducteurs. Les perturbations dans les chaînes de valeur électroniques et technologiques pèsent donc sur les perspectives de croissance coréenne.

À moyen terme, la croissance coréenne devrait rester tirée par l'augmentation de l'investissement et des capacités de production dans le secteur des semi-conducteurs. Le « *Korean New Deal* », ensemble de mesures adoptées en juillet 2020 destinées notamment à améliorer la transition énergétique du pays et surtout sa « digitalisation », avait déjà permis d'augmenter les incitations à investir dans ce secteur.

Le nouveau président Yoon Seok-youl (du parti conservateur « Parti du pouvoir du peuple », élu début mars dernier) prévoit de poursuivre cette stratégie de développement. Parmi les 110 propositions de sa feuille de route, dévoilées début mai au moment de son entrée en fonction, figurent la poursuite de la stratégie d'investissement et de renforcement des capacités d'innovation comprises dans le *Korean New Deal*. L'accent sera mis au cours de son mandat sur les partenariats public-privé, la création d'emplois très qualifiés et l'augmentation de la production nationale de produits manufacturés à très haute valeur ajoutée. Le gouvernement a également annoncé son intention de financer des programmes de recherche et développement destinés à augmenter la production nationale de krypton et de xénon.

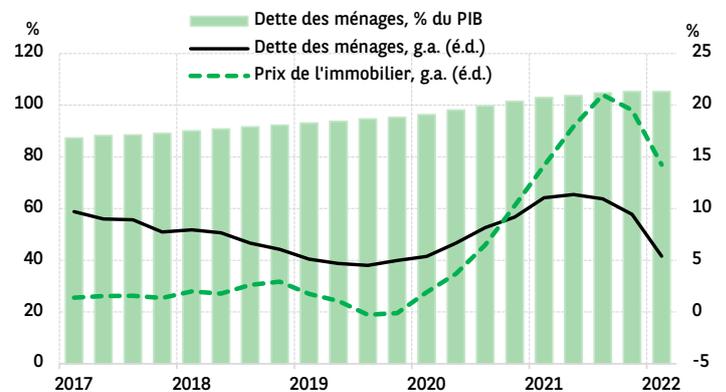
## LA DETTE DES MÉNAGES SE STABILISE À UN NIVEAU ÉLEVÉ

Face aux pressions inflationnistes, la banque centrale a commencé son cycle de resserrement au mois d'août 2021. Le principal taux directeur a été relevé à cinq reprises depuis, à 1,75% (pour un total de 125 points de base). Les pressions inflationnistes devraient persister à court terme mais être transitoires ; on attend une inflation moyenne de 4,6% en 2022. D'autres hausses de taux sont attendues cette année.

Parallèlement, la conjonction d'une offre très limitée de logements et de taux d'intérêt historiquement bas a poussé les prix de l'immobilier à la hausse. Au niveau national, l'indice des prix de l'immobilier a progressé de plus de 19% en 2021, et de plus de 30% depuis le début de l'année 2020. Parallèlement, la dette des ménages a augmenté rapidement, atteignant 105% du PIB au premier trimestre 2022, contre 95% au dernier trimestre 2019.

Cela dit, le taux de croissance de la dette des ménages semble s'être stabilisé au cours des deux derniers trimestres. Les mesures prises par le gouvernement pour stabiliser le marché du logement (notamment en augmentant l'offre de logements disponibles) semblent avoir porté leurs fruits. La croissance du crédit aux ménages a fortement ralenti au premier trimestre 2022 (à 5% en g.a., après avoir progressé de près de 10% en moyenne entre le T4 2020 et le T4 2021). Le nouveau gouvernement s'est fixé pour objectif de maintenir la croissance de la dette des ménages à moins de 5% pour 2022 et de réduire l'écart entre le taux de croissance de la dette des ménages et celui du PIB nominal.

### CORÉE DU SUD : DETTE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Les risques associés à la stabilité financière des ménages restent contenus. D'après une étude de la banque centrale, le niveau de la dette des ménages n'est pas suffisamment élevé pour restreindre la consommation. La structure de la dette est également favorable : les emprunteurs sont dans une très grande majorité des « emprunteurs à haut revenu » pour lesquels le rapport prêt/valeur (ratio LTV) est bas.

Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2022

Hélène DROUOT

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

## TAIWAN

9

## SOLIDE

L'économie taiwanaise a très bien résisté aux multiples chocs extérieurs des deux dernières années. Le secteur exportateur a largement tiré parti de la forte hausse de la demande mondiale de biens de haute technologie. En outre, la demande domestique a bénéficié du soutien budgétaire et de la politique monétaire accommodante. En 2022, de nombreux freins devraient contraindre la croissance économique (vague d'Omicron du printemps, ruptures d'approvisionnement liées à la conjoncture chaotique en Chine, accélération de l'inflation et durcissement de la politique monétaire, environnement international moins favorable). Le ralentissement de la croissance n'entraînerait qu'une dégradation limitée de la qualité des prêts bancaires. Néanmoins, le secteur immobilier, après une forte hausse des prix depuis 2019, pourrait connaître une correction.

L'économie taiwanaise a une nouvelle fois démontré sa capacité à résister aux chocs au cours des deux dernières années. En dépit de la pandémie de Covid-19, sa croissance a atteint 3,4% en 2020 puis rebondi à 6,6% en 2021. Les comptes externes, déjà très solides la veille de la crise sanitaire, se sont renforcés, et les finances publiques se sont à peine dégradées.

En outre, les perspectives de croissance à moyen terme se sont améliorées par rapport à la fin des années 2010, grâce aux mesures du gouvernement visant à élever la compétitivité de l'économie, à l'augmentation du taux d'investissement, et à un solide potentiel d'expansion des exportations. Toutefois, en 2022, l'activité économique devrait pâtir des conséquences des nouvelles vagues de Covid-19 qui viennent de toucher l'île et les pays voisins, ainsi que de la dégradation de l'environnement international.

## SOLIDE REBOND EN 2021

En 2021, la croissance économique taiwanaise a été tirée par la forte hausse de la production industrielle et des exportations, par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, et par l'expansion continue de l'investissement privé. Cette dernière a été généralisée, les nouveaux investissements profitant, en particulier, aux machines et équipements industriels, au développement du réseau 5G, et aux secteurs des transports et de l'énergie verte. L'investissement total a progressé de 15,4% en termes réels en 2021 et se situait, au T4 2021, 19% au-dessus de son niveau d'avant-crise du T4 2019.

Le secteur exportateur a largement bénéficié de la forte hausse de la demande mondiale de biens de haute technologie depuis deux ans. En particulier, les entreprises de semi-conducteurs (notamment Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., le plus gros fabricant de puces électroniques au monde) ont pu augmenter leur production et leurs ventes dans un contexte de pénurie mondiale. En 2021, le commerce extérieur net a contribué pour environ un tiers à la croissance du PIB réel (graphique 1). Les recettes d'exportations totales en dollars ont rebondi de près de 30%, permettant à Taiwan de continuer de dégager d'importants excédents commerciaux (11,4% du PIB en 2021) et courants (14,8% du PIB).

Le redressement de la demande des ménages a été beaucoup plus poussif, en dépit des mesures de soutien du gouvernement. La consommation privée a chuté de 2,5% en 2020 et n'a pas progressé en 2021 (-0,3%). Elle est restée contrainte par les différentes vagues de Covid-19 et le maintien d'importantes restrictions à la mobilité (les confinements les plus stricts ont eu lieu à l'été 2021), qui ont durablement affaibli la confiance des ménages. L'absence de touristes a également pesé sur l'activité des secteurs de services depuis deux ans.

## PRÉVISIONS

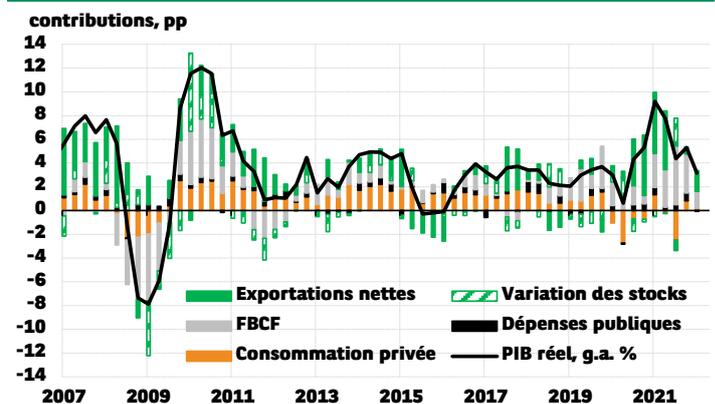
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	3,1	3,4	6,6	3,5	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,6	-0,2	1,8	3,2	2,0
Solde des adm. publiques, % du PIB	0,1	-1,0	-0,2	-1,0	-1,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	32,7	32,3	30,2	29,3	28,9
Solde courant, % du PIB	10,6	14,2	14,8	12,0	13,0
Dette externe, % du PIB	30,2	28,4	27,6	26,6	26,4
Réserves de change, mds USD	478	530	548	550	570
Réserves de change, en mois d'imports	17,4	20,8	16,2	13,9	13,5

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

E : ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

## TAIWAN : UNE CROISSANCE TIRÉE PAR LES EXPORTATIONS ET L'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DGBAS, CEIC

## MULTIPLES FREINS EN 2022

La courbe épidémique s'est de nouveau dégradée au printemps 2022. Le nombre de nouveaux cas de Covid-19 est monté en flèche en avril et mai, atteignant un pic de plus de 80 000 cas par jour la dernière semaine de mai (pour une population totale de 24 millions d'habitants). Cette vague, liée au variant Omicron, a en partie résulté de l'abandon graduel de la stratégie zéro Covid par les autorités, qui ont pu s'appuyer



sur l'amélioration de la couverture vaccinale de la population (passée de 68% fin 2021 à 82% début juillet, 73% ayant également reçu la dose de rappel). En dépit du changement de stratégie, les indicateurs de mobilité ont chuté en avril-mai, ce qui a pesé sur l'activité, les ventes au détail en particulier. Ils remontent progressivement depuis début juin, et la consommation privée devrait se renforcer pendant l'été.

Cependant, d'autres freins pèsent sur la croissance économique, qui est attendue à 3,5% sur l'ensemble de 2022. La croissance du PIB réel a déjà marqué le pas au T1 2022 (+1,1% t/t contre 2,4% t/t au T4 2021), et pourrait être négative (en glissement trimestriel) au T2. Elle ne se redresserait que modérément au second semestre de l'année, dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale, de montée des pressions inflationnistes et de resserrement monétaire. La politique budgétaire devrait en revanche rester un soutien à l'activité.

L'industrie et les exportations taiwanaises ont été directement affectées par les conséquences des récents confinements à Shanghai et dans d'autres régions industrielles chinoises. Les perturbations dans le transport de marchandises, les ruptures d'approvisionnement dans les chaînes de valeur et la contraction de la demande chinoise ont conduit au ralentissement de la production manufacturière (+5,1% en g.a. en mai 2022, contre 9,2% en décembre 2021) et des exportations (+12,5% en g.a. en mai contre 23,3% en décembre). La Chine absorbe environ 30% des exportations de Taiwan (et Hong Kong 14%), et représente 22% de ses importations.

Les problèmes d'approvisionnement dans l'industrie ont commencé à s'atténuer avec la levée (partielle) des restrictions à la mobilité en Chine, mais le secteur exportateur taiwanais restera pénalisé à court terme par l'affaiblissement de la demande mondiale. L'indice PMI du secteur manufacturier est d'ailleurs passé sous la barre des 50 au mois de juin 2022 (à 49,8), pour la première fois depuis juin 2020. Il est notamment affecté par la baisse de la sous-composante « nouvelles commandes à l'exportation » (à 47,9).

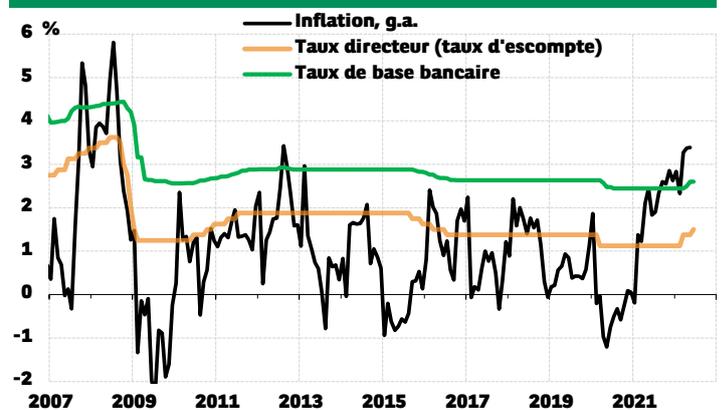
De fait, étant donné son degré élevé d'ouverture commerciale et sa dépendance aux exportations, l'économie taiwanaise se trouve exposée aux répercussions indirectes de la guerre en Ukraine via ses effets sur le commerce mondial, les chaînes de valeur ainsi que sur les prix des matières premières. Les conséquences directes du conflit sont quant à elles infimes, les échanges commerciaux de l'île avec la Russie et l'Ukraine étant extrêmement réduits.

Enfin, Taiwan a fait face à d'importantes sorties de capitaux depuis le début de l'année : en plus du mouvement de retrait des investissements de portefeuille qu'ont subi une majorité de marchés émergents, Taiwan a souffert d'un regain d'inquiétudes au sujet des tensions qui règnent dans le détroit de Formose. Les conséquences sur les variables financières ont été significatives (le dollar taiwanais a ainsi perdu plus de 7% de sa valeur face au dollar américain au cours du S1 2022, et l'indice principal de la Bourse de Taipei a chuté de près de 20%), mais la position de liquidité extérieure de Taiwan est restée intacte, et extrêmement solide.

