

ECO EMERGING



3^e trimestre 2021

EDITORIAL

2

Depuis le début de l'année, la reprise dans les pays émergents se poursuit mais reste fragile. Le retard des indices de confiance des ménages sur ceux des entreprises témoigne des contraintes sur la demande interne : le risque pandémique persiste, l'inflation accélère et les États font face à une augmentation de leurs coûts de financement, ce qui réduit leurs marges budgétaires.



CHINE

3

Reprise encore contrastée



INDE

5

Nouvelles turbulences



PHILIPPINES

7

Reprise sous contraintes



RUSSIE

9

Des risques contenus en dépit des contaminations



POLOGNE

11

Potentiel de croissance inchangé



ROUMANIE

13

Croissance insolente



SERBIE

15

Des perspectives favorables



BRÉSIL

17

Un rebond qui surprend



CHILI

19

Nouveaux défis



ARABIE SAOUDITE

21

Transition économique difficile



NIGÉRIA

23

L'économie résiste mais peine à redémarrer



AFRIQUE DU SUD

25

Sauvée par les matières premières

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REPRISE TOUJOURS FRAGILE

Depuis le début de l'année, la reprise dans les pays émergents se poursuit mais reste fragile. Le retard des indices de confiance des ménages sur ceux des entreprises témoigne des contraintes sur la demande interne : le risque pandémique persiste, l'inflation accélère et les États font face à une augmentation de leurs coûts de financement, ce qui réduit leurs marges budgétaires. Malgré le dynamisme des échanges extérieurs, l'horizon n'est pas suffisamment dégagé pour une reprise de l'investissement. Heureusement, jusqu'à présent, la très grande majorité des banques centrales se gardent d'être pro-actives malgré les tensions inflationnistes. Mais le resserrement monétaire ne peut que se généraliser.

La croissance économique des 27 principaux pays émergents a continué de ralentir au T1 2021, sur un rythme néanmoins soutenu de 1% t/t après +3,5% au T4 et +7,7% au T3. Pour la moitié d'entre eux, le PIB réel a retrouvé ou dépassé son niveau du T4 2019. D'une manière générale, les exportations sont restées le principal moteur, notamment en Asie (Chine, Taiwan, Vietnam). Les entreprises reconstituent leurs stocks, ce qui génère des tensions sur les prix des matières premières et les coûts de transport. La demande interne privée se redresse également mais elle est plus hésitante, y compris en Chine pourtant en avance dans le cycle par rapport aux autres pays. Les indicateurs de confiance reflètent d'ailleurs ce décalage ; pour une grande majorité des pays, les indices Markit dans le secteur manufacturier ont retrouvé ou dépassé leur niveau d'avant-crise alors que ce n'est pas encore le cas pour les indicateurs de confiance des ménages.

LA REPRISE SE POURSUIT MAIS LES RISQUES BAISSIERS SONT PLUS NOMBREUX QUE LES RISQUES HAUSSIERS

Le risque pandémique reste très élevé. De nouvelles vagues de contaminations ont été enregistrées en Asie et en Amérique latine au cours du T2. Le virus mute en des formes plus contagieuses alors que le taux de vaccination des populations reste très insuffisant pour assurer une immunité collective (il est inférieur à 10% en Inde et en l'Indonésie, à 15% au Brésil et en Russie, pour ne citer que les pays les plus peuplés). Dans plusieurs pays, les autorités ont dû procéder à des reconfinements et, de ce fait, l'activité devrait avoir fortement ralenti ou même s'être contractée dans plusieurs pays d'Asie et d'Amérique latine.

La réaccélération de l'inflation est maintenant générale (en mai, la hausse médiane des taux d'inflation était déjà de +1,8 point par rapport à leur moyenne de 2020), principalement alimentée par les cours du pétrole et des matières premières agricoles, ce qui pèse sur le pouvoir d'achat, notamment des plus démunis. Après le FMI, la Banque mondiale a rappelé, dans ses dernières prévisions de juin, les estimations alarmantes du nombre de personnes ayant basculé dans la pauvreté l'année dernière. Ainsi, près de 100 millions d'individus disposent de moins de 1,9 dollar par jour pour vivre, 164 millions selon une définition plus large tenant compte également de la dégradation des soins de santé et de l'éducation. Même dans un scénario de reprise, le revenu par habitant sera, en 2023, encore inférieur à son niveau de 2019 pour au moins 40% des pays émergents et en développement (à titre de comparaison, 4 ans après le choc de 2008-2009, cette proportion n'était que de 15%).

Par ailleurs, la résurgence de l'inflation pose un dilemme pour les banques centrales car elle dépassera sa valeur cible dans la moitié des pays à ciblage d'inflation. Or, durcir la politique monétaire à ce moment du cycle risque surtout d'entraver la reprise de la demande interne, notamment celle de l'investissement. Le resserrement monétaire ne fait sens que s'il est nécessaire pour ancrer les anticipations d'inflation. D'ailleurs, dans l'ensemble, les banques centrales se gardent d'être pro-actives.

Depuis le début de l'année, les États font face à un renchérissement de leur coût de financement domestique comme externe. Le rebond des investissements de portefeuille sur la dette publique en monnaie locale au S2 2020 avait permis de contenir la hausse des rendements obligataires que l'aggravation des déficits aurait dû engendrer. Mais, depuis le début de l'année, les investissements de portefeuille se sont normalisés (ils ont été divisés par deux au S1 2021 par rapport au S2 2020), notamment en raison d'une anticipation du *tapering* aux États-Unis. Compte tenu de la forte augmentation des ratios d'endettement en 2020, l'effet de la hausse des rendements obligataires sur la charge d'intérêts sera décuplé, ce qui limitera d'autant les marges de manœuvre budgétaires en cas de rechute dans la récession.

Enfin, la reprise des investissements directs (IDE) est incertaine. Selon la CNUCED, le nombre de projets *greenfield* dans le secteur manufacturier, déjà sur une tendance baissière sur la décennie 2010, a été divisé par deux en 2020. Par ailleurs, les financements de projets étaient en repli jusqu'au T1 2021 et présentent une forte inertie (à la suite de la crise de 2008-2009, il avait fallu attendre 2 ans avant qu'ils ne repartent). La contribution de ces deux catégories d'IDE à la croissance sera a priori plus faible qu'au cours des précédentes sorties de crises à la fois parce que les capacités d'endettement des États sont réduites et que les entreprises multinationales vont procéder à des relocalisations.

Le rebond des prix des matières premières peut toutefois stimuler les investissements et ainsi aider à élever le potentiel de croissance des pays concernés ; ce fut le cas pour les pays d'Amérique latine au cours de la décennie 2000 durant laquelle le cycle haussier des prix des matières premières avait permis d'élever la croissance potentielle de près d'un point de pourcentage. Mais la situation actuelle n'est pas comparable à celle des années 2000. À cette époque, l'effet d'entraînement de la Chine était maximal, avec un rythme de croissance de 10%, presque le double de ce qu'il est actuellement.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



CHINE

3

REPRISE ENCORE CONTRASTÉE

Le rebond de l'activité à la suite du choc du Covid-19 a été particulièrement rapide, mais également caractérisé par des performances différenciées entre secteurs et entre composantes de la demande. La croissance de la production industrielle et des exportations a accéléré vigoureusement jusqu'au début de 2021 et se normalise maintenant progressivement. Le redressement dans les services et de la consommation privée a été plus lent et se révèle toujours fragile au second trimestre. En conséquence, les autorités devraient se montrer de plus en plus prudentes dans le resserrement de la politique économique. Le ralentissement du crédit et l'ajustement des déficits budgétaires devraient toutefois rester leurs priorités.

L'activité a fortement rebondi à la suite du choc du Covid-19 du début 2020, le PIB récupérant son niveau d'avant-crise dès la fin du T2 2020. Le rebond a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance du PIB devraient se normaliser au cours des prochains trimestres. Le rebond de l'économie s'est également caractérisé par des performances très différenciées entre secteurs et entre composantes de la demande. Ces déséquilibres sont encore visibles au T2 2021. En conséquence, de nombreuses sociétés, en particulier les PME du secteur des services, restent fragilisées, et le redressement du marché du travail est inachevé, ce qui, à son tour, freine la reprise de la demande des ménages.

PERFORMANCES DIFFÉRENCIÉES

D'une part, l'activité dans l'industrie a vite redémarré au printemps 2020, ce qui lui a permis de répondre à la forte hausse de la demande mondiale de biens manufacturés et de gagner des parts de marché. La croissance de la production industrielle et des exportations a ainsi accéléré fortement jusqu'au début de 2021. Depuis mars, les effets de base se réduisent et les taux de croissance se normalisent, d'autant plus vite que les pénuries de certains intrants ont commencé à gêner l'activité. La croissance de l'industrie s'est établie à un taux (toujours robuste) de 9,3% en glissement annuel (g.a.) en moyenne en avril-mai, contre 24,5% au T1. Son évolution en valeur a moins ralenti du fait de la hausse rapide de l'inflation des prix à la production, passée de 1,7% en g.a. en février à un niveau historiquement élevé de 9% en mai. Les exportations de marchandises ont quant à elles augmenté de 30% en valeur en g.a. en avril-mai, contre 70% au T1. La croissance du secteur industriel et des exportations devrait continuer de se modérer progressivement dans les prochains mois.

D'autre part, l'activité dans les services, qui s'était contractée autant que dans l'industrie pendant la période de confinement en janvier-février 2020, a rebondi plus tardivement et moins vigoureusement. Elle a néanmoins retrouvé un taux de croissance supérieur à celui de l'industrie depuis le mois de mars (+15,4% en g.a. en avril-mai). De même, le redressement de la consommation privée se poursuit, mais la tendance a fléchi ces derniers mois. Les volumes des ventes au détail ont augmenté de 13% en g.a. en avril-mai (contre 33,5% au T1), soit une performance inférieure aux attentes.

CREUSEMENT DES INÉGALITÉS DANS LES VILLES

L'évolution du taux d'épargne des ménages témoigne de leur grande prudence. Selon nos estimations, il a augmenté de 34,6% du revenu disponible en 2019 à 37,7% en 2020, et ce surcroît d'épargne ne s'est que très partiellement résorbé jusqu'à maintenant.

La consommation privée est tout d'abord freinée par la persistance du risque sanitaire : l'épidémie est largement sous contrôle en Chine, mais des restrictions sur la mobilité – temporaires et localisées – sont

PRÉVISIONS

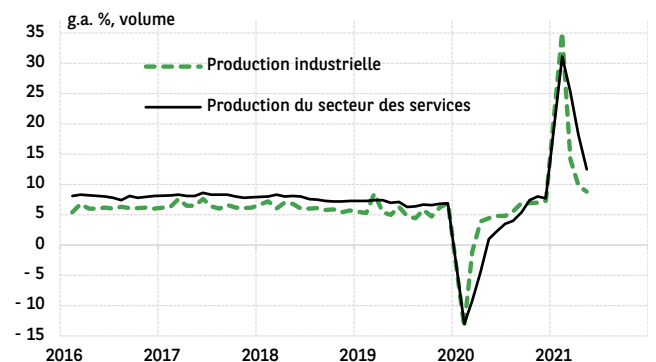
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.1	2.3	8.7	5.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	1.7	2.8
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.7	-3.2	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	20.6	22.0	23.4
Balance courante, % du PIB	0.7	2.0	2.1	1.7
Dette externe totale, % du PIB	14.5	16.3	15.1	15.8
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 272	3 312
Réserves de change, en mois d'imports	15.0	16.3	15.2	14.5

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

REBONDS DIFFÉRENCIÉS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : NBS

régulièrement introduites en réponse à l'apparition de nouveaux cas de Covid-19. Ce risque devrait diminuer avec l'accélération en cours de la campagne vaccinale. Au 10 juin, 43% de la population avaient reçu au moins une dose de vaccin et 16% étaient entièrement vaccinés (cf. ourworldindata.org).

De plus, même si le chômage officiel continue de se réduire (le taux de chômage urbain établi sur la base de sondages est descendu à 5% en mai, soit le même niveau qu'en mai 2019), le marché du travail n'a pas retrouvé sa situation d'avant-crise. Le taux de précarité et de sous-emploi a augmenté, le chômage des jeunes est particulièrement élevé (13,8% en mai 2021, contre 10,5% en mai 2019), les créations d'emplois restent jusqu'à maintenant moins dynamiques (au T1 2021, elles étaient 8% inférieures au niveau du T1 2019). Tout ceci ralentit le redressement des revenus des ménages, en particulier des



plus modestes, qui sont aussi ceux qui ont subi les pertes les plus importantes pendant le confinement et accumulé le moins d'épargne en 2020. Ainsi, dans les zones urbaines, le revenu disponible par tête a baissé de 2,2% en termes réels pour les ménages à plus faibles revenus (après +5,2% en 2019) alors qu'il a augmenté de 2,3% pour les ménages à plus hauts revenus (+5,1% en 2019). Le revenu réel moyen des travailleurs migrants a, quant à lui, quasiment stagné en 2020. Ce creusement des inégalités et les difficultés des ménages les plus modestes contribuent au retard du redressement de la consommation privée. En revanche, les inégalités de revenus entre zones urbaines et rurales se sont réduites pendant la crise sanitaire. En moyenne, en 2020, le revenu réel par tête a augmenté de 1,2% dans les villes et de 3,8% dans les campagnes. Le rapport entre les deux (de 2,6 en 2020) diminue lentement depuis plusieurs années et s'est encore réduit au T1 2021.

L'inflation des prix à la consommation reste très modérée et devrait peu peser sur les dépenses des ménages, même si elle accélère depuis trois mois (de -0,2% en g.a. en février à +1,3% en mai) après avoir ralenti tout au long de 2020 et début 2021. L'inflation des prix alimentaires (+0,3% en mai) devrait rester faible au moins jusqu'à l'automne après leur flambée aux S2 2019 et S1 2020, et les répercussions de la hausse des prix à la production sur les prix à la consommation sont très limitées. L'inflation sous-jacente accélère légèrement (+0,9% en mai) mais reste bien inférieure à son niveau d'avant-crise (elle était de 1,6% en 2019).

L'INVESTISSEMENT DICTÉ PAR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

L'investissement a rapidement rebondi à la suite de son effondrement au T1 2020 (-16% en g.a. en valeur), et sa croissance s'est établie à 3% sur l'ensemble de 2020. Elle a atteint des taux records en janvier-février 2021 (+35% en g.a.) du fait d'effets de base importants, mais elle est très vite retombée depuis (à +5% en g.a. en mai). Le redressement de l'investissement l'an dernier a été principalement tiré par les projets dans l'immobilier et les infrastructures publiques, encouragés par les mesures de relance. Étant donné le resserrement progressif des conditions de crédit depuis le T3 2020 et la modération des dépenses publiques, le ralentissement de l'investissement dans ces deux secteurs était attendu.

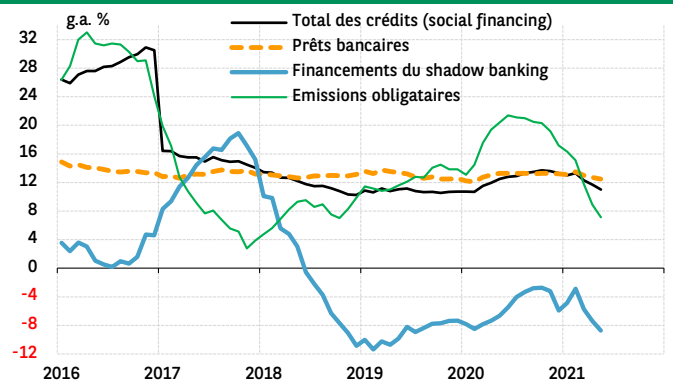
En revanche, l'investissement manufacturier a redémarré plus tardivement en 2020 et devrait encore se redresser en 2021, stimulé par le dynamisme des exportations et de l'activité industrielle, par des taux d'utilisation des capacités de production très élevés et l'amélioration des profits des entreprises. En dépit de sa performance récente plutôt décevante, nous continuons donc de tabler sur un renforcement de l'investissement manufacturier à court terme.

RETRAIT PLUS PRUDENT DES MESURES DE SOUTIEN

Les autorités ont ajusté leurs priorités au cours des derniers mois. Étant donné la bonne performance de l'économie après le choc du Covid-19, les mesures de soutien sont progressivement réduites. Cependant, les autorités reconnaissent aussi que la base du redressement de l'activité depuis un an est « instable » et vont probablement se montrer de plus en plus prudentes dans le resserrement de la politique économique.

Concernant les conditions monétaires et de crédit, la priorité est de ralentir la hausse de l'endettement et de combattre les risques d'instabilité financière, principalement via des mesures prudentielles. La croissance du total des crédits à l'économie (*social financing*) est passée de 13,7% en g.a. en octobre 2020 à 11% en mai 2021, du fait d'un léger fléchissement des prêts bancaires (60% du total), d'un

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DES CRÉDITS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : PBOC

ralentissement marqué des émissions obligataires et de la contraction des financements du *shadow banking*. Le crédit devrait continuer à ralentir à court terme. En particulier, les règles encadrant l'activité du secteur immobilier (transactions, financements des promoteurs, prêts hypothécaires) pourraient être davantage durcies. Dans le même temps, les taux d'intérêt directeurs devraient rester stables et la liquidité domestique sera maintenue à des niveaux suffisants pour soutenir l'investissement manufacturier, aider au redressement des PME et du secteur des services, et ne pas aggraver la hausse des risques de crédit. L'absence de fortes tensions inflationnistes et les pressions à la hausse sur le yuan devraient également inciter les autorités à ne pas bouger les taux.

Sur le plan budgétaire, la priorité est donnée à l'ajustement des comptes publics tout en continuant d'aider les entreprises les plus fragiles. En effet, les déficits budgétaires se sont considérablement accrus en 2020 : si le déficit « officiel » a simplement augmenté de 2,8% du PIB en 2019 à 3,7%, le déficit de l'ensemble des administrations publiques a, selon nos estimations, doublé en un an, passant de RMB 4600 mds à RMB 9200 mds, soit de 4,6% du PIB en 2019 à 9% en 2020. En outre, bien que la dette totale du gouvernement reste modérée (elle est passée de 17% du PIB fin 2019 à 21% fin 2020 pour l'État central, et de 21,6% à 25,3% pour les collectivités locales), sa charge est inégalement répartie. Surtout, les collectivités locales sont exposées à des risques contingents élevés associés à la dette des véhicules de financement et autres entreprises qu'elles détiennent (le FMI estime par exemple la dette des véhicules de financement à 38% du PIB fin 2020).

