

EDITORIAL

2

La fragilité de la reprise dans les pays émergents se confirme. Plusieurs économies, en Asie et en Amérique latine, ont connu un trou d'air au T2 2021. Les répliques de la pandémie liées à l'apparition de variants se traduisent par des arrêts de production jusqu'à présent transitoires mais qui entament la confiance des entreprises. Ces dernières subissent également des contraintes d'offre (goulets d'étranglement, pénurie d'énergie).



CHINE

3

Ajustements douloureux



INDE

5

Légère consolidation



MALAISIE

7

Hausse du risque budgétaire



CORÉE DU SUD

9

Économie complexe



BRÉSIL

11

Consolidation fragile de la reprise



MEXIQUE

13

Inévitable dégradation des finances publiques



HONGRIE

15

Croissance à plein régime



TURQUIE

17

Croissance et inflation au menu



ÉGYPTE

19

Des perspectives positives à court terme



E.A.U.

21

Une reprise économique inégale



ALGÉRIE

23

Du répit sans embellie



ÉTHIOPIE

25

Un tigre qui ne rugit plus

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

2

UN ÉTÉ MOROSE

La fragilité de la reprise dans les pays émergents se confirme. Plusieurs économies, en Asie et en Amérique latine, ont connu un trou d'air au T2 2021. Les répliques de la pandémie liées à l'apparition de variants se traduisent par des arrêts de production jusqu'à présent transitoires mais qui entament la confiance des entreprises. Ces dernières subissent également des contraintes d'offre (goulets d'étranglement, pénurie d'énergie) qui contribuent à une accélération de l'inflation et pèsent indirectement sur la confiance des ménages. Enfin, l'économie chinoise inquiète avec une consommation des ménages en berne et des secteurs de la construction et de l'immobilier en grande difficulté. Point positif, selon les estimations de l'IIF, l'endettement du secteur privé non financier n'a pas connu de véritable choc post-Covid, contrairement à la dette publique.

UNE REPRISE CHAOTIQUE

La reprise dans les économies émergentes se révèle très chaotique. Au deuxième trimestre 2021, le PIB a rechuté pour un tiers des 27 pays de notre échantillon. La croissance s'est renforcée uniquement pour les pays membres de l'Union européenne grâce notamment au rebond dans la zone euro. Le trou d'air a surtout touché les pays d'Asie et s'explique principalement par les mesures de confinement consécutives aux vagues de contamination par les variants de la Covid-19 (Inde, Malaisie notamment). Pour autant, jusqu'en juin les exportations sont restées dynamiques, même en Asie, et ont accéléré dans les autres régions. Elles sont encore inférieures à leur niveau de 2019 uniquement dans la zone Afrique-Moyen Orient en raison des quotas sur la production de pétrole maintenus par l'OPEP+.

LES ÉVOLUTIONS DE L'ÉTÉ NE CONDUISENT PAS À L'OPTIMISME

Certes, les campagnes de vaccination se déploient de façon accélérée. Mais le climat de confiance des entreprises se détériore (sauf en Europe centrale) et l'accélération de l'inflation pèse sur la confiance des ménages, et oblige de plus en plus de banques centrales à relever leurs taux directeurs. Les hausses sont encore très mesurées (même les banques centrales du Brésil et de la Russie, qui ont été très réactives, sont restées « *behind the curve* »). Cette prudence est d'ailleurs justifiée par i/ l'inertie de l'inflation sous-jacente par rapport à l'inflation totale (notamment en Asie) et ii/ les enquêtes auprès des entreprises, dans lesquelles le ratio entre l'indice (de diffusion) sur l'évolution des prix de vente et celui sur les prix des consommations intermédiaires est généralement inférieur à 1.

Les investissements de portefeuille ont reflué avec les anticipations de *tapering* aux États-Unis et les taux de change ont continué de se déprécier contre le dollar US. Surtout, l'économie chinoise inquiète avec une consommation des ménages en berne, un secteur industriel pénalisé par des contraintes d'offre et des secteurs de la construction et de l'immobilier en grande difficulté. Cette inquiétude s'est déjà traduite par un retournement des prix des métaux depuis la mi-septembre.

Enfin, la menace d'un ralentissement plus fort qu'attendu de l'économie chinoise au dernier trimestre 2021 et en 2022 constitue un nouveau risque pour la croissance des pays émergents. Si le ralentissement se limite au secteur de la construction et de l'immobilier, l'impact sur la demande chinoise pourrait être limité, la hausse des dépenses d'infrastructure pouvant compenser partiellement le choc sur la construction résidentielle déjà en cours. Mais l'effet indirect *via* le canal des matières premières sera plus rapide. Il frappera d'abord les pays d'Amérique latine qui sont à la peine et dont on pouvait espérer un gain de croissance potentielle du cycle haussier des cours des matières premières.

LE CHOC DE LA COVID-19 N'A PAS ENTRAÎNÉ D'EXCÈS MASSIF DE DETTES PRIVÉES

La dernière mise à jour du *Global Debt monitor* de l'IIF permet de tirer un bilan provisoire de l'impact de la crise sanitaire sur l'endettement des pays émergents. L'augmentation médiane¹ du ratio de dette publique sur PIB a été d'environ de 10 points de PIB entre décembre 2019 et juin 2021. Par comparaison, le choc de Lehman Brothers en 2008 n'avait entraîné qu'une hausse de 5 points. En revanche, pour le secteur privé non financier, la hausse (environ 3,5 points en médiane également) au cours des deux épisodes est équivalente. Plus étonnant en apparence, la dette des entreprises n'a pas davantage augmenté que celle des ménages alors que les premières ont bénéficié de lignes de financement d'urgence. Il est possible qu'avec l'absence ou la faible couverture de l'assurance chômage, certains ménages aient été obligés d'avoir recours au crédit pour compenser la perte de leur emploi ou de leurs revenus (Afrique du Sud, Brésil, Colombie, Malaisie, Thaïlande). Au total, bien que l'IIF pointe régulièrement le niveau élevé et croissant de la dette mondiale tant publique que privée, l'endettement global du secteur privé non financier dans les pays émergents n'a pas connu de véritable choc post-Covid. Signalons toutefois deux exceptions, l'Arabie saoudite et la Russie, où la dette des entreprises non financières a progressé de 14 points de PIB. Le secteur privé non financier russe n'est toutefois pas en situation d'excès de dette (le *credit gap* est inférieur à 5 pp). Ces deux économies sont vulnérables compte tenu des contraintes structurelles liées à leur faible diversification qui limite leur potentiel de croissance.

Un autre enseignement des estimations de l'IIF est que le choc de la Covid-19 n'a pas accru la vulnérabilité extérieure des pays émergents. Au niveau agrégé, la hausse de la dette en devises des agents non financiers (États, entreprises et ménages confondus) a été plus que compensée par l'augmentation des réserves officielles de change malgré la volatilité des investissements de portefeuille. Le ratio entre la dette en devises et les réserves de change a diminué dans la très grande majorité des pays à l'exception notable de la Turquie et, dans une moindre mesure, l'Arabie saoudite et la Colombie. Autre point positif, la capacité des principaux pays émergents à émettre de la dette, soit sur les marchés internationaux, soit sur leur marché domestique, est restée inchangée. À quelques exceptions (Turquie, Brésil, Colombie), les primes de CDS sur les dettes souveraines ne se sont que faiblement écartées depuis mars 2020 malgré l'augmentation des besoins de financement des États. Ces derniers ont pu compter sur l'épargne locale mais aussi sur les investisseurs non-résidents.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹ Le calcul en médiane est préférable à celui en moyenne en raison du poids de la Chine et Hong Kong et des pays de l'échantillon qui ne sont plus des pays « émergents » (Corée du Sud, Singapour).



AJUSTEMENTS DOULOUREUX

L'économie chinoise traverse une période d'importants ajustements. Ceux-ci sont d'abord la conséquence des resserrements réglementaires soudains imposés par Pékin dans divers secteurs tels que l'immobilier, certaines nouvelles technologies ou des activités liées aux enjeux sociétaux du pays. Les ajustements résultent également des problèmes d'excès de dette de certaines entreprises, publiques et privées, et de la volonté des autorités de durcir leur accès au crédit et d'assainir les pratiques financières. Les défauts de paiement des entreprises se multiplient donc, et les difficultés du promoteur immobilier Evergrande sont symptomatiques des changements en cours. L'enjeu pour les autorités est de garder le contrôle de ces événements afin de contenir leurs effets négatifs sur la confiance dans le système financier, sur les conditions de crédit des autres agents économiques et sur la croissance.

NOUVELLES MENACES SUR LA CROISSANCE

Le rebond post-Covid de l'économie chinoise a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance de l'activité se sont normalisés à partir de mars. Le ralentissement s'est toutefois avéré particulièrement marqué pendant l'été, et généralisé à l'ensemble des secteurs. Il a été induit à la fois par des facteurs ponctuels et des causes plus durables.

Tout d'abord, les restrictions de mobilité, réintroduites en août en réponse à la résurgence épidémique et à la menace du variant delta de la Covid-19, ont porté un nouveau coup dur à la consommation privée. La croissance des volumes de ventes au détail est tombée à +0,9% en glissement annuel en août, contre 6,4% en juillet et 11,9% au T2 2021. L'activité dans les services (+4,8% en g.a. en août contre 7,8% en juillet et 13,9% au T2) a fortement souffert de ces mesures de confinement. Elle a également subi les effets des changements réglementaires dans des secteurs comme le numérique, le soutien scolaire ou les jeux vidéo.

Par ailleurs, le durcissement du cadre macro-prudentiel et des conditions de crédit a pénalisé le marché immobilier. S'est ajouté le resserrement de la politique budgétaire au S1 2021, qui a conduit à un important ralentissement de l'investissement dans les projets d'infrastructures publiques (cf. graphique). Les autorités ont en effet ajusté rapidement leur politique économique à la suite du rebond post-Covid de l'an dernier, afin de redonner la priorité aux efforts de désendettement des collectivités locales et des entreprises – notamment des promoteurs immobiliers et des sociétés publiques.

Enfin, diverses contraintes d'approvisionnement ont pénalisé le secteur industriel. Les coupures d'électricité dans les usines se sont multipliées, à cause de pénuries provoquées, entre autres, par la forte demande, une production d'énergie contrainte par la hausse des prix du charbon et des rationnements imposés par certaines provinces cherchant à atteindre leurs objectifs de réduction d'émissions de CO₂. Néanmoins, jusqu'en août, la croissance industrielle n'avait ralenti que modérément (+5,3% en g.a. contre 6,4% en juillet et 9% au T2), accompagnant la performance toujours solide des exportations (encore +25% en g.a. en valeur en août). Autre élément favorable, l'investissement dans le secteur manufacturier a été dynamique pendant l'été, soutenu par la bonne tenue des profits des entreprises et un taux d'utilisation des capacités de production historiquement élevé (78,4% au T2 2021).

En dépit d'une grande prudence des ménages, la consommation et l'activité dans les services devraient se redresser dès septembre avec la levée de la plupart des restrictions de mobilité et, dans une moindre mesure, grâce aux progrès de la campagne de vaccination (plus de 70% de la population ont reçu deux injections). L'inflation toujours très faible des prix à la consommation (+0,8% en g.a. en août) pourrait aussi encourager les dépenses. Et les autorités devraient à nouveau soutenir la demande intérieure principalement via des mesures très

PRÉVISIONS

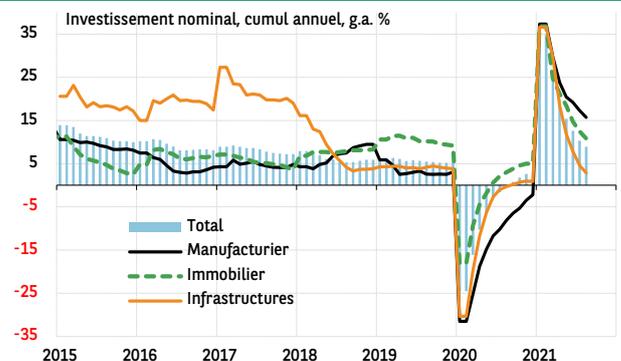
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.0	2.3	7.8	5.6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	1.2	2.8
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.7	-3.2	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	20.6	21.0	21.7
Balance courante, % du PIB	0.7	1.9	1.9	1.7
Dette externe totale, % du PIB	14.5	16.3	15.1	15.8
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 282	3 322
Réserves de change, en mois d'imports	14.9	16.3	14.0	12.9

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 1

SOURCE : NBS

ciblées d'assouplissement du crédit et le rebond de l'investissement public. En revanche, les contraintes d'offre dans l'industrie pourraient persister encore plusieurs mois. Surtout, les ajustements actuellement menés par les autorités créent, au moins à court terme, de nouvelles contraintes sur la croissance.

Premièrement, l'environnement réglementaire devient moins prévisible et moins favorable à l'investissement privé dans divers secteurs considérés comme sensibles par Pékin. Il s'agit notamment de certaines nouvelles technologies proposant des services aux consommateurs, de la collecte des données et d'activités liées à des enjeux sociétaux (tels que l'éducation ou la répartition des richesses).

Deuxièmement, les difficultés et défauts de paiements des entreprises – publiques et privées – se multiplient sous l'effet conjugué : i) du poids

de leur dette¹ et de la dégradation de leur performance financière à la suite de la crise de l'an dernier, et ii) des mesures prises par les autorités pour désendetter certains secteurs en resserrant leurs conditions d'accès au crédit, et assainir les pratiques du système financier (avec par exemple la mise en faillite d'entreprises non viables et l'affaiblissement des garanties apportées par l'État).

LA PROSPÉRITÉ COMMUNE, L'IMMOBILIER ET EVERGRANDE

Dans ce contexte, le secteur immobilier est particulièrement exposé. D'une part parce que le marché immobilier résidentiel joue un rôle important dans la stratégie de développement à moyen terme : la modération des prix et l'amélioration de l'accessibilité au logement doivent aider à stimuler la consommation des ménages ainsi que participer à la réduction des inégalités et à la réalisation de la « prospérité commune » – objectif dorénavant prioritaire de Pékin.

D'autre part, le secteur immobilier est l'un des plus lourdement endettés et a également largement profité des mesures d'assouplissement monétaire mises en œuvre pendant la crise sanitaire au S1 2020. Les autorités y ont donc fortement durci les conditions de crédit et le cadre prudentiel à partir du T3 2020. Elles ont introduit de nouvelles limites à l'exposition des banques au secteur² et imposé aux promoteurs immobiliers trois « lignes rouges » à respecter en matière de ratios financiers³. Des mesures ont également été mises en place par de nombreuses provinces pour décourager les transactions spéculatives et ralentir la hausse du coût du logement.

Dans ce cadre de plus en plus restrictif, les entreprises du secteur immobilier ont rencontré des problèmes croissants de financement et de trésorerie au cours des derniers mois. La croissance des prêts bancaires aux promoteurs (qui ne représentent qu'une partie des financements du secteur) a chuté à 2,8% en g.a. à la mi-2021 contre 8,4% à la mi-2020. Celle des prêts hypothécaires est tombée à 8,6% contre 14,8% sur la même période. Cette correction devrait s'aggraver au S2 2021. Les constructions et les ventes de logements ont marqué le pas, réduisant encore les liquidités des promoteurs (cf. graphique).

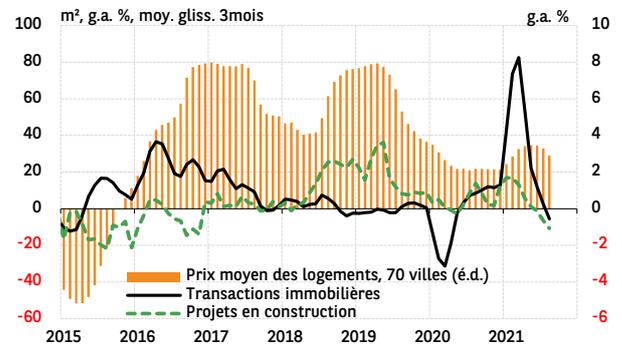
Le cas d'Evergrande est symptomatique des difficultés du secteur. Les derniers jours de septembre, ce promoteur, le plus important du pays et le plus lourdement endetté, n'a pas remboursé une partie de ses intérêts dus à des créanciers locaux ni sur sa dette obligataire en dollars. Les autorités n'ont accordé aucune mesure de soutien direct.

QUELLES CONSÉQUENCES?

Les efforts de désendettement des entreprises et l'assainissement des pratiques financières sont des évolutions positives devant conduire à une meilleure allocation du capital à moyen terme. À court terme, cependant, l'ajustement est douloureux. Les premiers défauts d'Evergrande ont eu un effet immédiat sévère sur la confiance et les marchés financiers, ne serait-ce qu'à cause de la taille de l'entreprise (qui représentait près de 5% de la valeur totale des transactions immobilières du pays en 2020) et de l'importance et du profil de sa dette (principalement à court terme)⁴. Les difficultés d'Evergrande ont aussi affecté les paiements aux fournisseurs et les remboursements de crédits du *shadow banking*, accélérant la diffusion des tensions sur la liquidité à d'autres institutions.

Les marchés obligataires ont ces dernières semaines accru leur différenciation des promoteurs immobiliers en fonction de leur notation, et un certain nombre de petites sociétés du secteur, qui ont vu se

CORRECTION SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

fermer leur accès aux financements, pourraient également faire défaut. En revanche, les émetteurs obligataires d'autres secteurs ne semblent pas, jusqu'à présent, avoir été très affectés. De plus, le secteur bancaire est stable. Son exposition à l'immobilier est élevée, avec des prêts représentant 28% du total des prêts bancaires au S1 2021 (dont 21% de prêts hypothécaires et 7% de prêts aux promoteurs), soit 46% du PIB. Certaines petites banques seront fragilisées, mais les grandes banques sont suffisamment capitalisées, provisionnées et robustes pour résister au choc (et leur exposition directe à Evergrande est gérable). - Surtout, les autorités ont la capacité de contenir les effets de contagion sur les conditions de financement du reste de l'économie et prévenir les risques d'instabilité dans le système financier. La banque centrale injecte des liquidités de manière continue depuis quelques jours, et le gouvernement intervient dans les négociations entre Evergrande et les créanciers ainsi que dans son processus de restructuration (ventes d'actifs, injections de fonds par d'autres promoteurs, etc.).