## RESSERREMENT MONÉTAIRE EN COURS

L'inflation des prix à la consommation (IPC) accélère depuis plusieurs mois (+3,4% en g.a. en mai 2022 contre 2,6% en décembre 2021), principalement tirée par la hausse des prix des denrées alimentaires – qui constituent 24,8% du panier de consommation des ménages et ont augmenté de 7,4% en g.a. en mai (contre 4,2% en décembre). L'inflation sous-jacente n'accélère guère (+1,7% en g.a. en mai contre 1,6% en

### TAIWAN : RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DGBAS, CBRC, CEIC

décembre) et l'inflation IPC n'est pas excessive. Elle est toutefois à son niveau le plus élevé depuis 2008, et les anticipations d'inflation continuent de se détériorer.

En conséquence, à l'instar de nombreuses autres banques centrales, les autorités monétaires taiwanaises ont entamé un cycle de resserrement. Le principal taux directeur, qui avait été maintenu à un niveau bas historique de 1,25% depuis le choc de la Covid-19 début 2020, a été relevé à 1,375% en mars et à 1,5% en juin. D'autres hausses sont attendues aux comités de politique monétaire des deux prochains trimestres.

La hausse du taux directeur s'est répercutée sur les taux débiteurs (graphique 2), et la croissance du crédit bancaire devrait ralentir à court terme. Le crédit bancaire au secteur privé s'est progressivement renforcé depuis 2016, y compris au cours des deux dernières années (sa hausse réelle a atteint 5,9% en g.a. en avril-mai 2022, contre 3,9% en 2019). Il représentait près de 160% du PIB en 2021, soit un niveau relativement élevé, également réparti entre les secteurs des entreprises et des ménages. Le durcissement des conditions de crédit et le ralentissement de l'activité pourraient conduire à une dégradation de la qualité du portefeuille de prêts du secteur bancaire. En particulier, l'importante exposition des banques au secteur immobilier (environ 40% du total des prêts) est une source de vulnérabilité, d'autant que les prix, qui ont fortement progressé entre le T4 2019 et le T1 2022 (+27%), pourraient connaître une correction. Néanmoins, les risques de crédit devraient rester largement sous contrôle. D'abord, le secteur bancaire dans son ensemble est solide, bien capitalisé et liquide. Ensuite, la qualité moyenne des prêts bancaires est très bonne, résultat de politiques prudentes de gestion du risque (le ratio moyen de créances douteuses est très bas, inférieur à 0,2% depuis août 2021). Enfin, les autorités ont introduit des mesures macro-prudentielles depuis la fin 2020, qui ont notamment permis de limiter les transactions spéculatives sur le marché immobilier et de contenir la charge du service de la dette hypothécaire des ménages.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2022

**Christine PELTIER**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

## TURQUIE

11

## EXERCICE D'ÉQUILIBRISTE

La situation économique de la Turquie offre des contrastes saisissants avec une croissance soutenue jusqu'au T1 2022, une inflation galopante, des entreprises beaucoup plus confiantes que les ménages, un excédent budgétaire primaire. À cela s'ajoutent une aggravation du déficit courant, en raison du gonflement de la facture énergétique, et des conditions d'emprunt domestique pour l'État à un taux réel négatif inédit malgré des sorties massives d'investissements de portefeuille. La combinaison d'une politique monétaire délibérément accommodante et d'un taux de change compétitif est maintenue pour stimuler l'investissement, les exportations et la substitution aux importations. Le gouvernement va maintenant utiliser le levier budgétaire pour atténuer le coût économique de l'inflation et multiplie les mesures ad hoc pour stabiliser, en vain jusqu'à présent, les réserves de change.

L'économie turque fait preuve jusqu'à présent d'une résistance remarquable au regard des chocs extérieurs multiples qu'elle subit (hausse des prix des matières premières, ralentissement dans la zone euro, durcissement monétaire aux États-Unis, guerre en Ukraine). Par ailleurs, les entreprises et les ménages sont confrontés à des tensions inflationnistes et financières. Les premières s'adaptent plutôt bien à ce contexte difficile ; les seconds en souffrent de plus en plus. Les autorités monétaires se refusent à relever le taux directeur malgré l'accélération de l'inflation et multiplient les mesures ad hoc pour stabiliser la liquidité extérieure qui continue de s'éroder. Parallèlement, le gouvernement va utiliser l'arme budgétaire pour compenser les pertes de pouvoir d'achat de la population avant les élections présidentielles et législatives prévues au plus tard en juin 2023.

## UNE SITUATION ÉCONOMIQUE TRÈS CONTRASTÉE

Sur la période T4 2021-T1 2022, qui couvre le choc financier de l'automne 2021 et les chocs externes de l'hiver 2022, la croissance économique a bien résisté. Le PIB réel a progressé de 3,2% par rapport aux six mois précédents. Au T1 2022, la progression du PIB (+1,2% t/t) est même apparue plus vertueuse car soutenue par l'investissement et une contribution positive des échanges extérieurs nets. Au contraire, la consommation des ménages s'est contractée et les dépenses courantes des administrations publiques ont été stables. Cette décomposition récente de la croissance en termes de demande illustre le contraste qui s'accroît entre la situation économique perçue et vécue par les entreprises par rapport aux ménages.

Du côté des entreprises, les enquêtes d'opinion de la banque centrale (CBRT) se sont effritées depuis le mois de février mais le niveau de confiance est resté élevé jusqu'en juin. En particulier, le solde d'opinion sur les carnets de commandes à l'exportation s'est maintenu à un niveau très sensiblement supérieur à la moyenne historique (années 2020-2021 exclues). Jusqu'au début de cette année, les entreprises indiquaient un renforcement de leur position compétitive sur les marchés extérieurs, notamment européens. Plus frappant encore, les soldes d'opinion sur les intentions d'investissement et de recrutements n'ont cessé de s'améliorer jusqu'en juin. S'agissant de l'investissement, le solde atteint même un plus haut historique. Parallèlement, le crédit commercial a très fortement accéléré depuis le T3 2021, reflet de l'augmentation probable des besoins en fonds de roulement des entreprises liée à la hausse des prix des matières premières, du financement des stocks mais aussi du dynamisme de l'investissement.

À l'inverse, la confiance des ménages n'a cessé de se dégrader depuis octobre 2021, touchant en avril et mai un plus bas historique. Pourtant, la situation du marché du travail s'est améliorée. L'emploi est 7% plus

## PRÉVISIONS

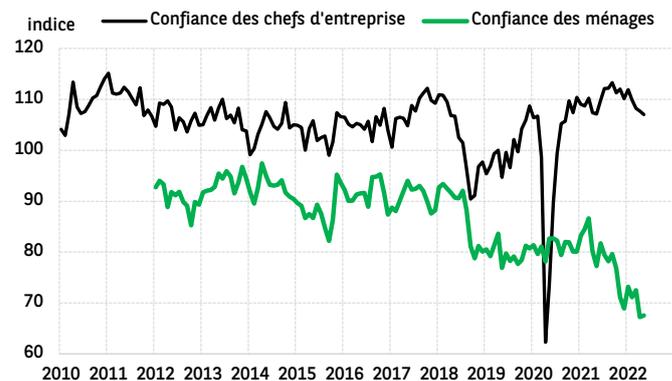
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0,9	1,8	11,0	3,5	3,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	15,2	12,1	19,6	71,0	40,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,9	-3,5	-2,7	-3,9	-3,6
Dettes du gouvernement % du PIB	30,8	35,9	38,1	40,0	39,5
Solde courant, % du PIB	0,7	-5,0	-1,7	-5,5	-3,0
Dettes externes, % du PIB	54,6	60,1	54,0	59,0	51,0
Réserves de change, mds USD	77,1	49,0	72,5	55,0	65,0
Réserves de change, en mois d'imports	4,1	2,6	3,0	2,2	2,4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## TURQUIE : INDICATEURS DE CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE ET DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, TURKSTAT

élevé que son niveau de la fin 2019 et le taux de chômage est retombé à 11,3% en avril contre 13,4% fin 2019 (sans baisse de population active). La raison principale tient aux pertes de pouvoir d'achat consécutives à l'accélération de l'inflation (+5,1% par mois en moyenne entre février et juin 2022 après 12% en moyenne en décembre-janvier, portant le glissement sur un an des prix à la consommation à 78,6% en juin). En moyenne sur la période T4 2021-T1 2022, les salaires réels accusent une baisse de 6% par rapport à leur niveau moyen de T2 2021-T3 2021 malgré la revalorisation de 50% du salaire minimum au



1er janvier. La progression du crédit aux ménages (+36% en glissement annuel fin juin) est presque de moitié inférieure à celle du crédit commercial (+70%). Toutefois, les encours de cartes de crédit et les crédits à tempérament, qui sont généralement utilisés pour faire face à des dépenses imprévues, voire boucler les fins de mois difficiles, ont fortement réaccélééré depuis avril. En résumé, l'inflation exacerbe la contrainte budgétaire des ménages.

## RECOURS AU LEVIER BUDGÉTAIRE

Le fardeau inflationniste subi par la population a conduit le gouvernement à faire adopter un budget supplémentaire de TRL 880 mds de dépenses additionnelles, soit USD 50 mds (environ 6,5% du PIB de 2021). L'essentiel des dépenses supplémentaires concerne les dépenses de personnels, les transferts sociaux et les subventions pour les importateurs de charbon et de gaz afin de limiter la hausse des prix de l'énergie. Le budget révisé prévoit malgré tout un déficit inchangé d'environ TRL 280 mds, soit seulement 2,5% du PIB projeté pour 2022 grâce à une révision en hausse des recettes fiscales. De fait, sur les cinq premiers mois de l'année, ces dernières ont augmenté de 25% en termes réels. En moyenne depuis le début de l'année, le déficit budgétaire s'est ainsi réduit à 2% du PIB avec un excédent primaire de 0,6% du PIB. Cependant, le déficit ne tient pas compte du coût potentiel du mécanisme d'indexation des dépôts sur l'évolution de la livre contre USD mis en place en novembre 2021<sup>1</sup>. Au taux de change actuel, ce coût est de l'ordre de 0,5% du PIB<sup>2</sup> et pourrait aller jusqu'à 1% si la dépréciation de la livre atteignait 30% sur l'année.

La charge d'intérêts est stable à 2,6% du PIB ; elle n'a augmenté que de 0,3 pp de PIB depuis la fin 2019 alors que le ratio de dette est passé de 30% à 38% du PIB. Elle pourrait même diminuer car les rendements sur les obligations d'État à 10 ans, qui s'étaient tendus de 17% à 25% entre la fin septembre 2021 et la fin mars 2022, sont, depuis, repassés en dessous de 20%. En termes réels (sur la base de l'inflation sous-jacente), le coût d'emprunt en monnaie locale pour l'État est spectaculairement négatif (-30%) alors qu'il était encore légèrement positif en 2020-2021. Si le taux de change devait se réapprécier, le ratio d'endettement s'en trouverait mécaniquement et fortement réduit car la part de la dette en devises est de 68%. Le succès du soutien budgétaire, qui s'insère dans le cadre de la stratégie macroéconomique du gouvernement (taux d'intérêt réels négatifs, taux de change réel compétitif), dépend donc étroitement de l'évolution des comptes extérieurs.

## EROSION PERSISTANTE DE LA LIQUIDITÉ EXTÉRIEURE

Sans surprise, le déficit courant et le déficit de la balance commerciale se creusent depuis le début de l'année ; en cumul sur 12 mois, le premier atteint USD 26 mds en avril et le second USD 71 mds en mai. Cette dégradation est uniquement imputable au gonflement de la facture énergétique et aux achats nets d'or. Hors pétrole et or, l'excédent courant s'est au contraire élargi, atteignant près de USD 40 mds en avril, reflet de l'amélioration de la compétitivité des entreprises à la fois sur les marchés extérieurs et sur leur marché domestique. Pour

autant, les réserves internationales de la CBRT ont continué de fondre, jusqu'à atteindre USD 101,9 mds fin juin 2022 contre USD 128,5 mds fin novembre<sup>3</sup>, les sorties nettes d'investissements de portefeuille<sup>4</sup> s'ajoutant au déficit courant. Pour l'instant, les entreprises et les banques ne rencontrent pas de difficultés de refinancement extérieur (le taux de renouvellement des prêts à moyen et long terme des entreprises non financières reste très largement supérieur à 100% et celui des banques se maintient entre 90% et 95%).

Pour tenter d'enrayer l'hémorragie des réserves de change, les autorités monétaires et de régulation bancaire ont introduit de nouvelles mesures depuis le début de l'année qui renforcent ou complètent celles prises fin 2021<sup>5</sup>. Celles ayant pour objectif de soutenir rapidement la liquidité en dollar sont délibérément coercitives<sup>6</sup>. Les autres, de nature macro prudentielle<sup>7</sup>, s'inscrivent dans une stratégie visant à améliorer structurellement le solde extérieur.

Depuis début juin, la livre s'est stabilisée autour de USD/TRL17. Toutefois, cette accalmie reste précaire car la restauration de la stabilité financière via le rééquilibrage des comptes extérieurs est pour l'instant contrecarrée par i/ la hausse des prix des matières premières qui alimente la spirale inflationniste, ii/ le resserrement accéléré de la politique monétaire américaine qui génère une défiance générale des investisseurs vis-à-vis des pays émergents, et iii/ la défiance spécifique vis-à-vis de la politique économique singulière menée en Turquie.