Signal d'un resserrement prudent, l'objectif de déficit officiel pour 2021 a été abaissé à 3,2% du PIB et le déficit total des administrations publiques devrait reculer légèrement à 7,5%. Les reports et exonérations d'impôts et de cotisations sociales doivent prendre fin, sauf pour les petites entreprises. Les dépenses publiques sont modérées, avec en particulier un ralentissement marqué de l'investissement dans les infrastructures depuis le début de l'année. Ceci participe à la fois aux efforts d'ajustement budgétaire et de réduction de l'endettement ; les nouvelles émissions obligataires des collectivités locales visant à financer les projets d'infrastructure ont de fait nettement reculé sur les premiers mois de 2021.

Achevé de rédiger le 29 juin 2021

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



NOUVELLES TURBULENCES

La deuxième vague épidémique semble être passée, le point haut des contaminations ayant été atteint en mai. La contraction de l'activité devrait être moins forte qu'il y a un an et circonscrite au deuxième trimestre. Cependant, le coût de cette deuxième vague est estimé à plus de 2 points de pourcentage de PIB alors même que les ménages se remettent difficilement de l'impact de la première. En 2020, 75 millions d'Indiens sont passés sous le seuil de pauvreté. De plus, le rebond attendu pour l'année en cours pourrait être insuffisant pour stabiliser le ratio de la dette publique, ce qui pourrait provoquer une dégradation de la note souveraine par les agences de notation. Dans ce contexte très incertain, la roupie ne profite pas de la bonne tenue des comptes extérieurs.

CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ AU PREMIER TRIMESTRE DE L'ANNÉE BUDGÉTAIRE 2021/2022

La deuxième vague épidémique qui a touché l'Inde à partir du mois de mars 2021 a généré une forte baisse d'activité.

Tous les indicateurs (production industrielle, recettes de TVA, ventes automobiles et de tracteurs, trafic routier, taux d'emploi) font état d'un important recul de l'activité en avril qui s'est accentué en mai. L'épidémie n'a épargné aucune région mais les dix plus touchées par l'épidémie représentent à elles seules 60% du PIB indien.

Malgré son ampleur, la contraction de l'activité économique devrait être beaucoup moins importante qu'en 2020. Les confinements sont restés localisés et de nombreux États ont choisi de ne pas fermer les usines. On estime ainsi que la contraction de l'économie ne devrait pas excéder 10% au T1 de l'exercice budgétaire 2021/2022 par rapport au trimestre précédent (contre -25,9% à la même période l'année dernière). Par ailleurs, elle devrait rebondir graduellement dès le T2 de l'exercice budgétaire 2021/2022 (à moins qu'une troisième vague touche le pays alors que moins de 4% de la population avait reçu deux doses de vaccin fin juin). Depuis la mi-juin, on observe un léger rebond d'activité conjointement à la levée des contraintes sanitaires. Le taux de chômage, qui avait atteint un point haut à 13% début juin (contre plus de 23% au plus fort de la crise en avril 2020), a reculé à 9,2% fin juin. De même, les indices de confiance des ménages (notamment celui des ménages ruraux) ont commencé à se redresser légèrement. La mousson, qui devrait être favorable, selon l'*India Meteorological Department*, soutiendra la reprise en zones rurales.

La forte hausse des pressions inflationnistes pourrait toutefois peser sur la reprise. En mai, la hausse des prix a atteint 6,3% en glissement annuel (g.a.), reflet de la forte augmentation des prix alimentaires et de ceux de l'énergie et, dans une moindre mesure, des contraintes sur les chaînes logistiques, mais aussi de la hausse des prix de l'ensemble des biens de consommation (la hausse des prix hors énergie et alimentation a atteint 7,2% en mai en g.a., ce qui n'était pas arrivé depuis 2014). Lors du comité de politique monétaire du mois de juin, la banque centrale a maintenu son taux directeur à 4%, rappelant qu'elle continuerait à mener une politique monétaire accommodante tant que la reprise ne serait pas confirmée, et ce alors même que la hausse des prix a excédé la cible d'inflation de 4% +/- 2 points de pourcentage (pp). La Banque centrale indienne pourrait donc maintenir ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année.

Sur l'ensemble de l'année 2021/2022, la fourchette des prévisions de croissance du consensus des économistes a été révisée à la baisse de plus de 2 pp entre 8% et 10% actuellement contre entre 11% et 12% auparavant. La Banque mondiale prévoit, pour sa part, une croissance de 8,3% pour l'année en cours et de 7,5% pour l'année 2022/2023.

PRÉVISIONS

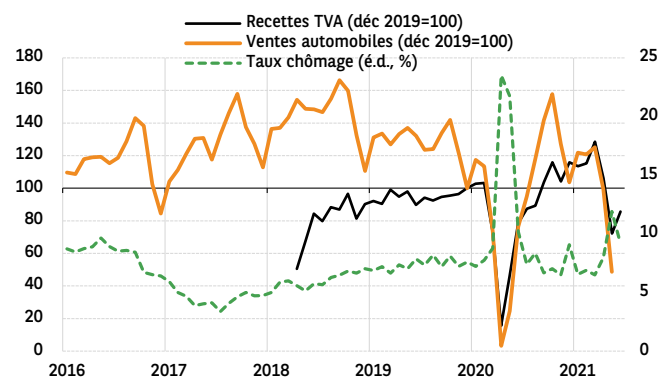
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-7.2	8.4	9.4
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	6.1	5.0	5.0
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-7.3	-14.8	-11.0	-9.5
Dette du gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	72.2	89.8	90.0	91.5
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.9	-0.6	-1.7
Dette extérieure(1) / PIB (%)	19.9	21.6	21.0	20.5
Réserves de change, mds USD	457	542	590	620
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

SOURCES : RBI, CMIE

HAUSSE DES RISQUES SOCIAUX

Selon le *Centre for Monitoring Indian Economy* (CMIE), depuis le début de l'épidémie de Covid-19 en mars 2020, 97% des ménages ont enregistré une baisse de pouvoir d'achat, du fait de la perte de leur emploi accentuée par la hausse des prix à la consommation. L'institut *Pew Research Center* estime ainsi qu'en 2020, 75 millions d'Indiens sont passés sous le seuil de pauvreté (défini par un revenu quotidien inférieur à USD 2), portant leur nombre à 134 millions, alors qu'il avait

fallu vingt ans pour extraire de la pauvreté 248 millions de personnes selon la Banque mondiale. Dans le même temps, la population vivant avec un revenu compris entre USD 2 et USD 10 par jour a augmenté pour s'élever à 1,13 milliard fin 2020.

Le CMIE estime que la deuxième vague avait déjà entraîné, à la fin du mois de mai 2021, la perte de 25,3 millions d'emplois (dont 15 millions pour le seul mois de mai), principalement des travailleurs journaliers qui ne bénéficient d'aucune protection sociale. Néanmoins, contrairement aux travailleurs « réguliers », ceux qui travaillent dans le secteur informel retrouveront plus rapidement un emploi dès lors que les mesures de confinement seront levées.

HAUSSE DES PRESSIONS SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques indiennes, déjà fragiles avant la crise de la Covid-19, se sont sensiblement fragilisées au cours de l'exercice 2020/2021 avec la forte hausse des dépenses publiques. Le déficit du gouvernement a atteint 9,2% du PIB et sa dette (hors dette des États) a augmenté de plus de 9 pp à 55,4% sur les trois premiers trimestres de l'exercice 2020/2021. On estime que le déficit et la dette de l'ensemble des administrations publiques pourraient avoir atteint respectivement 14% du PIB et plus de 87% du PIB en 2020/2021.

Lors du budget 2021/2022, présenté en février 2021, le gouvernement avait pris la décision de soutenir la reprise au risque de détériorer encore davantage ses finances publiques. Il prévoyait en effet un déficit de 6,8% du PIB contre 3,8% du PIB en moyenne au cours des cinq années qui ont précédé la crise de la Covid-19. Bien qu'en baisse de plus de 2 pp par rapport à l'année 2020/2021, les dépenses prévues dans le budget (15,6% du PIB) restent bien supérieures au niveau enregistré avant la crise sanitaire. Le gouvernement prévoit ainsi un déficit primaire de 3,1% du PIB, soit un niveau très supérieur à ce qui prévalait avant la crise (0,7% du PIB au cours des cinq années précédentes).

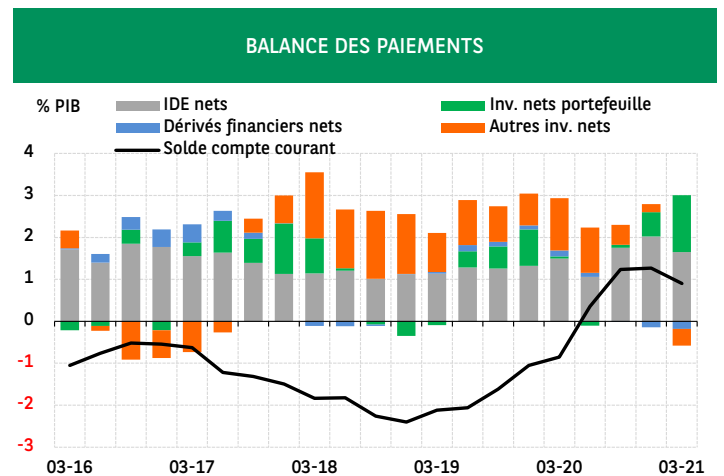
Avec la deuxième vague épidémique, les appels pour un soutien budgétaire de plus grande envergure commencent à se faire entendre alors même que les recettes budgétaires se sont fortement réduites en avril 2021, conjointement à la mise en place de nouvelles mesures de confinement et à la contraction de l'activité économique. Or, les marges de manœuvre du gouvernement sont étroites. La note souveraine indienne a été mise en perspective négative par les agences de notation et une nouvelle dégradation du ratio de la dette rapportée au PIB pourrait faire passer la note de l'Inde en catégorie « *non-investment grade* ». Or, selon nos projections, si la croissance était inférieure à 9% pour l'année budgétaire en cours, le ratio de dette ne serait pas stabilisé.

LES COMPTES EXTÉRIEURS RESTENT SOLIDES

Les comptes extérieurs de l'Inde se sont consolidés en 2020. En dépit d'un environnement domestique et international défavorable, l'Inde est restée attractive pour les investissements étrangers.

Sur l'ensemble de l'année calendaire 2020, le solde courant a enregistré un excédent de 1,3% du PIB, ce qui n'était jamais arrivé. Cette consolidation résulte notamment de la baisse du déficit commercial de près de 2 pp. La forte contraction des importations induite par la baisse de la demande intérieure a été plus que suffisante pour compenser la diminution des exportations.

Dans le même temps, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) ont augmenté de plus de 27% pour atteindre le niveau de 2,5% du PIB



GRAPHIQUE 2

SOURCE : RBI

(contre 1,8% du PIB en moyenne au cours des cinq dernières années). Selon l'UNCTAD, l'Inde a été le cinquième récipiendaire d'IDE en 2020. Cet afflux s'est fait principalement sous la forme de fusions et d'acquisitions, concentrées principalement dans le secteur des technologies de l'information et de la communication, la santé, les infrastructures et l'énergie.

Les investissements de portefeuille, bien qu'en baisse par rapport à 2019, en raison notamment d'importantes sorties de capitaux au premier trimestre 2020, ont fortement accéléré aux troisième et quatrième trimestres 2020. Sur l'ensemble de 2020, ils affichaient ainsi un solde excédentaire de 0,6% du PIB.

Globalement, la balance des paiements (hors variations des réserves de change) a ainsi affiché un excédent de 3,9% du PIB en 2020 (contre 2% en 2019).

Sur les cinq premiers mois de l'année calendaire, le déficit commercial a augmenté sensiblement par rapport à la même époque l'année dernière mais cela reflète davantage une normalisation de la situation qu'une réelle dégradation. Par ailleurs, les investissements directs étrangers sont restés solides (sur les quatre premiers mois). En revanche, les investissements de portefeuille ont affiché un déficit au mois d'avril, de même ampleur que celui enregistré un an plus tôt (en raison, une fois encore, de la propagation de l'épidémie et de la contraction de l'activité), provoquant des tensions à la baisse sur la roupie.

Néanmoins, la position extérieure de l'Inde reste solide. Les réserves de change, qui ont atteint un point haut de USD 564 mds mi-juin 2021, soit l'équivalent de 10,6 mois d'importations, couvraient 1,8 fois les besoins de financement à court terme du pays. La dette extérieure restait contenue sous le seuil de 22% du PIB.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Johanna MELKAjohanna.melka@bnpparibas.com

PHILIPPINES

7

REPRISE SOUS CONTRAINTES

La situation sanitaire peine à s'améliorer aux Philippines. Après une deuxième vague particulièrement sévère, le nombre de nouveaux cas de Covid-19 semble s'être stabilisé, mais leur niveau reste élevé. Dans le même temps, le taux de vaccination complète est très faible, ce qui induit le maintien de contraintes sanitaires strictes qui pèsent sur la demande interne et le secteur du tourisme. Après un recul de plus de 9% du PIB en 2020, le rebond d'activité sera modéré en 2021. Cela dit, le potentiel de croissance reste élevé, les efforts de réforme entrepris au cours de la dernière décennie ayant porté leurs fruits.

RÉCESSION SÈVÈRE EN 2020

L'économie Philippine a été l'une des plus touchées de la région par la crise du Covid-19. L'arrêt brutal de l'activité, causé par les mesures sanitaires très strictes imposées dès la mi-mars 2020, a lourdement pesé sur la demande interne. L'investissement et la consommation privée ont reculé de 27% et 8% respectivement en 2020. Dans le même temps, les recettes du tourisme (qui représentaient près de 13% du PIB en 2019) ont chuté d'environ 80%.

Au total, en dépit du soutien massif des autorités (la banque centrale et le gouvernement ont mis en place des mesures représentant plus de 14% du PIB), le PIB réel a reculé de 9,3%. À titre de comparaison, le PIB des pays de l'ASEAN-5 a reculé de 3,4% en moyenne.

DIFFICILE STABILISATION DE LA SITUATION SANITAIRE

La croissance devrait rebondir en 2021-2022, principalement portée par la reprise de la demande mondiale, le soutien de la politique publique et les effets de base, mais les risques restent très fortement orientés à la baisse.

La hausse du nombre d'infections à partir de la mi-mars a en effet interrompu la reprise d'activité observée depuis la fin du troisième trimestre. Après avoir été stable autour de 1 500 cas depuis mi-novembre, le nombre de nouveaux cas quotidiens a progressé très rapidement, pour atteindre près de 10 000 cas début avril 2021, soit un niveau nettement supérieur à celui atteint lors du premier pic, en août 2020 (4 500 cas). Après avoir été progressivement levées, des restrictions sanitaires ont donc de nouveau été imposées à l'ensemble du pays mi-mars (dont des mesures particulièrement strictes à Metro Manila, la région capitale nationale, qui représente plus de 70% du PIB). Les capacités hospitalières (et de réanimation) du pays restent par ailleurs très limitées.

Le PIB a de nouveau reculé au T1, de 12% en variation trimestrielle (t/t), après avoir enregistré une croissance de 16% t/t au T4, seul trimestre de croissance au cours de l'année 2020. Le rebond des exportations de biens et la bonne tenue de la demande publique (des mesures additionnelles ont été annoncées en mars 2021) n'ont pas permis de compenser le nouveau recul de la demande intérieure.

Les perspectives pour le reste de l'année 2021 restent mitigées : d'une part, le nombre de nouveaux cas quotidiens décroît depuis la mi-juin mais reste relativement élevé (il était inférieur à 5 500 au début du mois de juillet), d'autre part, le taux de vaccination reste faible (2,6% de la population avait reçu deux doses de vaccin le 5 juillet), le gouvernement ayant rencontré de nombreuses difficultés d'approvisionnement. La campagne de vaccination devrait cependant accélérer au cours du deuxième semestre (notamment grâce à une quantité importante de

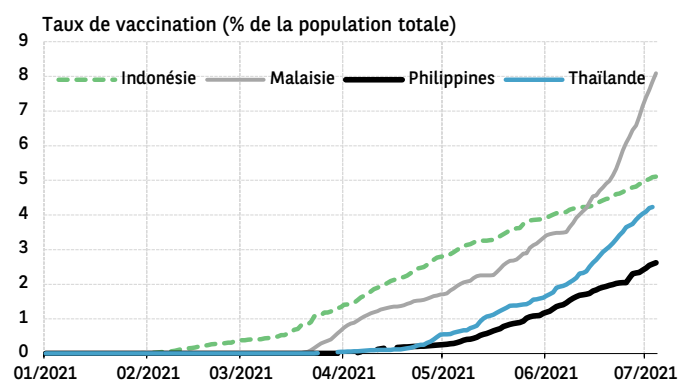
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	5.9	-9.3	5.1	6.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.5	2.6	3.8	2.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.5	-7.5	-6.0	-4.5
Dettes du gouvernement, % du PIB	39.5	54.5	55.1	55.0
Balance courante, % du PIB	-0.8	3.6	1.9	1.0
Dettes externes, % du PIB	87.8	109.8	104.4	103.5
Réserves de change, mds USD	87.8	110.1	112.1	114.1
Réserves de change, en mois d'imports	6.9	10.1	11.1	9.8

TABLEAU 1

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

VACCINATION TOTALE DANS LES PAYS DE L'ASEAN



GRAPHIQUE 1

SOURCE : OUR WORLD IN DATA

doses reçues via le système COVAX). L'objectif du gouvernement est de vacciner 65% de la population d'ici le 31 décembre 2021.

Le déséquilibre entre nouvelles contaminations / taux de vaccination pourrait donc être long à résorber, ce qui imposerait la prolongation des contraintes sanitaires. La demande interne et le secteur du tourisme devraient donc rester durablement pénalisés.



LES FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES RESTENT SOLIDES

Cela dit, en dépit de l'ampleur du choc et des perspectives de reprise modérée à court terme, les fondamentaux macroéconomiques restent solides.