Il est peu probable que le choc Evergrande entraîne une crise de liquidité généralisée du système financier. En revanche, le processus forcé de désendettement des promoteurs aura des conséquences importantes sur la croissance. Les achats de terrains, l'activité de construction et les ventes de logements devraient continuer de fléchir à court terme. Or, les secteurs de la construction et de l'immobilier sont un moteur essentiel de la croissance chinoise. Ils représentent 15% du PIB, et même 25% si on inclut l'ensemble des activités indirectement liées. L'investissement immobilier compte pour près d'un quart de l'investissement total. En outre, les ventes de terrains sont une source importante de revenus des collectivités locales, et le patrimoine des ménages, en particulier dans les zones urbaines, est majoritairement investi dans l'immobilier. Les autorités, tout en laissant faire la liquidation de certains promoteurs immobiliers parmi les plus fragiles, devraient donc agir de manière à éviter un effondrement durable du secteur (par exemple grâce à un assouplissement des conditions sur les prêts hypothécaires, et un soutien à la liquidité des entreprises les plus solides). La finalisation des projets de construction déjà existants d'Evergrande devrait aussi être une priorité des autorités, afin de répondre au mécontentement des familles en attente de leurs logements.

Achévé de rédiger le 30 septembre 2021

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ La dette des entreprises chinoises (essentiellement en monnaie locale) représentait 159% du PIB à la mi-2021 contre 152% fin 2019.

² Le plafond sur la part des prêts immobiliers (promoteurs + ménages) dans le total des prêts varie en fonction de la taille de la banque (avec un maximum de 40% pour les plus grandes institutions). Les banques ont 2 à 4 ans pour atteindre leur limite.

³ Les ratios à respecter sont : dette/actifs <70%, liquidités/dette court terme >1 et dette nette/capitaux propres <100%. Les promoteurs ont 2 ans pour améliorer leurs ratios. Plus un promoteur dépasse les limites, plus son accès au crédit est restreint. Au S1 2021, 7 des 50 plus gros promoteurs chinois dépassaient les trois « lignes rouges ».

⁴ Le total des dettes et engagements d'Evergrande est proche de USD 300 mds, soit 2% du PIB chinois.



LÉGÈRE CONSOLIDATION

La situation économique et financière de l'Inde s'est légèrement consolidée depuis l'été. Après avoir enregistré une forte contraction au T2 en raison de la propagation de l'épidémie de Covid-19, l'activité économique a sensiblement rebondi au T3. Elle n'est toutefois pas à l'abri d'une troisième vague épidémique dans la mesure où seulement 20% de la population est entièrement vaccinée. Les perspectives de croissance pour le reste de l'année restent bien orientées. La consommation des ménages va bénéficier du recul de l'inflation et de la hausse des dépenses du gouvernement. Les entrepreneurs restent confiants, même si leurs intentions d'investissement sont encore prudentes. Les taux d'intérêt sur les crédits sont bas et le secteur bancaire, toujours fragile, se porte mieux qu'il y a trois ans. Sur les cinq premiers mois de l'année budgétaire (avril-août 2021), les recettes budgétaires ont fortement augmenté et le gouvernement pourrait réviser à la baisse son objectif de déficit budgétaire pour l'année en cours, de 6,8% à 6,2% du PIB. Le ratio de dette rapportée au PIB, devrait diminuer, au moins cette année, éloignant le risque d'une dégradation de la note souveraine par les agences.

REBOND DE LA CROISSANCE ATTENDU AU T3 2021

Corrigée des variations saisonnières, l'activité indienne s'est contractée de plus de 12,7% au deuxième trimestre 2021 par rapport au trimestre précédent selon nos estimations. Cette contraction est la conséquence des mesures de confinement prises pour enrayer la propagation de l'épidémie de Covid-19. Le recul du PIB reste toutefois sans commune mesure avec celui enregistré un an plus tôt. En outre, dès le mois de juin, les indicateurs d'activité ont rebondi et les résultats d'enquête de juillet-août confirment cette amélioration. Cependant, le niveau d'activité en août était toujours inférieur à ce qui prévalait au T1 2021 et la reprise semble s'essouffler. Les ménages restent beaucoup moins optimistes que les chefs d'entreprises et leur moral peine à rebondir. Bien qu'en baisse, le niveau d'inflation reste élevé (5,3% en août 2021). Le taux de chômage est supérieur au niveau qui prévalait avant la deuxième vague épidémique (7,5% fin septembre 2021) et le niveau de l'emploi a continué de se contracter. Ce dernier a atteint seulement 34,6% alors qu'il s'établissait à près de 40% avant la crise. De plus, même si la situation financière des entreprises s'est consolidée, l'investissement privé est toujours faible si l'on en croit l'évolution du crédit bancaire et de la production de biens en capital. Sur les sept premiers mois de l'année calendaire, les projets d'investissement restaient inférieurs à ceux de 2020 alors même que les taux d'intérêt ont atteint un point bas au T2 2021 (le taux d'intérêt moyen sur les crédits nouvellement octroyés en roupies était de 7,8% contre 9,3% avant la crise).

Par ailleurs, le pays reste vulnérable à un nouveau choc épidémique car moins de 20% de la population était entièrement vaccinée fin septembre 2021. Au deuxième semestre de l'année budgétaire en cours, la croissance devrait être soutenue par la hausse des dépenses du gouvernement, des exportations qui devraient rester dynamiques et la reprise de l'activité dans les services conjointement à la diffusion du vaccin et à la décélération de l'inflation. D'ici fin 2021, le taux de vaccination pourrait être de 40%.

LÉGÈRE CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques restent fragiles. Mais sur les cinq premiers mois de l'exercice budgétaire 2021/2022, elles se sont légèrement consolidées, éloignant le spectre d'une dégradation de la note souveraine par les agences de rating.

Au cours de l'année budgétaire 2020/2021, les finances publiques se sont fortement détériorées en raison de l'augmentation des dépenses alors que les recettes sont restées extrêmement modestes. Le déficit du gouvernement a atteint 9,2% du PIB alors qu'il s'élevait à seulement

PRÉVISIONS

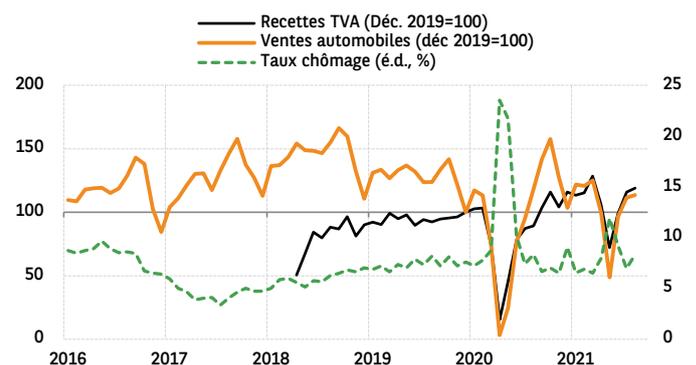
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-7.2	7.0	11.2
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	6.1	5.4	4.5
Solde budgétaire gouv et adm. (1) / PIB (%)	-7.3	-13.7	-10.8	-9.0
Dette du gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	72.2	88.3	87.2	86.3
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.9	-1.4	-1.7
Dette extérieure(1) / PIB (%)	19.9	21.6	20.8	20.4
Réserves de change, mds USD	457	542	585	615
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	9.2

(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

INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

3,8% du PIB en moyenne au cours des cinq années précédentes. Par ailleurs, on estime que le déficit de l'ensemble des administrations pourrait avoir atteint 13,7% du PIB. De même, la dette publique représenterait 88% du PIB (contre 72% du PIB un an plus tôt). Même si son financement n'est pas problématique au regard de sa structure peu risquée (en monnaie nationale, à taux fixe et avec une maturité longue), les agences de notation ont mis la note souveraine en perspective négative au regard de la faible base fiscale (les revenus

du gouvernement en baisse régulière depuis l'exercice 2017/2018 ne s'élevaient qu'à 8,6% du PIB avant la crise) et de la forte hausse des intérêts (40% des recettes l'année dernière) conjointement à la hausse de la dette.

Dans son exercice budgétaire 2021/2022, le gouvernement a prévu de réduire son déficit à 6,8% du PIB. Avec une croissance prévue de 14,4% (en termes nominaux), le ratio de la dette rapportée au PIB devrait s'améliorer, si le gouvernement parvient à atteindre son objectif.

La bonne tenue des finances publiques sur les cinq premiers mois de l'année 2021/2022 est encourageante. En effet, seulement 31% du déficit annuel prévu a été atteint sur cette période, ce qui n'avait jamais été le cas depuis l'exercice 2011/2012. Ce bon résultat s'explique par une très forte hausse des recettes (+130% par rapport à la même période en 2019) qui ont atteint 42,4% de la cible annuelle (contre une moyenne de 29% au cours des cinq dernières années), reflet d'une forte augmentation des prélèvements fiscaux (notamment des recettes de TVA). En revanche, les revenus issus des privatisations pourraient, une fois encore, être bien inférieurs à l'objectif fixé par les autorités. La principale incertitude porte sur l'évolution des recettes sur le reste de l'année. Il semblerait en effet que les bons résultats sur les premiers mois de l'exercice 2021/2022 correspondent à des retards de paiements qui auraient dû être perçus l'année précédente. Si, au contraire, l'amélioration reflète une hausse pérenne de la base fiscale, alors les recettes du gouvernement pourraient atteindre 9,9% du PIB sur l'ensemble de l'année, soit le niveau le plus élevé depuis l'exercice 2013/2014.

Les dépenses n'ont atteint que 22,8% de la cible annuelle. Point positif, la part des investissements en capital a augmenté. De plus, même si le gouvernement a annoncé des programmes de soutien à l'économie en raison de la deuxième vague épidémique, le coût budgétaire direct restera modeste (0,2% du PIB).

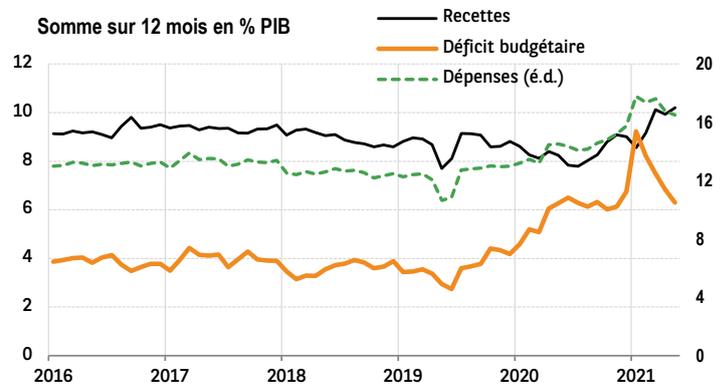
Finalement, l'objectif fixé par les autorités de réduire le déficit à 6,8% du PIB semble atteignable. Il pourrait même être révisé à la baisse à 6,2% du PIB. De plus, l'État n'a pas de difficulté à se financer. Le ministère des Finances estime que 55% des émissions nettes de dette seront souscrites directement par la banque centrale qui détenait en juin 2021 plus de 17% de la dette contre seulement 14% un an plus tôt. La part de la dette détenue par les investisseurs étrangers reste extrêmement modeste (6%). En outre, sur la première moitié de l'année budgétaire, le gouvernement n'a rencontré aucune difficulté pour placer ses obligations sur le marché. Il a emprunté à un taux moyen de seulement 6,2% et une maturité moyenne de 16,7 ans.

SECTEUR BANCAIRE ENCORE FRAGILE MAIS RÉSISTANT

En juillet 2021, la Banque centrale indienne (*Reserve Bank of India*, RBI) a confirmé la bonne résistance du secteur bancaire à la crise de la Covid-19. Bien que toujours fragile, il est plus solide qu'il y a trois ans.

La qualité des actifs s'est améliorée pendant l'année budgétaire 2020/2021. Les créances douteuses ne constituaient en mars 2021 « que » 7,5% des crédits de l'ensemble du secteur bancaire contre un pic de 11,5% en mars 2018. L'adoption par le gouvernement de quatre programmes de prêts garantis aux petites et moyennes entreprises ainsi qu'aux secteurs en grande difficulté, entre mai 2020 et juin 2021, (*Emergency Credit Line Guarantee Scheme*) a permis de contenir la hausse des risques de crédit. Ces prêts constituent, selon Fitch, plus de 10% de l'encours des crédits du secteur bancaire (i.e. près de 5% du PIB). Néanmoins, alors que la qualité des actifs s'est consolidée dans les secteurs de l'agriculture, de l'industrie et des services, elle

FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MOF, CEIC

s'est légèrement dégradée pour les prêts personnels, même si la part des crédits risqués reste contenue (2,1% de l'ensemble des prêts personnels). Les secteurs d'activité qui concentrent le plus de prêts risqués restent la joaillerie et la construction.

Dans le même temps, le taux de couverture des créances douteuses par les provisions, bien que toujours modeste, s'est élevé à 68,9% en mars 2021 et le ratio de solvabilité a atteint un niveau satisfaisant de 16%.

Par ailleurs, bien que la situation des banques publiques reste beaucoup plus fragile que celle des banques privées, la banque centrale estimait en juillet qu'elles seraient en mesure de faire face à la hausse des risques de crédit. Dans son scénario central (la croissance atteindrait 9,5% sur l'ensemble de l'année budgétaire en cours), la RBI anticipe une dégradation du ratio de créances douteuses de 7,5% en mars 2021 à 9,8% en mars 2022. Néanmoins, le ratio de solvabilité se maintiendrait à un niveau suffisant (15,5%) pour satisfaire aux exigences réglementaires. En outre, même dans le pire scénario (celui d'une croissance de seulement 0,9%), toutes les banques (y compris les banques publiques) respecteraient le ratio réglementaire de 9%.

La principale inquiétude porte sur la capacité des banques à accroître leur offre de crédit. Depuis deux ans maintenant, la croissance du crédit s'est nettement modérée (+6,1% en glissement annuel en juillet 2021) en particulier dans l'industrie (+1% en g.a. en juillet). Seuls les prêts aux particuliers continuent d'enregistrer une croissance soutenue (+11,2% en g.a.). Pour permettre aux banques de soutenir la reprise, le gouvernement avait annoncé en février 2021 la création d'un organisme de défaillance : la *National Asset Reconstruction Company Ltd* (NACL). Sa mise en fonction, prévue initialement pour le mois de juin a été retardée et la RBI estimait en septembre dernier que le transfert de la première partie des créances douteuses par les banques publiques et les sociétés financières non bancaires publiques, d'un montant total de INR 900 mds sur les INR 2000 mds prévus (1,8% des crédits i.e. 0,9% du PIB), ne pourrait pas avoir lieu avant la fin 2021.

Achévé de rédiger le 30 septembre 2021

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



MALAISIE

7

HAUSSE DU RISQUE BUDGÉTAIRE

Alors que la situation politique s'est légèrement stabilisée avec la nomination d'un nouveau Premier ministre, le contexte économique s'est dégradé. La propagation du Covid-19 à partir du mois d'avril a contraint le gouvernement à imposer de nouveaux confinements entraînant une contraction de l'activité au T2 2021. La situation ne devrait guère s'améliorer avant le T4 avec la levée des restrictions sanitaires grâce à l'accélération de la campagne de vaccination. Pour tenter de soutenir la croissance, le gouvernement a multiplié les plans de soutien à l'économie alors que les recettes étaient inférieures à la cible annuelle sur les sept premiers mois de l'année. Selon le gouvernement, le déficit budgétaire pourrait ainsi atteindre entre 6,5% et 7% du PIB et rester bien au-dessus des niveaux enregistrés avant l'épidémie, au cours des deux prochaines années. Le gouvernement a annoncé qu'il demanderait le relèvement du plafond de la dette au Parlement en octobre. Même si l'État central se refinance facilement sur le marché domestique, il fait face à une baisse structurelle de ses recettes et à une augmentation de la charge d'intérêt.

CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ AU T2 2021

Après avoir enregistré une contraction de l'activité de 5,6% en 2020, la croissance en Malaisie devrait être beaucoup plus modeste qu'initialement anticipé. Le rebond épidémique au sein d'une population alors peu vaccinée a interrompu la reprise.

Le pays a été fortement touché par la dernière vague épidémique de Covid-19, laquelle a débuté en avril et s'est accentuée en juin. Les restrictions imposées, dès le mois de mai, par le gouvernement (fermeture des commerces non essentiels, limitation des déplacements inter-régionaux) et renforcées en juin avec la fermeture d'entreprises de certains secteurs d'activité et l'instauration d'un taux maximum de présence des employés de 60% dans les secteurs toujours en activité en dépit de l'épidémie ont généré une forte baisse de la demande intérieure et une hausse du taux de chômage (+0,3pp à 4,8% en juin). Ainsi, au T2 2021, l'activité économique s'est contractée de 2% en données CVS par rapport au trimestre précédent. La consommation des ménages et les investissements des entreprises ont reculé de 10,7% et 7,5% t/t respectivement alors que les exportations sont restées dynamiques.

La croissance du T3 sera affectée par les contraintes sanitaires qui étaient encore en vigueur aux mois de juillet et août dans la majorité des États, dont Kuala Lumpur et Johor qui représentent à eux deux 26% du PIB. La production industrielle s'est contractée de 6% en juillet par rapport au mois précédent. Les ventes au détail ont légèrement rebondi par rapport au mois de juin mais elles restent inférieures à ce qui prévalait sur l'ensemble du deuxième trimestre. Les ventes dans les commerces de gros ont continué de baisser. Selon l'enquête PMI, l'activité dans l'industrie se sont contractées de nouveau au mois d'août pour le troisième mois consécutif, même si l'indice PMI a enregistré un léger rebond à 43,4 (au-delà de 50, l'activité accélère).

Néanmoins, l'accélération de la campagne de vaccination (près de 63% de la population était vaccinée fin septembre 2021 contre moins de 1% début avril) a permis un allègement des contraintes sanitaires, ce qui laisse espérer un rebond sensible de la consommation des ménages au T4 2021. Sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance devrait atteindre de 4,1% selon le consensus des économistes.