*Achévé de rédiger le 27 juin 2022.*

**François FAURE**

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Cf. Editio de l'EcoEmerging de janvier 2022. Environ 14% des dépôts, soit l'équivalent de près de USD 50 mds, sont couverts par ce mécanisme.

<sup>2</sup> En pratique, le mécanisme prévoit de compenser les déposants dès que le taux de dépréciation dépasse le taux d'intérêt directeur (14%), ce qui est le cas puisque la livre s'est dépréciée de 17% vis-à-vis du dollar US depuis la fin 2021.

<sup>3</sup> Au 26 juin 2022, les réserves internationales étaient de USD 101 mds dont 41,6 mds d'or et 60,3 mds de devises qui incluent environ l'équivalent de USD 53 mds de lignes de swap avec le Qatar et la Chine.

<sup>4</sup> USD 11 mds entre octobre et avril d'après les données (exhaustives) de la balance des paiements et au moins 3 mds supplémentaires en mai-juin d'après les données de la CBRT des transactions des non-résidents sur la dette domestique en monnaie locale et le marché action.

<sup>5</sup> Cf. Editio de l'EcoEmerging de janvier 2022.

<sup>6</sup> Augmentation du taux de rapatriement des recettes d'exportations de 25% à 40%, interdiction d'accès à de nouveaux crédits bancaires pour les entreprises ayant une trésorerie en devises dépassant l'équivalent de USD 300 k ou représentant plus de 10% des actifs ou du chiffre d'affaires annuel.

<sup>7</sup> Augmentation des pondérations sur les prêts commerciaux dans le calcul des actifs moyens pondérés, augmentation sélective du taux de réserve obligatoire sur les crédits bancaires aux entreprises, octroi de crédit par la banque centrale pour les projets d'investissement à long terme structurant ou favorisant la substitution aux importations.



## HONGRIE

13

## VERS UN DURCISSEMENT BUDGÉTAIRE

La croissance économique est restée très dynamique jusqu'au premier trimestre 2022. La bonne tenue des salaires notamment, ainsi que d'importantes mesures gouvernementales en faveur du pouvoir d'achat sur cette période ont soutenu la consommation des ménages. L'inflation a enregistré une forte remontée mais elle est restée plus faible en comparaison des autres pays d'Europe centrale, grâce à un gel des prix sur certains biens alimentaires et énergétiques. La croissance devrait ralentir sensiblement en 2023. En cause : la dégradation de l'environnement international, le resserrement monétaire et un durcissement budgétaire à partir du S2 2022. Le blocage temporaire des fonds européens dans le cadre du Plan de relance constitue un sérieux défi dans un contexte où les déficits budgétaire et courant ont augmenté et la liquidité extérieure s'est érodée.

## BONNE TENUE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

Les conséquences macroéconomiques de la guerre en Ukraine ne sont pas encore visibles dans les chiffres de la croissance au T1 2022. L'activité économique a continué de progresser de 2,1% t/t après 2,2% et 1,1% respectivement les trimestres précédents. Elle a surtout été portée par une forte demande intérieure, actuellement à 7% au-dessus de son niveau pré-Covid. La bonne performance de la consommation (les ventes au détail sont supérieures de 9,2% par rapport à janvier 2020) s'explique par de nouvelles mesures de soutien mises en place par le gouvernement, en amont des élections législatives d'avril dernier. Elles ont pris la forme de primes, de baisses d'impôts sur le revenu, ou encore du versement d'un mois de pension supplémentaire. D'autres mesures gouvernementales visant à préserver le pouvoir d'achat des ménages incluent entre autres un gel des prix de l'énergie et de certains biens alimentaires, et celui des taux hypothécaires. De même, le moratoire sur le remboursement de crédits a été étendu jusqu'en décembre 2022. Par ailleurs, la progression du salaire moyen au cours de ces derniers mois a été plus rapide que l'inflation. Cela a soutenu le pouvoir d'achat du revenu des ménages face à la montée de l'inflation (10,8% en g.a en mai). Contre toute attente, l'investissement est aussi resté bien orienté au premier trimestre avec une progression de 4,4% au T1 2022 après respectivement 0,2% t/t et 2,1% t/t au T4 2021 et au T3 2021. Les exportations nettes ont, a contrario, pesé sur l'activité.

Pour les prochains trimestres, les indicateurs conjoncturels suggèrent un ralentissement de l'activité. Les ventes au détail hors véhicules semblent avoir atteint un pic en mars. La production industrielle s'est aussi affaiblie depuis mars, sans doute en raison des difficultés d'approvisionnement et de la hausse des coûts des biens intermédiaires et des matières premières. En mai, la baisse des nouvelles commandes et l'allongement des délais de livraison, reflétés par les indices sous-jacents du PMI manufacturier, suggèrent que le fléchissement de l'activité industrielle pourrait se poursuivre à court terme. L'investissement pourrait en pâtir au cours des prochains trimestres. Les incertitudes liées à la guerre en Ukraine affectent le moral des entrepreneurs et devraient conduire à un report des projets. De même, l'introduction récente d'une taxe sur les profits exceptionnels des entreprises dans certains secteurs pourrait impacter négativement les décisions d'investissement.

Du côté de la demande externe, les exportations ont progressé plus lentement ces derniers mois alors que les importations sont restées élevées. L'exposition directe de la Hongrie vis-à-vis de la Russie en termes d'exportations est très faible, à 2,1% du PIB mais l'effet indirect à travers la relation commerciale avec l'UE est très important. En contraste, la Hongrie est fortement dépendante de la Russie pour son approvisionnement en énergie (50 % des importations énergétiques). A

## PRÉVISIONS

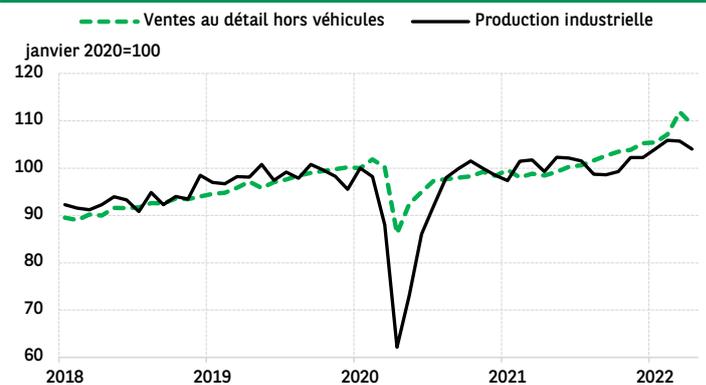
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4,6	-4,7	7,1	6,0	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,3	3,3	5,2	11,0	10,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,1	-8,0	-6,7	-5,4	-3,7
Dette du gouvernement % du PIB	63,9	77,6	74,4	72,2	69,9
Solde courant, % du PIB	-0,7	-1,0	-2,9	-3,9	-3,0
Dette externe, % du PIB	84,4	89,0	82,3	75,8	68,0
Réserves de change, mds EUR	28,4	33,7	38,4	37,1	35,8
Réserves de change, en mois d'imports	3,0	3,8	3,7	3,2	3,0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## HONGRIE : PRODUCTION INDUSTRIELLE ET VENTES AU DÉTAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CSO, BNP PARIBAS

l'heure actuelle, l'embargo de l'UE sur les importations de pétrole russe ne s'applique pas à la Hongrie, ni à la Slovaquie et ni à la République tchèque.

Le tassement attendu de l'activité au cours des prochains mois n'aura qu'un impact limité sur la croissance en 2022 en raison de l'importance des effets d'acquis au premier trimestre, qui s'élèvent à 5%. La croissance sera donc encore très forte à 6% cette année. En revanche, elle devrait sensiblement ralentir à 2,9% en 2023 en raison du maintien de l'inflation à des niveaux élevés et du ralentissement de l'activité dans les pays avancés.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## RESSERREMENT MONÉTAIRE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

Les pays d'Europe centrale (PEC) subissent une forte remontée des prix à la consommation depuis fin 2021, accentuée par la guerre en Ukraine. Le taux d'inflation est plus élevé que la moyenne de l'Union européenne et d'autres pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. En Hongrie, il est au plus haut depuis 2001 (+10,7% en g.a. en mai) et dépasse largement l'objectif de 3% de la banque centrale. Toutefois, l'inflation est relativement moins élevée que chez les autres PEC grâce à un gel temporaire sur les prix des produits alimentaires de base et de l'énergie, d'abord jusqu'en juin puis étendu jusqu'au 1er octobre.

Les postes « alimentation » et « transport » ont principalement contribué à cette poussée inflationniste, respectivement à hauteur de 4,3 points et 1,9 point en mai. Mais l'inflation sous-jacente (+9,1% en g.a. en mai) a également sensiblement accéléré, reflet de l'ensemble des coûts de production, y compris les salaires. En 2022, l'inflation pourrait atteindre 11% en moyenne et se maintiendrait à des niveaux élevés en 2023 en raison des pressions salariales élevées.

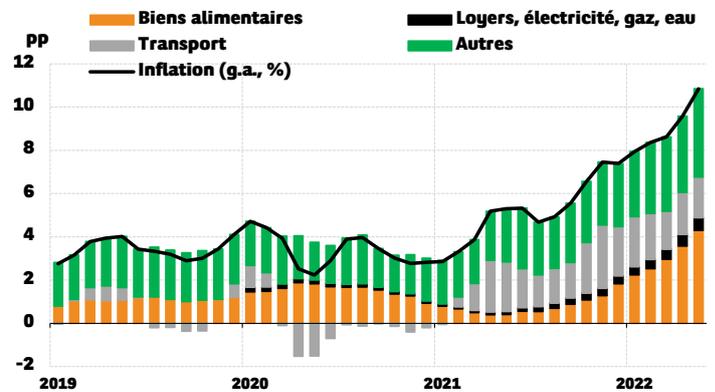
Le resserrement monétaire qui avait débuté en juin 2021 a d'abord été graduel. Il s'est accentué depuis le début de cette année, portant le taux directeur à 7,75% fin juin, soit un cumul de 715 points de base (pb) depuis le début de ce cycle. Ce durcissement est d'autant plus justifié que le forint (HUF) s'est déprécié de 8,6% vis-à-vis de l'euro depuis fin 2021 et que les réserves de change ont sensiblement baissé. Le ratio de couverture des importations est faible, à 3,7 mois fin 2021, même si le régime de taux de change flexible et l'appartenance à l'UE limitent les risques de liquidité. Le resserrement monétaire va sans doute se poursuivre au cours des prochains mois. Pour autant, la politique monétaire n'est pas vraiment restrictive, car le taux d'intérêt réel calculé par rapport au taux directeur ou au taux obligataire à 5 ou à 10 ans reste encore négatif.

## BLOCAGE TEMPORAIRE DE L'ACCÈS AUX FONDS EUROPÉENS

La Hongrie est temporairement privée des fonds européens dans le cadre du Plan pour la reprise et la résilience, dont le montant des subventions s'élève à EUR 7,2 milliards sur la période de 2021-2023. La décision de l'UE de bloquer les fonds prive le pays d'une source de financement importante pour l'équilibre budgétaire et celui du compte courant.

Le déficit budgétaire dépassera sans doute l'objectif officiel de 4,9% cette année. Sur les cinq premiers mois de l'année, le déficit a déjà atteint HUF 2879 mds, soit 4,6% du PIB. Par ailleurs, le coût de financement s'est nettement renchéri en raison du resserrement monétaire et d'une sur-réaction des marchés face à la situation géopolitique. Le taux des obligations à 5 ans s'élève désormais à 5,62% en moyenne en juin, soit une hausse de 212 pb par rapport à janvier 2022. Dans ce contexte, les récentes mesures annoncées par le gouvernement devraient contenir la dégradation des comptes publics. Il prévoit notamment une baisse des dépenses (incluant des investissements publics) au deuxième semestre 2022. Une taxe sur profits exceptionnels sur les entreprises serait par ailleurs, appliquée temporairement pour venir en appui aux recettes de l'État. La dette publique rapportée au PIB devrait se réduire grâce à la croissance nominale élevée, mais le ratio resterait supérieur à 70% en 2022.

### HONGRIE : CONTRIBUTION DES PRINCIPAUX POSTES À L'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Le compte courant était structurellement excédentaire jusqu'en 2019. Il est devenu déficitaire en 2020-2021. En 2021, son creusement est principalement attribué à la détérioration très prononcée du solde commercial. La balance des revenus, structurellement déficitaire, s'est également dégradée l'an dernier. Par ailleurs, la balance des services, en excédent, n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise Covid. La chute des revenus en provenance du tourisme explique en partie cette situation. Le poste « voyages » dans la balance des services était de HUF 803 mds fin 2021 contre 1 324 mds fin 2019, soit seulement 61% du niveau d'avant la crise du Covid-19.

Cette année, le déficit courant va se creuser en raison de l'alourdissement de la facture énergétique et de l'affaiblissement des exportations. Le solde commercial s'est d'ores et déjà dégradé pour atteindre un déficit de EUR 1 544 millions en cumul sur les 4 premiers mois de l'année, contre un excédent commercial de EUR 2 920 millions sur la même période en 2021. L'an prochain, nous anticipons un maintien du déficit courant en raison d'un ralentissement plus marqué de l'activité économique au sein des principaux partenaires commerciaux de la Hongrie et des prix de l'énergie qui se maintiendront à des niveaux élevés.

*Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2022*

**Cynthia KALASOPATAN ANTOINE**

[cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)

# RÉPUBLIQUE TCHÈQUE

15

## CONSOMMATION EN BERNE

Ces deux derniers trimestres ont été marqués par une progression plus lente de l'activité économique, principalement due à l'affaiblissement de la consommation des ménages. Par ailleurs, le pays reste très exposé aux difficultés d'approvisionnement, notamment dans le secteur automobile, ce qui pénalise à la fois l'activité industrielle et les exportations. Le ralentissement de l'économie mondiale en 2022 va aussi affecter la croissance, le pays étant fortement exposé aux échanges commerciaux. L'inflation n'a probablement pas encore atteint son point haut. Le cycle de resserrement monétaire devrait donc se poursuivre à court terme.