La vulnérabilité externe est ainsi demeurée très faible en 2020, et pourrait diminuer encore : le peso s'est légèrement apprécié contre le dollar, le montant des réserves de change a progressé, et le solde courant a été positif (3,6% du PIB) pour la première fois depuis 2015, la chute des importations et la relative bonne tenue des transferts des travailleurs étrangers ayant largement compensé la baisse des exportations. L'excédent courant devrait diminuer au cours des prochains trimestres, les importations se redressant en ligne avec le rebond d'activité. À terme cependant, la compétitivité de l'économie devrait permettre de renforcer encore davantage les exportations du pays (de services, notamment).

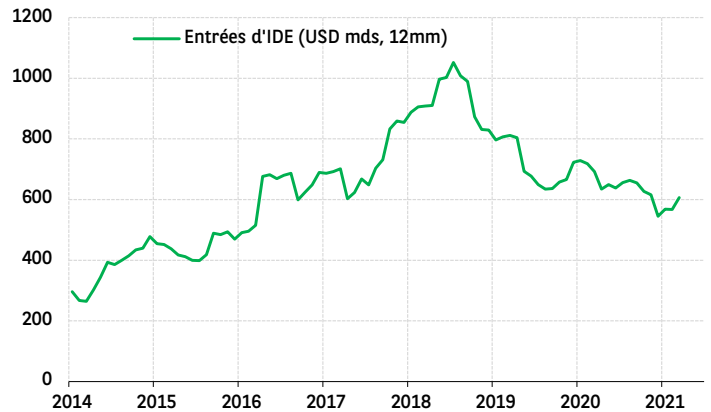
Après avoir diminué en 2019-2020, les investissements directs étrangers (IDE) devraient augmenter de nouveau, sous l'impulsion de nouvelles mesures mises en place par le gouvernement. D'après l'OCDE, et en dépit de réformes régulières depuis 2016, les Philippines disposaient toujours en 2019 du cadre le plus restrictif des pays de l'ASEAN en matière d'IDE (concernant les seuils autorisés pour les participations étrangères, les mécanismes de filtrage ou d'autorisation, les restrictions à l'emploi d'étrangers à des postes clés, et les restrictions à l'exploitation). Cette observation était valable dans quasiment tous les secteurs, y compris dans les projets d'infrastructures pourtant mis en avant par le gouvernement (transport maritime, transport routier, télécommunications fixes et mobiles par exemple).

L'adoption de la loi *Corporate Recovery and Tax Incentives for Enterprises* (CREATE), en mars 2021, devrait participer à l'amélioration du climat des affaires et faciliter les projets d'investissements privés, domestiques et étrangers. Entre autres incitations, la loi propose une réduction de l'impôt sur les sociétés (actuellement le plus élevé des pays de l'ASEAN) de 30% à 25% (la baisse est rétroactive depuis le mois de Juillet 2020). Les entreprises étrangères bénéficieront ensuite d'une baisse de 1 point par an, pour arriver à 20% en 2027, tandis que les PME locales bénéficient d'ores et déjà d'une baisse du taux d'imposition à 20%. Plusieurs autres projets de loi sont en discussion.

De la même manière, les réformes fiscales entreprises au cours de la dernière décennie ont porté leurs fruits. Au début de l'année 2020, les marges de manœuvre budgétaires étaient suffisamment importantes pour permettre un soutien massif à l'économie et au système de santé.

Le déficit public a augmenté significativement en 2020 (à 7,5% du PIB en 2020, contre 3,5% en 2019) et restera élevé en 2021-2022. Il devrait néanmoins se résorber progressivement avec l'arrêt des mesures de soutien et le rebond de l'activité. En outre, de nouvelles mesures d'amélioration de la collecte des impôts ont été mises en place en 2020. Elles visent à compenser en partie l'augmentation des dépenses relatives à la crise du Covid-19 à court terme et la diminution de revenus consécutive à la baisse de l'impôt sur les sociétés, induite par la loi CREATE, à moyen terme. La consolidation pourrait toutefois prendre du temps, et la tenue de l'élection présidentielle en 2022 introduit une incertitude quant à la politique économique qui sera menée par le prochain gouvernement.

ENTRÉES D'IDE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

La dette publique s'est établie à près de 55% du PIB en 2020 (elle était inférieure à 40% en 2019) et devrait augmenter davantage en 2021-2022. L'année 2020 a donc « effacé » plus de 10 années consécutives de consolidation (la dette publique représentait 52% du PIB en 2009), mais le profil de la dette est nettement plus favorable aujourd'hui (maturités plus longues, large part de la dette émise sur le marché local, part de la dette en devises en nette baisse). En outre, la banque centrale a annoncé qu'elle poursuivrait au moins jusqu'à la fin de 2021 le programme de rachat d'actifs initié début 2020, de manière à aider le gouvernement à couvrir ses besoins de financement.

Enfin, le potentiel de croissance reste très élevé (estimé à 6,5% par an) et, surtout, il ne s'est pas dégradé en dépit de l'ampleur du choc. L'économie est diversifiée, la population jeune, et les efforts de réforme, maintenus en 2020, permettront de soutenir la productivité à moyen-long terme. Par ailleurs, le taux de chômage a continuellement baissé de 2005 à fin 2019, signalant un renforcement du marché du travail en dépit d'une population en âge de travailler toujours en croissance.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

DES RISQUES CONTENUS EN DÉPIT DES CONTAMINATIONS

Après une contraction modeste de son activité en 2020, l'économie russe enregistre depuis le mois de mars 2021 un très net rebond de sa croissance, soutenue par le dynamisme de la demande intérieure et des exportations. La troisième vague épidémique en cours depuis le mois de juin, associée à la forte hausse des pressions inflationnistes et au durcissement de la politique monétaire qui en a découlé, devrait toutefois peser sur la reprise. Les risques sur l'économie restent néanmoins contenus. Les finances publiques bénéficient de la forte hausse des prix internationaux du pétrole et les risques de refinancement de la dette publique sont faibles en dépit des nouvelles sanctions américaines. Enfin, les réserves de change couvrent l'intégralité de la dette extérieure.

NET REBOND DE L'ACTIVITÉ DEPUIS LE MOIS DE MARS

En 2020, en dépit d'un environnement particulièrement défavorable (baisse des prix des matières premières et de la production de pétrole dans le cadre des accords avec l'OPEP+), la contraction de l'activité économique est restée contenue à 3%. Néanmoins, la reprise a été plus progressive que dans de nombreux autres pays émergents. Au premier trimestre 2021, le PIB n'avait toujours pas retrouvé son niveau de la fin 2019.

Depuis le mois de mars, l'activité a sensiblement accéléré, soutenue par le dynamisme des exportations, d'importantes dépenses d'investissement de la part du gouvernement et un retour de la confiance des entrepreneurs et des ménages. En mai, grâce principalement à un effet de base, la croissance a atteint 10,9% en g.a. selon le ministère du Développement économique, et les indicateurs d'activité du mois de mai sont très encourageants. La consommation des ménages est restée solide, favorisée par une baisse du taux de chômage à 4,9% (en mai), même si ce dernier est encore légèrement supérieur à son niveau d'avant-crise. Dans le même temps, les profits des entreprises ont continué leur progression, en particulier dans les secteurs manufacturier et minier mais aussi dans le commerce de gros et de détail. Les défaillances d'entreprises ont affiché un point bas jamais atteint depuis 2015. En revanche, les taux d'utilisation des capacités de production sont restés modestes (60% sur les cinq premiers mois de l'année 2021 alors qu'ils s'établissaient à 64% avant la crise de la Covid-19).

Lors du conseil de politique monétaire du mois de juin, la Banque centrale russe (CBR) estimait que l'économie russe pourrait atteindre son niveau qui prévalait avant l'épidémie de la Covid-19 dès le deuxième trimestre 2021. Deux risques pèsent toutefois sur la reprise sur la seconde partie de l'année 2021 : la troisième vague épidémique et la forte hausse des pressions inflationnistes.

Depuis le début du mois de juin, le nombre de personnes contaminées a sensiblement augmenté. Fin juin, les restrictions imposées par la situation sanitaire restaient modestes. Le gouvernement n'a pas établi de confinement au niveau national mais des restrictions au niveau régional ont été adoptées, interdisant les activités non essentielles à toute personne considérée comme non immunisée contre le virus. Par ailleurs, le gouvernement a accentué la pression sur la population, réticente à se faire vacciner. Les agents des services publics et ceux travaillant dans les services aux personnes devront être vaccinés au risque de perdre leur emploi. Fin juin, moins de 12% de la population était entièrement vaccinée.

Les pressions inflationnistes sont le second facteur pouvant fragiliser la reprise. En mai, la hausse des prix a atteint 6% en g.a. (contre 5,2% au début de l'année). Cette accélération reflète la forte augmentation des prix alimentaires (induite notamment par la hausse des prix internationaux des céréales) et énergétiques mais pas seulement.

PRÉVISIONS

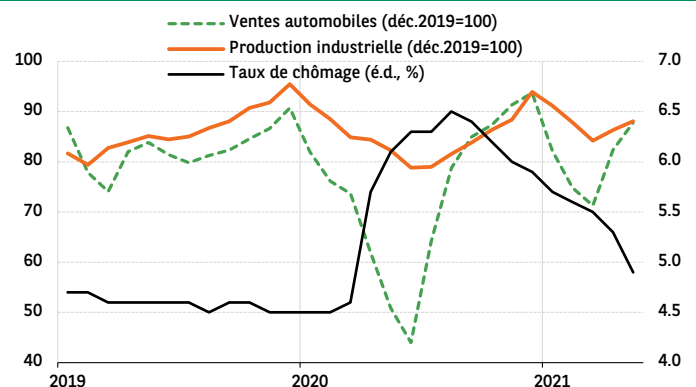
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	2.0	-3.0	4.0	2.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4.5	3.4	5.8	4.3
Solde budg. du gov. et des adm. % PIB	1.9	-3.9	-1.5	-0.7
Dette publique, % du PIB	13.8	19.3	18.5	18.0
Balance courante, % du PIB	3.8	2.3	3.0	2.4
Dette externe, % du PIB	28.5	31.6	31.0	28.5
Réserves de change, mds USD	444	457	470	482
Réserves de change en mois d'imports	15.1	17.6	17.5	16.5

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ROSSTAT

En effet, l'inflation hors prix alimentaires et énergie affichait, elle aussi, une hausse de 6% en g.a. au mois de mai. Selon la CBR, la hausse des prix résulte, en partie, de l'accélération de la demande intérieure, qui a incité les entreprises à répercuter la hausse des coûts de production sur leurs prix de vente. Les anticipations inflationnistes des ménages restent, en outre, très élevées, bien qu'en légère baisse en mai par rapport au mois précédent alors même que le revenu réel disponible avait déjà enregistré une baisse de 3,6% au T1 2021.

Pour tenter de contenir les pressions inflationnistes, la CBR a relevé ses taux directeurs de 50 points de base lors du dernier comité de politique monétaire, les portant à 5,5%, et d'autres hausses de taux sont à prévoir d'ici la fin de l'année 2021.

CONSOLIDATION DES FINANCES PUBLIQUES SUR LES CINQ PREMIERS MOIS DE 2021

En 2020, les finances publiques, bien que fragilisées par la crise de la Covid-19, sont restées solides. Pour 2021, le gouvernement prévoit une réduction du déficit de 3,8% à 2,3% du PIB et une légère hausse de la dette à 20,4% du PIB. Néanmoins, ces prévisions pourraient être revues à la baisse au regard des résultats sur les premiers mois de l'année 2021. Par ailleurs, les prévisions du gouvernement reposent sur des hypothèses très conservatrices en matière de prix du pétrole (USD 43,5 le baril d'Oural alors qu'il a atteint en moyenne USD 61,6 entre janvier et mai 2021).

Sur les cinq premiers mois de l'année, les finances publiques se sont consolidées par rapport à la même époque l'année dernière. Elles ont enregistré un très léger excédent budgétaire en dépit d'une forte hausse des dépenses publiques (+10,3% en g.a.). Ces dernières ont atteint près de 42% de la cible annuelle (contre 37% en moyenne au cours des cinq dernières années). Les plus fortes augmentations portent sur les dépenses d'infrastructure et, dans une moindre mesure, sur les intérêts de la dette, bien que ces derniers restent extrêmement modestes (4,5% des recettes).

Dans le même temps, les recettes du gouvernement ont augmenté de plus de 18% pour atteindre près de 50% de la cible annuelle en raison, notamment, d'une très forte augmentation des revenus issus des activités liées au pétrole et au gaz (+28,4%), conjointement à la hausse des prix internationaux (le prix du baril d'Oural libellé en roubles a augmenté de près de 35% depuis la fin 2020) et des volumes exportés. Les revenus hors pétrole et gaz ont eux aussi enregistré une forte hausse (+13,4% par rapport à la même époque l'année dernière).

Sur l'ensemble de l'année 2021, le gouvernement prévoit de financer son déficit exclusivement en émettant de la dette libellée en roubles sur le marché local. L'adoption des dernières sanctions américaines interdisant aux investisseurs américains d'acheter de la dette du gouvernement russe sur le marché primaire a pris effet le 9 juin. Mais cela n'a pas entravé la capacité du gouvernement à émettre de la dette ; ses émissions sont restées très largement souscrites par les investisseurs depuis cette date. En revanche, depuis l'annonce des nouvelles sanctions, la part des obligations domestiques détenues par les investisseurs étrangers a fortement baissé pour n'atteindre plus que 19,5% fin mai (contre 31,8% il y a un an).

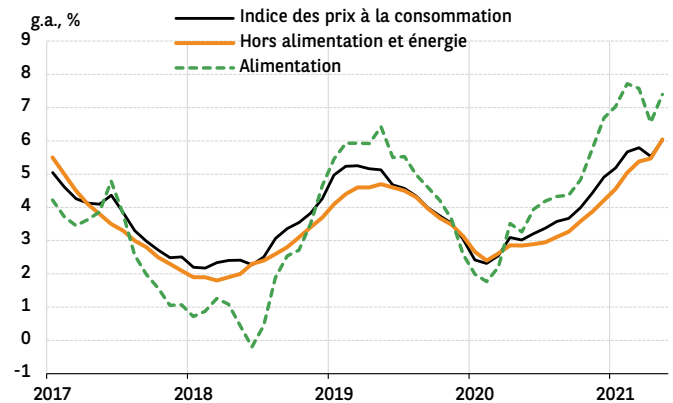
Le risque de refinancement de la dette est considéré comme faible. Hormis une structure de dette peu risquée (détenue à 63% par les résidents et libellée à 76% en roubles), le fonds de richesse national (*National Wealth Fund*) couvre l'intégralité des besoins de financement du gouvernement à horizon des deux prochaines années.

LES COMPTES EXTÉRIEURS RESTENT SOLIDES

En 2020, les comptes extérieurs de la Russie sont restés solides en dépit de la baisse de 1,5 point de pourcentage (pp) de l'excédent courant (à 2,3% du PIB) et des importantes sorties de capitaux de la part des investisseurs domestiques et étrangers (les investissements nets de portefeuille ont enregistré un déficit de 1,7% du PIB sur l'ensemble de l'année). Les investissements directs étrangers (hors réinvestissements), déjà structurellement faibles, ont également baissé de près de 68% sur l'ensemble de l'année pour atteindre moins de 0,6% du PIB.

¹ La règle fiscale de 2017 vise à réduire la sensibilité des finances publiques et du rouble aux prix du pétrole. Ainsi, lorsque les prix internationaux dépassent le prix fixé dans le budget, le ministère des Finances utilise ces excès de revenus pour alimenter le fonds de richesse national (en achetant des devises via la banque centrale). À l'inverse, en deçà d'un certain niveau de prix, le ministère des Finances vend des actifs liquides (en dollars) du fonds de richesse national pour couvrir ses besoins de financement.

INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CBR

Face à ces pressions sur ses comptes extérieurs, la banque centrale a laissé flotter plus librement le rouble pour préserver ses réserves de change, bien qu'elle ait vendu des devises pour le compte du ministère des Finances dès le mois de mars 2020 (conformément à la règle fiscale de février 2017¹). Sur l'ensemble de l'année, le rouble s'est ainsi déprécié de 15% face au dollar mais les réserves de change sont malgré tout consolidées.

Depuis le mois de janvier 2021, conjointement à la hausse des prix internationaux du pétrole, l'excédent courant a sensiblement augmenté (+24,7% sur les cinq premiers mois de l'année 2021). En revanche, les sorties de capitaux privés, bien qu'en baisse par rapport à la même époque l'année dernière, sont restées importantes au premier trimestre 2021 (USD 11,8 mds). Cependant, il s'agissait principalement de remboursements de dette de la part des banques. Dans le même temps, les achats de devises par la banque centrale ont repris : ils ont atteint plus de USD 10 mds au premier semestre 2021 (contre des ventes nettes de plus de USD 20 mds en 2020), limitant l'appréciation du rouble face au dollar à seulement 2,7% sur les six premiers mois de l'année.

En mai 2021, les réserves de change s'élevaient à USD 465 mds, l'équivalent de 17 mois d'importations, et couvraient ainsi l'intégralité de la dette extérieure du pays (USD 459 mds en mars 2021).

La Russie reste fortement exposée à la volatilité du prix des matières premières et vulnérable à une hausse de l'aversion au risque de la part des investisseurs étrangers induite notamment par un durcissement des sanctions américaines (les investissements de portefeuille de la part des non-résidents, bien qu'en baisse, s'élevaient encore à 17,3% du PIB fin 2020). Certes, la Banque centrale russe a prouvé sa capacité à gérer les tensions sur la liquidité extérieure mais le rouble sert de variable d'ajustement au risque de générer des pressions inflationnistes.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



POLOGNE

11

POTENTIEL DE CROISSANCE INCHANGÉ

La Covid-19 n'aura été qu'un frein passager à la croissance polonaise. L'économie surperforme celles de ses voisins, avec une récession plus modérée en 2020 et un rebond plus précoce de l'activité. Le risque de crédit apparaît relativement bien contrôlé malgré une participation élevée des entreprises et des ménages au moratoire de remboursement sur les prêts. Les contraintes d'offre font même craindre un risque passager de surchauffe conjoncturelle avec une hausse de l'inflation. Mais le maintien d'un fort excédent courant et la bonne maîtrise de la dette publique sont des éléments stabilisateurs. Le potentiel de croissance reste inchangé même si la perspective d'une harmonisation fiscale internationale peut ralentir les investissements étrangers.