LE PLAFOND DE LA DETTE RELEVÉ POUR LA DEUXIÈME FOIS DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE SANITAIRE

Les finances publiques se sont fortement dégradées. Sur l'ensemble de l'année 2020, le déficit budgétaire a atteint 6,2% du PIB contre seulement 3,3% en moyenne au cours de la période 2015-2019. Par ailleurs, en dépit d'un retour à la croissance en 2021, les finances

PRÉVISIONS

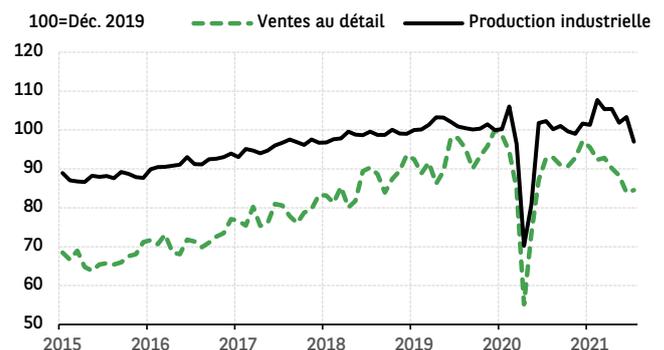
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	4.4	-5.6	4.1	5.6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.9	-1.2	2.3	0.4
Solde budgétaire, % du PIB	-3.4	-6.2	-6.1	-3.8
Dette du gouvernement % du PIB	52.4	62.1	66.3	67.9
Balance courante, % du PIB	3.5	4.2	3.1	3.0
Dette externe, % du PIB	62.6	67.6	73.2	74.0
Réserves de change, mds USD	100	100	104	106
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	6.2	5.7	5.6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

publiques pourraient se détériorer davantage pour l'année en cours. En juin, le ministère des Finances a révisé à la hausse son déficit de 5,4% du PIB initialement, à 6,5-7% compte tenu du ralentissement de la croissance induite par la nouvelle vague épidémique et des mesures de soutien budgétaires.



Sur les huit premiers mois de l'année 2021, alors même que le gouvernement affiche un objectif de recettes budgétaires particulièrement faible pour cette année (15,1% du PIB contre une moyenne de 17% sur la période 2015-2019), celles-ci n'ont atteint que 58% de la cible annuelle.

Cette baisse s'explique par l'absence de dividende exceptionnel versé par Petronas, lequel était à l'origine de 4,4% des recettes en 2020 (0,7% du PIB). Le gouvernement cherche en effet à réduire sa dépendance aux revenus du pétrole, en forte hausse depuis la suppression de la taxe sur les biens et services en 2018.

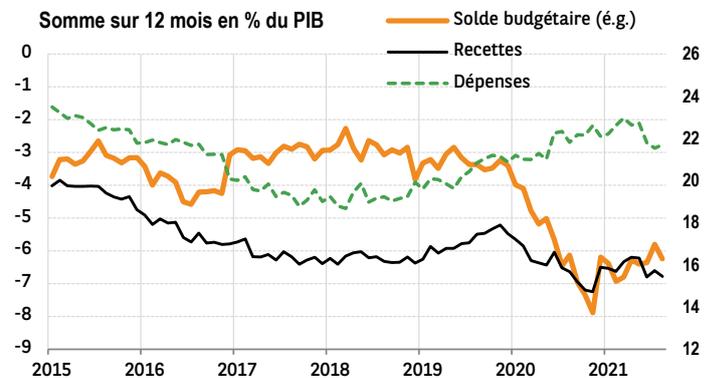
Dans le même temps, alors que le gouvernement avait initialement prévu une hausse des dépenses budgétaires de 1,1 point de pourcentage (pp) par rapport à 2020, elles ont déjà excédé leur cible annuelle (fixée à 20,5% du PIB) sur les huit premiers mois de l'année. Dans son budget initial, le gouvernement avait prévu des dépenses liées à l'épidémie de Covid-19 d'un montant supérieur à 1% du PIB. Mais avec la propagation de l'épidémie et les mesures de confinement, cette somme a été réajustée à la hausse. Entre les mois de mars et juin 2021, le gouvernement a annoncé l'adoption de quatre programmes budgétaires complémentaires (d'une valeur totale de RM 225 mds soit 16% du PIB) dont l'impact direct sur le budget devrait toutefois être limité à 2% du PIB.

Sur les huit premiers mois de l'année, le déficit a presque été entièrement financé par le marché domestique. Le gouvernement n'a eu aucune difficulté à émettre des obligations même si les taux d'intérêt sont en hausse depuis le début de l'année (les rendements des obligations à dix ans ont augmenté de 50 points de base sur les huit premiers mois de 2021).

Dans un tel contexte, le ratio de dette rapportée au PIB a continué de se dégrader sur la première moitié de l'année 2021. La dette du gouvernement fédéral (hors garanties du gouvernement et dette de 1MDB) s'élevait à 64,3% du PIB au T2 2021 (62% du PIB selon la définition retenue pour le calcul du plafond fixé par le Parlement), soit 12pp de plus que fin 2019. Par ailleurs, en incluant toutes les expositions contingentes, l'ensemble de la dette publique atteindrait 91,3% du PIB, selon nos estimations.

Le ratio de dette (tel que défini par le Parlement) étant supérieur au seuil légal fixé à 60% du PIB, le gouvernement va demander en octobre prochain son relèvement de 5 pp à 65% du PIB, pour la deuxième fois depuis la crise de la Covid-19. Le gouvernement présentera par la même occasion son budget 2022. Or, il prévoit de continuer à mener une politique budgétaire expansionniste pour atténuer les effets de l'épidémie de Covid-19. La consolidation des finances publiques sera, une fois encore, reportée. Le financement des besoins du gouvernement ne constitue pas, à ce jour, un problème. Le marché domestique local étant abondant, le gouvernement n'a pas besoin d'émettre sur les marchés internationaux. Ainsi, fin juin 2021, la dette du gouvernement était détenue à près de 76% par les résidents et libellée presque exclusivement en monnaie locale. En revanche, la hausse, depuis 2018, de la charge d'intérêts est une source d'inquiétude car cela réduit les marges de soutien du gouvernement à l'économie. Sur les six premiers mois de l'année, elle a représenté 17% des recettes (contre seulement 11% il y a cinq ans).

FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MOF, CEIC

LA SITUATION POLITIQUE POURRAIT ÊTRE MOINS INSTABLE

Depuis les élections de 2018, la situation politique est instable, la coalition au pouvoir, composée de plusieurs petits partis, ne bénéficiant que d'une très faible majorité au Parlement. La démission en février 2020, du Premier ministre, Mahathir Mohamad, n'a fait que renforcer l'instabilité. Après 18 mois de tensions politiques dans un contexte de crise sanitaire, Muhyiddin Yassin, nommé par le roi suite au départ de Mahathir Mohamad, a finalement été contraint de démissionner, lui aussi, en août 2021, car il ne bénéficiait plus du soutien d'une partie de l'Organisation nationale de l'unité des malais (UMNO).

L'arrivée d'un nouveau Premier ministre, Ismail Sabri Yaakob, le 20 août dernier, pourrait restaurer une certaine stabilité, au moins à court terme. Bien que cette nomination marque le retour de l'UMNO (dirigé par Anwar Ibrahim), le parti politique au pouvoir de 1957 à 2018, le nouveau Premier ministre ne disposera toujours que d'une très faible majorité au Parlement (il a obtenu le soutien de 114 voix sur 220). Aussi, pour parvenir à adopter les mesures de soutien à l'économie, le premier ministre vient de signer un protocole d'accord avec le principal bloc d'opposition, le Pakatan Harapan (HP) qui dispose de 88 sièges. Cet accord porte sur le plan de soutien mais aussi sur l'indépendance de la justice et la réforme parlementaire. Un tel accord devrait permettre d'assurer une certaine stabilité au moins pendant plusieurs mois. Les prochaines élections auront lieu en 2023. Il n'est néanmoins pas exclu que des élections anticipées se tiennent d'ici là.

Achévé de rédiger le 30 septembre 2021

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

CORÉE DU SUD

9

ÉCONOMIE COMPLEXE

La troisième vague de contamination de Covid-19 ne devrait pas remettre en cause la dynamique de reprise de l'économie coréenne. La solidité des fondamentaux, la diversification des exportations et le soutien massif des autorités devraient, en outre, permettre de limiter les conséquences de la crise sur les perspectives de croissance à moyen et long terme. En revanche, le vieillissement de la population continue de peser sur la croissance potentielle et les finances publiques, en dépit des diverses réformes structurelles mises en œuvre par le gouvernement. Par ailleurs, la dette des ménages a rapidement augmenté au cours des 18 derniers mois. Les risques de crédit associés sont toutefois limités par la mise en place de mesures macroprudentielles d'une part, et par le niveau confortable des actifs financiers des ménages d'autre part.

« VIVRE AVEC LA COVID-19 »

Contrairement à la majorité des pays de la région, la résurgence de l'épidémie, à la fin du deuxième trimestre, n'a pas compromis le rebond d'activité. L'indice de mobilité de Google est remonté à son plus haut dès la mi-septembre (après avoir brièvement décliné à la fin du mois d'août), alors même que le nombre de nouvelles contaminations est resté relativement élevé. Les plus âgés et les plus vulnérables étant vaccinés, le nombre de décès est resté relativement bas au cours de cette vague.

Le gouvernement a d'ailleurs annoncé que la stratégie « zéro Covid », associée à des restrictions sanitaires très strictes, serait rapidement abandonnée, dès la fin du mois d'octobre, au profit d'un ensemble de mesures destinées à permettre de « vivre avec la Covid-19 ». L'objectif est de revenir à une « vie normale », en allégeant progressivement les restrictions en place. Le gouvernement se donne également pour objectif d'avoir vacciné (deux doses) 80% de la population totale à la fin de l'année. Le 4 octobre, près de 80% de la population avait reçu au moins une dose, et 55% avait reçu deux doses.

La reprise se poursuit donc au deuxième semestre 2021, le rebond de la demande interne n'ayant été que marginalement affecté par la récente hausse des cas. Dans le même temps, le marché du travail a continué de se renforcer : le taux de chômage a baissé de manière continue depuis le début 2021, pour s'établir à 2,4% en août. Il s'établissait à 6% en janvier. La consommation des ménages devrait également être soutenue par les nouvelles mesures de soutien à la consommation (pour un montant proche de 0,5% du PIB) annoncées au début du mois de septembre.

La demande externe reste également bien orientée. Les exportations ont fortement rebondi depuis le troisième trimestre 2020, la Corée ayant bénéficié de la forte demande en biens électroniques liée au développement du travail à distance.

Cette bonne performance des exportations a eu des répercussions sur l'investissement, notamment dans le secteur des telecom (infrastructures liées au développement de la 5G par exemple). En termes réels, l'investissement a progressé de près de 4% en g.a. en moyenne au cours du premier semestre 2021, alors que la moyenne de long terme (entre 2015 et 2019) était à peine supérieure à 3%.

Cependant, les exportations ralentiront au cours des trois derniers mois de l'année. Les difficultés d'approvisionnement dans l'ensemble des secteurs (en particulier dans le secteur automobile, pénalisé par la fermeture d'une usine de semi-conducteurs en Malaisie en raison des restrictions liées à la nouvelle vague épidémique) et la laborieuse remise en marche des chaînes de valeur pèseront sur la dynamique de croissance, en plus des effets de base.

PRÉVISIONS

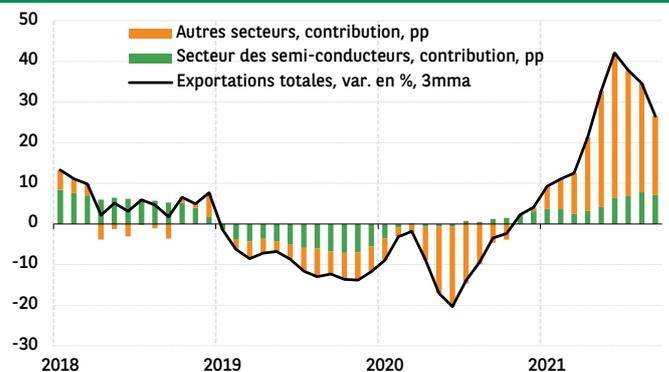
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	1.8	-0.9	3.9	3.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.4	0.4	2.1	1.7
Solde budgétaire, % du PIB	-0.6	-5.8	-4.0	-3.2
Dette des adm. publiques, % du PIB	39.5	44.0	48.2	52.1
Balance courante, % du PIB	3.6	4.6	4.4	4.0
Dette externe, % du PIB	28.4	30.1	30.4	29.2
Réserves de change, mds USD	404	408	443	481
Réserves de change, en mois d'imports	7.5	7.5	7.3	7.8

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

REBOND DES EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MINISTÈRE DU COMMERCE

Au total, après une récession très limitée en 2020 (le PIB n'a reculé que de 0,9%), grâce à la gestion efficace de la pandémie et au soutien massif des autorités, la croissance du PIB devrait atteindre 3,9% et 3,0% respectivement en 2021 et 2022.

Les conséquences de la crise liée à la Covid-19 sur l'économie coréenne devraient rester très limitées grâce, outre le soutien massif des autorités, à la capacité de l'économie à absorber les chocs. Cette résilience aux chocs est facilitée par la complexité de l'économie, c'est-à-dire la diversité des secteurs d'exportation et l'étendue des connaissances utilisées pour produire ces biens. D'après l'Atlas de la



complexité économique établi par l'université de Harvard, la Corée est classée quatrième économie la plus complexe (sur un échantillon de 133), derrière le Japon, la Suisse et l'Allemagne.

En revanche, les perspectives de croissance à moyen terme continuent de se dégrader du fait du vieillissement de la population. Dans une étude récente, le FMI a abaissé son estimation de croissance potentielle à 2% (contre 2,5% auparavant), en raison des effets du déclin de la population active (les 15-64 ans) et de l'accélération de ce déclin attendue au cours de la prochaine décennie. Dans leur étude, les auteurs prennent pourtant en compte les réformes proposées par le gouvernement pour améliorer la croissance de la productivité, notamment le « *Korean New Deal* » (composé de trois volets « *Green* », « *Digital* » et « *Human* », dans lesquels l'investissement public et privé est facilité).

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTERA ACCOMMODANTE EN 2022

Le déficit public (excluant le fonds de sécurité sociale) s'est nettement creusé en 2020, atteignant 5,8% du PIB (après 1,6% en moyenne entre 2015 et 2019). Le gouvernement a profité des marges de manoeuvre dont il disposait pour soutenir l'économie et a annoncé quatre vagues de mesures de relance au cours de l'année, pour un montant proche de 3% du PIB.

La même politique a été appliquée en 2021, et le gouvernement a proposé trois vagues de mesures (annoncées en mars, juillet et septembre) destinées à soutenir la demande interne (particulièrement les ménages les plus vulnérables et les PME) et le bon déroulement de la campagne de vaccination. Cela dit, la forte croissance des revenus budgétaires devrait permettre une réduction du déficit, en 2021, à 4,0% du PIB.

Dans la proposition de budget pour l'année 2022 présentée en septembre dernier, le gouvernement a annoncé la poursuite d'une politique budgétaire expansionniste en 2022 (les dépenses devraient augmenter de plus de 8% cette année encore), et la mise en œuvre d'une consolidation progressive des finances publiques à partir de 2023. Cela dit, la forte hausse attendue des revenus devrait permettre une réduction significative du déficit dès 2022, à 3,2% du PIB.

Par ailleurs, le gouvernement prévoit de ralentir progressivement le rythme d'augmentation des dépenses (à 5,5% par an en moyenne d'ici 2025) et de stabiliser le déficit entre 2,5% et 3% du PIB à l'horizon 2025.

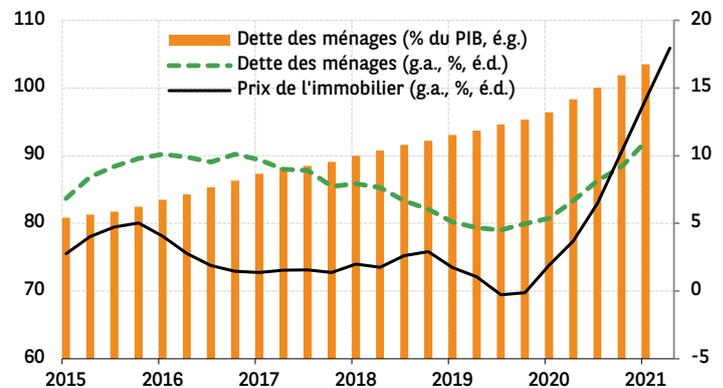
Dans ce contexte, la dette publique augmenterait continûment, de 48% du PIB en 2021 à près de 58% en 2025. La hausse de la dette ne représente cependant pas de risque à court et moyen terme.

Le résultat de l'élection présidentielle, prévue pour le mois de mars 2022, ne devrait pas remettre en cause ces hypothèses, l'ensemble des candidats ayant déclaré leur intention de poursuivre la politique de consolidation des finances publiques.

LA DETTE DES MÉNAGES À UN NIVEAU RECORD

A l'inverse, la politique monétaire a déjà commencé à se normaliser. La banque centrale a relevé son taux directeur à 0,75% en août, après l'avoir laissé à son plus bas historique (0,5%) depuis le mois de mai 2020. L'inflation devrait se stabiliser autour de 1,7% en moyenne en 2022, après avoir atteint 2,1% en 2021. Outre la forte reprise cyclique, le communiqué de la banque centrale soulignait la montée des risques relatifs à la stabilité financière.

DETTE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE

En effet, l'offre limitée et les taux d'intérêt exceptionnellement bas ont poussé à la hausse les prix de l'immobilier. Au niveau national, l'indice du prix de l'immobilier a progressé de plus de 15% depuis le début 2021, et de plus de 25% depuis mi-2020. La dette des ménages a logiquement fortement progressé au cours de la même période, et s'est établie à près de 110% du PIB à la fin du premier trimestre 2021, alors qu'elle se situait à 94,1% du PIB au dernier trimestre 2019. L'encours de la dette a progressé de 12% au cours de cette période.

À court terme, les risques de crédit liés à la dette des ménages semblent cependant limités : d'une part, le secteur bancaire est dans l'ensemble relativement solide, et d'autre part, d'après le dernier rapport sur la stabilité financière de la banque centrale, le montant des actifs détenus par les ménages reste deux fois supérieur au montant de la dette des ménages. Par ailleurs, les mesures macroprudentielles mises en place régulièrement depuis 2017 ont permis de réduire progressivement le nombre de prêts destinés aux ménages « vulnérables », c'est-à-dire dont la capacité de remboursement est limitée. A la fin du premier trimestre 2021, les montants prêtés aux ménages « vulnérables » ne représentaient plus que 5% du total (près de 7% en 2017). Enfin, le gouvernement et la banque centrale ont récemment annoncé de nouvelles mesures macroprudentielles.