## LA CONSOMMATION PÈSE SUR LA CROISSANCE

Au T1 2022, la croissance du PIB s'est établie à 0,9 % t/t contre 0,8% t/t au T4 2021 et 1,7 % t/t au T3 2021. La consommation des ménages s'est contractée au cours des deux derniers trimestres. La forte remontée du taux d'inflation s'est traduite par des pertes de pouvoir d'achat malgré les mesures gouvernementales (gel de prix sur l'énergie, hausse des pensions et prime de 5 000 couronnes tchèques, soit 200 euros, par enfant, sous condition de revenus). Les segments les plus fortement affectés concernent les véhicules, les biens d'équipement et les biens alimentaires. Pour ces secteurs, les indices des ventes au détail restent en dessous de leur niveau d'avant-crise. Seule la demande de matériel informatique et de communication est restée très dynamique depuis le début de l'année (+16,9 % au dessus du niveau pré-Covid en avril).

Au cours des prochains mois, la consommation des ménages va probablement rester morose mais sa trajectoire dépendra de l'ampleur d'une éventuelle désépargne. En 2021, les ménages ont déjà puisé dans l'épargne accumulée pendant la crise du Covid-19 sans pour autant revenir au niveau de 2019. Le taux d'épargne est descendu à 15,2% l'an dernier après avoir fortement augmenté à 21,6 % en 2020. Il était de 13,3% en 2019.

## VERS UN SOUTIEN MOINDRE DE L'INVESTISSEMENT ET DES EXPORTATIONS

Au premier trimestre, la croissance a été soutenue par l'investissement et les exportations nettes, avec une contribution respective de 1,2 point et 0,6 point. Toutefois, ces relais de croissance pourraient s'atténuer à court terme.

Les exportations seront sans doute moins dynamiques au cours des prochains mois. Sur la période récente, les nouvelles commandes à l'exportation ont sensiblement baissé à en juger par l'indice sous-jacent du PMI manufacturier. Le pays, très exposé aux échanges extérieurs, sera en effet pénalisé par le ralentissement de la demande en provenance de l'Union européenne, son principal partenaire commercial (l'Allemagne représente à elle seule 32% des exportations totales). En revanche, l'impact direct du conflit russo-ukrainien sur les exportations à destination de la Russie (2,3% des exportations totales) devrait être très limité.

L'investissement va probablement pâtir des contraintes d'approvisionnement et de la compression des marges due à la hausse des coûts de production. De même, les incertitudes générées par la situation géopolitique vont conduire à des reports de projets d'investissement. Au final, l'activité économique devrait ralentir et la croissance atteindre 2,9% en 2022 et 2,4% en 2023, après 3,3% en 2021.

### PRÉVISIONS

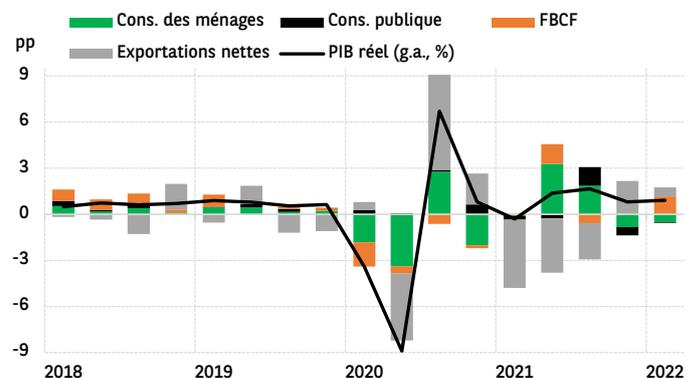
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	3.0	-5.8	3.3	2.9	2.4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.6	3.3	3.3	14.7	8.4
Solde budgétaire, % du PIB	0.3	-5.8	-5.9	-4.4	-3.5
Dettes du gouvernement % du PIB	30.3	38.1	41.9	39.9	39.4
Solde courant, % du PIB	0.3	2.0	-0.9	-1.2	-0.7
Dettes externes, % du PIB	76.5	76.5	75.3	64.6	59.0
Réserves de change, mds EUR	133.4	135.4	153.3	158.9	164.4
Réserves de change, en mois d'imports	10.4	11.7	11.1	9.4	9.4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### RÉPUBLIQUE TCHÈQUE : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

## CHOC D'OFFRE DANS L'INDUSTRIE

L'activité industrielle a retrouvé son niveau d'avant-Covid dès fin 2020 mais elle a peu progressé depuis, notamment en raison des contraintes d'approvisionnement. Plus récemment, celles-ci ont été accentuées par les épisodes de confinement en Chine, qui ont entraîné des fermetures d'usines en début d'année. La guerre en Ukraine a aussi alimenté ces chocs d'offre.



Le secteur automobile, qui pèse lourd dans l'économie (22% de la valeur ajoutée dans l'activité manufacturière et 20% des exportations totales), a été sensiblement touché. Reflet de ces contraintes, la production de voitures en volume a baissé de 14%, en cumul de janvier à avril, par rapport à la même période l'an dernier. De même, les ventes de véhicules à l'étranger peinent à trouver un nouveau souffle depuis 2019. Ce schéma est comparable à celui de la plupart des pays de la région, très exposés aussi au secteur automobile.

## RESSERREMENT MONÉTAIRE

Depuis l'automne 2021, les banques centrales des pays de la région ont entamé un cycle de resserrement monétaire pour juguler l'inflation. En République tchèque, le taux directeur a été relevé de 675 points de base (pb) depuis avril 2021 pour atteindre 7%. La nomination d'un nouveau gouverneur, Aleš Michl, perçu comme étant très réticent à un durcissement de la politique monétaire, ne devrait pas remettre en cause le resserrement, à en juger par l'ampleur de la hausse du taux directeur (+125 pb) lors de la dernière réunion de la banque centrale.

Ces derniers mois, les pressions inflationnistes se sont intensifiées. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a progressé de 15,2% en g.a. en mai. Les postes « alimentation » et « énergie » y ont contribué respectivement à hauteur de 3,7 points et 4,3 points. Les contraintes d'approvisionnement ont aussi attisé la hausse des prix des biens durables. En 2023, les pressions inflationnistes pourraient s'atténuer en raison d'une relative détente des prix des matières premières agricoles et énergétiques, et des contraintes d'approvisionnement. Par ailleurs, la boucle prix-salaires reste contenue pour l'instant compte tenu d'une progression des salaires plus faible que l'inflation. Toutefois, le taux d'inflation dépasserait largement l'objectif de la banque centrale de 1-3%.

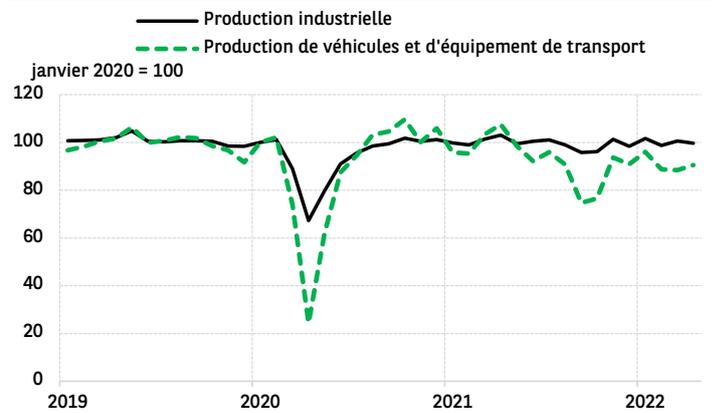
## DÉTÉRIORATION LIMITÉE DES COMPTES PUBLICS ET EXTERNES

Le solde courant est devenu négatif en 2021, à -0,9% du PIB. Il s'explique par une baisse très marquée de l'excédent commercial, à EUR 2,8 mds l'an dernier, en comparaison de 10,6 mds en 2020. Le solde commercial n'a pas permis de compenser le déficit structurel de la balance des revenus. Celle-ci s'est établie à EUR 9,1 mds. Quant à la balance des services, elles est restée proche de sa moyenne des quatre dernières années à EUR 4,3 mds.

Le déficit courant va probablement se maintenir au cours des deux prochaines années en raison d'un alourdissement de la facture énergétique et d'un tassement des exportations. L'énergie en provenance de la Russie représente 42% du total des importations. Cette dépendance est importante notamment en matière d'approvisionnement en gaz (71% des importations). Pour l'instant, la République tchèque, tout comme la Hongrie et la Slovaquie, a obtenu une dérogation à l'embargo de l'Union européenne sur les importations de pétrole russe.

Néanmoins, les flux d'investissements directs étrangers et les fonds en provenance de l'Union européenne vont encore largement financer le besoin externe, ce qui devrait consolider les réserves de changes. Ces dernières couvrent 9,4 mois d'importations en 2022, un ratio très confortable.

### RÉPUBLIQUE TCHÈQUE : PRODUCTION INDUSTRIELLE ET PRODUCTION DE VÉHICULES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

La consolidation des comptes publics sera probablement de nouveau reportée cette année. Ainsi, le déficit budgétaire rapporté au PIB resterait élevé à court terme. Les autorités anticipent un déficit de 4,5% du PIB pour l'année 2022 par rapport aux prévisions initiales de 3,3% en février dernier. Cette révision vise à prendre en compte les nouvelles mesures de soutien du gouvernement. Outre celles en faveur des ménages, des garanties sur les emprunts des PME ou encore l'instauration de délais de paiement de la TVA visent à soutenir les entreprises. La dette publique resterait proche de 40% du PIB à horizon 2023, soit environ 10 points au dessus de 2019.

Point marquant à souligner, la charge d'intérêts de l'État va augmenter en raison de la hausse des taux à 5 ans ou à 10 ans sur le marché obligataire local. Néanmoins, rapportée aux recettes qui ont régulièrement progressé au cours des dix dernières années, l'augmentation va probablement rester limitée.

Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2022

**Cynthia KALASOPATAN ANTOINE**

[cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)

## BRÉSIL

17

## DIFFICILE DOSAGE DU POLICY MIX

L'activité économique a bien résisté au premier semestre mais le ralentissement de la croissance du PIB devrait s'intensifier au cours de la deuxième moitié de l'année. Le rétablissement du marché du travail se poursuit avec un repli du chômage au prix d'une baisse de la productivité. L'inflation, qui connaît une progression à deux chiffres depuis neuf mois, se diffuse à l'ensemble de l'économie. La politique monétaire est contrainte par l'annonce de nouveaux soutiens budgétaires, et l'affaiblissement de la principale règle budgétaire pourrait peser sur les primes de risques et les anticipations d'inflation. L'engouement qui avait prévalu début 2022 pour les actifs brésiliens montre des signes d'essoufflement.

## RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ AU PREMIER SEMESTRE

L'activité économique au T1 2022 a mieux résisté qu'attendu au variant Omicron et à la baisse de la confiance. Le PIB réel a progressé de +1% t/t et +1,7% en g.a. Du côté de l'offre, la croissance a été tirée par les services. En revanche, l'agriculture et l'élevage ont connu une baisse d'activité due en grande partie au repli de la production de soja et de riz. La production dans l'industrie a quasi-stagné : les bonnes surprises émanant des secteurs manufacturier et de la construction – pourtant en proie à des problèmes d'approvisionnement et à la remontée des taux d'intérêt – ont été contrecarrées par le repli de la production dans le secteur minier (troisième trimestre consécutif de baisse). Du côté des dépenses, c'est la demande extérieure et la consommation des ménages qui ont soutenu la croissance. En revanche, l'investissement a lourdement chuté.

Les chiffres d'activité disponibles au T2 sont plutôt bien orientés (expansion en avril et mai de l'indice PMI composite, reprise de la production de véhicules en mai, redressement de la confiance des entreprises, progression de la production industrielle en mai, bonne tenue de la balance commerciale). La progression des indicateurs d'activité est en ligne avec l'évolution positive du marché du travail. En effet, d'importantes créations d'emplois dans la construction et les services ont permis au chômage de baisser sous la barre des 10% (un plus bas depuis janvier 2016). La dynamique favorable sur le marché du travail depuis le début de l'année s'accompagne toutefois d'une baisse temporaire de la productivité du travail (la valeur ajoutée a moins augmenté que l'ajout de nouveaux travailleurs à l'économie). Selon Bradesco, la bonne tenue du marché du travail pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises profitent des plus grandes facilités d'embauche (conséquence de la réforme du travail de 2016) et de la baisse, depuis la pandémie, des coûts du travail unitaires en termes réels pour allouer plus de travailleurs que d'équipements à la production.