DÉJÀ EN SURCHAUFFE CONJONCTURELLE ?

L'économie polonaise fait preuve d'un dynamisme remarquable. La contraction du PIB en 2020 aura été la plus faible parmi les pays d'Europe centrale et la croissance attendue pour 2021 et 2022 devrait être supérieure à ce qu'elle était avant la crise de la Covid-19. Le PMI manufacturier bat records sur records et la production manufacturière (plus de 30% du PIB) a constamment dépassé son niveau d'avant-Covid depuis octobre 2020.

La consommation des ménages s'est révélée particulièrement résiliente, avec des ventes au détail qui sont revenues à leur niveau d'avant-crise dès le dernier trimestre 2020. La résurgence des contaminations et le renforcement des restrictions en mars et avril 2021 ont entraîné une perte d'activité. Toutefois, les ventes au détail ont rebondi dès le mois de mai.

La bonne performance de l'économie polonaise s'explique surtout par le dynamisme des exportations. Leur forte accélération au dernier trimestre 2020 se confirme depuis le début 2021 : elles sont non seulement nettement supérieures à celles de 2020 mais également à leur niveau (pré-Covid) de 2019. La Pologne bénéficie à plein d'une vague d'investissements élevés ces dernières années (notamment d'IDE étrangers), ce qui a élargi les capacités à l'exportation du pays.

Le dynamisme des exportations a permis de maintenir le compte courant en excédent (3,8% du PIB en 2021) malgré la reprise de la demande intérieure. En conséquence, les réserves de change atteignent désormais un niveau confortable de près de 6 mois d'importations.

Seule ombre au tableau, l'inflation a nettement accéléré. En mai, les hausses sur un an des prix à la production et des prix à la consommation ont atteint respectivement 6,5% et 4,8% contre 0,1% et 2,3% en décembre 2020. Ces tensions inflationnistes s'expliquent en partie par la hausse des prix du pétrole. S'y ajoutent un taux d'utilisation des capacités de production en net rebond, une rareté des facteurs de production (main d'œuvre, semi-conducteurs, plastiques, métaux) et des problématiques logistiques. Les entreprises sont confrontées à un risque de dégradation de leurs marges car la hausse de leurs coûts de production est plus rapide que celle de leur prix de vente.

En parallèle, les coûts de financement devraient croître. En effet, les tensions inflationnistes se répercutent également sur les taux d'intérêt : le taux des obligations d'État à 10 ans a atteint 1,65% le 2 juillet contre 1,15% à son plus bas fin janvier (même s'il reste inférieur à l'avant-Covid). Le comité de politique monétaire reste pour l'instant divisé sur l'opportunité d'un resserrement des taux directeurs, certains estimant que l'inflation sera transitoire. Mais les marchés semblent l'anticiper.

PRÉVISIONS

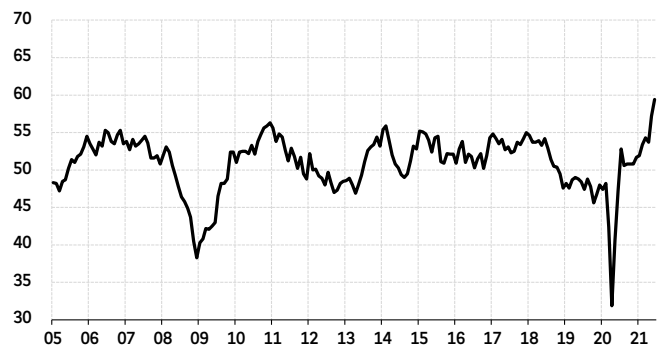
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	4.7	-2.7	5.3	5.4
Inflation moyenne (IPC, %)	2.1	3.4	4.5	4.1
Solde budgétaire / PIB (%)	-0.7	-7.0	-4.0	-2.5
Dette publique / PIB (%)	45.6	57.5	57.0	55.0
Solde courant / PIB (%)	0.5	3.5	3.8	3.7
Dette extérieure / PIB (%)	59.3	61.9	56.6	50.0
Réserves de change, mds EUR	114.5	125.6	140.0	150.0
Réserves de change, en mois d'imports	5.1	5.9	5.9	5.7

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

PMI MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 1

SOURCE : DATASTREAM

FINANCES PUBLIQUES : DÉRAPAGE TRANSITOIRE

La dette publique a augmenté de près de 12 points de PIB en 2020, tant en raison du creusement du déficit public que des financements octroyés par des institutions publiques.

Toutefois, avec le redémarrage de l'économie et des capacités de production proches de leur pleine utilisation, la nécessité d'un soutien budgétaire s'est réduite et se limite désormais aux secteurs les plus affectés par les mesures de distanciation sociale. Le coût budgétaire des mesures de soutien devrait se limiter à 1,7% du PIB en 2021 contre près de 4,5% du PIB en 2020.



Nombre de mesures ont également été financées par le fonds de développement et la banque de développement publique BGK. Elles n'ont pas affecté le solde budgétaire mais ont contribué à la hausse de l'endettement public.

Le financement du déficit budgétaire et des mesures de soutien extrabudgétaires a été grandement facilité par l'achat de titres publics (et de titres garantis par l'État) par la banque centrale. Celle-ci détient désormais près de PLN 143 mds (6,2% du PIB) de dette publique à son bilan, soit près de la moitié de la nouvelle dette publique apparue depuis le début de la pandémie.

La Pologne devrait être parmi les principaux bénéficiaires de l'effort de relance européen. Le pays pourrait bénéficier de près de EUR 15 mds par an de subventions lors des deux premières années de mise en œuvre du nouveau budget pluriannuel (2021-27) de l'Union européenne, auxquelles pourraient s'ajouter des prêts si la Pologne retient cette option. Le temps de négociation préalable à la mise en œuvre du plan de relance européen (venant en sus des fonds structurels) devrait en décaler le versement effectif. Un versement légèrement retardé repousserait le soutien à la croissance. Ainsi, l'effet devrait en être plus conséquent en 2022 qu'en 2021, offrant un relai au rebond conjoncturel en cours lorsqu'il se sera probablement essoufflé.

UN RISQUE DE CRÉDIT RELATIVEMENT SOUS CONTRÔLE

Les autorités ont mis en œuvre un moratoire sur le remboursement des prêts des ménages et des entreprises, d'abord jusqu'en septembre 2020 puis limité aux entreprises (et nettement moins utilisé) au premier semestre 2021.

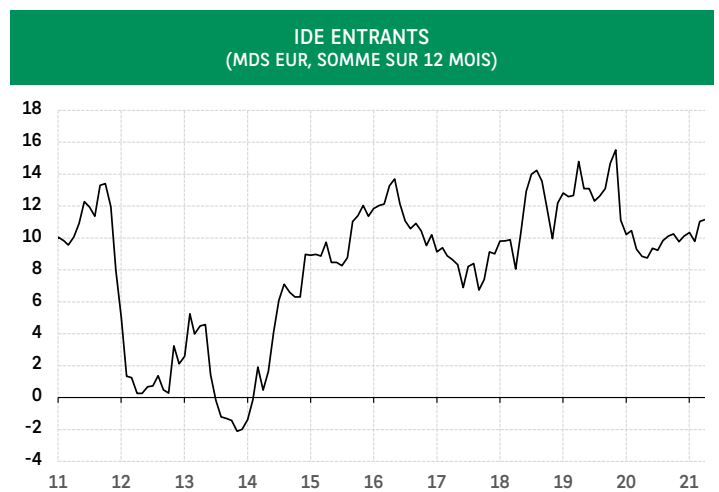
À fin mars 2021, 0,8% des prêts bénéficient encore d'un moratoire en cours. Toutefois, 13,5% de la valeur des prêts a, en sus, bénéficié d'un moratoire désormais échu. Sur ces derniers, le taux de créances douteuses atteignait 4,6%, soit à peu près le même taux que dans la moyenne européenne. Cette proportion est légèrement supérieure à celle qui prévaut sur l'ensemble des prêts (3,7%), par ailleurs globalement stable depuis un an alors même que les prêts des banques polonaises au secteur privé non financier n'ont pas augmenté (pas de dilution des créances douteuses).

Le provisionnement des créances soumises à moratoire a pesé sur la rentabilité des banques polonaises, dont le ROE (return on equity) s'est replié de 7,9% fin 2019 à 3,6% fin 2020. Le dossier des prêts résidentiels en franc suisse (CHF) les a également conduit à provisionner davantage : un avis de la Cour de justice européenne a ouvert la possibilité d'une annulation des prêts, ce qui a impliqué un nombre croissant de recours devant la justice polonaise. Bien que la Cour suprême polonaise doive encore statuer sur le sujet, les banques locales ont commencé à provisionner à hauteur de 30% de leur revenu net pour l'année 2020.

Pour autant, le système bancaire polonais reste bien capitalisé, avec une hausse du ratio de fonds propres qui atteint 17,8% à fin 2020. L'exposition du secteur bancaire aux activités immobilières (20% du portefeuille de prêts aux entreprises) a généré un taux limité de créances douteuses (3,2%).

UN POTENTIEL DE CROISSANCE PEU AFFECTÉ

La période de Covid-19 a, comme partout, marqué un coup d'arrêt aux gains de productivité (en raison de la sous-activité liée aux périodes de restriction même sporadiques). Mais rien ne suggère que le potentiel de croissance ait été durablement affaibli. Le chômage baisse (6,1% en mai 2021 contre 6,5% à son plus haut en février) mais il existe encore



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CEIC

des capacités d'emploi non utilisées. De plus, la Pologne a continué de bénéficier en 2020 et sur les premiers mois de 2021 d'un montant d'investissements direct étrangers élevé, source à la fois d'extension des capacités de production et de gains de productivité.

La fiscalité, qui est un élément de l'attractivité polonaise, pourrait toutefois être remise en cause : en effet, la mise en place à partir de 2018 d'un système de zones économiques spéciales a conduit à une fiscalité nettement en deçà des 15% de taux minimal en cours de négociation au niveau international. Le pays en a bénéficié pour accueillir de nouveaux investisseurs dans l'industrie automobile, ainsi que dans les services aux entreprises : une attractivité qui ne s'est pas démentie depuis le début de la pandémie. De même, la Pologne fait partie des pays européens où la taxe sur les services digitaux est la plus faible (1,5%), alors qu'une harmonisation européenne devrait intervenir d'ici à 2023.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Stéphane COLLIAC
stephane.colliac@bnpparibas.com

ROUMANIE

13

CROISSANCE INSOLENT

Le rebond de l'économie roumaine est spectaculaire. Le PIB a déjà retrouvé son niveau pré-Covid et la croissance économique devrait être de 8,2% en 2021. Mais cette performance s'accompagne de déficits budgétaire et externe élevés. En conséquence, la dette publique ne devrait pas se réduire à horizon 2022, contrairement aux autres pays d'Europe centrale. Les emprunteurs qui ont bénéficié d'un moratoire sur les remboursements de dette présentent un taux de créances douteuses élevé (10,9%). Le système bancaire devrait pouvoir les absorber. Cependant, la croissance débridée du crédit à l'immobilier mérite d'être surveillée.

DÉJÀ DE RETOUR À L'ACTIVITÉ D'AVANT-COVID

Le PIB de la Roumanie a retrouvé dès le 1^{er} trimestre 2021 le niveau qu'il avait atteint avant la pandémie : c'est le premier pays d'Europe centrale à y parvenir. L'activité est soutenue par la consommation des ménages, avec des ventes au détail supérieures de 3,4% en avril 2021 à leur niveau d'avant-Covid.

Les exportations contribuent de façon croissante au *momentum* de croissance. Elles sont supérieures de 10% en mars-avril 2021 à leur niveau de 2019 et sont à l'origine de la forte progression de la production manufacturière en avril (6,2% sur un mois).

La Roumanie devrait continuer de bénéficier d'une croissance vigoureuse, grâce en particulier à l'allègement des restrictions consécutives aux deux vagues de Covid-19, au 4^e trimestre 2020 et au 1^{er} trimestre 2021, et à un environnement international porteur.

L'inflation a augmenté à 3,7% en mai 2021, un niveau élevé voisin de celui connu avant l'épidémie. La première cause est un effet de base : certains biens ont vu leur prix baisser pendant la pandémie et retrouvent progressivement leur niveau antérieur. C'est le cas notamment des prix du pétrole. La banque centrale a déjà communiqué sur un resserrement monétaire à venir, mais une inflation un peu plus basse que dans les pays voisins et un taux de chômage encore supérieur à son niveau d'avant crise (5,7% en avril 2021, contre 3,8% début 2020) lui ont permis de temporiser. Toutefois, les pressions inflationnistes devraient se renforcer d'ici à fin 2021.

La croissance roumaine n'est pas exempte de déséquilibres. Le pays a vu ses déficits jumeaux, budgétaire et externe, se creuser à partir de 2017. La pandémie a aggravé le solde budgétaire, tout en stabilisant le déficit courant (baisse des importations de biens). Toutefois, avec le retour à la normale de l'activité (et la hausse du cours du pétrole), ce dernier devrait de nouveau se creuser à 6,5% du PIB en 2021.

UNE MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE MOINDRE

Le creusement du déficit public est préexistant à la période de Covid-19 et aurait dû donner lieu à l'examen d'une procédure de déficit excessif par les instances européennes. Les revalorisations successives des retraites (14% en septembre 2020, après +15% en 2019) risquaient de maintenir le déficit public au-delà du seuil de 3% du PIB même une fois toutes les conséquences budgétaires à long terme de la crise sanitaire absorbées. Toutefois, le respect de la règle des 3% de déficit budgétaire a été suspendu avec le déclenchement de la pandémie, et ce pour plusieurs années.

L'annulation en janvier 2021 par la Cour constitutionnelle de la hausse additionnelle programmée des retraites de 40% devrait permettre de limiter la détérioration du déficit. Pour autant, la dette publique devrait

PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	4.1	-3.6	8.2	4.7
Inflation annuelle (IPC, %)	3.8	2.6	3.5	3.5
Solde budgétaire / PIB (%)	-4.3	-9.2	-6.5	-4.5
Dette publique / PIB (%)	35.3	47.3	49.0	50.0
Solde courant / PIB (%)	-4.6	-5.2	-6.5	-6.7
Dette extérieure / PIB (%)	49.2	57.7	55.3	53.3
Réserves de change, mds EUR	37.5	42.5	43.5	42.5
Réserves de change, en mois d'imports	4.5	5.6	4.9	4.4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

PRODUCTION MANUFACTURIÈRE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

continuer d'augmenter d'ici à fin 2022, malgré une forte croissance nominale du PIB. Contrairement à d'autres pays d'Europe centrale, la consolidation budgétaire devrait être plus lente.

Nombre de mesures introduites en 2020 ont en effet été reconduites en 2021, dont le report de paiement des taxes. À cela s'ajoutent les garanties publiques octroyées sur des prêts, qui atteignent 4% du PIB et portent pour l'essentiel sur des prêts remboursables entre 2023 et 2025.

De plus, la charge d'intérêt (4,8% des recettes budgétaires et 1,1% du PIB en 2019) devrait s'alourdir. En sus d'une dette en augmentation, le



gouvernement roumain fait face à un coût de la dette structurellement plus élevé. Le taux à 10 ans en RON atteint 3,4% au 1er juillet 2021, un niveau qui a augmenté de 60 points de base depuis février et pourrait encore croître en raison du resserrement monétaire anticipé à la suite de l'accélération de l'inflation. La charge d'intérêts devrait atteindre 2% du PIB d'ici à 2025. La hausse du coût de financement en monnaie locale incite le gouvernement à utiliser le marché euro-obligataire, ce qui fait croître la proportion de dette publique en devises (près de la moitié).

De plus, le risque d'un dérapage budgétaire reste présent. Le gouvernement de coalition mis en place à la suite des élections de décembre 2020 a confirmé la domination du PNL (parti libéral), avec Florin Cîtu en tant que Premier ministre. L'objectif d'une consolidation budgétaire à terme est affiché. Toutefois, le précédent gouvernement, déjà dominé par le PNL, n'avait pu empêcher le vote par le Parlement d'une hausse des pensions plus conséquente (hausse de 40% évoquée plus haut et annulée par la suite par la Cour constitutionnelle). La fragilité des coalitions implique un risque à la hausse tant sur le déficit que sur la dette publique à l'avenir.

En termes de financement, le soutien de la banque centrale a été limité car ses achats de dette publique (0,4% du PIB) visaient simplement à lisser la liquidité du marché secondaire et pas à financer la dette publique. La mise en œuvre du budget européen pour 2021-27 et celle du plan de relance européen devraient être une manne financière plus importante avec le décaissement cumulé potentiel de EUR 8 mds par an en 2021 et 2022 sous la forme de subventions, soit l'équivalent de près de la moitié des projections de déficit budgétaire pour 2021 et 2022.

RISQUE DE CRÉDIT : GÉRABLE POUR LE MOMENT, MAIS DES POINTS DE VIGILANCE

Le gouvernement a accordé au secteur privé non financier un moratoire sur le remboursement des prêts. Les demandes ont pu être adressées initialement jusqu'à fin 2020, limite qui a ensuite été prorogée jusqu'à fin mars 2021 (avec une période de grâce maximale de 9 mois sur les échéances de remboursement).

Après avoir atteint 6% à son maximum en juin 2020, la proportion de prêts sous moratoire est désormais résiduelle. Peu d'emprunteurs ont utilisé la fenêtre ouverte par la prorogation et la quasi-totalité des prêts ayant bénéficié du moratoire sont désormais de nouveau remboursables. Le taux de créances douteuses sur ces prêts était tout de même de 10,9% à fin mars 2021, contre 4,5% en moyenne dans l'Union européenne. Toutefois, la proportion de créances douteuses sur l'ensemble des prêts des banques roumaines est restée stable, à 3,9%, à cette même date le risque sur les prêts soumis à moratoire ayant été compensé par l'accroissement naturel du crédit (+10% en mai 2021). De plus, 61% des créances douteuses apparues à la suite du moratoire sont couvertes par des provisions, l'un des taux les plus élevés d'Europe.

Les banques roumaines ont vu leur rentabilité se redresser nettement, avec un ROE (*return on equity*) de 17,1% en mars 2021. Elles bénéficient de la suppression de la taxe bancaire (supprimée en janvier 2020, mais encore payable en 2020 sur les actifs financiers nets déclarés pour 2019) et retrouvent un niveau de rentabilité proche de celui qui prévalait avant son introduction. Le ratio de fonds propres a augmenté pour atteindre près de 22% en mars 2021. Les pertes consécutives au moratoire apparaissent donc absorbables pour les banques roumaines.