Achevé de rédiger le 6 octobre 2021

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com



CONSOLIDATION FRAGILE DE LA REPRISE

L'activité a marqué le pas au T2 2021 en dépit du dynamisme de la demande externe et de la normalisation de l'activité dans les services. Par ailleurs, l'industrie a souffert de contraintes d'approvisionnement. Le ralentissement de l'épidémie depuis l'été et l'accélération de la campagne de vaccination laissent toutefois augurer un rebond au deuxième semestre. Mais la croissance restera modérée en raison des contraintes d'offre persistantes dans l'industrie, du risque de rationnement de l'électricité, du resserrement monétaire agressif pour contrer une inflation galopante et du ralentissement en Chine. Dans ce contexte, le real peine toujours à s'apprécier en dépit de la hausse des taux et de la bonne tenue des comptes externes. Les accès de faiblesse de la monnaie rendent plus ardu le processus de contrôle de l'inflation. La trajectoire de celle-ci pourrait être encore plus difficile à maîtriser si les élections présidentielles de 2022 entraînent des dérapages budgétaires.

ESOUFFLEMENT DE LA CROISSANCE AU T2

Au deuxième trimestre, l'économie brésilienne a été incapable de capitaliser sur sa bonne performance du début d'année. L'activité a enregistré un léger recul (-0,1% t/t, données corrigées des variations saisonnières) en raison du retournement de la production agricole (sécheresse et gel) et du repli de l'activité dans l'industrie (contraintes d'approvisionnement et hausse des coûts de production, essentiellement dans le secteur manufacturier). Ces pertes n'ont été que partiellement compensées par la normalisation de l'activité dans les services, induite par une hausse de la mobilité dans le sillage de la 2^e vague de Covid-19. Du côté de la demande, les contraintes d'offre ont pesé sur les décisions d'investissement et ont fortement accéléré l'écoulement des stocks (notamment dans la filière automobile souffrant de la pénurie mondiale de semi-conducteurs). Le retournement de l'investissement brut aura, à lui seul, annulé les effets sur l'activité liés au dynamisme de la demande externe (+1,4 pp de contribution à la croissance trimestrielle).

Le rebond de l'activité au deuxième semestre pourrait être plus modéré qu'attendu. D'un côté, la progression de l'épidémie a fortement ralenti depuis fin juin (et ce malgré une prévalence plus élevée du variant Delta), autorisant une réouverture plus large de l'économie et une progression de l'activité en juillet (+0,6% de l'indicateur avancé du PIB réel, l'IBC-BR). Le raffermissement des services (+4% au dessus de son niveau de février 2020) a favorisé notamment un repli du chômage (baisse d'un point à 13,7% en juillet par rapport à avril), impulsé par les micro et les petites entreprises à l'origine de près des trois quarts des emplois formels créés entre janvier et juillet. L'accélération de la vaccination (70% de primo-vaccinés et 40% de la population entièrement vaccinée fin septembre contre respectivement 38% et 14% début juillet) a, en effet, permis une baisse des décès et des hospitalisations à des niveaux inférieurs à ceux observés en novembre 2020. À court terme, l'économie devrait continuer de profiter des prix élevés des matières premières, de la reconstitution d'une partie des stocks dans le secteur manufacturier et de la reprise plus large dans les services.

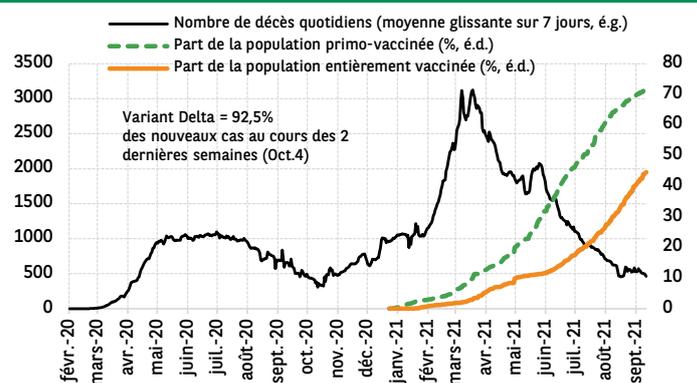
D'un autre côté, les indicateurs disponibles au T3 montrent que les contraintes dans l'industrie, notamment sur les coûts, ne se sont pas relâchées (dépréciation du change, hausse du prix de l'électricité et coût du fret, retards des fournisseurs). Ces difficultés persistantes ont commencé à entamer la confiance dans le secteur (l'indice FGV-industrie a chuté de 1,4 point entre juillet et août et a continué de se dégrader en septembre). Dans les enquêtes, les entreprises s'inquiètent du risque de rationnement de l'électricité qui pourrait occasionner des arrêts de production cette année et l'année prochaine (les centrales thermoélectriques, qui constituent une partie du système d'urgence,

	PRÉVISIONS			
	2019	2020	2021e	2022e
PIB (croissance %)	1.4	-4.3	5.0	1.5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.2	8.0	7.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.8	-13.2	-6.4	-7.2
Dette publique, % du PIB	74	89	82	84
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-0.9	0.5	-1.5
Dette externe (en % du PIB)	37	45	42	44
Réserves de change (USD mds)	357	356	368	361
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	16	15

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

COVID-19 : RALENTISSEMENT DE L'ÉPIDÉMIE ET ACCÉLÉRATION DES VACCINATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OUR WORLD IN DATA, BNP PARIBAS

fonctionnent à plein régime et le pays doit importer davantage d'électricité et de gaz de l'Argentine et de la Bolivie).

En 2022, la reprise devrait se poursuivre mais à un rythme ralenti (1,5%). La consommation des ménages sera contrainte par la faiblesse des augmentations de salaires, l'accélération de l'inflation, le niveau élevé du chômage et le durcissement des conditions de crédit. Le début du cycle électoral, à un an de la présidentielle d'octobre 2022, devrait dans le même temps être moins favorable à l'investissement privé. La normalisation des chaînes d'approvisionnement dans l'industrie et

les assouplissements réglementaires récents, permettant un meilleur accès au crédit pour les PME, ne devraient pas peser significativement dans la balance des risques (dominée par le risque d'émergence de variants affectant l'efficacité des vaccins et le risque de crise énergétique). Enfin, il faut rappeler que l'économie bénéficiera d'un plus faible acquis de croissance l'année prochaine par rapport à cette année (0,3 pp estimé vs. 3,7pp). Les perspectives de croissance à moyen terme dépendront avant tout de l'amélioration de l'environnement des affaires, pierre angulaire pour stimuler l'investissement privé, accroître la productivité et compenser les effets sur la croissance liés à la transition démographique du pays (cf. *Eco conjoncture*, août 2020).

L'INFLATION SE GÉNÉRALISE

L'inflation a continué d'accélérer jusqu'en août, l'indice IPCA enregistrant une hausse sur un an de 9,68%, soit un plus haut depuis février 2016 et 1,1 pp de plus que le scénario central de la Banque centrale (BCB) du mois de juin. Les pressions sur l'IPCA sont venues principalement des produits alimentaires mais aussi des biens industriels en raison des goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement et de l'augmentation du prix des intrants. La hausse des prix se propage aussi dans les services. À horizon 2022, les pressions sur les prix des produits alimentaires et des boissons pourraient se dissiper. En revanche, la montée des prix de l'électricité et des carburants devraient être plus persistante. Actuellement l'inflation sous-jacente se situe environ à 4 points en deçà de l'inflation globale. D'après l'enquête de la Banque centrale auprès des opérateurs de marché, les anticipations d'inflation pour 2022 (4,1% contre 8,45% pour 2021) restent supérieures à la cible de la BCB (3,5%).

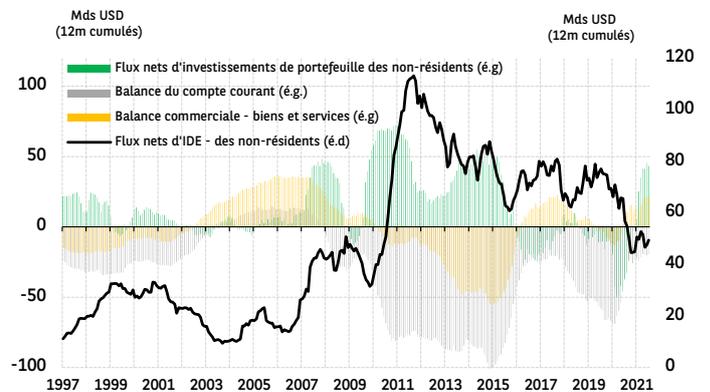
Dans ce contexte, la BCB a continué de relever son taux directeur (5^e hausse en septembre du taux SELIC, soit +425 points de base depuis mars). La tâche des autorités monétaires est rendue plus difficile par la faiblesse du real qui peine à s'apprécier malgré la remontée du SELIC, la baisse du déficit du compte courant et la reprise des flux d'investissements de portefeuille. La monnaie a souffert de la situation politique très tendue (accusations de corruption dans le cadre de l'achat des vaccins, attaque du Président contre les institutions, hausse des tensions avec la Cour Suprême, menace d'annulation des élections l'année prochaine, multiplication des demandes d'impeachment etc.).

RISQUE QUE LES CONSIDÉRATIONS BUDGÉTAIRES DICTENT LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les incertitudes budgétaires (perte de visibilité quant aux priorités du gouvernement en matière de réformes ; risque que les autorités, en période pré-électorale, s'affranchissent des contraintes budgétaires pour stimuler la demande intérieure) est aussi un obstacle à l'ancrage des anticipations d'inflation. Des manœuvres budgétaires auraient déjà permis de contourner le plafond des dépenses en 2021. D'après une note de l'IIF, le Brésil n'a pas pour habitude de réduire ses dépenses primaires en cours d'année électorale. Enfin, le président compte déployer un nouveau programme social (*Auxilio Brazil*) amené à remplacer *Bolsa familia* (ce programme sera toutefois en partie financé par une hausse temporaire de la taxe sur les opérations financières au T4 2021).

Les incertitudes budgétaires poussent à la hausse les primes de risque et affaiblissent le real, contraignant la BCB à durcir la politique monétaire (inflation importée). En conséquence, le coût de la dette s'alourdit. Or, il est difficile de changer la composition des dépenses (près de 95% des dépenses budgétaires sont protégées par la Constitution), ce qui induit

RÉSORPTION DU DÉFICIT DU COMPTE COURANT ET HAUSSE DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCB, BNP PARIBAS

leur accroissement dans le temps. Dans ce scénario, la politique monétaire se retrouve entièrement dominée par la politique budgétaire (*fiscal dominance*). Ce cercle vicieux maintient l'écart entre le taux d'intérêt auquel s'endette l'État et le taux de croissance de l'économie (d'ordinaire lent au Brésil ces dernières années) conduisant à la dégradation de la dynamique du ratio de dette publique.

Pour l'instant, les ratios budgétaires ne se dégradent pas, ne serait-ce qu'en raison de la forte croissance du PIB nominal. Le déficit est aussi contenu grâce au versement des impôts différés (hausse de 25% des recettes fiscales au premier semestre). Par ailleurs, le resserrement des conditions de financement et les remous associés à l'approbation du budget 2021 (cf. *Eco Emerging T3 2021*) n'ont, pour l'instant, pas entravé la capacité de l'État à se refinancer (le *rollover* sur les tombées de dette, qui cumulent à plus de 10% du PIB depuis le début de l'année, s'est fait plutôt aisément). Mais l'amélioration récente des soldes budgétaires ne reflète pas un assainissement de fond des finances publiques toujours sujettes à d'importantes rigidités.

Achevé de rédiger le 6 octobre

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com



MEXIQUE

13

INÉVITABLE DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

Les perspectives à moyen terme continuent de se dégrader pour l'économie mexicaine. La dynamique de reprise semble déjà s'essouffler et les fragilités structurelles de l'économie (faiblesse de l'investissement et de la compétitivité) ont été exacerbées par la crise liée à la Covid19 – et par le manque de soutien des autorités. La politique économique devrait pourtant peu évoluer au cours des deux prochaines années. D'une part, les élections de mi-mandat ont permis à la coalition gouvernementale de conserver la majorité (simple) à l'Assemblée nationale. D'autre part, la lecture de la proposition de budget pour l'année 2022 confirme la volonté du gouvernement de maintenir une politique d'austérité jusqu'à la fin du mandat, en 2024. Compte tenu des hypothèses relativement optimistes retenues par le gouvernement, et le soutien financier à l'entreprise pétrolière Pemex, il nous semble inévitable que la situation des finances publiques se dégrade, dès avant la fin du mandat.

CONTINUITÉ POLITIQUE

L'attractivité et la compétitivité du Mexique continuent de se détériorer. D'après l'institut mexicain IMCO, la compétitivité de l'économie mexicaine chute continûment depuis 2018, pour se trouver au 37^e rang (sur un échantillon de 43 pays). Le Mexique se situait à la 31^e place en 2018.

D'après cet institut, le pays a regressé dans cinq des dix catégories évaluées (environnement, cohésion sociale, climat politique, relations internationales et innovation), et le rapport souligne le creusement de nombreux écarts entre le Mexique et les autres pays de l'échantillon. Ces écarts ne pouvant être résorbés que si le pays cherchait « continuellement » à attirer de nouveaux investissements.

Il est pourtant peu probable que l'attractivité du pays s'améliore significativement d'ici la fin du mandat d'Andres Manuel Lopes Obrador (« AMLO »), en 2024. La politique économique devrait rester assez peu lisible. Les élections de mi-mandat (qui ont eu lieu en juin dernier) ont en effet permis à la coalition présidentielle (composée du parti du président AMLO : Morena, et de deux partis du centre : PT et PVEM) de conserver 275 députés (sur 500), soit une majorité simple. Le budget devrait donc être facilement voté sans que le gouvernement ait l'obligation de former une nouvelle coalition. À l'occasion de ces élections, le ministre des Finances et le gouverneur de la banque centrale ont par ailleurs été remplacés, au profit de personnalités proches de celle du président.

Le président AMLO a annoncé au mois de juillet dernier son intention de présenter aux députés un projet de réforme constitutionnelle, dont l'objectif est de garantir à la compagnie fédérale d'électricité (CFE) une participation minimale de 54% dans la production d'électricité du pays.

Cette proposition fait suite à de nombreuses initiatives du Président depuis le début de son mandat, visant à encadrer et réduire la participation du secteur privé dans le secteur de l'électricité en particulier, et le secteur de l'énergie dans son ensemble, allant à l'encontre de la libéralisation du secteur en œuvre depuis 2013.

Cela dit, la coalition gouvernementale ne possédant plus la majorité qualifiée (soit les deux tiers des voix), de nouvelles coalitions seront nécessaires pour voter cette réforme. Des réformes de grande ampleur, dans d'autres secteurs, apparaissent donc moins probables d'ici la fin du mandat, d'autant que jusqu'ici, la Cour suprême de justice a rejeté la grande majorité des propositions faites.

Au total, le manque de lisibilité de la politique économique pèse lourdement sur l'investissement (domestique et étranger, dans le secteur de l'énergie comme dans les autres secteurs) et l'attractivité du pays depuis le début du mandat.

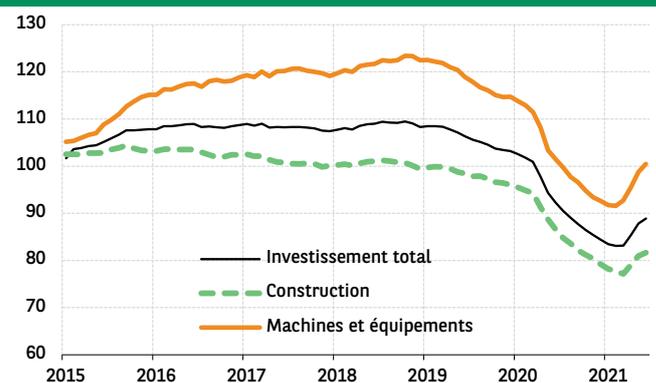
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB (croissance %)	0.1	-8.3	6.0	2.5
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.4	5.4	4.6
Solde budgétaire (en % du PIB)	-1.7	-2.3	-4.4	-3.5
Dettes publiques (en % du PIB)	46.4	53.7	52.3	54.5
Solde courant (en % du PIB)	-0.2	2.5	0.8	-0.3
Dettes externes (en % du PIB)	37.7	41.2	41.8	42.5
Réserves de change (USD mds)	180	195	201	209
Réserves de change, en mois d'imports	3.5	4.3	4.5	4.1

TABLEAU 1

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INVESTISSEMENT (INDICE : 2013 = 100)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : INEGI

ESSOUFFLEMENT DE LA CROISSANCE

Après une reprise particulièrement vigoureuse entre le dernier trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021 (tirée, au-delà de l'effet de base, par le rebond d'activité aux États-Unis), la croissance du PIB devrait marquer le pas dès le troisième trimestre 2021 : la troisième vague de Covid-19 a été particulièrement sévère (le nombre de contaminations a été plus élevé que lors des deux précédentes vagues), pesant sur la demande interne.



L'accélération de la campagne de vaccination (fin septembre, 35% de la population avait reçu deux doses de vaccin, contre 15% au début du mois de juillet) et la baisse continue de nouvelles contaminations depuis la mi-août permettent cependant un allègement progressif des contraintes sanitaires, ce qui devrait soutenir le secteur des services au cours des derniers mois de l'année.

Une croissance « à deux vitesses » devrait se poursuivre tout au long de 2022 : la demande interne restera durablement affaiblie, notamment du fait de la faiblesse structurelle de l'investissement et la fragilité du marché du travail, alors que les exportations devraient demeurer dynamiques tout au long de l'année. Au total, après une croissance de 6% en 2021, le PIB ne progresserait que de 2,5% en 2022. À ce rythme, le niveau de PIB enregistré à la fin de l'année 2019 ne devrait pas être atteint avant la mi-2023, et l'investissement privé ne retrouverait pas son niveau de 2019 avant l'année 2024.