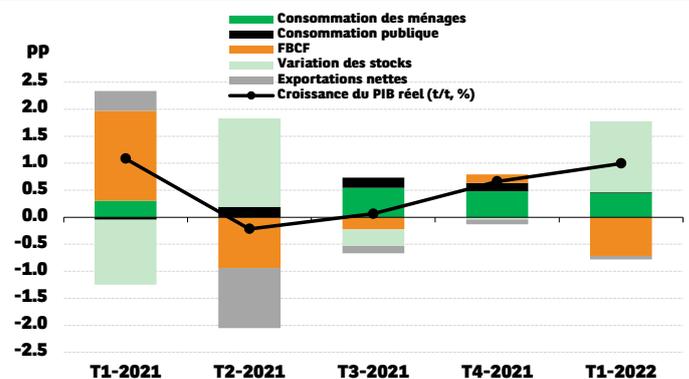
Une décélération de l'activité économique est à prévoir au S2 (effets retardés de la politique monétaire, ralentissement de l'activité mondiale, dégradation des termes de l'échange malgré le niveau élevé des cours des matières premières agricoles). La remontée des cas de Covid-19, les risques de pénurie de gazole (liés à des problèmes de stocks au niveau mondial) pourraient aussi peser sur l'activité et la confiance des ménages, déjà ébranlées par la baisse du pouvoir d'achat et l'effritement de l'épargne de précaution. Cependant, ces facteurs négatifs seront contrebalancés par la reconstitution

	PRÉVISIONS				
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1,2	-3,9	4,6	1,5	0,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,7	3,2	8,3	11	7,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-13,2	-4,4	7,0	-7,6
Dette publique, % du PIB	74	88	82	80	82
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,7	-1,8	0,4	-0,8
Dette externe, % du PIB	37	45	43	40	38
Réserves de change, mds USD	357	356	362	356	350
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	16	15	15

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## BRÉSIL : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE TRIMESTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

des stocks dans l'industrie et les efforts de relance du gouvernement par le biais de transferts de revenus et de réductions d'impôts.

## INFLATION : LE POLICY MIX À L'ÉPREUVE

L'inflation, malgré un léger repli, reste élevée (11,7% en g.a en mai) et continue de se généraliser. La détente, observée depuis début juin, du prix de certaines matières premières et les réductions d'impôts annoncées récemment par le gouvernement pourraient agir favorablement sur les composantes



les plus volatiles des prix à court terme<sup>1</sup>. Toutefois, le processus de désinflation devrait être lent. Il est contraint par i/ les effets de diffusion à l'ensemble des secteurs (72% des articles du panier de consommation à l'exclusion des biens alimentaires ont vu leur prix augmenter en mai, notamment dans les services), ii/ des pratiques d'indexation généralisée, et iii/ de la hausse des pressions salariales dans le secteur privé.

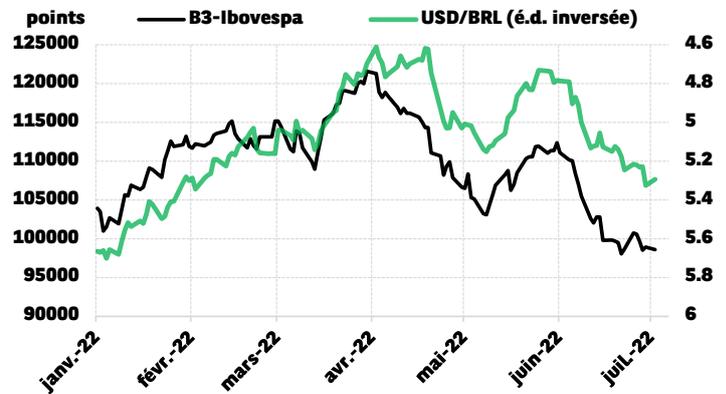
À environ trois mois de l'échéance électorale, les autorités s'inquiètent de la montée de l'insécurité alimentaire et des tensions sociales. Les augmentations de salaires limitées au sein de la fonction publique<sup>2</sup> ont conduit à des grèves (y compris au sein de la banque centrale qui a interrompu les publications de données et autres rapports il y a plusieurs mois). Des mesures de soutien (non ciblées) ont été déployées depuis le début de l'année. En mars, des assouplissements réglementaires devaient permettre d'injecter BRL 150 mds (1,7% du PIB) dans l'économie pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages (e.g. autorisation de retraits anticipés des comptes FGTS – fonds liés aux indemnités de licenciement, paiement anticipé de certaines prestations de retraites, etc.). Le gouvernement a ensuite annoncé une baisse d'impôts liés à la production (notamment pour limiter la hausse du prix des intrants dans l'agriculture) et proposé des réductions d'impôts sur le carburant, l'électricité et les télécommunications<sup>3</sup> (dont le coût est estimé à BRL 17 mds, environ 0,2% du PIB).

Par ailleurs, les autorités ont proposé, fin juin, des mesures plus ciblées pour un coût d'environ BRL 40 mds (0,45% du PIB) : i/ élargir la liste de bénéficiaires du programme *Auxilio Brasil* (ancien *Bolsa Família*) d'environ 1,6 million de personnes et accroître de 50% les transferts mensuels (à hauteur de BRL 600 par mois), ii/ permettre aux personnes âgées de bénéficier de la gratuité des transports, et iii/ revaloriser une nouvelle fois l'aide aux chauffeurs routiers<sup>4</sup>. Le coût de l'opération devrait toutefois enfler davantage – le Congrès ayant proposé des transferts supplémentaires pour les taxis et les petits agriculteurs. L'opération serait financée par les recettes de privatisation liées à la vente d'Électrobras ainsi que le versement de dividendes par Petrobras.

Le gouvernement a dû déposer un amendement constitutionnel (motivé par un « état d'urgence ») pour que ces nouvelles dépenses ne soient pas comptabilisées dans le plafond des dépenses. Les autorités encourent le risque que la multiplication de mesures fiscales (pour certaines, permanentes) ou l'assouplissement du cadre budgétaire (e.g. révision des règles de calcul du plafond des dépenses fin 2021 et dépôt du récent amendement constitutionnel pour contourner la règle budgétaire) n'entraînent une remontée trop importante des taux long réels (ces derniers sont déjà près de deux fois supérieurs à ce qu'ils étaient au lendemain de la réforme des retraites, fin 2019).

Le soutien budgétaire représente un casse-tête pour la banque centrale (BCB), laquelle vient d'engager un ralentissement de son rythme de resserrement monétaire. À la mi-juin, la BCB a remonté son taux directeur (Selic) de 50 points de base (pb) à

## BRÉSIL : USD/BRL ET MARCHÉ BOURSIER



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MACROBOND

13,25% (soit la 11<sup>e</sup> hausse consécutive depuis mars 2021) et le durcissement devrait se poursuivre. Le contexte inflationniste pourrait contraindre la BCB à maintenir son taux directeur à un niveau élevé tant que les anticipations d'inflation ne convergeront pas vers la cible à horizon 2024 (3%).

## VENT PLUS FRAIS SUR LES MARCHÉS

Les conséquences du durcissement monétaire aux États-Unis n'ont pas épargné le Brésil. Malgré l'attractivité relative de la place brésilienne (décote du marché actions, attractivité des opérations de portage, sous-évaluation du BRL, baisse relative du risque souverain, faible déficit courant), le pays a été sujet, comme beaucoup d'autres pays émergents, à des retraits de capitaux depuis avril. Début juillet, les cours boursiers sont revenus en deça de leur niveau de début d'année (-5%). Dans un contexte de montée de l'aversion au risque, les investisseurs locaux se sont rabattus sur d'autres classes d'actifs moins risquées et plus attractives du fait de la remontée des taux (e.g. obligations locales). Le real (qui avait surperformé ses pairs émergents avec des gains de près de 23% depuis le début de l'année) s'est affaibli depuis fin avril. Les marchés semblent peu préoccupés pour l'instant par les élections générales d'octobre prochain. En revanche, le mois d'août devrait représenter un tournant important dans le cycle électoral (début des débats télévisés, recours aux publicités télévisées, circulation des programmes électoraux). À ce titre, les actifs brésiliens devraient refléter de plus près la gestion anticipée des finances publiques au cours du prochain mandat.

Achévé de rédiger le 6 juillet 2022

Salim HAMDAD

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> D'après des estimations du secteur privé, les réductions d'impôts du gouvernement pourraient faire baisser l'inflation de 200 pb d'ici la fin de 2022. Toutefois, à mesure que ces réductions viendront à expirer en 2023, elles devraient avoir un effet inverse sur l'évolution des prix.

<sup>2</sup> La loi interdit au gouvernement d'accorder des augmentations de salaires plus élevées que l'inflation en année électorale.

<sup>3</sup> Suspension jusqu'à la fin de l'année des impôts fédéraux (PIS, Cofins, Cide) sur l'essence et l'éthanol. L'Etat fédéral rembourserait aux États le manque à gagner associé au plafonnement du taux d'impôt sur la valeur ajoutée (l'ICMS normalement à la discrétion des États) liée aux produits et services dits essentiels comme le gaz pour cuisiner, le gazole ou les transports.

<sup>4</sup> À hauteur de BRL 1000 par mois (750 000 chauffeurs routiers bénéficiaient déjà depuis octobre 2021 d'une aide d'une valeur de BRL 400 sachant que depuis la grève nationale des routiers en 2018, le prix du gazole a plus que doublé).



## D'UNE CRISE POLITIQUE À L'AUTRE

Le PIB péruvien a retrouvé son niveau d'avant crise, grâce au fort sursaut d'activité enregistré en 2021. Mais les capacités de rebond sont limitées et les perspectives de croissance à court et moyen terme sont modérées. D'une part, les pressions inflationnistes pèsent sur la consommation et la désorganisation des chaînes de valeur entrave le secteur exportateur. D'autre part, la longue crise politique freine les perspectives d'investissement. Par ailleurs, les finances publiques se sont dégradées au cours des deux dernières années. Plus que le niveau de la dette, encore modéré, c'est la composition qui inquiète car elle rend le pays plus vulnérable au changement de sentiment des investisseurs.

## NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Après un rebond de plus de 13% en 2021, un des taux de croissance les plus élevés de la région, l'activité économique devrait très nettement ralentir en 2022 et 2023, autour de 3% en moyenne. Le retrait progressif des mesures de soutien liées à la pandémie (monétaires et fiscales), les pressions inflationnistes et les mouvements sociaux pèseront sur la demande interne. Dans le même temps, le ralentissement de la demande mondiale, la dégradation des termes de l'échange (principalement à cause des chocs géopolitiques), les ruptures d'approvisionnement et les dérèglements des chaînes de valeur freinent les exportations.

Parallèlement, les pressions inflationnistes se sont intensifiées depuis la mi-2021 et ont nettement accéléré depuis le début de l'année 2022 (à 8,8% en g.a. en mai). Bien que les liens commerciaux avec l'Ukraine et la Russie soient très limités, les conséquences de la guerre sur les prix des matières premières sont significatives sur l'augmentation des prix au Pérou. La banque centrale a réagi rapidement. Elle a augmenté son taux directeur de 525 points de base depuis le mois de juillet 2021 (à 5,5% en fin juin 2022). Les pressions inflationnistes devraient perdurer au cours des prochains mois : la désorganisation des chaînes de valeur continuera, au moins à court terme, à exercer des pressions sur les prix, et surtout, les prix des matières premières devraient rester durablement élevés. En moyenne, l'inflation devrait atteindre 7% en 2022 et nous anticipons de nouvelles hausses de taux à court terme.

## FAIBLESSES STRUCTURELLES

L'activité a retrouvé son niveau de décembre 2019 (soit avant le début de l'épidémie de Covid-19) mais peine à le dépasser (graphique 1).

La capacité de rebond est effectivement limitée. Les faiblesses structurelles du pays en termes de gouvernance se sont progressivement accentuées au cours du précédent mandat (2016-2021), comme l'ont illustré la défiance du Parlement vis-à-vis du gouvernement et la multiplication du nombre de scandales de corruption. Au cours de ce mandat, quatre présidents (trois en novembre 2020), deux parlements et un grand nombre de gouvernements se sont succédés. Le nombre de réformes économiques et sociales mises en place par le gouvernement a nettement diminué (en comparaison à la décennie précédente). Par ailleurs, la croissance du PIB (à peine 3% par an en moyenne entre 2015 et 2019 contre 5% entre 2011 et 2015) et de l'investissement (dont la part dans le PIB s'est réduite 21% du PIB en 2016-2019 contre 24,3% du PIB en 2011-2015) ont nettement ralenti.

En outre, le soutien massif des autorités, dès le début de la pandémie, n'a pas suffi à empêcher la dégradation de plusieurs indicateurs sociaux (le taux de pauvreté par exemple) et ceux du marché de l'emploi. D'après le FMI, les confinements très stricts imposés par les autorités

### PRÉVISIONS

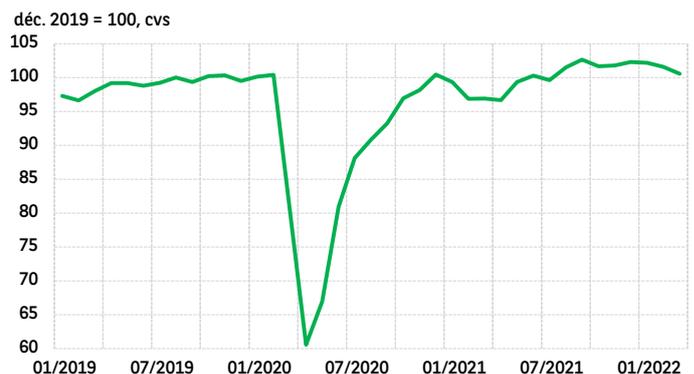
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	-12,0	13,3	3,2	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	1,8	4,0	7,0	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-8,3	-2,8	-2,6	-2,6
Dette publique, % du PIB	26,8	35,4	36,1	35,8	35,4
Balance courante, % du PIB	-1,5	0,7	-2,8	-1,3	-1,3
Dette externe, % du PIB	34,7	44,7	41,2	42,4	41,7
Réserves de change, mds USD	68,4	71,5	76,6	81,8	82,9
Réserves de change, en mois d'imports	19,4	25,1	16,2	15,6	15,8

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### PÉROU : INDICE MENSUEL D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

(et les fermetures prolongées des écoles) auront des effets négatifs sur l'accumulation du capital humain, et donc sur la croissance potentielle. Le FMI estime à présent que la croissance potentielle péruvienne se situe autour de 3%, alors qu'elle était légèrement supérieure à 3,5% avant la crise.