TAUX SOUVERAIN ROUMAIN À 10 ANS (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : DATASTREAM

Il pourrait en aller différemment des risques générés par la croissance naturelle du crédit dont la majeure partie provient des crédits immobiliers aux ménages. Ceux-ci ont augmenté de près de 12% par an en moyenne sur les dix dernières années et devraient encore augmenter de près de 18% en 2021. Avant la crise de la Covid-19, en 2019, le ratio de dette sur revenu des ménages était limité à 24%, ratio qui s'est probablement détérioré. Par ailleurs, d'après l'Autorité bancaire européenne l'exposition des banques roumaines aux entreprises immobilières a généré davantage de créances douteuses fin mars 2021 (13,9%) que dans la moyenne européenne (2,5%).

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Stéphane COLLIAC
stephane.colliac@bnpparibas.com



DES PERSPECTIVES FAVORABLES

L'économie serbe n'a été que modérément affectée par les conséquences de la pandémie de Covid-19 en 2020. L'activité s'est à peine contractée, tandis que la banque centrale a maintenu un niveau de liquidité en devise suffisant dans un contexte d'euroisation élevée de l'économie. Ces bonnes performances sont à relier à l'attractivité de l'économie pour les investisseurs internationaux, ainsi qu'aux efforts passés de consolidation budgétaire, qui ont accru la marge de manœuvre du gouvernement pour soutenir l'activité l'an dernier. À court terme, la reprise devrait être soutenue, grâce notamment aux exportations, et le risque inflationniste maîtrisé. Au-delà, la capacité des autorités à maintenir la compétitivité de l'économie est essentielle pour réduire le risque de change.

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE RÉSISTE

L'activité économique a bien résisté aux conséquences de la pandémie en 2020 et les premiers signes de reprise en 2021 sont encourageants. Le repli du PIB n'a été que de 0,9% en 2020. Cette bonne performance est due à trois facteurs : la baisse modérée de la consommation des ménages (-2,5%) dans un contexte de restrictions d'activité limitées, les différentes mesures gouvernementales de soutien aux entreprises et au revenu des ménages (équivalentes à plus de 10% du PIB), et la bonne tenue des exportations de biens. Par ailleurs, contrairement aux autres pays des Balkans de l'ouest, la faible part du tourisme dans le PIB a limité la baisse de l'activité dans le secteur des services.

Au premier trimestre 2021, le dynamisme de l'investissement (+10% a/a) et des exportations (+7,9% a/a) a permis une évolution positive du PIB (+1,7% a/a) malgré une consommation des ménages (-1,9% a/a) toujours pénalisée par les conséquences de la pandémie. Les perspectives sont plutôt positives à court terme en raison d'un taux de vaccination relativement élevé et d'un secteur exportateur qui devrait bénéficier de la reprise de l'activité en zone euro. La croissance du PIB devrait ainsi atteindre environ 5% cette année.

Au cours des dernières années, l'économie serbe est devenue plus réactive à la conjoncture internationale en raison d'un poids croissant des exportations dans le PIB. Ces dernières représentaient 52% du PIB en 2019 contre 23% en 2004 et se concentrent dans le secteur manufacturier. Parallèlement, le rôle du marché intérieur comme moteur de la croissance s'est réduit, tant du côté de la consommation des ménages que de celui des dépenses publiques (de 13% du PIB en 2004 à 9% en 2019).

L'INFLATION DEVRAIT RESTER MAÎTRISÉE

Durant l'année 2020, les mesures prises par la Banque centrale de Serbie (BNS) ont permis d'éviter d'éventuelles contraintes sur la liquidité. En plus d'une baisse du taux directeur de 125 points de base à 1%, la liquidité bancaire a été favorisée par un accroissement des opérations de swap de devises, de prise en pension et des rachats de titres publics et privés. Malgré cela, depuis mars 2020, le bilan de la banque centrale ne s'est accru que de l'équivalent de 5% du PIB.

À court terme, la conduite de la politique monétaire s'annonce plus délicate. D'une part, le contexte sanitaire reste incertain et des mesures d'assouplissement monétaire pourraient continuer d'être nécessaires. D'autre part, les pressions inflationnistes ont accéléré depuis le début de l'année. L'indice des prix à la consommation a progressé de 3,6% en rythme annuel en mai 2021, tandis que l'inflation avait atteint en moyenne 1,6% en 2020. Sans surprise, ce sont les prix de l'énergie (et dans une moindre mesure ceux des biens alimentaires) qui ont été le principal moteur de l'inflation au cours du premier semestre de 2021.

PRÉVISIONS

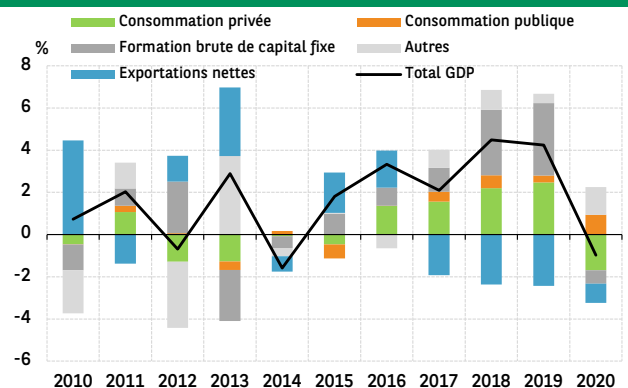
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	4.2	-0.9	5.0	4.5
Inflation, HICP, var. annuelle, %	1.9	1.5	2.5	2.5
Solde budgétaire, % du PIB	-0.2	-8.1	-7.0	-2.5
Dettes du gouvernement, % du PIB	53	57	60	59
Balance courante, % du PIB	-6.9	-4.2	-5.3	-5.6
Dettes externes, % du PIB	66	71	65	62
Réserves de change, mds EUR	13.4	13.5	15	15.7
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	6.1	6.2	5.9

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

En rythme annuel, l'inflation dépasse actuellement la cible d'inflation de la banque centrale (3%) mais reste inférieure à la borne haute de son intervalle de tolérance (4,5%). Nous estimons que l'inflation devrait rester dans cet intervalle et revenir en-dessous du taux cible en deuxième partie d'année. En effet, l'effet de base qui pousse les prix de l'énergie à la hausse devrait progressivement s'estomper et nous n'attendons pas de hausse significative du prix du baril de pétrole sur les marchés internationaux au deuxième semestre. Au total, la hausse des prix à la consommation devrait rester modérée et atteindre 2,5% en moyenne en 2021. Dans ce contexte, la banque centrale reste en mesure de poursuivre une politique monétaire accommodante favorable à la liquidité intérieure.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE RESTE D'ACTUALITÉ

Dans un contexte de repli de l'activité et de soutien budgétaire à l'économie, les finances publiques ont enregistré un déficit important en 2020 (8,1% du PIB). Celui-ci devrait rester élevé en 2021 (7% du PIB attendu) en raison de la persistance de l'épidémie et des dépenses budgétaires qui y sont associées. Malgré ce creusement du déficit budgétaire, la situation des finances publiques reste saine. En effet, la Serbie est entrée dans cette période de crise avec des comptes publics bien meilleurs qu'il y a une décennie. L'assainissement des comptes publics, en lien avec le soutien financier et technique du FMI, a permis au gouvernement de dégager un excédent budgétaire en 2017 et 2018 et de rester quasiment à l'équilibre en 2019. Le solde budgétaire primaire a enregistré un excédent équivalent à 2,5% du PIB en moyenne entre 2016 et 2019, contre un déficit de 2,9% du PIB en moyenne entre 2011 et 2015.

La dette publique est assez élevée (57% du PIB en 2020) et constitue une source de vulnérabilité en raison de sa forte exposition au risque de change. Environ 70% de la dette totale du gouvernement est libellée en devises, dont 51% en euro et 12% en dollar US. Le gouvernement s'est engagé dans une stratégie de dinarisation de sa dette depuis quelques années. Il a ainsi émis davantage de dette de moyen et long terme (jusqu'à vingt ans) sur le marché local, qui était dominé par des titres de court terme jusqu'en 2017. La part de la dette libellée en dinar a augmenté de 22% à 30% de la dette totale depuis 2015.

BONNE PERFORMANCE À L'EXPORTATION

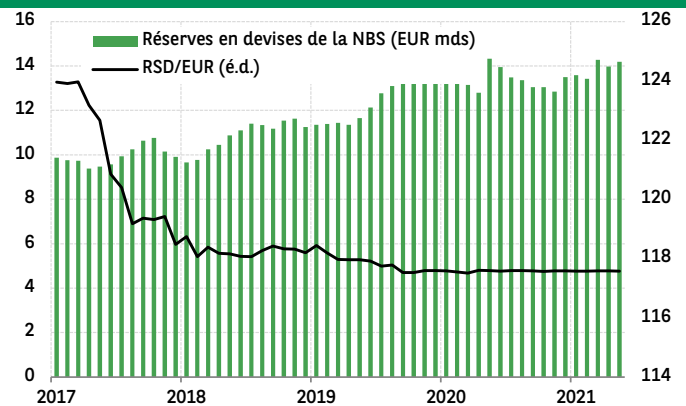
En 2020, les exportations serbes ont bien résisté à la baisse de l'activité dans l'Union européenne (UE). Tandis que les importations de biens de l'ensemble des pays de l'UE se sont repliées de 6% en volume, les exportations serbes n'ont baissé que de 3% et de 1,8% en valeur. Selon la banque centrale, deux facteurs ont contribué à cette bonne performance. D'une part, la bonne tenue des exportations de produits agricoles. Elles ne contribuent que pour 7% au total des exportations mais ont augmenté de plus de 11% en valeur en 2020, en partie grâce à la hausse des cours mondiaux. D'autre part, le dynamisme des IDE dans les secteurs exportateurs ont permis la bonne résistance des exportations manufacturières.

MAINTIEN DE LA LIQUIDITÉ EN DEVISES

La capacité de la banque centrale à limiter la volatilité du taux de change en période de perturbations sur les marchés internationaux est particulièrement importante pour la stabilité macroéconomique étant donné l'euroisation d'une partie importante de l'économie serbe. En effet, en plus du niveau élevé de la dette en devises du gouvernement, environ 60% des bilans bancaires est libellé en devises, exposant les banques à des risques de crédit élevés en cas de forte dépréciation du dinar.

La liquidité en devises est restée satisfaisante en 2020 malgré la légère baisse des transferts provenant des travailleurs expatriés et des investissements directs étrangers (IDE). Grâce notamment à la forte réduction des rapatriements de bénéfices par les entreprises internationales et à l'émission d'eurobonds par le gouvernement, les réserves de change de la BNS ont légèrement augmenté (EUR 13,5 mds à fin 2020) et couvrent plus de six mois d'importations. Cette bonne tenue de la liquidité en devises a permis à la BNS d'intervenir sur le marché des changes afin de maintenir la stabilité du dinar contre l'euro. À court terme, la croissance attendue des réserves de change

RÉSERVES EN DEVISES ET TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE DE SERBIE, BNP PARIBAS

devrait permettre à la BNS de limiter la volatilité du taux de change. Le déficit du compte courant devrait rester relativement important mais les flux d'IDE et les émissions de dette sur les marchés internationaux par le gouvernement permettront de couvrir ce besoin de financement. Par ailleurs, la Banque centrale européenne a étendu jusqu'en mars 2022 la disponibilité de la ligne de précaution de EUR 1 md pour faire face à d'éventuelles tensions sur la liquidité en devise.

L'attractivité de la Serbie pour les investisseurs étrangers reste forte. Depuis 2015, le solde net des IDE a dépassé 6% du PIB en moyenne. Sur la même période, le taux de couverture du déficit courant par les IDE nets a été en moyenne de 140%. L'essentiel des IDE concerne le secteur manufacturier (30% du total depuis 2014) et dans une moindre mesure le secteur financier (17%), bénéficiant notamment de la privatisation de certains actifs publics.

Les perspectives des comptes extérieurs sont favorables, et la politique de change mise en place par les autorités monétaires permet de faire face aux turbulences internationales. Néanmoins certaines vulnérabilités persistent. Ainsi, la dette extérieure reste élevée (71% du PIB en 2020) et son coût (intérêt et principal) représente en moyenne 28% des exportations de biens et services depuis 2014. Dans ce contexte, la capacité de la Serbie à continuer à attirer des IDE et à maintenir sa compétitivité extérieure est déterminante pour maintenir sa stabilité macroéconomique.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

BRÉSIL

17

UN REBOND QUI SURPREND

Dans un contexte sanitaire très dégradé au T1, l'économie brésilienne a montré de bonnes capacités de résistance. Grâce à un environnement externe plus porteur, une reprise dans les services et un rebond de la confiance, les perspectives à court terme se raffermissent – d'autant que l'épidémie ralentit avec la progression de la vaccination. L'accélération de l'inflation continue toutefois d'inquiéter et pourrait entraîner un resserrement monétaire plus vigoureux d'ici la fin de l'été. Si une hausse des taux plus agressive devrait profiter à la monnaie et aux investissements de portefeuille, elle risque de freiner la reprise et de peser sur les finances publiques. Pour l'instant, le souverain affiche une position budgétaire plus favorable qu'attendu qui s'est traduite par une baisse des primes de risque.

COVID-19 : RISQUE DE 3^e VAGUE CONTENU

Le Brésil, qui a dépassé en juin le cap des 500 000 victimes de la Covid-19, semble pour l'instant éviter la menace d'une 3^e vague de contaminations. Le pays – qui a connu ses pires moments de la pandémie fin mars / début avril avec des pics à plus de 3 000 décès journaliers – a vu plusieurs indicateurs épidémiologiques repartir à la hausse courant juin après l'assouplissement des restrictions en mai. Toutefois, les craintes d'une nouvelle vague se sont depuis dissipées avec la forte accélération des vaccinations. Cette tendance devrait se maintenir à court terme grâce notamment au renforcement des livraisons au deuxième semestre (avec 42 millions de doses déjà prévue en juillet). Elles devraient aussi permettre de lisser le rythme des vaccinations. Début juillet, 13,6% de la population était pleinement vaccinée et 38% avait reçu une première dose de vaccin.

Sur fond d'amélioration relative des indicateurs, une ombre au tableau est apparue au cours des dernières semaines avec la révélation de possibles irrégularités dans des contrats d'achat de vaccins. C'est ce qu'il ressort d'une commission d'enquête (CPI), dirigée par le Sénat et destinée à faire la lumière sur l'action du gouvernement en matière de gestion de la crise sanitaire. Depuis le lancement de la très médiatisée CPI, en avril, la popularité du président s'effrite, les mouvements populaires de contestation se multiplient tandis que les dépôts de demande de destitution (*impeachment*) du président auprès du chef de la Chambre des députés s'accumulent. En parallèle, l'ex-président Lula¹ monte dans les sondages.

L'ÉCONOMIE A BIEN RÉSISTÉ À LA 2^e VAGUE DE COVID-19

L'activité au T1 a surpris par sa vigueur et induit d'importantes révisions à la hausse des projections de croissance pour 2021. Malgré une 2^e vague épidémique beaucoup plus virulente², l'absence de relance budgétaire et la contraction de l'activité en mars, le PIB réel a progressé de 1,2% en glissement trimestriel (t/t) et de 1% en glissement annuel (g.a.). La consommation privée a mieux résisté que prévu mais c'est surtout la forte progression de l'investissement (+4,6% t/t) et l'accumulation des stocks qui ont empêché le PIB de reculer sur la période. Les producteurs de matières premières (*agrobusiness*, secteur minier, pâte et papier, filière bovine) ont notamment profité d'un contexte externe favorable (demande et prix élevés, compétitivité de la monnaie) pour investir.

L'activité a continué de bien se tenir au T2 malgré des débuts modestes. L'indicateur avancé du PIB produit par la banque centrale (IBC-BR) affichait une progression timide en avril (+0,4%). Toutefois, en mai, l'activité industrielle s'est fortement redressée après une baisse notable du rythme de production dans l'industrie entre février et avril,

¹ En juin, Lula a reçu un nouvel élan après son acquittement par un juge fédéral dans une des affaires de corruption ouvertes contre lui, faute de preuves.
² L'épidémie a fait plus de victimes lors des 4 premiers mois de l'année 2021 qu'au cours des 9 mois précédents.

PRÉVISIONS

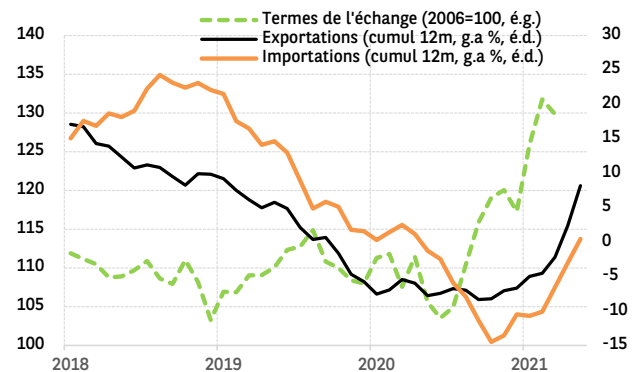
	2019	2020	2021e	2022e
PIB (croissance %)	1.4	-4.3	5.5	3.0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.2	6.5	4.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.8	-13.2	-7.2	-7.1
Dettes publiques, % du PIB	74	89	82	81
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-0.9	0.7	-0.8
Dettes externes (en % du PIB)	35	42	51	47
Réserves de change (USD mds)	357	356	350	346
Réserves de change, en mois d'imports	17	21	19	18

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

FORTE PROGRESSION DES TERMES DE L'ÉCHANGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CAMEX, FUNCEX, BNP PARIBAS

conséquences de nouvelles restrictions sanitaires dans plusieurs États sur la période. L'embellie se confirme à la fin du trimestre dans les données d'enquête avec une expansion plus rapide de la production dans le secteur manufacturier (PMI manufacturier à 56,4 en juin vs. 53,7 en mai) et un rebond marqué de l'activité dans les services avec un retour de l'indice PMI en territoire d'expansion pour la première fois depuis le début de l'année (PMI services à 53,9 en juin contre 48,3 en mai, soit la plus forte progression sur un mois depuis près de 8 ans). L'accélération de l'inflation n'a pour l'instant pas entamé la consommation des ménages malgré un léger repli des salaires réels et un chômage toujours élevé (14,7% en avril).