Dans le même temps, la hausse des prix des matières premières et les chocs liés aux ruptures d'approvisionnement dans les chaînes de valeur ont exercé des pressions sur l'inflation. Le taux d'inflation a atteint 6,1% en g.a. en avril, un plus haut depuis 2018. Le taux d'inflation a diminué depuis (pour atteindre 5,6% en g.a. au mois d'août), mais devrait rester supérieur à la fourchette de 3% +/- 1% de la banque centrale dans les prochains mois. Au cours de sa réunion du mois de septembre, la banque centrale a relevé son principal taux directeur de 25 points de base à 4,75% (après deux hausses successives en juin et août). Plusieurs hausses de taux sont attendues dans les mois à venir, selon le communiqué de la Banque centrale mettant l'accent sur les anticipations d'inflation (actuellement à 6% pour la fin d'année).

BUDGET 2022 : DÉTÉRIORATION DES FINANCES PUBLIQUES À MOYEN TERME

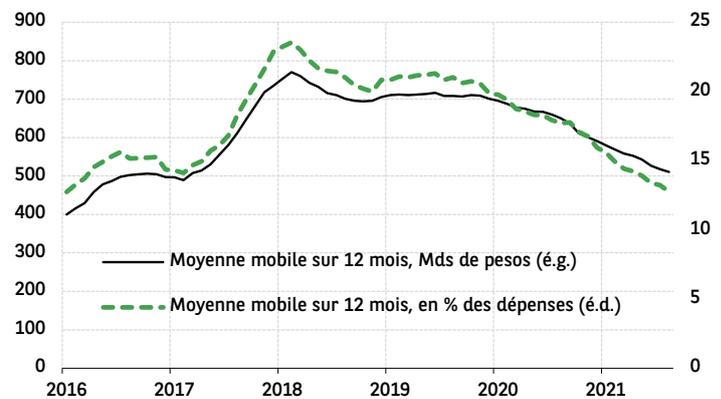
Comme depuis le début du mandat du président AMLO, le gouvernement poursuit son objectif de stabilité du ratio de dette publique. Celui-ci devrait donc se situer autour de 51% (niveau attendu pour 2021) jusqu'à la fin du mandat (après avoir atteint 53,7% du PIB en 2020). Le gouvernement vise un déficit de 3,1% du PIB en 2022 (3,2% en 2021). Cet objectif nous semble difficilement réalisable ; nous tablons plutôt sur un déficit de 3,5% du PIB en 2022 et de 4,4% en 2021.

Les dépenses restent en effet orientées de la même manière qu'au cours des trois années précédentes, soulignant les priorités du gouvernement (notamment les grands projets d'infrastructures, tels que le train Maya et le projet de l'isthme de Tehuantepec). Pour le moment, aucune mesure ne semble destinée à soutenir la demande interne privée, durablement fragilisée par la crise liée au Covid-19.

Du côté des revenus, le projet de réforme fiscale est reporté (excluant donc la création de nouveaux impôts, ou l'augmentation des taux d'imposition déjà existants), le gouvernement préférant mettre l'accent sur l'amélioration de la collecte et la réduction de l'évasion fiscale (visant particulièrement les petites et très petites entreprises).

Par ailleurs, l'amélioration de la situation financière de l'entreprise pétrolière Pemex est présentée comme une priorité. Mais les solutions proposées semblent difficiles à mettre en oeuvre sans détériorer durablement les finances publiques. La première proposition est de réduire l'impôt sur les bénéfices versé par Pemex, de 54% à 40% (65% en 2019), réduisant la part des revenus pétroliers dans le total des revenus du gouvernement (à 9% en 2021 et 8% en 2022). Plusieurs injections de capital sont également prévues : elles seront neutres d'un point de vue financier si elles servent à rembourser la dette de Pemex,

DÉPÔTS DU GOUVERNEMENT AUPRÈS DE LA BANQUE CENTRALE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

mais pas si elles permettent de nouveaux investissements en capital. En outre, le gouvernement s'étant engagé à ne pas augmenter les impôts, les fonds disponibles pour ces injections de capital (fonds souverains par exemple) sont de plus en plus limités. Enfin, le gouvernement a récemment annoncé avoir acheté pour USD 7 mds de réserves de change, dans le but de prendre en charge une partie des tombées de dette de Pemex (d'un montant cumulé de USD 7 mds d'ici la fin 2022), via de nouvelles injections de capital. Une fois encore, cette opération sera difficilement renouvelable, les dépôts du gouvernement auprès de la banque centrale ayant continuellement diminué depuis le début du mandat.

Enfin, cette année encore, les hypothèses macroéconomiques retenues dans le budget 2022 nous paraissent trop optimistes. La croissance du PIB est ainsi attendue à 6,3% et 4,1% respectivement pour 2021 et 2022. La capacité de production de Pemex est probablement surestimée : elle est attendue à 1,83 million de barils par jour en 2022, alors que la prévision pour l'année 2021 était de 1,75 et qu'en moyenne sur les huit premiers mois de l'année, la production pétrolière mexicaine était de 1,68 million de barils par jour.

En résumé, le gouvernement présente dans le budget 2022 une augmentation structurelle des dépenses (projets d'infrastructures, soutien récurrent et probablement sous-estimé à Pemex), sans envisager une véritable augmentation des revenus. En outre, les dépenses sont très probablement sous-évaluées, alors même que l'augmentation des revenus est surestimée. Dans ces conditions, il nous semble peu probable que l'équilibre budgétaire soit maintenu jusqu'à la fin du mandat. De plus, la fragile situation financière de Pemex restera un problème structurel, contribuant à dégrader davantage les finances publiques.

Achévé de rédiger le 6 octobre 2021

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

HONGRIE

15

CROISSANCE À PLEIN RÉGIME

La Hongrie bénéficie à plein du redressement du commerce extérieur, qui tire actuellement sa croissance. Les tensions sur l'offre s'accroissent, avec une forte utilisation des capacités de production et la raréfaction de la main d'œuvre. Ces problématiques locales s'ajoutent à un contexte de pénuries mondiales dans l'industrie. Il en résulte une nette accélération de l'inflation, à laquelle la banque centrale a répondu par une première hausse des taux directeurs en 10 ans. La politique monétaire reste cependant relativement accommodante, car la banque centrale aura acheté pour près de 5 points de PIB de dette publique en 2021. Ce soutien est important, dans un contexte où l'accès aux financements européens (dont ceux du plan de relance) reste soumis à des points d'achoppement (clause d'état de droit notamment). Tout cela ne remet pas en cause deux lignes de force de la croissance hongroise : un cycle du crédit finançant un rebond de l'investissement dans la construction (relativement soutenable en raison d'un endettement limité du secteur privé) et l'attractivité de l'appareil industriel pour les investisseurs étrangers.

ENVIRONNEMENT PORTEUR

La Hongrie enregistre une croissance forte et des tensions inflationnistes significatives. Le pays est, dans les deux cas, dans le peloton de tête des pays d'Europe centrale.

Le rebond de la croissance provient d'une forte hausse des exportations, tirées par une forte demande pour l'automobile notamment. Le rebond de la demande intérieure a, quant à lui, été limité par la répétition de vagues sévères de Covid-19, notamment au printemps 2021. La consommation des ménages est le seul poste de demande à ne pas avoir retrouvé son niveau d'avant-Covid, ce qui se reflète dans une hausse du taux d'épargne (15% en 2020, contre 12% en 2019).

Pour autant, la situation économique présente des caractéristiques proches de sa situation d'avant pandémie, avec une forte utilisation des capacités de production industrielles et des tensions sur le marché du travail (taux de chômage à 4,8% en août 2021). Ces problématiques d'offre sont renforcées par le poids du secteur manufacturier dans un contexte de pénuries mondiales (notamment de semi-conducteurs). Les enquêtes de confiance dans l'industrie montrent que ces pénuries sont en train de se renforcer. Elles sont même devenues le premier facteur affectant, à partir du 3^e trimestre, la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Le secteur de la construction rencontre les mêmes difficultés en termes de main d'œuvre et d'approvisionnements que les autres secteurs.

Or, la demande intérieure ne peut que s'accroître. La normalisation de la situation du point de vue sanitaire conduit les ménages à revoir à la hausse leurs intentions de dépense, notamment en matière d'amélioration du logement.

CONSOLIDATION MONÉTAIRE AU RENDEZ-VOUS

Tout milite donc pour une accélération de l'inflation, qui a atteint 4,9% en g.a. en août. Cette dernière est d'ores et déjà supérieure à son niveau d'avant-Covid. De plus, cette problématique est encore plus prégnante pour les entreprises, avec une hausse de 14,4% des prix à la production.

Cela a conduit la banque centrale à resserrer sa politique monétaire dès juin 2021 pour la première fois depuis 2011. La rareté des périodes de resserrement tient à la marge de manœuvre de la banque centrale, qui peut tolérer une inflation supérieure à son objectif d'inflation à 3% tant qu'elle estime qu'elle pourra converger vers cette cible à moyen terme. Par exemple, en 2018-2019, l'inflation avait dépassé 3%, 14 mois sur 24, sans que la banque centrale intervienne.

Celle-ci a mis en œuvre trois resserrements de 30 points de base (pb), avant d'en ralentir l'ampleur avec une hausse de 15 pb seulement

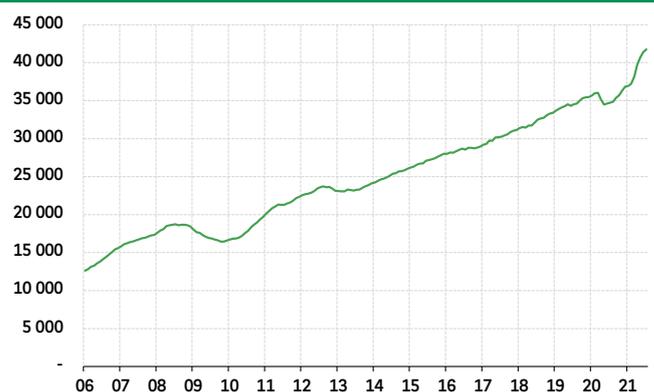
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	4.9	-5.1	8.0	4.7
Inflation annuelle (IPC, %)	3.3	3.3	4.6	3.9
Solde budgétaire / PIB (%)	-2.1	-8.1	-5.0	-2.9
Dette publique / PIB (%)	65.5	80.4	79.0	75.5
Solde courant / PIB (%)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4
Dette extérieure / PIB (%)	82.6	87.1	83.0	77.4
Réserves de change, mds EUR	28.4	33.7	34.0	34.3
Réserves de change, en mois d'imports	3.0	3.8	3.4	3.1

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

EXPORTATIONS DE BIENS (SOMME SUR 12 MOIS, MDS HUF)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

en septembre (portant le taux directeur à 1,65%). Cela suggère que la banque centrale considèrerait à ce stade que la majeure partie des hausses des taux était faite et que la convergence vers une inflation à 3% à moyen terme (fin 2022) était désormais plus probable.

L'inflation sous-jacente a pourtant accéléré ces derniers mois, atteignant 4% au mois de septembre. Dans ce contexte, le ralentissement de la hausse des taux en septembre a directement pesé sur le forint



(HUF), relativement stable jusqu'à cette décision, qui a perdu près de 3% dans les jours qui ont suivi.

CONSOLIDATION BUDGETAIRE EN SUSPENS

La Hongrie devrait pouvoir consolider également ses finances publiques après un fort soutien budgétaire en 2020 (9,2 points de PIB de mesures directes et 4,3 points de PIB de garanties sur des dettes). En conséquence, la hausse de la dette publique a été l'une des plus fortes en Europe centrale (+15 points de PIB). La banque centrale a contribué à financer cet effort en augmentant significativement ses achats de dette publique, passant d'un montant estimé équivalent à 2,4% du PIB en 2020 et à 5% du PIB pour l'ensemble de l'année 2021.

Toutefois, nombre des mesures budgétaires liées à la situation de pandémie devraient être levées avec sa normalisation. En parallèle, la banque centrale a commencé à réduire le montant de ses achats hebdomadaires (HUF 40 mds à compter de fin septembre 2021) et devrait continuer dans cette direction.

La vigueur de la croissance devrait favoriser la consolidation budgétaire, même si le gouvernement a prévu de continuer à soutenir l'économie encore fortement en 2022 (déficit public anticipé à 5% du PIB). En parallèle, les taux longs ont eu tendance à se tendre davantage que dans d'autres pays d'Europe centrale, avec un taux à 10 ans qui atteint 3,5% au 5 octobre, soit +150 points de base depuis la fin 2019.

Le risque de retard dans le versement des financements européens liés au plan de relance s'est en effet accru, y compris les subventions prévues à ce titre. En cas de non versement intégral de ces dernières, les émissions de dette nécessaires pour compenser ce manque à gagner feraient augmenter la dette publique hongroise de près de 3 points de PIB. Cela impliquerait que la dette publique se stabiliserait à horizon 2022 à un niveau proche de 80% du PIB, au lieu de diminuer.

RISQUE DE CRÉDIT SOUS CONTRÔLE

La Hongrie bénéficie encore de l'assainissement de son secteur bancaire opéré tout au long de la précédente décennie. Les niveaux d'endettement du secteur privé non financier sont donc relativement bas, avec une part du crédit en devises contenue. Pour autant, la Hongrie est entrée dans un cycle de crédit à partir de 2018, avec notamment une hausse de l'investissement immobilier des ménages.

Le moratoire sur le remboursement des prêts mis en place en mars 2020 a enregistré un taux de participation nettement plus élevé qu'ailleurs en Europe centrale : 30% de la valeur des prêts aux ménages a ainsi été concernée, contre 20% pour la valeur des prêts aux entreprises. Ce moratoire a permis de limiter le risque de crédit en période de pandémie et le taux de créances douteuses des banques a diminué jusqu'à seulement 0,9% au 1^{er} trimestre 2021. Le ratio devrait maintenant croître, la période de moratoire ayant pris fin pour l'essentiel des prêts concernés. Les stress tests de la banque centrale suggèrent une augmentation jusqu'à 4% dans un scénario adverse. Les banques bénéficient d'une capitalisation satisfaisante (ratio CET1 à 17%) et d'une rentabilité qu'elles ont su maintenir malgré le moratoire (ROA à 1,4%). Elles devraient donc pouvoir faire face à cette hausse potentielle des créances douteuses.

Avec la réouverture de l'économie, la croissance du crédit a repris, soutenant l'investissement des ménages dans la construction. Cette croissance n'apparaît pour le moment pas affectée par le début de resserrement monétaire, la capacité d'endettement des ménages restant élevée (endettement bas, croissance élevée de leurs revenus). La forte

STOCK D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS (MDS HUF)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CEIC

demande pour l'immobilier pourrait engendrer une accélération de la hausse des prix (14% a/a au 1^{er} trimestre 2021), dans un contexte de pénurie des matériaux de construction.

ATTRACTIVITÉ INTACTE POUR LES INVESTISSEURS ÉTRANGERS

La Hongrie est fortement impliquée dans les chaînes de production internationales. C'est le cas en amont, avec le taux le plus élevé de l'Union européenne en termes d'intrants chinois. C'est aussi perceptible en aval, avec le poids des exportations dans le PIB.

Le renforcement des coûts de transport (augmentation du coût des containers notamment) et la transformation de l'offre (renforcement du poids de l'électrique dans l'automobile) peuvent rebattre les cartes. La perspective d'une harmonisation fiscale sur le plan international peut également limiter les incitations à investir en Hongrie (en raison de la taxation préférentielle sur les profits).

La rarefaction répétée de la main d'œuvre est également un facteur limitant la croissance potentielle. Toutefois, les gains de productivité restent conséquents (+3% par an sur les quatre dernières années). En parallèle, le niveau d'investissement direct étranger est resté élevé pendant la pandémie. Le retard ou la réduction des financements européens, qui ont significativement contribué jusqu'alors au développement du pays constituerait, en revanche, un risque pour l'économie.

Achévé de rédiger le 6 octobre 2021

Stéphane COLLIAC

stephane.colliac@bnpparibas.com



TURQUIE

17

CROISSANCE ET INFLATION AU MENU

La Turquie bénéficie d'une croissance élevée en 2021 qui fait suite à une relance par le crédit mise en œuvre en 2020. La performance cumulée de 2020-2021 aura permis de combler le retard de croissance lié à une succession de chocs entre 2018 et 2020. L'investissement et l'industrie retrouvent ainsi leurs poids antérieurs. Les réserves de change se sont reconstituées par rapport au faible niveau qu'elles avaient atteint en 2020. Cela a toutefois un prix : l'inflation atteint un niveau nettement supérieur aux autres pays émergents. Aux déterminants communs (remontée du prix du pétrole et des autres matières premières), s'ajoutent des déterminants propres à la Turquie (dépréciation de la livre, changements à contretemps de la politique monétaire). Il conviendra par ailleurs de surveiller les conséquences sur les bilans bancaires de la fin de la tolérance sur la classification en créances douteuses. Au-delà du soutien à la croissance d'une politique de crédit expansionniste, des réformes bénéficiant aux entreprises ainsi qu'un plan conséquent d'investissement en infrastructures en sont également des moteurs.

UNE RELATIVE NORMALISATION

La Turquie a connu un redémarrage de son activité, notamment industrielle, au-delà de toutes les anticipations. Ainsi, la croissance devrait atteindre 9,7% en 2021 après une performance déjà positive en 2020 (1,8%).

La performance cumulée en 2020-2021 aura permis de combler le retard des années précédentes où la croissance avait évolué en dents de scie. L'investissement a été le premier moteur de la croissance, particulièrement celui en machines et équipement. Ce poste s'était contracté après la crise de l'été 2018 (choc de change et choc de taux), qui avait affecté la capacité des entreprises à investir. Sa croissance après le 2^e trimestre 2020 lui permet de dépasser son précédent record de fin 2017.

En complément, l'industrie a retrouvé le poids dans le PIB (24%) qu'elle avait avant la crise de la mi-2018 grâce notamment à la forte croissance des exportations de biens manufacturés observée depuis le 3^e trimestre 2020.

Les réserves de change ont été partiellement reconstituées. Elles ont retrouvé leur niveau d'avant-Covid, mais restent inférieures en termes relatifs (3,4 mois d'importations contre 4,2 mois avant-Covid). Les flux touristiques ont rebondi et expliquent largement l'amélioration de la balance courante. L'allocation de DTS par le FMI (USD 6 mds) et la signature de nouveaux accords bilatéraux de swaps de devises avec d'autres banques centrales ont fait le reste.