## CRISE POLITIQUE : PAS D'ISSUE À COURT TERME

À court terme, le climat politique pourrait se dégrader encore davantage. Le parti du président Castillo (élu en avril 2021) ne dispose que de 37 députés (sur 130) au Parlement, et les coalitions sont fragiles. En moins d'un an (le mandat a débuté fin juillet), les remaniements gouvernementaux ont été nombreux et le président a déjà évité deux procédures de destitution.

Si Pedro Castillo termine son mandat (en 2026), les relations entre le Parlement et le gouvernement resteront tendues et le risque que les procédures de destitutions se multiplient est élevé. À l'inverse, si le président est destitué, ou s'il démissionne, de nouvelles élections pourraient mener à une polarisation encore plus marquée de la vie politique. Il est probable que le Parlement reste fragmenté, sans majorité nette, ce qui n'améliorera pas la gouvernabilité du pays et la capacité à mener des réformes.

Depuis le mois de janvier, les tensions se cristallisent autour du projet présidentiel de ré-écriture de la constitution (influencé par la procédure en cours au Chili). Après une première proposition, rejetée par le Parlement, le Congrès a promulgué une loi rendant nécessaire l'approbation des députés en cas de référendum public. Fin avril, le président a pourtant soumis au Parlement une nouvelle proposition de référendum (qui se tiendrait le 2 octobre prochain) concernant une nouvelle constitution. Même s'il a peu de chances d'être adopté, le projet est pour le moment en discussion au Parlement.

## DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

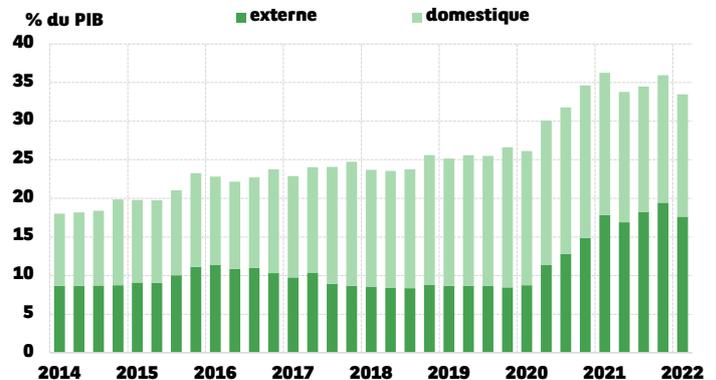
L'économie ne montre pas de signe de déséquilibre majeur et les réformes les plus radicales (et les plus coûteuses) envisagées par le gouvernement n'ont pas pu être mises en place. Mais il est probable que la prolongation de la crise politique continue de peser sur les perspectives d'investissement (domestique et étranger). Surtout, il est peu probable que le président parvienne à introduire la vaste réforme fiscale qu'il s'était engagé à mettre en place.

De nouvelles mesures populistes sont à craindre, ce qui repousserait la consolidation des finances publiques. Les pressions inflationnistes et de nombreux mouvements sociaux en avril ont déjà conduit le Congrès et le gouvernement à prendre de nouvelles mesures de soutien. Le Congrès avait ainsi autorisé les salariés à puiser dans leur épargne retraite. Le président a annoncé en avril une augmentation de 10% du salaire minimum, ainsi que plusieurs mesures de soutien destinées à compenser les effets de l'inflation : augmentation des subventions sur le prix du fuel et exonération de certaines taxes concernant les biens de première nécessité, pour un montant de 0,3% du PIB. Après une forte réduction en 2021, le déficit devrait se réduire très légèrement en 2022 (la hausse du prix du cuivre, et donc des revenus gouvernementaux, compensera celle des dépenses associées aux mesures de soutien).

Le risque d'un dérapage des finances publiques a augmenté depuis 2021. Bien qu'à un niveau encore modéré, la dette a fortement augmenté au cours des deux dernières années, de 27% du PIB fin 2019 à 36% du PIB fin 2021.

Mais plus que le niveau de la dette, c'est la détérioration de son profil qui inquiète : l'augmentation du déficit et l'autorisation donnée aux salariés de puiser dans leur épargne retraite se sont traduites par un recours accru au financement extérieur.

### PÉROU : DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

La dette est à présent libellée à 50% en devises, et détenue à 50% par des non-résidents (chacun des deux indicateurs représentait moins de 30% du total en 2019), ce qui augmente la vulnérabilité du pays en cas de remous sur les marchés financiers. Moody's et Fitch ont dégradé la note souveraine du pays en septembre-octobre 2021, et Fitch a de nouveau dégradé sa note en mars 2022.

Achévé de rédiger le 1er juillet 2022

**Hélène DROUOT**

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

# ARABIE SAOUDITE

21

## RÉFORME BUDGÉTAIRE EN COURS

La reprise économique devrait être soutenue en 2022 grâce à la forte hausse de la production d'hydrocarbures décidée par l'OPEP+ et à l'accélération de la consommation des ménages. La conjoncture pétrolière est favorable aux finances publiques. Pourtant, le gouvernement devrait poursuivre sa politique de consolidation et de diversification de ses revenus. Celle-ci a déjà permis une réduction significative du prix d'équilibre du budget, et donc une moindre exposition à la volatilité des marchés pétroliers. Parallèlement à cette dynamique positive, des tensions sont apparues sur le marché interbancaire et ont nécessité l'injection de liquidité de la part de la banque centrale. Avec le gonflement du crédit bancaire et une gestion moins pro-cyclique des excédents budgétaires, les banques ont dû recourir à des ressources extérieures et réduire leur actif extérieur net afin de financer leur activité.

## FORT REBOND DE L'ACTIVITÉ

La croissance économique devrait atteindre 7,4% en 2022, grâce principalement à l'augmentation de la production pétrolière. Après une année de quasi stabilité en 2021 (+0,2%), la hausse graduelle des quotas de production décidée par l'OPEP+ (pays membres de l'OPEP et Russie) devrait faire rebondir le PIB pétrolier (environ 40% du PIB total) de 14% en 2022. Cette hausse de la production d'hydrocarbures est par ailleurs soutenue par la nécessité de compenser au moins partiellement la réduction de la production russe. En tant que producteur disposant de l'essentiel des capacités de production inutilisées au sein du cartel, l'Arabie saoudite est le principal contributeur à la hausse des quotas de production.

Le PIB non pétrolier devrait croître d'environ 3,7% en 2022, soutenu essentiellement par la consommation des ménages. Celle-ci bénéficie à la fois de l'amélioration du marché du travail et de la modération des pressions inflationnistes. Le taux de chômage est en baisse régulière depuis 2020 et a atteint 10,1% de la population active en T1 2022. La hausse de l'emploi des femmes est significative depuis la mise en place de politiques favorisant leur embauche. Leur taux de participation au marché de l'emploi est ainsi passé de 19% en 2017 à 36% en 2021. Par ailleurs, la fin des restrictions aux déplacements liées à la pandémie de Covid-19 et la reprise économique dans les secteurs hors pétrole devraient encourager le retour des expatriés (dont le nombre avait baissé de 4,6% en 2021). La progression du crédit aux ménages (+17% a/a en décembre 2021) soutient également la consommation privée.

Le rôle des dépenses publiques dans la croissance évolue. Le gouvernement souhaite réduire leur caractère très pro-cyclique, qui a eu tendance à favoriser la surchauffe de l'économie durant les périodes de revenus pétroliers élevés. Ainsi, malgré la bonne conjoncture pétrolière, et donc des revenus budgétaires en hausse, les dépenses budgétaires ne devraient progresser que modérément.

D'un point de vue sectoriel, les services (notamment les loisirs au sens large) et la construction devraient soutenir l'activité, favorisés par le programme de développement « Vision 2030 » qui vise à diversifier l'économie et à développer les infrastructures.

En 2023, la croissance devrait atteindre 3.3% étant donné la faible progression de la production pétrolière (+2.2%). La croissance hors hydrocarbures devrait se renforcer et atteindre 4,1%.

## INFLATION MODÉRÉE

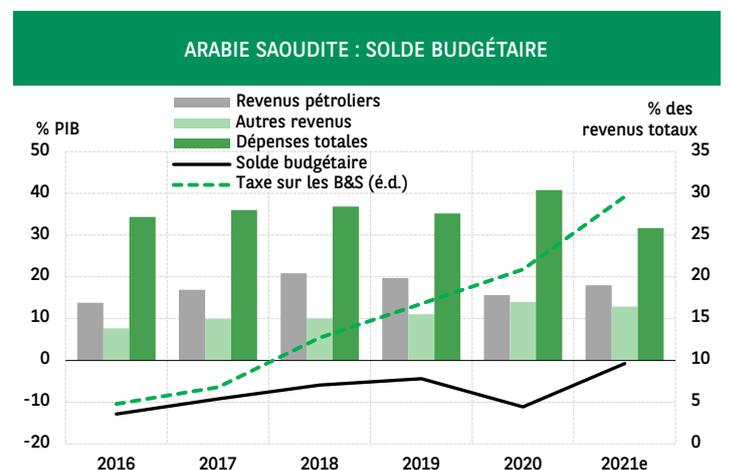
À l'instar de la majorité des pays du Golfe, les pressions inflationnistes devraient rester modérées en 2022. L'inflation des prix à la consommation s'est stabilisée à 2,2% en rythme annuel en mai 2022. Les prix

PRÉVISIONS					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0,4	-4,1	3,3	7,4	3,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	-1,2	3,4	3,1	2,7	1,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-11,2	-0,8	10,8	8,5
Dette du gouv. central, % du PIB	23	32	30	25	24
Solde courant, % du PIB	4,8	-3,2	6,8	14,3	9,2
Dette externe, % du PIB	24	30	37	30	31
Réserves de change, mds USD	500	454	456	539	582
Réserves de change, en mois d'imports	27	30	27	26	26

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

alimentaires sont le principal moteur de l'inflation (+4,6% en mai), tandis que les prix de l'énergie sont quasiment stables (+0,15%) grâce au maintien de subventions gouvernementales. En juin 2021, le gouvernement a introduit une limite à la hausse des prix de l'essence et compense tout effet de la hausse des cours mondiaux du pétrole survenue depuis lors (le prix du Brent a augmenté de 45% environ pendant cette période). Les loyers (21% de l'indice des prix) sont en hausse depuis mars, mais de manière très modérée (+0,5% en mai). Plus générale-


**BNP PARIBAS**

 La banque  
d'un monde  
qui change

ment, l'appréciation du dollar US (auquel le rial est ancré) par rapport aux principales devises mondiales est un facteur important de modération de l'inflation.

## RETOUR DES EXCÉDENTS ET RÉFORMES BUDGÉTAIRES

En 2022, les finances publiques saoudiennes devraient enregistrer leur premier excédent depuis 2013. Les changements sur le marché mondial du pétrole entre 2015 et 2019, puis les conséquences de la pandémie sur l'activité en 2020, ont pesé lourdement sur les revenus budgétaires pétroliers. Le déficit budgétaire a atteint en moyenne 9,9% du PIB entre 2015 et 2020. Après un budget quasiment à l'équilibre en 2021, la hausse des revenus pétroliers devrait entraîner un excédent de 10,8% du PIB en 2022. En supposant le maintien des prix élevés du pétrole en 2023, l'excédent devrait atteindre 8,5% du PIB.

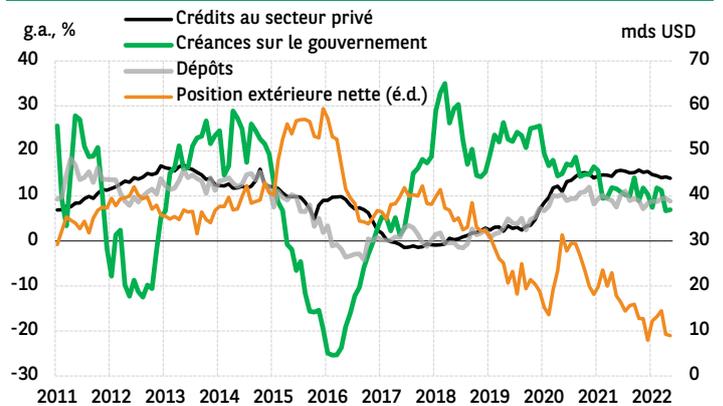
La difficile période 2015-2020 a eu des conséquences positives sur les finances publiques en obligeant le gouvernement à prendre des mesures de consolidation et de diversification des revenus. L'introduction de la TVA en 2018 et la hausse à 15% de son taux en 2020 sont les principales mesures de diversification. Ainsi, la part des taxes sur les biens et services est passée de 7% des revenus budgétaires totaux en 2017 à 26% en 2021. Par ailleurs, la discipline budgétaire s'est sensiblement renforcée avec la mise en place d'un plan de maîtrise des dépenses publiques à moyen terme. Ainsi, les dépenses du gouvernement devraient être équivalentes à environ 32% du PIB durant la période 2021-23 contre 37% en moyenne entre 2015 et 2020. Les dépenses courantes devraient légèrement augmenter, tandis que les dépenses d'investissement devraient continuer de décliner. Dans ce domaine, la volonté du gouvernement est de transférer une partie des investissements vers le fonds souverain PIF, ainsi que de développer les partenariats avec le secteur privé. Cet ensemble de facteurs se traduit par une forte baisse du prix du baril de pétrole qui permet d'équilibrer le budget. Celui-ci est passé de 91USD/baril en moyenne en 2014-18 à 63 USD/baril attendu en 2022. Dans ce contexte, les performances budgétaires devraient être moins exposées à la volatilité du marché pétrolier, même si la dépendance budgétaire aux revenus pétroliers restera importante à moyen terme.