Ainsi, les ventes de détails affichaient en mai un 3^e mois consécutif de gain, soutenues par l'épargne reconstituée au S2 2020, l'aide d'urgence distribuée depuis avril et la progression du crédit aux ménages (+7,8% en g.a. en mai).

Les perspectives de croissance à court terme demeurent bien orientées à la faveur d'un environnement externe toujours porteur et d'un regain d'optimisme des entreprises et des ménages concourant avec la levée des restrictions et la progression de la vaccination. Des risques baissiers subsistent toutefois : émergence de souches virales plus résistantes aux vaccins, aléas climatiques, dégradation du climat politique, accélération plus marquée de l'inflation. Certaines mesures de soutien ont déjà été envisagées par les autorités pour contrebalancer les effets d'une persistance de l'épidémie et de la hausse des prix. Le gouvernement a annoncé la prolongation d'au moins 3 mois de l'aide d'urgence distribuée au ménages (d'avril à juillet initialement). Les autorités devraient également augmenter de 60% la valeur des allocations du programme *Bolsa Familia* d'ici la fin de l'année. Des lignes de crédit à hauteur de USD 50,7 mds vont également être mises à disposition des agriculteurs pour stimuler la production agricole en 2021/22.

INQUIÉTUDES CROISSANTES CONCERNANT L'INFLATION

La reprise plus forte qu'attendu de l'activité, la faiblesse du real, la hausse du prix des matières premières et des facteurs climatiques alimentent des tensions sur les prix. En juin, l'indice des prix à la consommation (IPCA) a atteint un plus haut niveau en près de 5 ans (+8,4% en g.a.), marquant un 16^e mois consécutif d'accélération de l'inflation. Depuis février 2020, la composante alimentaire de l'IPCA est en hausse d'environ 20% tandis que le prix de l'essence et du gaz domestique ont progressé d'environ 25%. Les factures d'électricité ont dans le même temps bondi de 10%, conséquence de la sécheresse qui touche le pays depuis quelques mois³.

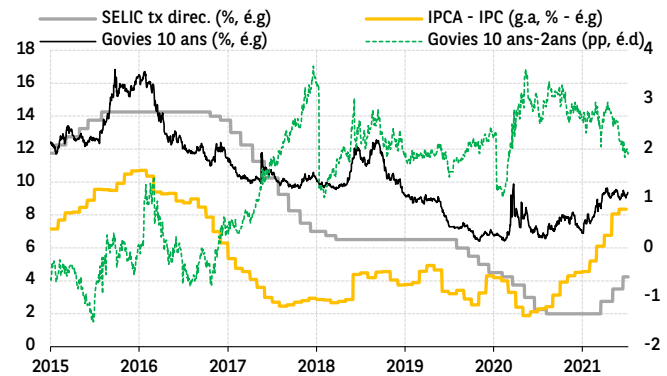
Même si la transmission à l'inflation sous-jacente reste pour l'instant limitée (l'inflation dans les services est par exemple à moins de 2%), le décrochage de près de 5 points de l'inflation globale par rapport à la cible (3,75% +/- 1,5) laisse présager un resserrement plus rapide que prévu de la politique monétaire au deuxième semestre. La banque centrale (BCB) a déjà procédé à trois hausses de 75 points de base (pb) du taux SELIC depuis le début de l'année et prévu une autre hausse de 75 pb lors de sa prochaine réunion en août prochain. Une détérioration des anticipations d'inflation pourrait toutefois inciter les autorités à un resserrement plus important à la fin de l'été.

DÉTENTE DES PRIMES DE RISQUE SUR LE SOUVERAIN

La meilleure tenue de l'activité, des recettes plus dynamiques (du fait de la montée de l'inflation mais aussi d'importants gains sur les *swaps* de change enregistrés par la BCB), conjuguées à la restriction des dépenses (du fait du retard dans l'approbation du budget 2021) ont permis une amélioration des soldes budgétaires et de la dynamique de la dette malgré la hausse des taux. En mai, le déficit global sur 12 mois glissants s'élevait à 9,1% du PIB (5,4% du PIB de déficit primaire + 3,7% du PIB de charge d'intérêt), soit une amélioration de 1,5 pp sur un mois, tandis que la dette brute baissait dans le même temps de 1,1 pp à 84,5% du PIB, profitant d'une croissance plus élevée du PIB nominal.

La baisse des tensions sur les comptes publics, l'avancée de certaines privatisations (ex. Eletrobras, Cedae) ainsi que la présentation de la 2^e phase du projet de loi sur la réforme fiscale ont favorisé un tassement

TAUX : INFLATION, TAUX DIRECTEUR, RENDEMENTS OBLIGATAIRES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

des primes de risque. Entre mars et début juillet, les *spreads* CDS à 5 ans et EMBI+ ont baissé respectivement d'environ 60 et 45 pb tandis que le spread entre le taux d'intérêt à 10 ans et celui à 2 ans sur les obligations d'État a baissé de près de 10 pb. La baisse relative des risques budgétaires conjuguée à la remontée du différentiel de taux (SELIC - *Fed Funds*) et à un dollar plus faible ont aussi permis à la monnaie de retrouver des couleurs après sa chute au T1 (-9%). Le real, dont la dynamique est de plus en plus découplée du cycle des matières premières et des termes de l'échange, atteignait ainsi fin juin son niveau le plus fort depuis un an en passant sous la barre des 5 USD/BRL.

DES COMPTES EXTERNES SOLIDES

Le déficit du compte courant sur 12 mois glissants continue de se résorber atteignant en mai son plus bas niveau depuis plus de 13 ans (USD 8,4 mds, 0,6% du PIB). Cette baisse, qui devrait se poursuivre, reflète d'importants excédents commerciaux depuis un début d'année marqué par une forte accélération des exportations de matières premières, notamment de minerai de fer, de pétrole mais aussi de viande. Sans surprise, l'effet prix des exportations (+44% en g.a. en juin) domine l'effet volume (+11% en g.a. en juin). Au niveau du compte financier, les flux d'investissement directs étrangers (IDE), qui avaient chuté d'environ 50% en 2020 pour s'établir à USD 34,2 mds (un plus bas depuis 25 ans), peinent pour l'instant à se renforcer en raison notamment de remboursements de prêts inter-entreprises plus élevés que les décaissements. Les IDE devraient totaliser environ USD 50 mds en 2021. Ils ne devraient pas durablement retrouver leur niveau moyen d'avant-crise (USD 72 mds sur la période 2015-2019) avant au moins 2023. En revanche, les investissements de portefeuille restent robustes. Les flux nets de la part des non-résidents sont positifs depuis août 2020 (à l'exception du mois de mars) et cumulaient USD 42 mds en mai sur 12 mois soit le niveau le plus élevé depuis 2015. Ils devraient se maintenir au cours des prochains trimestres compte tenu de la remontée des taux et de la meilleure assise de la reprise économique. À noter que les entreprises locales qui s'étaient désendettées à l'étranger depuis un peu plus d'un an et demi sont de nouveau en quête de financement extérieur.

Achévé de rédiger le 9 juillet 2021

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com

³ L'électricité au Brésil est produite principalement par des centrales hydroélectriques. Si les réservoirs d'eau atteignent des niveaux bas du fait d'un manque de pluie, comme c'est le cas depuis quelques mois, d'autres sources d'énergie, plus chères, doivent être activées.



NOUVEAUX DÉFIS

Le succès de la campagne de vaccination, l'amélioration des perspectives de croissance mondiale et la hausse du prix du cuivre permettront un fort rebond d'activité en 2021. D'après l'indice mensuel d'activité, l'économie avait retrouvé au début du deuxième trimestre son niveau de décembre 2019. Au-delà de 2021, les perspectives de croissance peuvent pâtir des tensions politiques qui perdurent dans le pays. Les débats relatifs à l'élection présidentielle, d'une part, et au processus de rédaction de la nouvelle constitution, d'autre part, perturberont probablement la mise en œuvre de la politique économique et les décisions d'investissement privé, domestique et étranger.

REBOND DE CROISSANCE EN 2021

Après une chute de 5,8% en 2020, le PIB réel devrait progresser de plus de 7% en 2021. Le rebond de croissance observé au deuxième semestre 2020 s'est en effet poursuivi au premier semestre 2021, soutenu principalement par l'amélioration des perspectives de croissance au niveau mondial (et surtout celles des principaux partenaires commerciaux du Chili, les États-Unis et la Chine) et la hausse du prix du cuivre (tirée par la forte demande chinoise).

La demande interne a également continué sa progression au cours des premiers mois de 2021, en dépit d'une remontée significative du nombre de nouveaux cas de Covid-19 dès la mi-janvier. Le taux d'incidence et le taux d'occupation des lits de réanimation ont continué de progresser et ont atteint un niveau significativement supérieur à celui enregistré lors du pic de la première vague (en mars 2020), en dépit de la bonne dynamique de vaccination enregistrée dans le pays. En conséquence, les autorités ont rétabli des contraintes sanitaires relativement strictes, ce qui a pesé sur l'activité du premier trimestre. Cela dit, au mois de mai, l'indice mensuel d'activité publié par la banque centrale (corrige des variations saisonnières) se situait quasiment au niveau de décembre 2019, et le taux d'emploi était remonté à 51% (après avoir chuté à 45% en juillet 2020, la moyenne de long terme se situe autour de 58%).

Les perspectives à court terme sont plutôt favorables : d'un point de vue sanitaire tout d'abord, bien qu'atteignant un niveau encore élevé, le nombre de nouveaux cas de Covid-19, le taux d'incidence et le taux d'occupation des lits de réanimation diminuent continûment depuis la mi-juin. Dans le même temps, la campagne de vaccination se poursuit avec succès. À la fin du mois de juin, le gouvernement avait dépassé les objectifs qu'il s'était fixés au mois de janvier : plus de 85% des 50 ans et plus, et 53% des 18-50 ans, avaient reçu deux doses. À la même date, 74% des 18-50 ans avaient reçu au moins une dose, et la campagne de vaccination des 12-17 ans doit débuter au mois de juillet. Dans ce contexte, et sous réserve de l'évolution de la pandémie dans les pays limitrophes, les contraintes sanitaires devraient être progressivement levées au cours du troisième trimestre.

SOUTIEN MASSIF DES AUTORITÉS

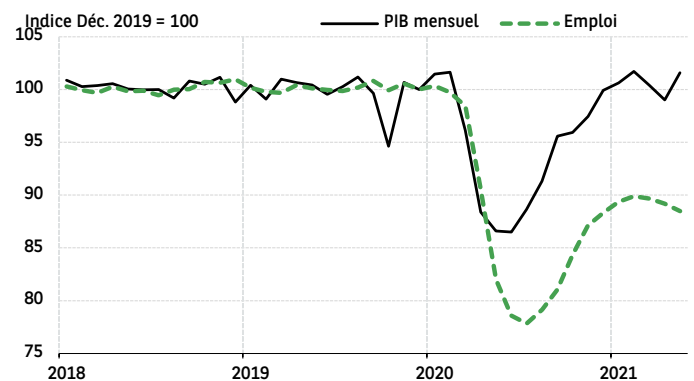
En outre, comme cela avait été le cas dès le début 2020, le gouvernement et la banque centrale continuent de soutenir massivement l'économie. Le plan de relance gouvernemental, mis en place à partir de mars 2020 et devant s'étaler sur plusieurs années, a été complété par de nouvelles mesures, annoncées au mois de mars 2021 (afin de limiter l'effet du rétablissement des contraintes sanitaires sur la demande intérieure). Le montant cumulé des mesures s'élève à 13% du PIB et vise à augmenter les dépenses de santé, les subventions destinées

	PRÉVISIONS			
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	1.1	-5.8	7.5	3.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.8	3.0	3.8	3.3
Solde budgétaire, % du PIB	-2.8	-7.4	-4.7	-3.0
Dette publique, % du PIB	28.1	32.0	38.0	38.0
Balance courante, % du PIB	-3.6	1.3	-1.0	-4.0
Dette externe, % du PIB	70.0	81.1	72.0	72.6
Réserves de change, mds USD	40.6	38.5	51.3	54.1
Réserves de change, en mois d'imports	4.8	5.5	5.3	4.8

TABLEAU 1

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

INDICATEURS DE PIB ET D'EMPLOI MENSUELS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

aux ménages les plus pauvres et les allocations chômage, soutenir les ménages les plus vulnérables, différer la collecte de plusieurs impôts. Des mesures de soutien à destination des PME, via la banque publique Banco Estado, et un système de garantie des crédits pour les entreprises et les ménages, via le fonds public de garantie FOGAPE, ont également été mis en place. Enfin, un plan d'investissement public pluri-annuel a été instauré.

Dans le même temps, la banque centrale a abaissé son taux directeur de 125 points de base en trois mois (il est depuis avril 2020 resté au taux minimum de 0,5%) et soutenu la liquidité et le crédit, particulièrement à destination des ménages et des PME.

Enfin, l'autorisation a été donnée à un grand nombre de salariés de puiser dans leur épargne retraite, à trois reprises depuis le mois de juillet 2020 (en juillet et décembre 2020, puis en avril 2021). D'après les estimations du FMI, en avril 2021, les retraits représentaient un montant équivalant à 15% du PIB, compensant en partie les pertes de revenus liées à la pandémie.

Par ailleurs, depuis mai 2020, le Chili bénéficie d'une facilité de financement auprès du FMI (ligne de crédit flexible) d'un montant de USD 24 mds (soit environ 2/3 du montant des réserves de change au moment de l'obtention de la ligne de crédit), pour une durée de deux ans. Destinée à rassurer les investisseurs financiers et prévenir les crises, cette facilité est réservée aux pays dont les fondamentaux économiques sont estimés « très solides » par le FMI. Seuls le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et la Pologne en bénéficient pour l'instant. Le FMI a renouvelé son soutien en mai 2021, estimant les fondamentaux économiques du pays toujours solides (vulnérabilité externe modérée, et dégradation des finances publiques induite par les plans de soutien à l'économie soutenable à court terme).

La banque centrale s'est également engagée en janvier 2021 à augmenter graduellement le niveau des réserves de change de USD 12 mds sur 15 mois. En mai 2021, leur montant atteignait près de USD 48 mds.

LE CLIMAT POLITIQUE RESTE TENDU

Contrairement à la situation économique, la situation politique et sociale s'est détériorée. En particulier, la crise politique en cours depuis octobre 2019 n'est pas terminée.

La mécontentement populaire - face à la montée des inégalités, à l'accès à l'éducation et aux soins et à la réforme du système de retraites - a donné lieu à des manifestations spontanées à l'automne 2019. En réponse, le gouvernement a proposé plusieurs vagues de réformes et un nouveau pacte social avec l'adoption d'une nouvelle constitution.

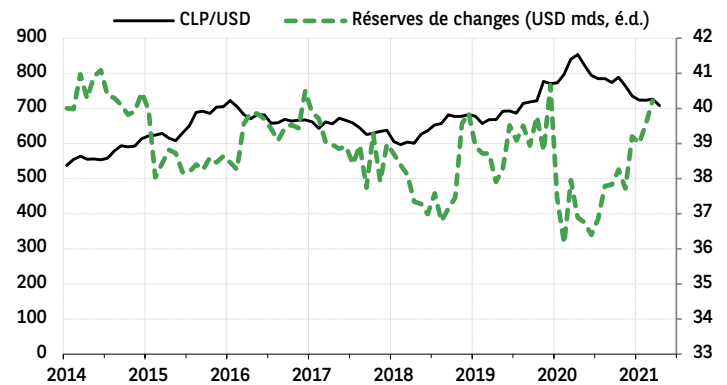
La consultation publique tenue en octobre 2020 a permis à une large majorité de Chiliens de confirmer qu'ils souhaitaient abandonner l'actuelle constitution (datant de 1980 alors qu'Augusto Pinochet était au pouvoir). Le nouveau texte doit être rédigé par une assemblée constituante entièrement composée de citoyens nouvellement élus (et non de membres de l'actuel Congrès).

L'assemblée constituante, élue en mai 2021, est très divisée : aucun parti ne dispose seul du nombre de voix nécessaire pour imposer des amendements, ce qui suppose de nombreuses coalitions et discussions durant le processus de rédaction (prévu pour durer jusqu'à la fin de l'année 2022) de la nouvelle constitution.

En outre, les partis indépendants, de gauche et d'extrême gauche ont remporté plus de sièges qu'attendu, au détriment des partis proches du gouvernement (centre-droit et droite). Cela reflète une fois encore l'aspiration populaire à de profondes réformes sociales, et le rejet du parti gouvernemental aussi bien que le manque de confiance dans la classe politique établie. Enfin, à ces discussions se mêlent les débats relatifs aux élections qui doivent se tenir en novembre prochain (élection présidentielle, parlementaire et régionale ; deuxième tour de l'élection présidentielle en décembre).

Le climat politique tendu et les discussions relatives au contenu de la nouvelle constitution (notamment en termes de droits sociaux, éducation, santé, retraite...) auront un effet sur les finances publiques du pays, ce qui pourrait inquiéter les investisseurs nationaux et étrangers.

RÉSERVES EN DEVISES ET TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Par ailleurs, les réformes qui ont permis aux salariés de puiser dans leur épargne retraite ont été perçues négativement par les investisseurs, d'une part, parce qu'elles vont à l'encontre des pratiques usuelles du pays, et, d'autre part, parce que ces retraits auront une incidence sur l'équilibre des régimes de retraite à moyen-long terme. En effet, les retraits ont certes en partie compensé la perte de revenu en 2020, mais ils ont aussi diminué les taux de remplacement pour de nombreux salariés (c'est à dire le pourcentage du revenu d'activité perçu par un salarié lorsqu'il fait valoir ses droits à la retraite). D'après les estimations du FMI, environ 25% des cotisants avaient mobilisé la totalité de leur épargne retraite après les deux premières vagues de retraits.