L'INFLATION ÉMERGE EN TANT QUE PROBLÈME N°1

Le rebond de la croissance turque résulte d'une forte relance par le crédit, notamment par l'intermédiaire de plusieurs assouplissements monétaires. Si cette relance est intervenue principalement aux 2^e et 3^e trimestres 2020, ses conséquences se matérialisent encore. Le rebond de l'investissement, qu'elle a financé, continue de bénéficier à la croissance. Toutefois, cette politique monétaire accommodante a contribué à la dépréciation de la livre en 2020 (avec le fort déficit courant), qui rejaillit encore aujourd'hui sur l'inflation.

Une dépréciation de 10% entraîne un surcroît d'inflation de 1,9 point de pourcentage (pp) au bout de deux mois, et atteint un impact cumulé de près de 3 pp au bout de 12 mois (*EcoConjoncture de janvier 2021*).

À la dépréciation du change se sont ajoutées les hausses des prix du pétrole, des prix alimentaires ainsi que d'une bonne partie des matières premières industrielles (métaux, plastiques notamment). En septembre 2021, la hausse sur un an des prix à la production a ainsi atteint 44% et celle des prix à la consommation 19,6%.

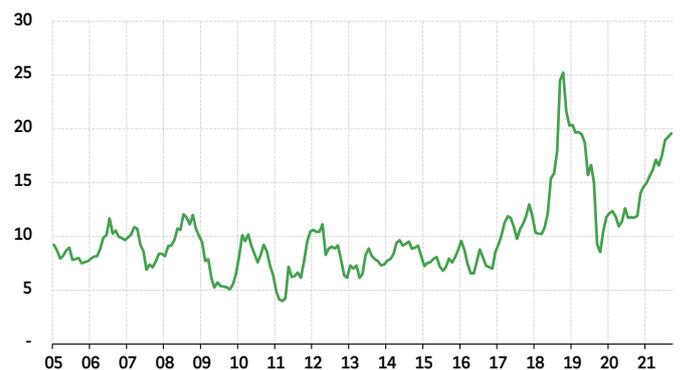
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	0.9	1.8	9.7	3.5
Inflation moyenne (IPC, %)	15.2	12.1	17.2	14.0
Solde budgétaire / PIB (%)	-3.5	-4.8	-1.3	-2.7
Dettes publique / PIB (%)	32.7	39.8	38.9	39.6
Solde courant / PIB (%)	0.9	-5.2	-2.8	-3.7
Dettes extérieure / PIB (%)	57.1	61.0	55.6	48.2
Réserves de change, mds EUR	79.0	50.0	77.0	69.0
Réserves de change, en mois d'imports	4.2	2.6	3.4	2.6

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TAUX D'INFLATION (G.A. EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

La transmission de la hausse des prix importés aux prix domestiques est plus importante que dans d'autres pays, y compris émergents. Elle indique que les entreprises ont tendance à travailler en devises ou en référence à une contre-valeur en devises, caractéristique des pays à forte inflation et dont la politique monétaire n'est pas jugée suffisamment crédible par les marchés et les entreprises.



La baisse de 100 points de base (pb) du taux directeur annoncée le 23 septembre 2021 en est une illustration. Elle a fait suite à la réduction du déficit extérieur et à la reconstitution des réserves de change, qui ont redonné plus de marges de manœuvre à la banque centrale. Toutefois, elle apparaît à contre-courant, non seulement de la dynamique de l'inflation, mais aussi des autres banques centrales. Ce décalage pourrait devenir plus critique à mesure que le durcissement monétaire aux États-Unis se rapprochera. Avec une inflation élevée et un déficit extérieur structurel, la Turquie fait partie des pays qui y sont vulnérables, comme en 2013 ou en 2018. À cela s'ajoute une problématique de pouvoir d'achat pour tous les agents dont le revenu n'est pas indexé sur le niveau des prix.

UN ENDETTEMENT EN HAUSSE EN TERMES ABSOLUS, MAIS SOUS CONTRÔLE EN TERMES RELATIFS

La forte croissance nominale du PIB devrait permettre de stabiliser le ratio de dette publique sur PIB plus rapidement qu'anticipé en dessous de 40% du PIB, tandis que le déficit public devrait s'être réduit à 1,3% du PIB en 2021.

De la même manière, la croissance de chiffre d'affaires des entreprises a elle aussi été très forte (+72% au 1^{er} semestre 2021, par rapport au 1^{er} semestre 2019 dans l'industrie et le commerce). Elle a permis de stabiliser le ratio de dette, malgré la hausse du crédit observée en 2020 (+35%).

Cette hausse n'a pas entraîné jusqu'ici de hausse du risque de crédit pour les banques, en raison de la tolérance des autorités dans la classification des créances douteuses (extension de la limite minimale de 90 à 180 jours de retards de paiement). Toutefois, la mesure a pris fin à fin septembre 2021. Le ratio de créances douteuses devrait se détériorer (3,7% du total des prêts en juillet 2021), avec un potentiel de hausse de 1,8 point (correspondant aux prêts accusant 90 à 180 jours de retard de remboursement).

La croissance du crédit a pu permettre de maintenir à flot des entreprises qui auraient pu être mises à mal. Elle vient en complément de garanties publiques sur l'endettement de ces entreprises et d'une loi qui permet la restructuration des dettes. Près de TRY 56 mds de créances ont été restructurées à fin mai 2021 et la disposition a été prorogée jusqu'à mi-2023. En parallèle, la hausse du nombre d'entreprises liquidées est restée contenue : 15 300 sur les 12 derniers mois (à fin août 2021) contre 13 800 avant l'entrée en vigueur de la loi de restructuration.

D'autre part, après avoir ralenti depuis le début de l'année, le crédit croît à nouveau, bien que moins rapidement qu'en 2020 : TRY 7 mds de nouveaux crédits ont été délivrés par semaine en livre turque sur les 3 derniers mois (donnée arrêtée à mi-septembre), contre une moyenne de 20 mds par semaine au 2^e trimestre 2020. Avant la baisse de taux directeur du 23 septembre dernier, la banque centrale avait réduit de 200 pb l'ensemble des coefficients de réserves obligatoires sur les dépôts en TRY au début du mois de juillet.

UN POTENTIEL DE CROISSANCE EN HAUSSE ?

La Turquie génère de la croissance avec un déficit courant plus réduit qu'avant 2017 (si on exclut l'année 2020, très particulière). Ce rééquilibrage entre les flux d'épargne et d'investissement domestiques suppose moins de dépendance vis-à-vis des flux de capitaux.

FLUX NETS DE CRÉDITS EN TRY (MDS, MOYENNE MOBILE SUR 3 MOIS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

Toutefois, le rééquilibrage est intervenu au cours d'une période de faible croissance en 2018-19. La réduction de l'investissement a été préjudiciable à la croissance potentielle et son rebond depuis mi-2020 laisse espérer une amélioration de ce potentiel.

Des réformes ont pu aider à soutenir la capacité de l'économie turque à croître. Le nombre de procédures pour créer une entreprise a ainsi été réduit à partir de 2018. La création d'entreprises s'est alors fortement développée, augmentant même de 20% en 2020 par rapport à 2019. Ce mouvement accompagne la digitalisation croissance de l'économie, avec notamment la hausse de 21% par an sur les trois dernières années du nombre de comptes bancaires en ligne (71 millions en juin 2021).

En parallèle, la hausse du crédit a bénéficié à nombre d'entreprises engagées dans des partenariats public-privé, qui ont atteint un montant cumulé de USD 134 mds sur les vingt dernières années. Ces partenariats sont destinés au développement d'infrastructures jugées comme prioritaires par le gouvernement (aéroport d'Istanbul, projet de nouveau canal alternatif à la route des détroits sur la mer Noire, gazoduc *TurkStream*). L'investissement en infrastructures est une condition nécessaire à une hausse pérenne de la croissance potentielle, mais elle ne suffit pas. D'autres formes d'investissement, notamment en capital humain, devront suivre pour permettre une hausse de la productivité, globalement absente au cours de la décennie passée.

Achévé de rédiger le 6 octobre 2021

Stéphane COLLIAC

stephane.colliac@bnpparibas.com



DES PERSPECTIVES POSITIVES À COURT TERME

La croissance est restée assez élevée en 2020/21 grâce principalement au dynamisme de la consommation des ménages et au soutien modéré de la dépense publique. Cela a soutenu les secteurs du commerce de détail et de la construction. Poursuivant une gestion des finances publiques prudente, le gouvernement a dégagé un déficit budgétaire en léger repli en 2020/21. Cette amélioration devrait se poursuivre cette année, malgré une possible pression à la hausse sur les dépenses courantes. Le principal obstacle à une politique budgétaire plus ambitieuse reste le service de la dette du gouvernement, qui, malgré de meilleures conditions de financement, ne se réduira que très graduellement. Concernant les comptes extérieurs, à la question de l'attractivité de la dette égyptienne dans un contexte de resserrement monétaire attendu aux États-Unis, il faut ajouter la vulnérabilité des déficits courants soumis à la rigidité des importations, à la hausse du prix des matières premières et à la reprise incertaine du tourisme.

DYNAMISME DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES

L'activité économique s'est maintenue à un niveau assez élevé (3,3%) au cours de l'année fiscale 2020/21 grâce au soutien de la consommation des ménages. Cette performance est notable si on la compare aux autres pays émergents, et si l'on considère les difficultés rencontrées par le secteur du tourisme en période de pandémie.

Depuis le début de 2020, la consommation privée n'a pas connu un seul trimestre de contraction. Les restrictions de mouvement liées à l'épidémie de Covid-19 ont été très temporaires et n'ont eu que des conséquences limitées sur l'activité. Le crédit aux ménages (hors immobilier) est resté très soutenu. Il connaît une croissance moyenne de plus de 30% en g.a depuis fin 2019, et représentait environ 8,5% du PIB en juin 2021 (6,7% à fin 2019). En termes réels, la progression du crédit est significative depuis mi-2019 (supérieure à 20% en g.a.) étant donné le repli de l'inflation. Parallèlement, les transferts des Égyptiens expatriés (principalement dans les pays du Golfe) ont été très élevés en 2020/21, malgré une situation économique difficile dans le Golfe en 2020 et l'accélération des politiques de nationalisation du marché du travail. Ces transferts ont progressé de 13% en 2020/21 pour atteindre USD 31,4 mds, soit environ 40% des revenus des comptes courants. Cette progression semble être liée à la cession d'actifs de la part d'expatriés quittant le Golfe et à des transferts financiers contraints d'être officialisés en raison des restrictions de déplacement entre les pays. Par ailleurs, si le soutien de la politique budgétaire est resté modéré, le revenu des catégories de population les plus pauvres a bénéficié d'aides ciblées de la part du gouvernement.

En revanche, l'évolution de l'investissement continue de peser sur l'activité (-50% en g.a. au cours des trois premiers trimestres de 2020/21), après un repli de 20% en 2019/20. Cela s'explique notamment par la baisse de 80% de l'investissement dans le secteur des hydrocarbures (environ 18% de l'investissement total).

D'un point de vue sectoriel, la bonne tenue de la consommation a profité au commerce de détail. Sans surprise, les secteurs de la construction (+6,8% en 2020/21) et de l'immobilier (17% du PIB pour l'ensemble) alimentent également l'activité, soutenus par les grands projets urbains et d'infrastructure. Au contraire, le secteur manufacturier (16% du PIB) s'est replié de 5,8% au cours de l'année 2020/21.

À court terme, nous anticipons une augmentation de la croissance à 5,6% pour l'année 2021/22. Les indicateurs avancés d'activité ont rebondi depuis juin 2021. L'indice de production industrielle a fortement accéléré depuis la fin du premier trimestre 2021, tandis que les indicateurs de mobilité sont en zone de reprise d'activité depuis le

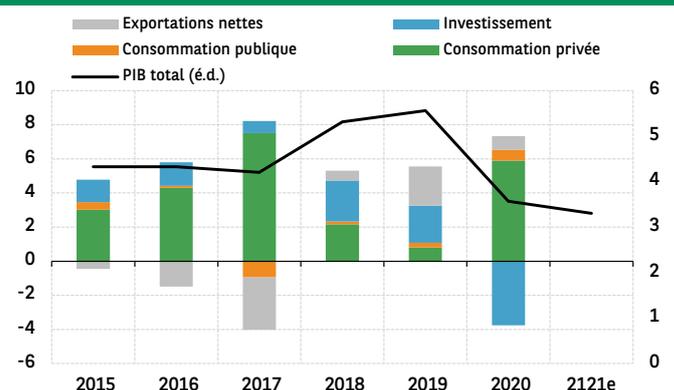
	PRÉVISIONS			
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	5.6	3.5	3.3	5.6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	13.4	5.6	4.5	5.9
Solde budgétaire, % du PIB 1	-8.0	-8.0	-7.4	-6.9
Dette du gouv. central, % du PIB	84	90	94	94
Balance courante, % du PIB	-3.6	-3.1	-4.2	-2.8
Dette externe, % du PIB	36	34	36	37
Réserves de change, mds USD	45	38	41	42
Réserves de change, en mois d'imports	8.0	6.1	6.2	6.9

TABLEAU 1

(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1^{ER} JUILLET DE L'ANNÉE T AU 30 JUIN DE L'ANNÉE T+1E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

CROISSANCE DU PIB RÉEL (CONTRIBUTIONS, %)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DE LA PLANIFICATION, BNP PARIBAS

mois de juin. Par ailleurs, le budget 2021/22 prévoit des hausses de salaire et des retraites dans le secteur public. Concernant l'activité touristique, la levée des restrictions concernant les arrivants de certaines destinations ainsi que le possible reflux de la pandémie au niveau mondial devraient soutenir une hausse très progressive de la fréquentation.

POURSUITE DE L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE

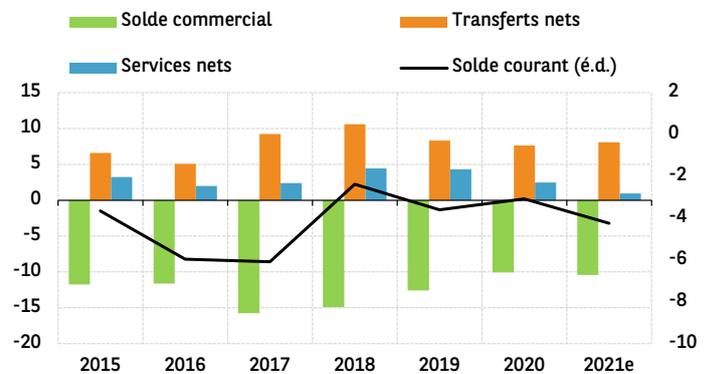
Dans un contexte de relatif dynamisme de l'activité, les mesures de soutien budgétaire ont été limitées (environ 2% du PIB, mais seule une partie a été effectivement dépensée) et ciblées, notamment vers les catégories les plus défavorisées et les secteurs les plus exposés. Parallèlement, certaines taxes à caractère exceptionnel ont permis d'amortir les conséquences du ralentissement économique sur les recettes du gouvernement. D'une manière plus structurelle, les recettes budgétaires bénéficient de la mise en place de mesures améliorant la collecte des revenus depuis 2019, telles que l'automatisation et la digitalisation de certaines recettes, ainsi que l'élargissement de l'assiette fiscale. Selon des sources gouvernementales, ces mesures auraient contribué à environ 15-20% de la hausse des recettes budgétaires constatée durant les trois premiers trimestres de 2020/21. Au total, celles-ci ont augmenté de 15% sur cette même période.

De leur côté, les dépenses totales n'ont augmenté que de 11%. Le solde budgétaire primaire restera positif en 2020/21 (équivalant à environ 1,4% du PIB) et permettra la baisse du déficit budgétaire étant donné la quasi stabilité de la charge d'intérêt (+1% en durant les trois premiers trimestres de 2020/21). Ce déficit est estimé à 7,4% du PIB sur l'ensemble de l'année contre 8% en 2019/20. Le service de la dette reste le principal poids qui pèse sur les finances publiques. Bien qu'il soit en légère baisse à environ 54% des recettes budgétaires totales (contre 58% en 2019/20), il reste élevé et réduit fortement la marge de manœuvre des politiques publiques.

Le déficit budgétaire devrait continuer de baisser en 2021/22 (attendu à 6,9% du PIB) dans un contexte d'accélération de l'activité et malgré la hausse de la masse salariale du secteur public. Les risques pesant sur ce scénario central sont notamment l'évolution du prix des matières premières alimentaires et énergétiques. Les subventions alimentaires représentent 5% des dépenses budgétaires totales et ont augmenté de plus de 10% sur les neuf premiers mois de l'année budgétaire 2020/21. Le prix du blé sur le marché mondial – dont l'Égypte est le premier importateur mondial – a augmenté de 11% depuis fin juin 2021. Les conséquences de la hausse des prix du pétrole sont moins évidentes étant donné la fin officielle des subventions sur les produits pétroliers depuis 2019. Néanmoins, le mécanisme d'ajustement trimestriel des prix de vente au détail (dans la limite de 10%) en lien avec les prix sur le marché international n'est pas automatique. Une hausse de 40% du prix du pétrole étant attendue en 2021/22, l'insuffisance de l'ajustement des prix de vente pourrait représenter un coût supplémentaire pour les finances publiques.

Le service de la dette devrait continuer de fléchir, mais à un rythme plus lent. L'arrêt attendu du cycle de baisse des taux de la banque centrale devrait maintenir les taux des émissions de dette en monnaie locale à un niveau élevé. L'allongement des maturités sur le marché local (les émissions nettes de *Tbonds* sont supérieures à celles de *Tbills* depuis 2018/19) et l'émission de dette internationale en devises à moyen-long terme est positive pour la dynamique de dette. Selon le FMI, la maturité moyenne du stock de dette était de 3,38 ans en février 2021 contre 2,1 ans en juin 2016. Cependant, étant donné la pente de la courbe des taux pour les émissions en monnaie locale (écart de 230 points de base à l'émission entre le *TBill* un an et le *Tbond* 5 ans à fin septembre 2021), la réduction du service de la dette sera très graduelle.