Avec le retour des excédents budgétaires, la dette du gouvernement devrait se réduire. Toutefois, en raison d'une gestion active de la dette, la réduction sera plus lente que ne le laissent supposer les excédents budgétaires attendus. Après un maximum de 32% du PIB atteint en 2020, la dette du gouvernement devrait atteindre 24% du PIB en 2023. Même en situation d'excédent budgétaire, le gouvernement continue d'émettre de la dette afin d'en optimiser le profil, d'en allonger la maturité moyenne (déjà passée de 7,9 à 9,5 ans entre 2018 et 2021) et d'en réduire le coût (de 2,91% à 2,77% entre 2018 et 2021). La solvabilité du gouvernement s'améliore donc, même si ses actifs nets restent relativement modestes. Les avoirs gouvernementaux détenus par la banque centrale (a priori les plus liquides) étaient équivalents à 18% du PIB en 2021, tandis que les actifs détenus par le fonds souverain PIF étaient estimés à environ 55% du PIB en 2021.

## TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ INTÉRIEURE

Paradoxalement, des tensions sur la liquidité interbancaire sont apparues depuis le début de l'année malgré l'augmentation des revenus pétroliers (qui sont traditionnellement associés à une liquidité accrue dans l'économie). Le taux d'intérêt interbancaire (SAIBOR) a fortement augmenté depuis le début de l'année (de 0,9% jusqu'à un maximum de 3,3% fin juin) et a atteint son plus haut niveau depuis la crise financière

### ARABIE SAOUDITE : BILAN SIMPLIFIÉ DES BANQUES COMMERCIALES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

de 2008. Par ailleurs, le ratio de la liquidité bancaire excédentaire placée à la banque centrale (titres et contrats REPO), en pourcentage de la masse monétaire (M2), est actuellement à un plus bas historique (1,9% en mai contre 5,8% en moyenne en 2021). Afin de réduire les tensions sur la liquidité, la banque centrale a injecté USD 13 mds (2,2% des dépôts bancaires totaux) en dépôts à terme dans le système bancaire en juin 2022.

La principale cause de ces tensions est le découplage, depuis mars 2020, entre la hausse du crédit au secteur privé (+14,4% en moyenne) et celle des dépôts (+9,4% en moyenne). Mécaniquement, si les banques ne se procurent pas d'autres ressources (en émettant des titres sur le marché local par exemple), cet écart entraînera une détérioration de la position extérieure nette des banques qui devront se procurer des ressources à l'extérieur pour répondre à la demande de crédit. Les créances nettes des banques sur l'extérieur ont atteint USD 8,9 mds en mai 2022 contre USD 30 mds mi-2020. La hausse du crédit est particulièrement forte pour le crédit à la consommation (+17% en g.a. en 2021) et le crédit à l'immobilier, qui représente 29% du crédit au secteur privé (+28% en T1 2022).

Par ailleurs, le changement de gestion de l'excédent budgétaire par le gouvernement pourrait amplifier cette déconnexion entre emplois et ressources bancaires au niveau national. Afin de limiter les effets de surchauffe causés par l'injection de liquidités liée aux revenus pétroliers, les excédents de trésorerie seront logés dans un compte courant du gouvernement à la banque centrale, alors qu'une partie était auparavant déposée dans des banques. Pour le moment, les effets de cette politique ne sont pas visibles, et la part des dépôts du gouvernement dans les dépôts bancaires totaux est restée stable (26% en mai 2022). À moyen terme, cette politique devrait contribuer à réduire la dépendance de l'activité économique vis-à-vis de la conjoncture pétrolière. À court terme, cependant, si cela entraîne un ralentissement du crédit au secteur privé par manque de ressources locales et par volonté de ne pas déséquilibrer la position extérieure nette des banques, cela pourrait constituer un frein à la croissance du PIB hors hydrocarbures.

Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2022

Pascal DEVAUX

[pascal.deviaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.deviaux@bnpparibas.com)



## ANGOLA

23

## DES VULNÉRABILITÉS PERSISTANTES

Après cinq années de récession, les perspectives économiques de l'Angola s'éclaircissent : le pays devrait renouer avec la croissance, attendue à +3% en 2022. Il bénéficie d'une conjoncture favorable marquée par le cycle haussier du baril de pétrole et une reprise de la production nationale d'hydrocarbures. La hausse induite des recettes budgétaires et des revenus des exportations devrait soutenir le kwanza. Cette dynamique permet d'alléger les pressions sur les besoins de financement extérieur du pays et la soutenabilité de la dette, que l'accord de reprofilage conclu avec la Chine début 2021 avait permis d'améliorer. Néanmoins, l'économie angolaise reste en proie à d'importantes vulnérabilités. Les autorités devront poursuivre les réformes en tirant profit de la conjoncture actuelle afin de réduire la dépendance économique du pays au cycle du pétrole.

## UNE CONJONCTURE DE BON AUGURE

L'impact de la crise liée à l'épidémie de Covid-19 a entraîné un choc significatif sur l'économie angolaise, déjà très fragile. Avec la forte correction à la baisse des prix du pétrole en 2015, le pays avait enregistré une croissance négative entre 2016 et 2019 (-1,4% par an en moyenne). L'effondrement des revenus pétroliers, mais aussi le recul de la production, se sont répercutés à l'ensemble de l'économie. Le secteur pétrolier représente plus de 90% des exportations du pays, 60% des recettes budgétaires et 30% du PIB.

En 2020 et 2021, la dégradation des indicateurs de liquidité et de solvabilité a été contenue grâce au soutien : i) des créanciers multilatéraux, notamment du FMI via le décaissement du mécanisme élargi de crédit et l'allocation de DTS, et ii) du G20 avec l'Initiative de Suspension du Service de la Dette. Par ailleurs, l'accord de reprofilage de la dette conclu avec la Chine a permis d'alléger significativement les pressions sur la liquidité et de réduire le risque de surendettement. Au total, ces initiatives représentent une économie de près de USD 7 mds sur 2020-2022.

Au cours de l'année 2021, les effets de la crise de la Covid-19 se sont dissipés et les perspectives macroéconomiques et financières de l'Angola se sont améliorées. La reprise de la croissance a reposé sur la consommation privée, grâce à la levée des restrictions, et ce malgré de fortes tensions inflationnistes. Les secteurs hors hydrocarbures ont fortement contribué à la croissance : +14% pour le secteur du commerce, +28,9% pour le transport, +46,5% pour le secteur de la pêche. La contribution négative du secteur pétrolier a quant à elle diminué.

La dynamique devrait se poursuivre au cours des prochains mois avec une croissance attendue à +3% en 2022, son plus haut niveau depuis 2014. En baisse continue depuis fin 2017, la production de pétrole repart à la hausse depuis le second semestre 2021 avec une progression de +8% en g.a en mai 2022. Au T1 2022, l'indice de confiance des entreprises (ICE) était en territoire positif pour la deuxième fois consécutive depuis plus de 6 ans, de +5 points par rapport au T4 2021. Par ailleurs, les efforts entrepris par le gouvernement de João Lourenço commencent à porter leurs fruits. La première introduction en Bourse de la banque BAI début juin 2022 en est l'illustration. Elle a permis de tester l'appétit des investisseurs et d'ouvrir le marché aux privatisations à venir d'entreprises publiques telles que Sonangol ou Endiamia.

L'amélioration des perspectives de l'Angola s'est traduite par une forte appréciation du kwanza qui a gagné près de 19% par rapport au dollar depuis le début de l'année. Cela en fait la devise la plus performante par rapport au billet vert. Depuis 2019, la libéralisation progressive du marché des changes a par ailleurs permis au kwanza de servir

## PRÉVISIONS

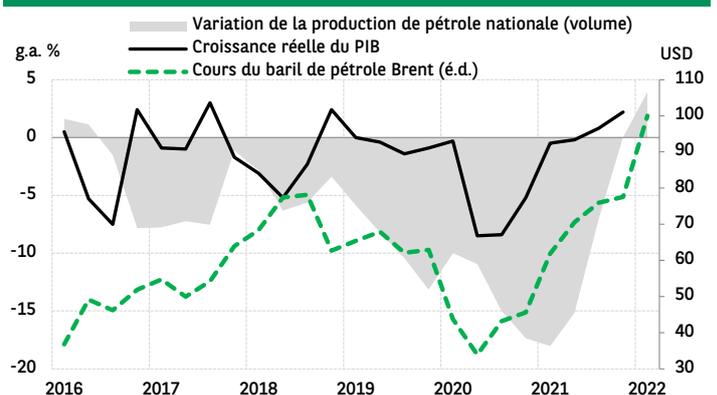
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	-0,7	-5,6	0,6	3,0	3,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	17,1	22,3	25,8	23,6	14,6
Solde budgétaire, % du PIB	0,7	-1,9	2,8	1,2	0,8
Dette des adm. publiques, % du PIB	113,6	136,8	86,3	59,9	57,3
Solde courant, % du PIB	6,4	1,5	11,3	3,6	1,9
Dette externe, % du PIB	78,7	125,9	95,1	82,0	81,1
Réserves de change, mds USD	14,0	11,0	12,1	10,3	10,6
Réserves de change, en mois d'imports	12,4	7,4	8,1	7,5	7,8

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## ANGOLA : DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE FAVORABLES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, JODI, AUTORITÉS NATIONALES ANGOLAISES

de variable d'ajustement et de contenir la dégradation du niveau de réserves de change de la banque centrale.

L'ensemble de ces éléments a soutenu la confiance des investisseurs et fait baisser considérablement la prime de risque sur les obligations souveraines. L'État angolais est d'ailleurs parvenu à émettre USD 1,75 md sur le marché obligataire international en avril 2022. L'obligation, d'une maturité de 10 ans, a été émise à un taux de 8,75%; c'est légèrement au-dessus du taux auquel le gouvernement avait émis en 2019 (8%), date de sa dernière émission pour une maturité



équivalente. L'opération a enregistré un taux de souscription de 200%, ce qui illustre l'appétit des investisseurs pour la signature angolaise.

Des élections générales sont prévues le 24 août 2024. Le président João Lourenço pourrait rester au pouvoir et conserver une majorité au Parlement. Néanmoins, les interrogations subsistent quant à la capacité du gouvernement à poursuivre et à accélérer les réformes en cours, qui visent à corriger durablement les vulnérabilités du pays.

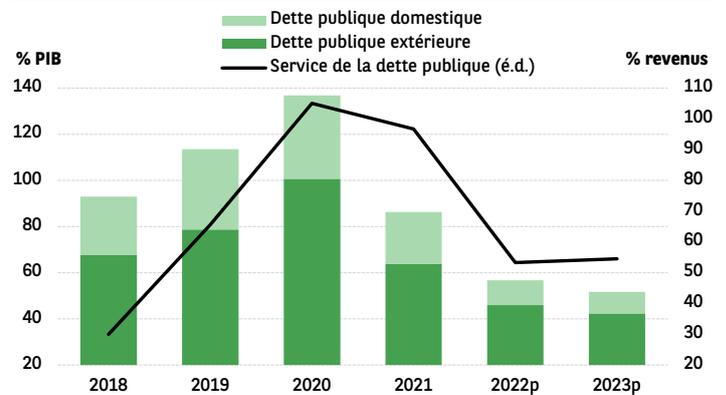
## NÉCESSITÉ DE POURSUIVRE LES RÉFORMES

Les fondamentaux budgétaires de l'Angola restent extrêmement fragiles. Le ratio de dette publique rapportée au PIB a baissé en 2021 après avoir atteint plus de 135% du PIB en 2020, et il devrait continuer de baisser en 2022. Néanmoins, cette décre est étroitement liée à l'appréciation du taux de change car les 4/5<sup>e</sup> de la dette publique est libellée en devise étrangère. Le coût de la dette reste par ailleurs préoccupant. Le recours croissant aux crédits commerciaux privés au cours de la décennie passée a eu pour résultat le renchérissement du service total de la dette. Pendant la crise en 2020, il représentait plus de 100% des revenus budgétaires. Bien qu'il se soit réduit, le service de la dette continuera d'absorber près de 50% des revenus budgétaires à moyen terme. Ce ratio est déjà supérieur au seuil prudentiel recommandé par le FMI et la situation est d'autant plus préoccupante que la capacité de l'État à pérenniser ses ressources reste limitée.

Premièrement, l'objectif officiel d'atteindre des capacités de production de pétrole de 1,3 m barils par jour (b/j) sur les trois prochaines années pourrait ne pas être atteint compte tenu du vieillissement des infrastructures et du manque de nouveaux investissements dans le secteur. D'après l'agence nationale du pétrole angolaise, les dépenses d'exploration et de production ont baissé de 77% au cours des cinq dernières années. Au S1 2022, la production (1,2 m b/j) est 35% inférieure au niveau moyen de 2015. Les possibles répercussions de problèmes techniques dans la mise en œuvre de nouveaux projets pourraient empêcher de maintenir les niveaux de productions actuels. Par ailleurs, 60% de la production est déjà attribuée à la Chine en contrepartie d'anciens accords de financement de projets, sur la base d'un prix du Brent inférieur au prix actuel. La hausse des cours ne bénéficie donc qu'aux 40% de la production destinée au marché libre. En outre, les capacités de raffinage demeurent très limitées et la hausse du Brent renchérit la facture des importations.