Au total, une plus forte instabilité politique et la perspective d'une détérioration des finances publiques pourraient peser sur les perspectives d'investissement et de croissance à moyen terme. Par ailleurs, le Chili souffre de faiblesses structurelles (dépendance aux matières premières, baisse de productivité dans le secteur minier). En avril 2021, le FMI a baissé sa prévision de croissance à cinq ans à 2,5%, alors que celle-ci était à 3,2% en octobre 2019.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

ARABIE SAOUDITE

21

TRANSITION ÉCONOMIQUE DIFFICILE

L'économie saoudienne a été doublement pénalisée en 2020 : les conséquences de la pandémie de Covid-19 ont amplifié l'impact récessif de la chute des prix et de la production de pétrole. En plus de l'effet conjoncturel, ces deux chocs exogènes ont des conséquences défavorables sur le processus de réforme, et notamment sur le dynamisme du secteur privé. La reprise attendue en 2021 sera timide, en raison du nouveau ralentissement de l'activité pétrolière. Les déficits budgétaires devraient perdurer à moyen terme, entraînant une hausse de la dette du gouvernement. Les déséquilibres macroéconomiques restent modérés, mais la dépendance persistante au pétrole dans un contexte de transition économique reste une source de vulnérabilité importante.

DOUBLE CHOC SUR L'ÉCONOMIE EN 2020

En 2020, l'économie saoudienne a été affectée par la chute des prix du pétrole et par les restrictions liées à la pandémie. De plus, la baisse des revenus pétroliers a obligé les autorités à prendre des mesures qui ont eu tendance à accentuer le ralentissement économique. Ainsi, le triplement du taux de TVA de 5% à 15% et la réduction de certains transferts ont permis de partiellement compenser la baisse des revenus pétroliers, mais ont aussi affecté la consommation des ménages, qui représente 55% du PIB. En 2020, la consommation privée s'est repliée de 6,4%. L'investissement, qui représente environ un quart du PIB, a chuté de 14% en raison du déclin des investissements publics et du niveau cycliquement bas des dépenses en capital de l'industrie pétrolière. Enfin, le volume des exportations a baissé de 11%, soit la plus forte baisse depuis plus de vingt ans, en lien avec la réduction des ventes d'hydrocarbures. En termes nets, cette baisse des exportations a été compensée par l'effondrement des importations de plus de 25% dans un contexte de baisse de la demande interne.

D'un point de vue sectoriel, la politique de quota établie par les producteurs OPEP+ (membres de l'OPEP et Russie), ainsi que la tendance de l'Arabie saoudite à aller au-delà de la baisse de production qui lui est imposée ont fait chuter le PIB pétrolier (environ 40% du PIB) de 6,7% sur l'ensemble de l'année 2020. La production de pétrole brut a baissé de 6% en 2020, pour atteindre 9,2 millions de barils par jour (mb/j) en moyenne. De son côté, le PIB non pétrolier s'est contracté de 2,3%. Au total, le PIB s'est contracté de 4,1%.

UNE MAUVAISE CONJONCTURE POUR LES RÉFORMES

Ce double choc - prix du pétrole et pandémie - affecte d'une manière particulière l'économie saoudienne dans la mesure où le royaume s'est engagé dans un ambitieux plan de développement et de diversification économique. Ce plan doit réunir deux conditions : il demande d'importants moyens financiers et requiert le développement du secteur privé hors hydrocarbures pour permettre la création d'emplois pour les Saoudiens. Le Fonds d'investissement public (PIF) assure le financement du plan, et notamment de grands programmes d'infrastructures en l'absence d'investissements étrangers significatifs (depuis 2016 les investissements directs étrangers entrants n'ont représenté que 0,7% du PIB en moyenne). Le recours à un endettement mesuré ainsi que des recettes de privatisation doivent garantir le financement du PIF, du moins à court terme. Concernant la seconde condition, l'incertitude liée à la pandémie a renforcé la prudence des agents économiques. Déjà, depuis 2016 et la baisse durable des revenus pétroliers, le secteur privé a fonctionné au ralenti. Sa croissance n'a été en moyenne que de 0,8% de 2016 à 2020, contre 5,9% sur la période 2011-2015. La capacité du secteur privé à se développer reste donc

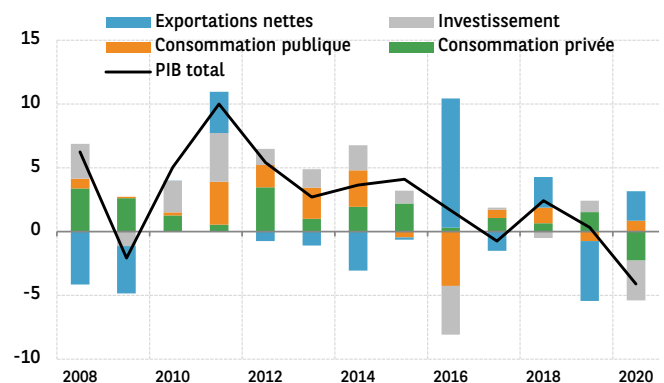
	PRÉVISIONS			
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	0.3	-4.1	2.3	4.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	-1.2	3.4	2.9	2.7
Solde budgétaire, % du PIB	-4.5	-11.2	-3.1	-2.5
Dette du gouv. central, % du PIB	23	32	32	35
Balance courante, % du PIB	4.8	-2.1	2.4	1.9
Dette externe, % du PIB	23	30	30	32
Réserves de change, mds USD	500	454	452	446
Réserves de change, en mois d'imports	27	30	29	28

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DU PLAN, BNP PARIBAS

étroitement liée à la conjoncture pétrolière, et l'incertitude créée par la pandémie constitue un frein supplémentaire.

Parallèlement, l'horizon de moyen et long terme des grands producteurs de pétrole devient plus incertain étant donné la volonté partagée au niveau mondial de progresser dans la décarbonisation des activités économiques. Dans un tel contexte, les autorités saoudiennes privilégient une approche dirigiste de la réforme avec de très importants investissements en infrastructures (villes nouvelles, transports, etc.), et une accélération des mesures de « saoudisation » du marché du travail.

TIMIDE REPRISE ATTENDUE EN 2021

En T1 2021, le PIB s'est replié de 3% en rythme annuel en raison notamment de la baisse de la production de pétrole. Sur l'ensemble de l'année, le PIB pétrolier devrait encore une fois s'inscrire en repli d'environ 1%. En effet, au cours du premier trimestre, l'Arabie saoudite a volontairement réduit sa production pétrolière de 1 mb/j au-delà de la réduction prévue par l'accord OPEP+. Le quota saoudien de production a augmenté à partir du deuxième trimestre et devrait continuer sa progression au cours de l'année. La production de pétrole brut devrait atteindre environ 9 mb/j en moyenne en 2021. Ce scénario reste dépendant de la solidité de la cohésion des membres du cartel, de l'évolution d'une demande mondiale vulnérable à la résurgence pandémique et de la relative stabilité de la production de pétrole des producteurs hors accord OPEP+.

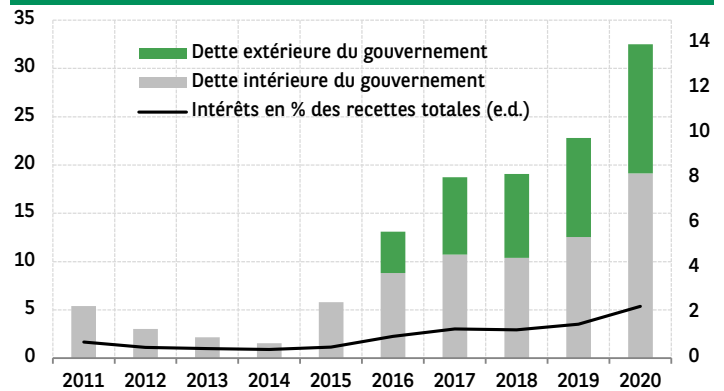
Concernant l'activité hors hydrocarbure, les perspectives sont positives (+4,7% prévu en 2021) mais il convient de rester prudent. Les indicateurs avancés d'activité (production de ciment, ouverture de lettres de crédit et retrait d'argent liquide) évoluent positivement depuis le début de l'année, mais sont très volatils. La consommation des ménages a progressé de 1,3% en rythme annuel au premier trimestre et devrait bénéficier d'un effet de base important en T2. Les indicateurs journaliers de mobilité sont revenus à un niveau supérieur à la période pré-pandémique depuis environ un mois. Néanmoins, l'évolution actuelle de la pandémie incite à la prudence. On estime que moins de 30% de la population totale a été complètement vacciné. Par ailleurs, une seconde vague de contamination est en cours (le nombre de nouvelles infections est actuellement équivalent à 30% du niveau enregistré lors du maximum de juin 2020). Pour le moment, l'essentiel des restrictions liées à la pandémie sont levées, mais dans ce contexte, la reprise de la consommation des ménages demeure incertaine.

La hausse significative des prix du pétrole attendue cette année devrait être favorable à la dépense publique, notamment l'investissement, et alimenter la croissance du PIB hors pétrole. Le PIF a établi un plan d'investissement jusqu'en 2025 prévoyant d'investir SR 150 mds (équivalent à 5,7% du PIB 2020) annuellement dans l'économie saoudienne. En 2021, la croissance du PIB devrait atteindre 2,3%.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE PERSISTANT

Avec la chute des prix du pétrole et la nécessité de soutenir l'activité (équivalent à environ 2,7% du PIB), le déficit budgétaire enregistré en 2020 a été très élevé (-11,2% du PIB). Les revenus issus des taxes sur les biens et services (environ 18% des revenus budgétaires totaux) ont bénéficié de la hausse du taux de TVA, mais ne permettent pas de compenser la baisse du revenu issu du pétrole (-31% a/a) qui reste le déterminant principal des performances budgétaires (environ 60% des revenus totaux). Le gouvernement a annoncé une réduction des dépenses en 2021 d'environ 6%. La baisse des dépenses d'investissement est rendue possible par le transfert d'une partie de ces dépenses au PIF, mais nous restons prudents quant à la baisse des dépenses courantes dans un contexte de hausse des prix à la consommation (+2,9% prévu en 2021) et de possible persistance de la pandémie. Même avec un prix du baril de pétrole attendu en forte hausse, le prix qui équilibre le budget (ou point mort budgétaire) devrait rester supérieur à celui du marché. Le déficit budgétaire devrait atteindre 3,1% du PIB en 2021. À moyen terme, les limites de la diversification des revenus budgétaires et la hausse des dépenses favoriseront le maintien du point mort budgétaire dans un intervalle de 65 à 70 dollar US par baril, ce qui devrait maintenir un déficit public modéré.

DETTE DU GOUVERNEMENT (% DU PIB)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

HAUSSE MODÉRÉE DE LA DETTE DU GOUVERNEMENT

Étant donné la récurrence de déficits budgétaires élevés depuis 2015 (10,6% du PIB en moyenne), la dette du gouvernement a rapidement augmenté, mais reste à un niveau modéré (32% du PIB à fin 2020). Actuellement, environ 40% du déficit budgétaire est financé sur les ressources du gouvernement détenues à la banque centrale. Celles-ci sont actuellement équivalentes à environ 18% du PIB. Le reste du déficit est financé par des émissions de dette sur les marchés internationaux (environ 15% du déficit budgétaire) et sur le marché intérieur. Sur ce dernier, le gouvernement émet des sukuk (titres de dettes conformes à la loi islamique) sur des maturités longues allant jusqu'à trente ans. La part du déficit financé par l'émission de dette devrait continuer de croître étant donné le niveau limité des réserves du gouvernement auprès de la banque centrale, le coût réduit de l'endettement et la volonté de développer le marché intérieur de la dette. Selon notre scénario central, la dette du gouvernement devrait atteindre 35% du PIB en 2023.

Les risques macroéconomiques restent modérés à moyen terme, mais les finances publiques sont soumises à certaines pressions. La position nette du gouvernement se dégrade modérément mais de façon constante depuis 2015. La volonté mondiale de lutter contre le réchauffement climatique pèse sur les perspectives pétrolières et la mise en place de réformes économiques accroît le besoin de financement et maintient la dépendance aux revenus pétroliers à court terme.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Pascal DEVAUX

pascal.deviaux@bnpparibas.com

NIGÉRIA

23

L'ÉCONOMIE RÉSISTE MAIS PEINE À REDÉMARRER

Après la chute de 1,9% de son PIB, le Nigéria ne devrait connaître qu'une reprise modeste en 2021 en raison de la persistance d'importants déséquilibres macroéconomiques. Malgré des premiers signes de stabilisation, l'inflation demeure très élevée, et les multiples ajustements du naira n'ont toujours pas permis de corriger les dysfonctionnements sur le marché des changes. Si la remontée des cours du pétrole devrait alléger quelque peu les tensions sur la liquidité extérieure, il en faudra sans doute plus pour restaurer la confiance des investisseurs. En l'absence de réformes et sans réelle marge de manœuvre budgétaire, l'économie restera vulnérable à des chocs exogènes.

Le Nigéria n'a pas échappé à la récession l'année dernière (-1,8%) mais celle-ci s'est révélée moins sévère qu'anticipée. Outre les mesures de restriction mises en place pour lutter contre la pandémie, le pays a dû faire face à des sorties massives de capitaux et à la chute des revenus pétroliers. Depuis le T4 2020, l'activité s'est redressée après deux trimestres de contraction. Pour autant, la dynamique reste fragile. Le PIB n'a en effet progressé que de 0,5% en glissement annuel au T1 2021 en dépit de la bonne tenue du secteur agricole et d'un rebond de la production pétrolière (condensats inclus) à 1,72 million de barils par jour en moyenne contre 1,56 million au trimestre précédent. Hors-agriculture et secteur pétrolier, la croissance a ainsi décéléré à 0,3% contre 1% au T4 2020 en raison d'une rechute du secteur des services (-0,4%) due à une recrudescence de l'épidémie. Un rebond de l'activité est attendu à partir du T2 grâce au reflux de la seconde vague de Covid-19 et à la hausse des cours du pétrole, mais il sera limité. Avec un taux de chômage qui atteint désormais 33% et un PIB par habitant (en PPA) revenu à son niveau de 2017, la consommation des ménages aura en effet du mal à repartir. D'autant que la campagne de vaccination est lente (seulement 1% de la population a reçu une première dose) et que l'inflation atteint des sommets. La persistance de tensions sur le change et la liquidité extérieure ainsi que les faibles marges de manœuvre budgétaires sont également des contraintes fortes.

INFLATION ET TAUX DE CHANGE : PROBLÈMES NON RÉSO-
LUS

Le pilotage de la politique monétaire continue de soulever de nombreuses questions. Alors que l'inflation n'a cessé de croître depuis la mi-2019, la Banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur (graphique 1). Celui-ci avait été baissé de 200 points de base en 2020 à 11,5% pour soutenir l'économie au plus fort de la crise. L'atonie de la croissance ne plaide pas pour un resserrement prématuré. En outre, l'inflation a commencé à montrer des signes de stabilisation depuis deux mois grâce au ralentissement des prix alimentaires (51,8% de l'indice). Néanmoins, elle reste très élevée à 17,9% en mai et l'inflation sous-jacente progresse encore (+13,7%). Si une partie du choc actuel sur les prix résulte de facteurs exogènes dont les effets commencent à s'estomper (contraintes d'offre alimentaire essentiellement, dévaluation du naira), l'absence de mandat clair sur les objectifs de la Banque centrale et la monétisation récurrente du déficit budgétaire contribuent aussi à alimenter les tensions inflationnistes.

La recherche de la stabilité du taux de change génère également d'importantes distorsions monétaires. Face à la chute des exportations pétrolières, les autorités ont cherché à protéger les réserves de change en rationnant l'accès à la devise et en ajustant le cours officiel du naira par deux fois en 2020 avant de le fusionner en mai 2021 avec

PRÉVISIONS

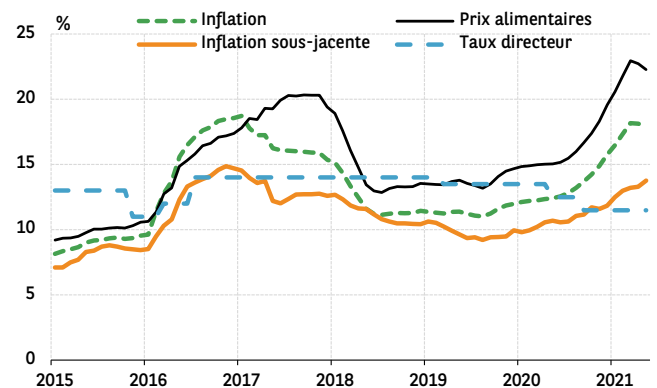
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	2.3	-1.9	2.4	2.3
Inflation, IPC, var. annuelle, %	11.5	13.2	16.8	12.4
Solde budgétaire, % du PIB	-4.8	-6.1	-4.0	-4.4
Dette des adm. publiques, % du PIB	25.0	29.4	29.6	30.8
Balance courante, % du PIB	-3.6	-4.0	-1.8	-1.7
Dette externe, % du PIB	11.5	12.7	13.2	13.6
Réserves de change, mds USD	38.3	36.7	38.2	39.5
Réserves de change, en mois d'imports	4.6	6.1	5.7	5.7

E ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

le taux NAFEX (graphique 2). Celui-ci est utilisé pour la majorité des transactions commerciales et financières. Censé refléter l'équilibre des forces du marché, il reste néanmoins contrôlé par la Banque centrale. Désormais, le naira est coté à 410 NGN/USD contre 306 NGN/USD début 2020, soit une dévaluation de 25%. L'unification des deux taux constitue une avancée, bien que symbolique, dans la réforme du régime de change. Néanmoins, cela reste insuffisant. L'écart avec le taux parallèle continue de se creuser. La prime dépasse actuellement les 20%, reflet de la forte demande excédentaire de dollars alimentée notamment par des anticipations de dévaluation. Un nouvel ajustement du cours de la monnaie semble inévitable. En revanche, une flexibilisation accrue du régime de change est peu probable malgré l'insistance



du FMI ou de la Banque mondiale. Cette dernière en aurait fait un prérequis pour débloquer un prêt de USD 1,5 md. Mais les autorités monétaires continuent de s'y opposer car elles considèrent que cela renforcerait la dynamique inflationniste. Ce point est discutable dans la mesure où des pans entiers de l'économie se sont déjà tournés vers le marché parallèle pour obtenir des devises fortes. De fait, la baisse de 16% des importations de biens a été relativement contenue en 2020 comparativement au précédent choc pétrolier. Elles avaient presque chuté de moitié entre 2014 et 2017.