COMPTES COURANTS (% DU PIB)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

VULNÉRABILITÉ EXTÉRIEURE MAÎTRISÉE À COURT TERME

Grâce au soutien du FMI en 2020, à l'émission régulière d'Eurobonds et à l'afflux d'investissements de portefeuille en 2021, la liquidité en devises a atteint un niveau satisfaisant. Les réserves de la banque centrale s'élevaient à USD 40,7 mds à fin août 2021 (USD 53 mds si on inclut les réserves *Tier II*), équivalent à 6,1 mois d'importations de biens et services. Néanmoins, ce montant reste inférieur d'environ USD 5 mds par rapport à fin 2019. Les risques pesant sur la liquidité extérieure paraissent limités à court terme compte tenu de l'attractivité de la dette égyptienne (le taux réel des émissions à dix ans est actuellement à 9,2%). Cependant, le besoin de financement extérieur reste significatif (plus de USD 30 mds si on prend en compte la dette à court terme du secteur public détenue par les non-résidents et que l'on suppose le renouvellement des dépôts des pays du Golfe auprès de la banque centrale) et des vulnérabilités persistent. Ainsi, le déficit courant est élevé (estimé à 4,2% du PIB en 2020/21, soit plus de USD 16 mds) étant donné la rigidité à la baisse des importations et la faiblesse de l'activité touristique.

À court terme, l'accélération de la croissance devrait favoriser la hausse des importations, tandis que la reprise de la fréquentation touristique serait progressive. La hausse des prix du pétrole devrait creuser le déficit des comptes énergétiques. Par ailleurs, la pérennité de la hausse des exportations de GNL constatée depuis mi-2020 reste à confirmer. En 2021/22, le déficit courant devrait atteindre 2,8% du PIB. Au vu des perspectives mitigées en matière d'investissements directs étrangers (en baisse de 19% durant les trois premiers trimestres de 2020/21, et nous gardons une prévision prudente pour 2021/22 d'un montant d'IDE entrants équivalents à 2% du PIB), le maintien d'un important volume de dette du gouvernement détenue par les non-résidents – par nature volatile – reste l'élément déterminant de la liquidité en devises. Enfin, il faut noter que la volonté de la banque centrale de limiter la volatilité du taux de change est potentiellement coûteuse en devises, comme l'a montré le début de l'année 2020, et rend incertaine l'estimation du niveau acceptable de réserves de change de la banque centrale.

Achévé de rédiger le 7 octobre 2021

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

ÉMIRATS ARABES UNIS

21

UNE REPRISE ÉCONOMIQUE INÉGALE

L'économie des Émirats Arabes Unis (EAU) a été doublement affectée par la chute des prix du pétrole en 2020 et les conséquences de la pandémie sur le secteur des services. La récession a été significative en 2020, et la reprise devrait rester timide cette année. Malgré les perspectives positives liées à l'Exposition universelle, l'activité à Dubaï restera contrainte par les difficultés structurelles du marché immobilier et les incertitudes pesant sur le tourisme et la logistique pour lesquels un retour à la normale n'est attendu qu'en 2023. Dans ce contexte, la situation des finances publiques et externes demeure très favorable grâce aux excédents accumulés depuis de nombreuses années, mais le risque de crédit s'accroît. Certains conglomérats quasi-publics actifs dans le secteur immobilier connaissent des difficultés, et le soutien de l'État restera sélectif.

REPRISE ÉCONOMIQUE GRADUELLE

Les Émirats Arabes Unis (EAU) ont été l'économie la plus affectée parmi les pays du Golfe par le double choc de la chute des prix et de la production pétrolière, et par les conséquences de l'épidémie de Covid-19 sur le secteur des services. En 2020, l'économie s'est contractée de 6,1%, conséquence du recul de 6% environ du PIB pétrolier (environ 30% du PIB total) et du PIB hors pétrole. La politique restrictive des producteurs de l'OPEP+ (les EAU sont le troisième producteur de l'OPEP avec 10% de la production totale du cartel) a entraîné une réduction de la production pétrolière de 7,5%. Les conséquences de la pandémie ont particulièrement affecté les secteurs de la logistique (-16% pour 6% du PIB) et du commerce (-13% pour 13% du PIB). Par ailleurs, l'activité des secteurs de la construction et de l'immobilier (14% du PIB pour l'ensemble) s'est repliée de 9%. À Dubaï (environ 30% du PIB de la fédération), qui concentre l'essentiel de l'activité hors hydrocarbures, le PIB a reculé de 11% avec l'effondrement du commerce (-12%), de la restauration (-33%) et de la logistique (-36%).

En 2021, la croissance économique de la fédération devrait atteindre 2,0%. Cette faiblesse de la reprise est en partie due au recul du PIB pétrolier (-2,8%) pour la deuxième année consécutive. La hausse de la production depuis juin reste très graduelle et le niveau de production actuel (2,8 mb/j en septembre 2021) reste loin de celui atteint en avril 2020 (3,7 mb/j). Du côté de l'activité non pétrolière, les indicateurs avancés du premier semestre restent mitigés et l'ouverture de l'Exposition universelle à Dubaï en octobre ne modifiera pas fondamentalement la situation. Malgré une campagne de vaccination parmi les plus fortes au niveau mondial, les indicateurs de mobilité restent à peine supérieurs à ceux précédant la pandémie. Au T1 2021, le PIB était en contraction de 3,7% à Dubaï, avec le recul continu de la logistique (-32% en g.a) et malgré la reprise timide du commerce (+2,8% en g.a.). À fin juin 2021, les arrivées à l'aéroport de Dubaï sur les quatre derniers trimestres étaient en baisse de 70% en g.a. Sur la même période, le nombre de bâtiments achevés était en baisse de 41%. Depuis cet été, on assiste à une reprise de la fréquentation touristique. Cette dynamique devrait bénéficier de l'Exposition universelle qui se déroulera durant les six prochains mois.

C'est en 2022 que devrait se consolider la reprise de l'activité. Le PIB pétrolier devrait progresser de 7% environ, grâce à la poursuite de la hausse de la production pétrolière, mais aussi au relèvement du quota de production des EAU au sein de l'OPEP. La capacité de production des EAU est importante (4,2 mb/j), mais il convient de rester prudent sur l'évolution du marché pétrolier étant donné les incertitudes pesant sur la demande, et la reprise possible de la production pétrolière hors OPEP+. La hausse attendue des prix du pétrole devrait profiter à l'économie hors hydrocarbure, notamment au secteur immobilier.

PRÉVISIONS

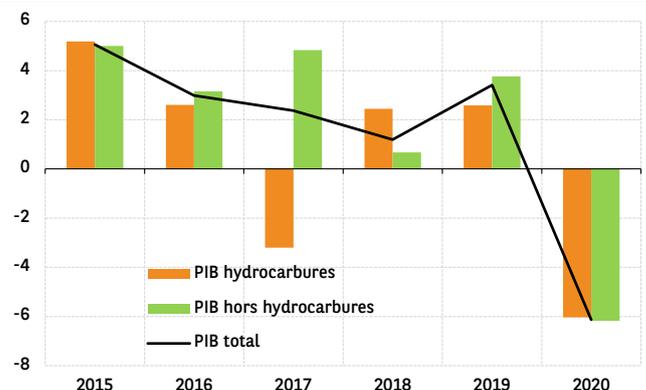
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	3.4	-6.1	2.0	4.4
Inflation moyenne (IPC, %)	-1.9	-2.0	-0.1	0.9
Solde budgétaire / PIB (%)	0.6	-5.5	1.8	2.5
Dette publique / PIB (%)	27	36	32	29
Solde courant / PIB (%)	8.9	5.8	6.8	7.6
Dette extérieure / PIB (%)	80	101	88	85
Réserves de change, mds USD	107	103	109	123
Réserves de change, en mois d'imports	4.0	4.6	4.6	5.0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

CROISSANCE DU PIB RÉEL (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CENTRE FÉDÉRAL DE LA COMPÉTITIVITÉ ET DES STATISTIQUES, BNPPARIBAS

La diminution progressive des conséquences de la pandémie sur les mouvements de population devrait permettre au PIB hors pétrole de croître de 3,2%. Au total la croissance de l'économie des EAU devrait atteindre 4,4%. Cependant, d'importants risques baissiers subsistent. La persistance de la pandémie pourrait affecter la demande mondiale de pétrole et la fréquentation touristique. Le secteur de la logistique devrait pâtir encore plusieurs semestres des perturbations du commerce mondial. Un retour à un trafic normal n'est pas attendu avant 2023.



À moyen terme, le secteur des hydrocarbures devrait bénéficier du plan d'investissement annoncé par la compagnie pétrolière nationale ADNOC qui prévoit d'investir massivement au cours des cinq prochaines années (USD 122 mds au total soit l'équivalent de 40% du PIB pétrolier chaque année) afin d'augmenter les capacités de production pétrolière et gazière, et d'accroître la production pétrochimique.

Concernant, les activités hors hydrocarbures, les perspectives sont moins claires. Dubaï connaît une crise rampante du secteur immobilier depuis plusieurs années. Les prix de vente et les loyers sont en baisse continue depuis 2015, l'offre étant structurellement excédentaire. Par ailleurs, la croissance de la fréquentation de l'aéroport de Dubaï perd constamment en dynamisme depuis 2015 (+4,3% en moyenne durant 2015-19, contre +11,2% durant 2009-14). L'évolution est négative depuis juin 2019. Au-delà de l'influence de la conjoncture pétrolière, cette tendance pourrait signaler une perte relative d'attractivité de cette destination. L'évolution du trafic de l'aéroport de Dubaï est inférieure à la croissance du trafic passager mondial depuis 2019. D'une manière générale, les autorités ont engagé depuis 2020 un programme visant à renforcer l'attractivité de la fédération pour les entreprises et les résidents, dans un contexte de concurrence régionale croissante.

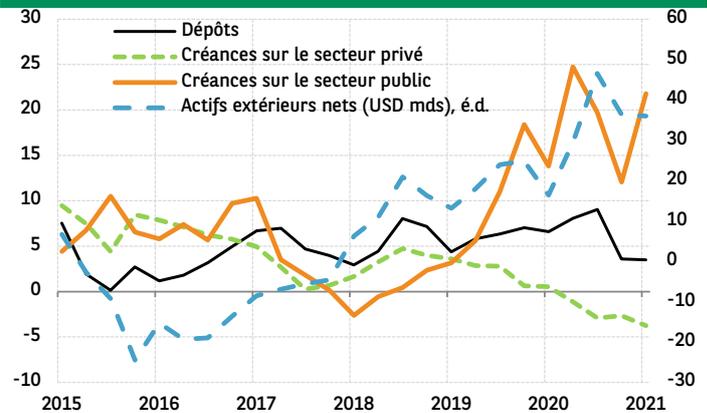
DES FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES SOLIDES

Malgré un recul prononcé de l'activité économique, les comptes budgétaires et extérieurs ne se sont pas très dégradés. En 2020, selon nos estimations, le déficit budgétaire s'est élevé à environ 5,5% du PIB. Les revenus pétroliers (environ 45% des revenus totaux) ont chuté environ d'un tiers avec la baisse de la production et des prix du pétrole. Les dépenses totales se sont contractées d'environ 15% malgré des mesures spécifiques de soutien à l'économie équivalentes à environ 2% du PIB. Un léger excédent devrait être enregistré en 2021 (1,8% du PIB) grâce à la hausse significative des recettes pétrolières et à la faible augmentation des dépenses. Celles-ci devraient rester inférieures à leur niveau de 2019.

La solvabilité publique est soutenue par le niveau modéré de la dette gouvernementale consolidée (36% du PIB en 2020) et d'importants actifs publics (supérieurs à deux fois le PIB), détenus en majeure partie par l'émirat d'Abu Dhabi. Chaque émirat est autonome budgétairement (hormis les budgets de la défense et de la sécurité qui sont fédéraux) et peut émettre de la dette sur les marchés internationaux. Depuis 2020, environ USD 25 mds ont été émis par les émirats d'Abu Dhabi (USD 20 mds, soit environ 10% du PIB d'Abu Dhabi), de Sharjah (USD 2,3 mds, soit environ 7,4% du PIB de Sharjah) et de Dubaï (USD 2,9 mds, soit environ 2,8% du PIB de Dubaï). Les émissions obligataires d'Abu Dhabi vont au-delà du financement d'un éventuel déficit budgétaire ou du remboursement de dettes arrivées à échéance, et permettent – par des émissions régulières – d'établir des taux de référence pour d'autres émetteurs. Concernant Dubaï, une partie du financement obtenu est destinée à soutenir certaines entreprises publiques en difficulté (notamment dans le domaine des transports). Par ailleurs, en octobre 2021, la fédération a procédé pour la première fois à une émission obligataire sur les marchés internationaux pour un montant de USD 4 mds. Cet appel au marché n'est autorisé que depuis 2019, et devrait notamment financer des projets d'infrastructures.

La situation des comptes extérieurs reste très confortable et les excédents courants sont récurrents et élevés, même en période de conjoncture pétrolière défavorable. Ils ont atteint 7% du PIB en moyenne depuis 2016 et nous prévoyons un surplus de 6,8% du PIB cette année. Les réserves de change sont actuellement équivalentes à environ 4,5 mois d'importations de biens et services.

BILAN SIMPLIFIÉ DES BANQUES COMMERCIALES (G,A, %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BANQUE CENTRALE

PERSISTENCE DU RISQUE DE CRÉDIT

L'exposition des banques aux secteurs les plus affectés par le ralentissement économique a eu des conséquences négatives sur la qualité de leurs portefeuilles de crédit. Au niveau de la fédération, le taux de créances douteuses a atteint 8,2% en juin 2021 selon le FMI (le plus élevé parmi les pays du Golfe), contre 6,5% fin 2019. À Dubaï, un certain nombre de promoteurs immobiliers connaissent des difficultés financières et ont engagé une renégociation de leurs créances pouvant se traduire par un défaut partiel. Les secteurs de la construction et de l'immobilier représentaient 20% du crédit intérieur total en juin 2021.

L'augmentation du risque de crédit ne présente pas un risque systémique. La liquidité bancaire reste confortable, étant donné la faible croissance du crédit intérieur et la progression des dépôts (+1,1% en juin 2021). Le crédit au secteur privé (70% du crédit intérieur) était en repli de 2,1% en g.a en juin 2021 (-1,6% pour le crédit intérieur). Avec le ralentissement du crédit et la hausse des dépôts du gouvernement à la faveur d'une meilleure conjoncture pétrolière, la position extérieure nette du secteur bancaire est largement excédentaire. Elle a atteint USD 36 bn en mars 2021 (USD 16 mds en mars 2020). La banque centrale a mis en place des mesures de soutien au secteur bancaire : apport de liquidité, relâchement de certaines normes prudentielles et baisse du taux d'intérêt directeur (-125 points de base en 2020). Plus généralement, si le soutien fédéral aux banques systémiques est assuré en cas de nécessité, le soutien aux entreprises quasi-publiques (notamment dans l'immobilier) étant du ressort des gouvernements fédérés aux moyens plus limités, il sera plus sélectif.

Achévé de rédiger le 6 octobre 2021

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com



ALGÉRIE

23

DU RÉPIT SANS EMBELLIE

L'Algérie n'est pas sortie de la crise mais les voyants ne sont plus rouge vif. La croissance est redevenue positive au T1 2021 et la pression extérieure s'est considérablement allégée. Pour autant, les raisons de ces améliorations sont essentiellement conjoncturelles, à commencer par la remontée des cours du pétrole et la forte demande européenne en gaz. De plus, cela reste encore insuffisant pour rééquilibrer les finances publiques. L'avancée de la campagne de vaccination ne permet pas d'écartier la possibilité d'une nouvelle vague de contamination. C'est dans ce contexte que le Parlement vient d'adopter le plan d'action du nouveau gouvernement. La volonté de diversification y est une nouvelle fois mise en avant, mais le manque d'objectifs chiffrés et l'absence d'un calendrier précis jettent un doute sur sa mise en application. En outre, certaines décisions de politique économique laissent penser que les autorités continuent de gérer l'urgence au risque de retarder l'ajustement nécessaire, voire d'aggraver certains déséquilibres (notamment monétaires).

COMPTES EXTÉRIEURS : LA PRESSION S'ALLÈGE

Pour la première fois depuis avril 2015, les réserves de change ont progressé de USD 2,4 mds en août (graphique 1). Certes, l'allocation de DTS du FMI de USD 2,7 mds y est pour beaucoup. Mais cette stabilisation reflète également le rééquilibrage en cours des échanges extérieurs. Le déficit commercial a été ramené à moins de USD 1 md sur les huit premiers mois de 2021 contre USD 7,6 mds un an auparavant. En plus de l'envolée des cours du pétrole, les exportations d'hydrocarbures sont tirées par un regain de la demande de gaz en provenance d'Europe, au moment où plusieurs projets de développement sont arrivés à leur terme. Selon les statistiques de l'organisation JODI, la production et les exportations de gaz affichaient ainsi des hausses annuelles de 28% et 76% respectivement à fin juillet. S'il est difficile d'extrapoler ces évolutions en raison notamment de facteurs saisonniers, les volumes d'exportations de gaz pourraient atteindre un record sur une décennie. Cela permettra de compenser une partie du manque à gagner découlant des quotas de production de pétrole de l'OPEP+ même si ces derniers sont régulièrement relevés. Au total, les exportations d'hydrocarbures devraient atteindre plus de USD 33 mds en 2021 contre USD 20 mds en 2020. Hors hydrocarbures, les exportations ont plus que doublé sur les huit premiers mois de l'année, une performance à souligner même si elle doit être relativisée au regard de leur faible poids dans les échanges extérieurs (12% des exportations totales).

Parallèlement, les importations se maintiennent à un bas niveau. Bien qu'en hausse de 8% à fin août par rapport à la même période en 2020, elles demeurent encore 20% inférieures à leur niveau de 2019. La compression des importations est un axe prioritaire de la politique du gouvernement, que ce soit par un durcissement des mesures non-tarifaires ou par la dépréciation du taux de change. Depuis le début 2020, le dinar a ainsi perdu 13% de sa valeur contre le dollar et 17% contre l'euro. Néanmoins, l'écart avec le taux sur le marché parallèle reste supérieur à 30%, ce qui suggère que la surévaluation de la monnaie est encore loin d'être corrigée. La chute des importations provient avant tout de celle de l'activité économique. Celles de machines et d'équipements y a contribué pour plus de la moitié en 2020.