Deuxièmement, les réformes entreprises depuis 2018 dans le cadre du programme FMI, pour réduire la vulnérabilité de l'économie angolaise aux variations des prix du pétrole, restent insuffisantes. Réduire la nature procyclique de l'activité requiert d'augmenter l'investissement dans les secteurs hors hydrocarbures, moins volatils. Les réformes visant à promouvoir l'ouverture du pays aux investisseurs privés vont dans ce sens, avec la volonté de bénéficier du relais financier du secteur privé pour promouvoir un modèle de croissance plus soutenable. Le taux d'exécution du programme de privatisation atteint 67% en juin 2022. Néanmoins, le pays souffre toujours d'un manque d'attractivité pour attirer les flux d'investissement étrangers, qui demeurent négatifs en termes nets (-6,4% du PIB en 2021). Ceux-ci restent concentrés dans le secteur des hydrocarbures, et reflètent le rapatriement des recettes des compagnies pétrolières.

### ANGOLA : DES VULNÉRABILITÉS PERSISTANTES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

Les efforts de réformes nécessitent donc d'être poursuivis. En particulier, il est nécessaire d'améliorer le climat des affaires et d'alléger les lourdeurs administratives pour attirer une base plus large d'investisseurs et promouvoir le développement des secteurs hors hydrocarbures

Achévé de rédiger le 30 juin 2022

**Perrine GUERIN**

[perrine.guerin@bnpparibas.com](mailto:perrine.guerin@bnpparibas.com)

## NIGÉRIA

25

## PERSPECTIVES MITIGÉES

La situation de l'économie nigériane est contrastée. Le niveau faible de la production pétrolière ne lui permet pas de profiter pleinement de la remontée des cours. Le compte courant devrait redevenir excédentaire cette année, mais la persistance d'un régime de change rigide continue de peser sur l'attractivité de l'économie et sur la disponibilité de la liquidité en dollars. Le choc sur les prix des matières premières exacerbe des pressions inflationnistes déjà fortes, et le déficit budgétaire va rester élevé en raison de la poursuite d'une politique de subventions énergétiques devenue trop coûteuse. Pour l'instant, la vigueur de la reprise économique n'est pas compromise. Mais la fragilisation de la stabilité macroéconomique expose l'économie nigériane à de nouvelles déconvenues à l'avenir.

Le Nigéria, premier producteur de pétrole d'Afrique sub-saharienne, devrait bénéficier de la conjoncture mondiale actuelle. Cependant, si les perspectives de croissance sont positives, les gains en termes de stabilité macroéconomique seront modestes. La contre-performance du secteur pétrolier en est une des principales raisons. La production de pétrole brut (hors condensats) vient en effet de toucher un point bas, à seulement 1,2 million de barils/jour en mai 2022 contre un quota fixé dans le cadre des accords OPEP+ de 1,76 million de barils/jour. Depuis début 2020, le pays n'arrive plus à remplir ses objectifs en raison de la répétition d'incidents techniques et de l'insécurité. Même en tablant sur une amélioration dans les prochains mois, la production totale de pétrole devrait atteindre au mieux 1,6 million de barils/jour en moyenne cette année, soit un niveau similaire à celui de 2021 mais inférieur de 20% à 2019. À cela s'ajoutent les déséquilibres générés par l'inertie de la politique économique. Certes, la banque centrale vient tout juste de relever son taux directeur, mais le timing interroge. Par ailleurs, elle ne semble toujours pas prête à assouplir son régime de change malgré la persistance d'importants dysfonctionnements. Surtout, la décision de reporter à mi-2023 la réforme du système de subventions pétrolières va peser considérablement sur les finances publiques.

## INFLATION : LA BANQUE CENTRALE RÉAGIT ENFIN

L'inflation posait problème avant le déclenchement du conflit en Ukraine. Il s'est aggravé depuis. La hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint 17,7% en glissement annuel (g.a.) en mai 2022. Elle devrait très prochainement dépasser le dernier pic de 18% touché au premier trimestre 2021 (graphique 1). Le Nigéria est importateur net de produits alimentaires et se voit lourdement impacté par l'envolée des cours internationaux des matières premières. De plus, l'alimentation compte pour 51% du panier de consommation. La hausse des prix alimentaires (19,5% en g.a. en mai) explique ainsi en grande partie les fortes pressions inflationnistes, mais pas seulement. Hors alimentation, l'inflation progresse aussi (14,9% en mai contre 13,8% en janvier), notamment en raison du choc énergétique. De fait, si les prix de l'essence sont stables grâce au système de subventions, ceux du gaz et du diesel sont dérégulés. Or, environ 70% du gaz consommé est importé alors que le diesel est largement utilisé pour pallier aux déficiences du réseau national d'électricité.

Dans ce contexte, la banque centrale a relevé son taux directeur de 150 points de base (pb) à 13% en mai. Cette décision a surpris. Il s'agit de la première hausse de taux depuis mi-2020, et il faut remonter à juillet 2016 pour voir la banque centrale durcir sa politique monétaire, alors que l'inflation est constamment restée au-dessus de ses objectifs (6-9%). Doit-on y déceler un changement de cap vers davantage de discipline ? Difficile à dire dans la mesure où la banque centrale poursuit dans le même temps des objectifs qui peuvent entrer en contradiction avec la lutte contre l'inflation, à commencer par le maintien de sa

## PRÉVISIONS

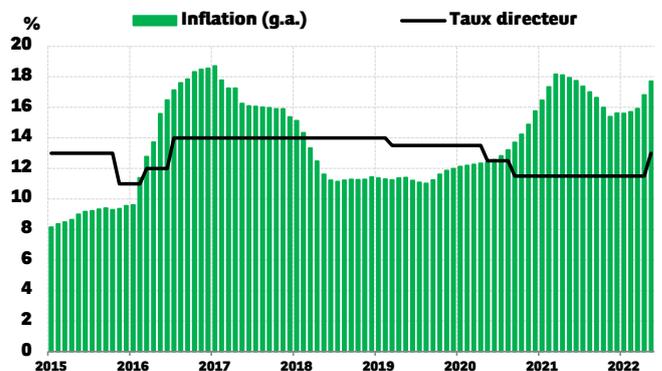
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,3	-1,9	3,4	3,4	3,2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	11,5	13,2	17,0	17,9	14,9
Solde budgétaire, % du PIB	-4,7	-5,7	-5,9	-5,5	-5,4
Dette des adm. publiques, % du PIB	25,0	29,4	30,0	31,1	31,7
Solde courant, % du PIB	-3,6	-3,9	-0,4	0,9	1,2
Dette externe, % du PIB	17,9	19,4	20,7	18,0	16,0
Réserves de change, mds USD	38,3	36,7	40,4	43,7	48,3
Réserves de change, en mois d'imports	4,6	6,1	7,3	7,0	8,3

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## NIGÉRIA : ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, NBS, BNP PARIBAS

politique de soutien à certains secteurs d'activité via des prêts subventionnés. Les dysfonctionnements sévères générés par le système de change sont un autre exemple. Quoi qu'il en soit, des hausses supplémentaires de taux seront nécessaires si la banque centrale veut réancrer les anticipations d'inflation. Mais la visibilité est limitée.

## STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE : TOUJOURS FRAGILE

L'envolée des importations de pétrole contrarie le redressement des comptes extérieurs mais le déficit courant se résorbe et le Nigéria devrait être en mesure de dégager un excédent cette année. Pour autant,



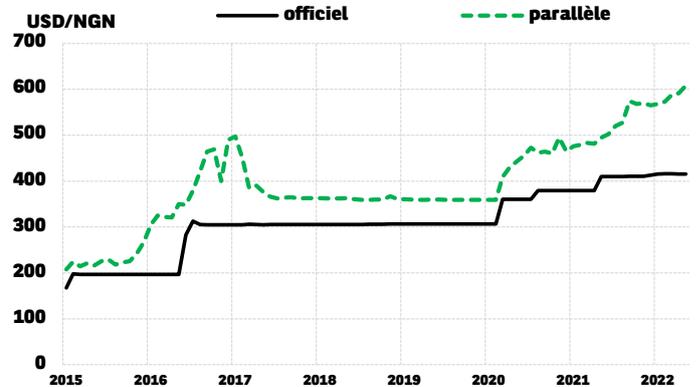
les problèmes de liquidité extérieure persistent. Tombées à un point bas de USD 33,7 mds en mars 2020, les réserves de change se sont stabilisées ensuite autour de USD 35 mds. Mais cette stabilisation s'est faite au prix d'un rationnement strict de devises et d'une compression forte des importations. Après être remontées à USD 41,5 mds en septembre 2021, grâce à l'allocation de DTS du FMI et à une importante émission euro-obligataire, les réserves de change sont de nouveau en baisse depuis octobre (USD 38,4 mds en mai). L'écart entre le taux de change officiel et le taux parallèle s'est également accru pour dépasser 40% aujourd'hui contre 22% à la mi-2021 (graphique 2).

La volonté des autorités monétaires de préserver la stabilité du taux de change (malgré quelques ajustements) continue de peser fortement sur la quantité de dollars disponible dans l'économie. Cette pénurie se répercute sur l'inflation dans la mesure où des pans entiers de l'économie se sont tournés vers le marché parallèle pour les achats de produits importés. Cela affaiblit aussi l'attractivité financière du Nigéria. Les entrées de capitaux se sont encore écroulées en 2021 après le choc de 2020. Elles sont passées de USD 23,7 mds en 2019 à USD 6,7 mds en 2021. La situation ne devrait guère s'améliorer à court terme compte tenu du resserrement de la liquidité mondiale. Les autorités ont déjà émis des euro-obligations en mars 2022, mais la hausse des spreads sur les titres souverains nigériens (EMBI), de 344 points de base (pb) depuis avril, traduit une défiance accrue des investisseurs. Ils atteignent désormais 962 pb, soit l'un des spreads les plus élevés parmi les émetteurs africains.

Alors que les entrées de capitaux étrangers devraient rester déprimées, le Nigéria est également exposé à un risque de sorties de capitaux à court terme, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire américaine et de montée de l'aversion au risque des investisseurs internationaux. De fait, le stock total de « hot money » (stock d'investissements de portefeuille et dette à court terme) reste significatif, équivalant à 44% des réserves de changes à fin 2021.

La situation des finances publiques est encore plus préoccupante. Entre le poids élevé des subventions énergétiques et la baisse de la production pétrolière, le gouvernement nigérien n'avait déjà pas profité de la remontée des cours du pétrole en 2021. Ce sera encore le cas en 2022. Le coût supporté par la compagnie nationale d'hydrocarbures dans le cadre de la politique énergétique devrait atteindre presque 2 points de PIB, soit plus de 20% du total des revenus budgétaires du gouvernement. Hors hydrocarbures, les recettes sont structurellement faibles (inférieures à 5% du PIB) et la flexibilité est limitée en raison du niveau extrêmement bas des dépenses en capital (autour de 2% du PIB). Malgré la hausse prononcée du PIB nominal, les indicateurs des finances publiques vont donc rester dégradés cette année. Le déficit budgétaire est attendu à 5,5% du PIB en 2022 et la dette publique devrait s'accroître légèrement à 31% du PIB. À ce stade, la soutenabilité de la dette n'est pas menacée, d'autant que sa structure est favorable (70% de l'encours est libellé en monnaie locale) et que le Nigéria n'a pas d'importantes tombées de dette euro-obligataire à court terme. Néanmoins, la dynamique de dette inquiète - la dette publique atteignait seulement 13% du PIB en 2014 - et son coût élevé entrave la marge de manœuvre du gouvernement et sa capacité à faire face à de nouveaux chocs. Plus de 30% des recettes du gouvernement sont désormais alloués au paiement des charges d'intérêt, contre moins de 10% en 2014.

## NIGÉRIA : TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, NAIRAMETRICS, BNP PARIBAS

## CROISSANCE VIGoureuse EN 2022, INCERTITUDES AU-DELÀ

La persistance de tensions sur les comptes externes et les finances publiques n'a pas entamé la vigueur de la reprise pour le moment. Certes, la croissance au T1 2022 a décéléré à 3,1% contre 4% au trimestre précédent mais cela traduit avant tout la chute de 26% du PIB pétrolier. Hors hydrocarbures, la dynamique est restée solide (+6,1%) grâce à la bonne performance du secteur tertiaire (+7,4% ; 54% du PIB). Les indicateurs avancés pour le T2 restent plutôt bien orientés. Sous réserve que la production pétrolière ne diminue plus, la croissance du Nigéria pourrait atteindre 3,4% en 2022, soit un taux inchangé par rapport à 2021, ce qui constituerait une performance assez remarquable compte tenu de la dissipation de l'effet de rattrapage post-covid.

Néanmoins, à ce rythme, il faudra attendre 2025 pour que le PIB réel par habitant retrouve son niveau de 2019. En outre, en l'absence de changements structurels profonds, le Nigéria restera exposé aux fluctuations des cours du pétrole.

Des élections présidentielles vont se tenir en février 2023. Si les deux candidats sont connus, leurs programmes de réformes restent à définir. La refonte du système de subventions énergétiques devrait être un chantier prioritaire, mais elle restera un sujet extrêmement sensible sur le plan social. Le gouverneur de la banque centrale (dont le mandat expire en juin 2024) n'a cessé de répéter son opposition à la flexibilisation du régime de change pour les mêmes raisons.

En revanche, des améliorations devraient venir du démarrage au second semestre 2022 d'une méga-raffinerie, dont la capacité suffira à couvrir les besoins en pétrole du Nigéria. Le regain d'intérêt des investisseurs pour ses vastes réserves de gaz pourrait aussi permettre de revitaliser un secteur à la peine depuis de nombreuses années. Mais il en faudra bien plus pour permettre au Nigéria de retrouver le chemin d'une croissance supérieure à 5% qui prévalait au tournant des années 2010.

Achévé de rédiger le 30 juin 2022

**Stéphane ALBY**

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Perrine Guérin  
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



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

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change