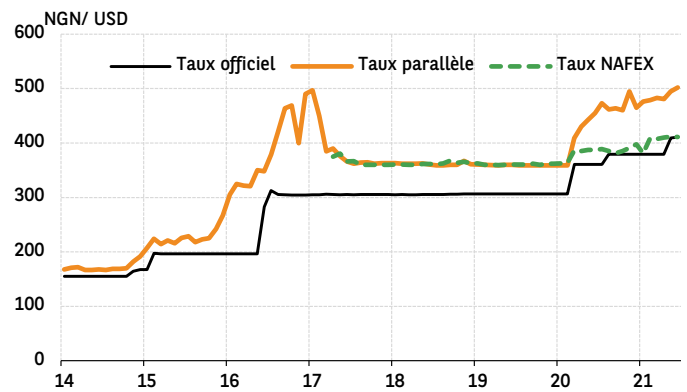
DYNAMIQUE FRAGILE DES COMPTES EXTÉRIEURS

La pression sur la liquidité extérieure devrait s'alléger mais ne pas disparaître. Selon les premières estimations de la Banque centrale, le déficit courant s'est sensiblement réduit au T1 2021 à USD 1,7 md contre USD 5,2 mds au trimestre précédent grâce essentiellement au rebond des transferts de la diaspora nigériane (deux tiers des recettes courantes non pétrolières, ce niveau reste néanmoins un quart inférieur à celui d'avant crise), et aux restrictions sur les voyages (plus d'un quart des dépenses courantes). En outre, l'économie nigériane a peu profité du rebond des cours du pétrole jusqu'à présent. Les exportations ont même baissé de 8,6% sur le trimestre en raison d'un effet de volume défavorable. Sous réserve que l'Inde (principal débouché du pétrole nigérien) ne retombe pas durablement dans la récession, la dynamique devrait donc s'améliorer dans les mois à venir sans pour autant permettre un rééquilibrage complet des comptes externes. Attendu à 1,8% du PIB en 2021, le déficit courant resterait ainsi élevé, mais en forte baisse par rapport à 2020 (4% du PIB).

L'horizon financier devrait aussi quelque peu se dégager. Les autorités s'apprêtent à émettre au moins USD 3 mds sur les marchés financiers internationaux. Avec un endettement extérieur du gouvernement de seulement 8% du PIB et des conditions financières qui se sont nettement détendues ces derniers mois, l'émission devrait être bien accueillie. Par ailleurs, l'allocation générale de DTS de la part du FMI pourrait également apporter au Nigéria entre USD 2,5 mds et USD 3 mds.

Au total, les réserves de change pourraient atteindre USD 38 mds à la fin de l'année, soit l'équivalent de 5,7 mois d'importations de biens et services. Si le niveau de liquidité extérieure peut donc apparaître confortable, une normalisation de la situation sur le marché des changes est encore loin d'être acquise. Les autorités monétaires devront déjà apurer un important stock de demandes de devises non satisfaites en 2020 (USD 2 mds pour les investisseurs non-résidents). La conjoncture actuelle y semble propice. Mais rien ne dit que ce sera suffisant pour restaurer l'attractivité de la place nigériane compte tenu des incertitudes sur l'évolution du régime de change. Or, le stock d'investissements de portefeuille demeure important malgré les sorties massives de capitaux au T1 2020. Fin 2020, il atteignait USD 27 mds (73% des réserves de change), dont plus de USD 11 mds de dette de court terme émise en monnaie locale. Comme, par ailleurs, le niveau des investissements directs étrangers est structurellement bas (USD 2 mds en moyenne sur les cinq dernières années), le Nigéria reste donc vulnérable financièrement, tant en termes de stock que de flux. Surtout, l'économie n'est pas à l'abri de corrections sur les prix du pétrole (plus de 90% du total des exportations).

MULTIPLE TAUX DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BLOOMBERG, ABOKIFX

PERSPECTIVES : RISQUE DE STAGNATION

Le faible niveau des revenus du gouvernement est une autre contrainte. En 2020, ces derniers se sont contractés de presque deux points de PIB en raison du retournement des cours du pétrole et du choc économique, pour atteindre seulement 6% du PIB. Malgré un plan de soutien budgétaire limité en 2020 (0,3% du PIB), le déficit a atteint 6% du PIB. Il est encore attendu à 4% au moins cette année en dépit de la hausse attendue des recettes pétrolières. En effet, les dépenses sont rigides et la fragilité du contexte socio-économique pousse les autorités à prendre des mesures coûteuses comme l'atteste la réintroduction des subventions pétrolières (environ 0,5 point de PIB). L'accumulation de déficits budgétaires ces dernières années est aussi allée de pair avec une croissance rapide de la dette et donc des charges d'intérêt. Ces derniers devraient absorber plus d'1/4 des ressources budgétaires en 2021 contre moins de 10% en 2014. Pour autant, la soutenabilité de la dette n'est pas en question puisqu'elle demeure encore à un niveau modéré (30% du PIB).

Au final, le rebond de l'activité serait très modeste en 2021 à 2,4% et la croissance resterait contrainte à 2-2,5% à partir de 2022. La progression du PIB demeurerait ainsi inférieure à celle de la population, ce qui est le cas depuis 2015. Une accélération des réformes est donc indispensable. Point positif, l'adoption du projet de loi sur l'industrie pétrolière n'a jamais paru aussi proche. Néanmoins, il est difficile, à ce stade, d'en déterminer son impact compte tenu des problèmes persistants de sécurité. En outre, cela ne règlera pas les problèmes de diversification de l'économie dont le développement est entravé par de multiples contraintes structurelles (infrastructures déficientes) et un cadre macroéconomique peu propice à l'investissement (inflation élevée, dysfonctionnement sur le marché des changes).

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Stéphane ALBY

stephane.alby@bnpparibas.com



AFRIQUE DU SUD

25

SAUVÉE PAR LES MATIÈRES PREMIÈRES

Déjà fragilisée par plusieurs années de faible croissance et de tensions sociales et politiques, l'Afrique du Sud a été durement affectée par la crise du Covid-19. Le PIB a chuté de 7% en 2020 et les finances publiques se sont fortement dégradées. Toutefois, le pays a également bénéficié d'une amélioration sensible de ses comptes extérieurs, et le boom des recettes d'exportation depuis un an a aidé au rebond de l'activité et des recettes fiscales. Cette meilleure performance macroéconomique a rassuré les investisseurs et facilité la couverture des besoins de financement du gouvernement. Les défis à moyen terme restent néanmoins intacts : de vastes et difficiles réformes demeurent indispensables pour élever le potentiel de croissance et assurer la soutenabilité de la dette publique.

Après plusieurs années de croissance atone et de détérioration progressive des comptes publics, la pandémie de Covid-19 a plongé l'Afrique du Sud dans une grave crise économique et budgétaire. Le PIB réel a accusé une forte contraction en 2020 et la solvabilité de l'État s'est considérablement dégradée en raison de la hausse rapide des déséquilibres budgétaires et de la dette publique. Toutefois, la performance macroéconomique du pays a été meilleure que prévu au cours de l'année passée, principalement grâce à une importante amélioration des termes de l'échange. Les bonnes recettes d'exportation ont aidé au rebond des rentrées fiscales depuis le T3 2020. L'excédent courant a permis de renforcer le rand sud-africain et la liquidité extérieure, et contribué à l'amélioration des conditions de financement du gouvernement. Par ailleurs, le président Ramaphosa a consolidé son autorité au sein de son parti l'ANC au cours des derniers mois, ce qui tend à renforcer les perspectives de réformes structurelles et la confiance des marchés financiers.

À court terme, la dynamique favorable des comptes externes contribue à la réduction du risque de refinancement de l'État et allège les pressions sur la monnaie. À moyen terme, cependant, les défis demeurent inchangés : l'Afrique du Sud doit absolument élever son potentiel de croissance économique, seul à même de contenir les risques sociopolitiques et d'améliorer la dynamique de dette publique.

LES EXPORTATIONS, MOTEUR DU REBOND POST COVID-19

Le PIB réel s'est contracté de 7% en 2020, après plusieurs années de croissance très faible (+0,8% par an en moyenne en 2015-2019). L'activité, qui s'est effondrée au T2 2020 (-16,6% t/t) du fait du confinement, a rebondi depuis la mi-2020 (+13,7% t/t au T3 ; +1,4% t/t au T4 et +1,1% au T1 2021), portée par les mesures de soutien monétaires et budgétaires, l'envolée des recettes d'exportation et le redressement de la production minière. En revanche, l'activité dans le bâtiment et de nombreux secteurs des services, qui reposent sur la demande intérieure, sont restés déprimés. Après une chute en avril-mai 2020, les recettes d'exportation ont vigoureusement rebondi, grâce à l'amélioration des volumes et surtout à la flambée des prix des matières premières. En 2020, les métaux précieux et les produits miniers ont représenté 46% des exportations totales de l'Afrique du Sud. Les excédents commerciaux ont dépassé USD 3,5 mds par mois depuis mars 2021 (contre USD 150 millions par mois en 2019) et le solde courant trimestriel est excédentaire depuis le T3 2020. À très court terme, les exportations devraient rester dynamiques.

REDRESSEMENT PLUS DIFFICILE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

Aidée par les mesures de soutien des autorités, la consommation privée s'est redressée plus rapidement que l'investissement à la suite du choc du Covid-19. Elle a chuté de 5,4% en termes réels sur l'ensemble de

PRÉVISIONS

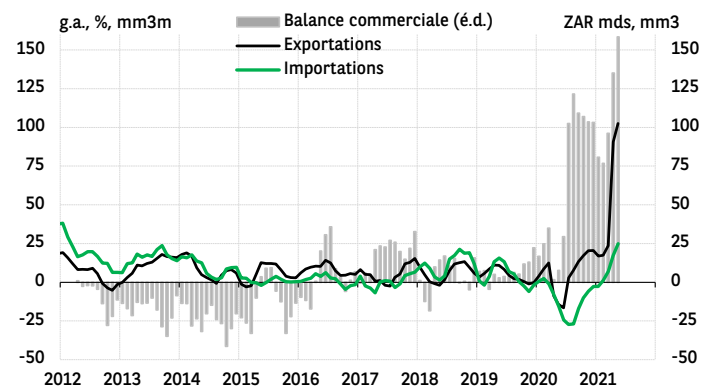
	2019	2020	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	0.2	-7.0	4.7	2.1
Inflation moyenne (IPC, %)	4.1	3.3	4.5	4.2
Solde budgétaire / PIB (%) 1	-6.7	-11.0	-9.2	-8.0
Dette du gouvernement / PIB (%) 1	63.4	78.8	80.9	84.5
Solde courant / PIB (%)	-3.0	2.2	1.6	-1.7
Dette extérieure / PIB (%)	52.8	56.4	46.0	43.9
Réserves de change, mds USD	48.9	47.4	52.0	48.3
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	7.3	7.1	5.7

(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

BOOM DES RECETTES D'EXPORTATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : SARS

l'année 2020. Cependant, son redressement devrait rester difficile. Premièrement, le pays fait face à une troisième vague de contaminations depuis le mois de mai. Devant l'augmentation rapide du nombre de cas, le président Ramaphosa a annoncé de nouvelles restrictions, ramenant le pays à un confinement de « niveau 4 ajusté » pour une période d'au moins deux semaines à compter du 28 juin. Ces mesures vont probablement interrompre le mouvement de reprise économique, au moins temporairement. Les prévisions resteront incertaines en attendant une accélération de la campagne de vaccination – à la fin juin, 5% seulement de la population avait reçu une dose de vaccin, contre 1,6% à la fin mai.



En outre, la consommation privée devrait pâtir de la forte détérioration enregistrée l'an dernier sur le marché du travail. À la fin du T1 2021, l'emploi total était toujours inférieur de 9% à son niveau de la fin du T4 2019 et le taux de chômage ressortait à 32,6%.

De leur côté, les entreprises ont coupé dans leurs investissements. L'investissement total s'est effondré de 17% en termes réels en 2020, après plusieurs années de déclin progressif, atteignant un plus bas record de 12,4% du PIB nominal. Bon nombre d'entreprises restent fragiles et prudentes, et attendent des avancées en matière de réformes structurelles. De manière plus générale, les freins structurels à la croissance économique (infrastructures d'énergie et de transport déficientes, corruption et faiblesse du capital humain, etc.) continueront de pénaliser l'activité. En particulier, des coupures d'électricité sont attendues au moins jusqu'à fin 2022, le temps que l'approvisionnement en énergie soit plus durablement sécurisé.

La politique monétaire devrait rester accommodante à très court terme, en dépit de l'accélération de l'inflation. La hausse des prix à la consommation est passée de 3,1% en g.a. en décembre 2020 à 5,2% en mai 2021, ce qui reste dans la fourchette cible de 3%-6% fixée par la banque centrale. Depuis juillet 2020, le taux directeur (repo) a été maintenu à 3,5% et le taux de référence bancaire sur les prêts est resté proche de 3,7% (taux réel). Cela a aidé à un léger rebond des prêts aux ménages au S1 2021. En revanche, les prêts aux entreprises se sont contractés. De ce fait, la croissance du crédit total au secteur privé est devenue négative depuis mars 2021 (s'établissant à -1,3% en g.a. en moyenne).

L'environnement de taux d'intérêt bas et les mesures de soutien et d'allègement du crédit devraient toutefois continuer à aider les entreprises et les ménages. Lorsque ces mesures seront levées, la qualité des actifs bancaires devrait se détériorer – le taux de créances douteuses a déjà augmenté de 3,9% fin 2019 à 5,2% fin 2020. Parmi les emprunteurs les plus fragiles figurent notamment les ménages (qui sont très endettés, à hauteur de 75 % du revenu disponible fin 2020) et les petites entreprises.

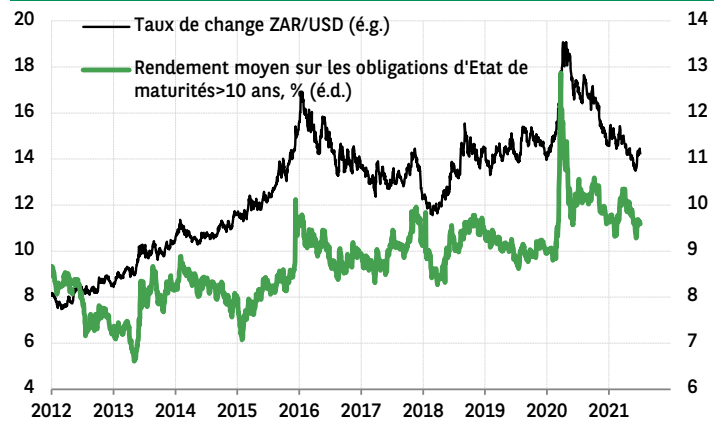
La politique budgétaire, malgré le maintien de certaines mesures de soutien, sera quant à elle moins favorable à la croissance en 2021 qu'en 2020 étant donné la nécessité de réduire les déficits.

FINANCES PUBLIQUES : INQUIÉTUDES À MOYEN TERME

Les finances publiques se sont très fortement dégradées en raison du choc du Covid-19, après déjà plusieurs années de détérioration. Le dérapage des finances publiques s'était aggravé en 2019, à cause du plan de sauvetage de l'entreprise publique d'électricité Eskom, et il s'est considérablement accéléré en 2020 du fait de la récession économique et de l'important plan de relance (représentant environ 10% du PIB). Le déficit du gouvernement central est passé de 6,7% du PIB sur l'année budgétaire 2019/20 à 11% en 2020/21 (un niveau plus faible que prévu), en raison de l'envolée du déficit primaire (6,4% du PIB) et des paiements d'intérêts (4,6%). La dette publique a grimpé à 79% du PIB en 2020/21, contre 63 % en 2019/20. Dans son dernier budget, publié en février 2021, le gouvernement semble déterminé à prendre des mesures d'assainissement budgétaire et a prévu de réduire progressivement le déficit à partir de 2021/22, grâce à une amélioration des recettes et à la maîtrise des dépenses.

À court terme, le risque de refinancement de l'État est faible, même si les rendements obligataires sur les marchés locaux sont élevés (se situant en moyenne à 9,8% pour les emprunts d'État à plus de dix ans au S1 2021 contre 9% au S2 2019). Le gouvernement a été en mesure de

APAISEMENT DES TENSIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : SARB

préfinancer une partie de ses besoins grâce à des déficits plus modérés que prévu au cours des derniers mois, en continuant ses émissions d'obligations en monnaie locale, profitant de l'amélioration des conditions de marché. En outre, les banques locales disposent d'une certaine marge pour accroître encore leurs achats de titres d'État ; leur exposition au secteur public (crédit et obligations d'État) représente 17% des actifs bancaires fin 2020. Elles pourront ainsi continuer de compenser l'impact de la réduction des achats des investisseurs étrangers, dont la part dans la dette publique en monnaie locale est passée de 37 % fin 2019 à 30% fin 2020 (mais est restée relativement stable depuis le T4 2020). Le gouvernement ne devrait pas avoir besoin, cette année, de recourir à des prêts multilatéraux comme en 2020.

À moyen terme, cependant, la dynamique de la dette publique constitue une préoccupation majeure. La dette publique va continuer à croître (d'après nos prévisions, elle devrait atteindre 87% du PIB à fin 2023/24), sous l'effet de déficits budgétaires importants (quoiqu'en baisse) et d'une faible croissance du PIB. L'État demeurera, de ce fait, particulièrement exposé aux évolutions du sentiment des investisseurs étrangers et les rendements des obligations locales resteront sous pression. Le risque de refinancement sera dès lors orienté à la hausse. Pour améliorer les perspectives en matière de dette publique, d'assainissement budgétaire et de croissance du PIB, les autorités devront contenir la hausse des salaires des fonctionnaires, poursuivre la restructuration des entreprises publiques et accélérer les réformes structurelles. Le contexte politique se prête peut-être aujourd'hui davantage à de tels changements. De nouvelles mesures ont d'ailleurs été prises récemment (comme par exemple des changements au sein de la direction des entreprises publiques, la poursuite de la transformation d'Eskom, ou des réformes dans le secteur de l'énergie). Cependant, la situation socio-économique s'est nettement dégradée avec la crise sanitaire, ce qui fera de la réduction des dépenses publiques un exercice particulièrement difficile. De plus, le contexte politique pourrait se détériorer de nouveau, par exemple au S2 2021 à l'approche des élections municipales.

Achévé de rédiger le 5 juillet 2021

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change