Au total, le déficit courant devrait se réduire à moins de 5% du PIB cette année après avoir atteint presque 13% du PIB en 2020. L'érosion de la liquidité extérieure va donc se poursuivre mais à un rythme beaucoup plus lent. Tombées à USD 49 mds à fin 2020 contre USD 180 mds à fin 2014, les réserves de change devraient encore baisser de USD 6 mds en 2021. C'est trois fois moins que lors des quatre dernières années. De plus, elles sont encore à un niveau confortable de 14 mois d'importations de biens et services et le resteront à court terme sous

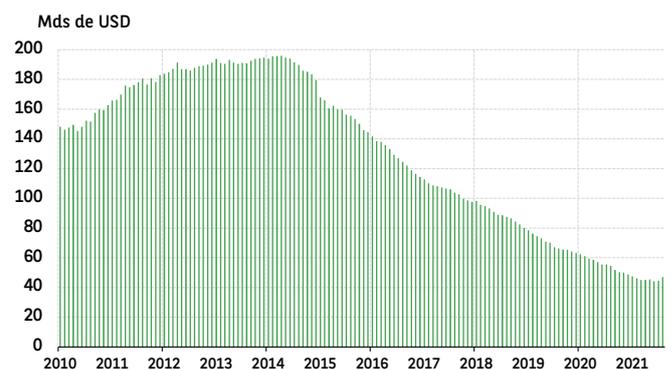
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	0.8	-4.9	3.5	2.4
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.0	2.4	5.2	4.8
Solde budgétaire, % du PIB	-9.8	-14.4	-9.6	-9.7
Dettes du gouv. central, % du PIB	45.8	53.4	58.7	64.8
Balance courante, % du PIB	-9.9	-12.8	-4.9	-5.7
Dettes externes, % du PIB	2.7	3.5	3.5	3.8
Réserves de change, mds USD	62.2	48.8	43.1	35.9
Réserves de change, en mois d'imports	13.8	13.8	11.0	8.8

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : FMI

l'hypothèse que les cours du pétrole se maintiendront au-dessus de USD 70 le baril. Le risque de crise de balance des paiements à court terme s'est donc réduit.

FINANCES PUBLIQUES : ENCORE LOIN DU COMPTE

La situation des finances publiques, en revanche, continue d'inquiéter. Malgré des efforts d'ajustement réalisés pour faire face à la chute des recettes pétrolières (40% des revenus totaux avant la crise), le déficit budgétaire s'est considérablement creusé en 2020 pour atteindre



plus de 14% du PIB (selon nos estimations). Or, les orientations prises dans la loi de finances pour 2021 ne permettent pas d'entrevoir de rééquilibrage majeur. Construite sur une hypothèse des cours du pétrole à USD 45 le baril, le gouvernement pourra évidemment compter sur un surcroît de recettes (de l'ordre de 4% de PIB). Mais avec des dépenses en hausse de 10%, dont les ¾ proviennent de l'accroissement des charges courantes, le déficit budgétaire est attendu à plus de 5% du PIB, auquel il faut ajouter 4 points de PIB de transferts et prêts nets pour soutenir les entreprises publiques en difficulté et pour couvrir les besoins de financement de la Caisse nationale des retraites. Au total, les finances publiques devraient afficher un solde déficitaire de presque 10% du PIB en 2021 alors que la plupart des autres pays exportateurs de pétrole de la région verront leurs comptes revenir quasiment à l'équilibre.

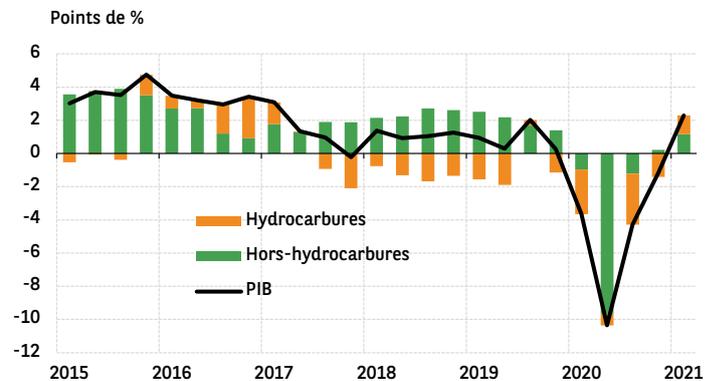
La dette va donc croître de nouveau rapidement. En 2020, la hausse des ratios d'endettement a résulté essentiellement de la contraction du PIB. Environ deux tiers des besoins de financement ont en effet été couverts par des prélèvements sur le compte courant du Trésor à la banque centrale, dont une grande partie provenait du programme de financement monétaire direct de 2017-2019. Ce compte ayant été asséché, les autorités ont décidé de procéder à un nouveau mécanisme de financement monétaire moins direct à compter du 1^{er} juillet 2021 via des opérations d'open market d'un montant de DZD 2 100 mds (environ 10% du PIB), échelonné sur douze mois. À première vue, cela devrait suffire à financer le déficit mais cela ne règle pas le problème du manque de profondeur du marché des capitaux ni celui du déséquilibre structurel des finances publiques. De fait, la dette du gouvernement devrait s'approcher de 60% du PIB à la fin de cette année contre seulement 7% du PIB en 2014. La dette reste cependant une dette fondamentalement captive dans la mesure où l'État se finance auprès de la banque centrale à des taux réels négatifs et sur des maturités longues. En outre, la dette en devise est quasi-inexistante.

PERSPECTIVES : VERS UNE REPRISE POUSSIVE

Malgré la hausse attendue des dépenses publiques et une conjoncture extérieure plus favorable, l'activité économique se redressera difficilement. Le rebond au T1 après quatre trimestres de contraction est certes une bonne nouvelle mais il est à relativiser. Déjà, il est d'amplitude modeste, à seulement 2,4% en g.a (graphique 2). Ensuite, il s'explique en grande partie par la hausse de la production de gaz. Hors hydrocarbures, le PIB n'a progressé que de 1,4%.

Les vents contraires demeurent importants. La campagne de vaccination, bien qu'elle accélère ces dernières semaines, ne permet pas d'écarter une nouvelle vague de contaminations à l'image de celle qui a touché le pays cet été. À fin septembre, seulement 20% de la population avait reçu une première dose. En outre, les pressions inflationnistes se sont intensifiées depuis la fin 2020 avec un pic atteint en mars 2021 à 7,2% en raison de l'envolée des prix alimentaires (+9,7% ; 43% du panier). Elles se sont quelque peu allégées depuis. Mais l'inflation a atteint 5,7% en moyenne sur les six premiers mois de l'année (2,4% en 2020), et les facteurs de risque sont nombreux. Aux effets de la dépréciation du dinar pourraient s'ajouter des facteurs monétaires (accélération de la masse monétaire depuis le début de l'année, à 12% à fin juillet, en raison notamment du redressement des recettes pétrolières et gazières, injections de liquidité de la banque centrale à partir de la mi-2021).

CROISSANCE DU PIB RÉEL (CONTRIBUTION EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

Surtout, la récession de 4,9% en 2020, provoquée par le choc de la pandémie, a frappé une économie déjà affaiblie, caractérisée par une croissance du PIB par habitant négative depuis 2017 et une contraction continue du taux d'investissement privé. L'efficacité de la dépense publique pour stimuler la croissance est désormais très faible. Il en est de même pour les mesures de soutien de la banque centrale dont les autorités viennent d'annoncer l'extension jusqu'à fin 2021. L'assouplissement de la politique monétaire et des contraintes prudentielles a sans doute permis de préserver la stabilité du système financier mais pas de soutenir l'activité de prêts. À fin juillet, la croissance des crédits bancaires au secteur du privé et des entreprises publiques était encore inférieure à l'inflation.

Dans ce contexte, la croissance ne devrait atteindre que 3,5% en 2021 avant de décélérer à 2,4% en 2022. Au-delà, la dynamique sera étroitement corrélée à la capacité des autorités à réformer un système profondément déséquilibré. Un plan d'action présenté par le nouveau gouvernement vient tout juste d'être adopté par le Parlement. Une nouvelle fois, la volonté de diversification de l'économie algérienne y est mise en avant mais le manque d'objectifs chiffrés et l'absence d'un calendrier précis jettent un doute sur sa mise en application. Au moment où les cours du pétrole remontent, le risque est également grand de voir les autorités repousser les ajustements budgétaires nécessaires.

Achévé de rédiger le 6 octobre 2021

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com

ÉTHIOPIE

25

UN TIGRE QUI NE RUGIT PLUS

En Éthiopie, la pandémie du coronavirus a déclenché une crise économique qui remet en cause le modèle de développement du pays de ces dix dernières années. Les réformes tardives, les coûts logistiques importants et la pénurie de devises étrangères ont fortement ralenti la modernisation de l'économie. De plus, le conflit interne dans la région du Tigre menace la stabilité politique du pays et aggrave la crise humanitaire. Sans ressources, le pays n'a pas les moyens de faire face aux conséquences économiques de la pandémie et il reste fortement dépendant des aides étrangères. L'endettement en devises est devenu trop important par rapport aux recettes d'exportation. Le pays a demandé une restructuration de sa dette extérieure dans le cadre commun proposé par le G20. Mais la crise diplomatique en cours avec ses partenaires internationaux retarde pour l'instant sa mise en œuvre.

UN MODÈLE DE DEVELOPPEMENT TRÈS FRAGILE

La modernisation de l'économie de ces dix dernières années, basée sur une stratégie d'industrialisation, n'a pas permis au pays de résister au choc de la pandémie. Le modèle de développement promu par le gouvernement a reposé sur la création de parcs industriels gérés par l'État, proposant une fiscalité avantageuse et un coût très faible de la main d'œuvre. En réalité, ces zones franches présentent de gros problèmes logistiques (en particulier le raccordement aux réseaux d'eau et d'électricité), un taux élevé de rotation du personnel et, au final, une productivité médiocre.

Selon les données publiées par la banque centrale, la croissance du PIB a ralenti à +6,1% en 2020, contre 9% à l'année précédente, malgré le soutien des dépenses publiques (voir graphique 1). Du côté de l'offre, seule l'agriculture a enregistré une contribution à la croissance en hausse (1,4% contre 0,9% en 2019) grâce à des récoltes abondantes. La production industrielle et l'activité dans la construction, déjà structurellement handicapées par un approvisionnement en électricité aléatoire, ont dû être suspendues. Aucun confinement n'a été décrété pendant la pandémie mais les restrictions à la mobilité, imposées à la population pendant l'état d'urgence, ont affecté les activités commerciales. Les secteurs du transport et du tourisme ont souffert le plus de la suspension des vols.

Les effets récessifs de la pandémie devraient se poursuivre en 2021, avec une croissance attendue à seulement 2%. En effet, malgré la levée de l'état d'urgence en septembre 2020 (il aura duré 5 mois), la consommation des ménages devrait rester déprimée à cause des pressions inflationnistes toujours importantes. Malgré la baisse des exportations, le déficit du compte courant continuerait de se réduire en raison de la faiblesse des importations. Dans le même temps, les investissements directs continueraient de se contracter. Le déficit budgétaire ne peut que se creuser avec une nouvelle hausse des dépenses sanitaires. En effet, le ministre de la Santé vient de confirmer la présence du variant delta dans le pays et sa propagation rapide, compte tenu de la faible couverture vaccinale.

Les incertitudes liées à la pandémie pèsent donc sur les perspectives de croissance. Les efforts en matière de lutte contre la pauvreté pourraient être anéantis. En particulier, le risque alimentaire est exacerbé par les perturbations dans la filière agricole dues à une importante invasion de criquets.

EN SITUATION DE SURENDETTEMENT

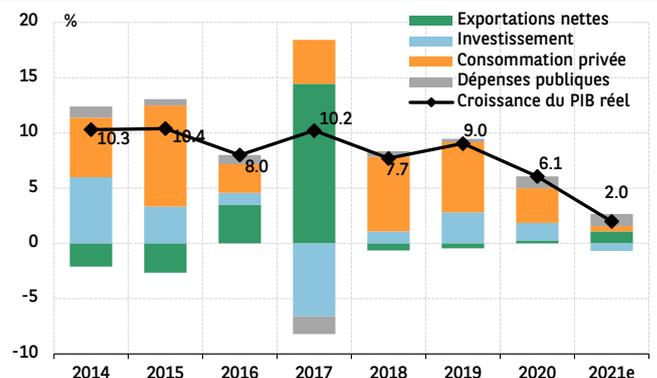
Les exportations de textile et de produits horticoles ont été très affectées par la pandémie. Les retards dans les projets de privatisation ont réduit les investissements directs étrangers (2,6% du PIB en 2020

	PRÉVISIONS			
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	9.0	6.1	2.0	8.7
Inflation moyenne (IPC, %)	15.8	20.4	21.7	19.0
Solde budgétaire / PIB (%)	-2.5	-2.8	-3.3	-3.0
Dette du gouvernement / PIB (%)	57.7	59.7	61.7	60.4
Solde courant / PIB (%)	-5.3	-4.6	-3.6	-3.9
Dette extérieure / PIB (%)	30.5	31.6	35.6	37.9
Réserves de change, mds USD	3.0	3.0	3.2	3.4
Réserves de change, en mois d'imports	1.7	1.9	1.7	1.8

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

CROISSANCE DU PIB RÉEL (CONTRIBUTION EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE NATIONALE D'ÉTHIOPIE

contre environ 5% avant la pandémie), de sorte que les réserves de change diminuent en tendance depuis 2019. Les pressions sur la monnaie locale (le Birr, ETB) ont augmenté et les faibles réserves de change laissent le pays fortement dépendant des aides internationales. Le ratio de dette publique externe sur PIB s'élève à 35% en 2021, mais à presque 200% rapporté aux recettes d'exportations. Le service de la dette externe a atteint 26% des revenus d'exportations (contre 17% en 2015) avec la fin des prêts concessionnels. De fait, le pays est aujourd'hui en situation de surendettement.



L'Éthiopie a demandé officiellement une restructuration de ses créances aux pays du G20 dans le cadre commun de traitement de la dette¹. La Banque mondiale et le FMI ont conclu que la dette de l'Éthiopie était soutenable mais qu'un rallongement des échéances sur la dette extérieure atténuerait le risque de surendettement à la fin des programmes en cours avec le FMI. Pour rappel, l'Éthiopie bénéficie actuellement de deux dispositifs du FMI : une facilité élargie de crédit concessionnel, qui expire en septembre 2021, et un mécanisme élargi de crédit non concessionnel qui reste opérationnel. Le comité des créanciers s'est constitué le 16 septembre dernier pour examiner la demande de restructuration mais les négociations tardent à aboutir car elles se heurtent notamment au traitement comparable des créanciers privés. Pour rappel, le pays a émis un eurobond d'une valeur nominale d'un milliard de dollars, dont la valeur s'est effondrée depuis l'annonce de la participation de l'Éthiopie au cadre commun².

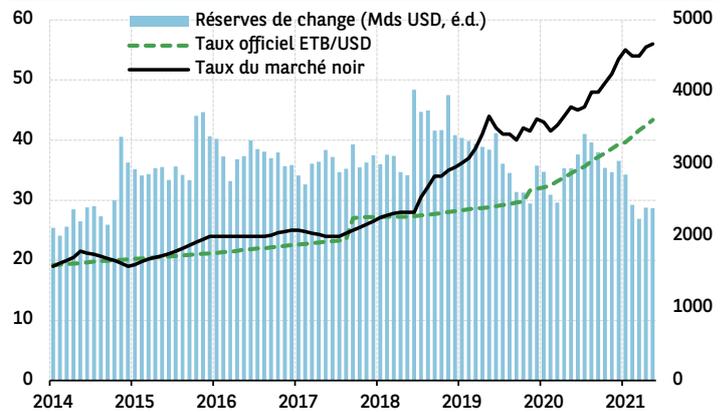
RISQUES POLITIQUES TRÈS ÉLEVÉS

Les élections générales du 21 juin dernier ont confirmé la victoire du Parti de la prospérité. Il s'agit de la nouvelle formation politique du Premier ministre sortant, Abiy Ahmed, arrivé au pouvoir en avril 2018 au sein d'une coalition de quatre partis, liée aux groupes ethniques régionaux mais dominée par un parti minoritaire, le Front populaire de libération du peuple du Tigré (TPLF). Fin 2019, Abiy Ahmed a mis fin à cette coalition pour la remplacer par un seul parti dominé par les Amharas. Dans les faits, trois régions sur dix n'ont pas pu participer aux élections en raison de la guerre civile qui sévit dans le nord du pays; ce conflit inter-ethnique démarré dans le Tigré en novembre 2020 s'est vite étendu aux États voisins de Afar et Amhara, et menace la stabilité de l'ensemble de la région.

L'ampleur des violences s'expliquent par les frustrations de l'ethnie du Premier ministre Abiy Ahmed (Oromo), qui attendait une amélioration des conditions de vie et une plus grande inclusion dans la vie politique. La récente coopération militaire entre les deux principaux mouvements d'insurrection en Éthiopie³ met le gouvernement fédéral sous pression.

Les États-Unis ont imposé le 23 mai dernier des sanctions économiques au pays (restrictions des visas, suspension d'une partie de l'aide et pression sur le FMI et la Banque mondiale pour geler les futurs décaissements). Ils s'inquiètent de l'insécurité persistante dans la région, qui entrave les opérations humanitaires. Ils attendent le résultat d'une enquête du Conseil de sécurité de l'ONU sur des accusations de violation des droits de l'homme pouvant constituer des crimes de guerre. Entre-temps, Abiy Ahmed a fustigé l'ingérence américaine qui traite son gouvernement au même titre que les insurgés, considérés désormais comme organisations terroriste. Conforté par sa large victoire électorale, le Premier ministre éthiopien cherche désormais à renforcer les autres relations diplomatiques, notamment avec les pays de l'Union africaine et la Turquie, avec qui des accords de coopération militaire et économique ont été signés récemment.

PRESSIONS SUR LES RÉSERVES ET LE TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE NATIONALE D'ÉTHIOPIE, FMI

Achévé de rédiger le 30 septembre 2021

Sara CONFALONIERI

sara.confalonieri@bnpparibas.com

¹ En novembre 2020, les pays du G20 ont adopté un cadre commun pour les éventuelles restructurations de dettes des 73 pays les plus pauvres de la planète. Après une analyse de la soutenabilité de la dette, réalisée par le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale (BM), les négociations doivent, dans un premier temps, être engagées avec les membres du G20 et tout autre pays créancier qui souhaite se joindre à l'initiative. Dans une seconde phase, sous le contrôle du FMI, le pays devra négocier avec l'ensemble de ses autres créanciers des termes au moins aussi favorables que ceux obtenus auprès des pays du G20.

² Le spread JPM EMBIG a atteint 1000 points de base début septembre

³ Le Front populaire de libération du Tigré (FPLT) et l'Armée de libération oromo (OLA)





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 :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change