

ECO EMERGING

2^e trimestre 2020 (achevé de rédiger le 14 avril 2020)

Éditorial

Triple peine

Les pays émergents sont durement affectés par la pandémie même si, Chine mise à part, le décompte officiel des victimes est encore faible en comparaison avec les pays développés. La vague de récession/ralentissement n'en est qu'à son début et ses effets s'étendront probablement au-delà de 2020 car le choc réel (arrêt des activités à cause du confinement) se triple d'un choc financier et d'un choc sur les prix des matières premières...

p.2



Chine

p.3

Le pire est-il passé ?



Inde

p.5

Des moyens limités pour contrer l'épidémie



Brésil

p.7

Coup dur



Turquie

p.9

Parée pour l'atterrissage ?



Roumanie

p.11

Sur une ligne de crête



Indonésie

p.13

Un choc violent mais une économie solide



Philippines

p.15

L'économie stoppée dans son élan



Hong Kong

p.17

Le Covid-19 aggrave une récession déjà en cours



Égypte

p.19

Des capacités de résistance à court terme



E.A.U.

p.21

Vers une nouvelle crise à Dubaï ?



Maroc

p.23

Des fondamentaux solides face à la crise



Kenya

p.25

Une période économique difficile s'annonce

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

Eco
EMERGING



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Éditorial

Triple peine

Les pays émergents sont durement affectés par la pandémie même si, Chine mise à part, le décompte officiel des victimes est encore faible en comparaison avec les pays développés. La vague de récession/ralentissement n'en est qu'à son début et ses effets s'étendront probablement au-delà de 2020 car le choc réel (arrêt des activités à cause du confinement) se triple d'un choc financier et d'un choc sur les prix des matières premières. Les sorties de capitaux et le gel des marchés d'émission de dette internationale augmentent le risque de refinancement en dollar. Les filets de sécurité pour le traitement préventif des défauts se mettent en place, mais pour les pays les plus vulnérables, la solution passera probablement par un moratoire ou un allègement de dette.

■ Chocs multiples pour les pays émergents

La pandémie du Covid-19 frappe durement l'ensemble de la planète. D'après l'OCDE, sur un échantillon de près de 50 pays (développés et émergents), le choc d'offre généré par les confinements devrait se traduire par une perte d'activité de 15% au minimum (la médiane est à -25%) Un tel choc est inédit; même durant la récession mondiale de 2008-2009, entre le pic et le creux, aucun pays n'avait enregistré une baisse de PIB de plus de 5%. Certes, un rebond devrait intervenir après les périodes de confinement comme c'est d'ailleurs le cas en Chine en mars. Mais, contrairement à l'épisode de 2008-2009, les reprises seront moins synchronisées. L'Asie sera la première à se redresser, suivie des pays d'Europe centrale puis de l'Amérique latine. La croissance des principaux pays émergents serait de l'ordre de 1% cette année (0% hors Chine) après 4% en 2019. L'Amérique latine serait la plus touchée avec une récession d'au moins 2.5%.

Pour les pays émergents, au choc d'offre s'ajoute un choc financier; ainsi, les fonds d'investissement de portefeuille dédiés aux pays émergents ont connu des décollectes massives, également sans commune mesure avec les épisodes de stress financiers précédents. D'après les estimations de l'IIF, la baisse cumulée des investissements de portefeuille a atteint USD 95 milliards depuis le début de la pandémie contre -20 mds durant la crise de 2008-2009 et le Taper Tantrum. Au cours du mois de mars, il n'y a eu aucune émission de dette souveraine en devises.

Les pays producteurs de matières premières devraient être les plus pénalisés car l'appréciation du dollar ne compense pas la baisse des cours mondiaux. L'OPEP et la Russie sont parvenus à un accord de réduction de la production de près de 10% mais la baisse de la demande a déjà atteint 20% et les stocks sont au plus haut. Les prix vont donc durablement rester bas à court terme. A moyen terme, il est probable que la croissance du commerce mondial soit structurellement réduite (raccourcissement des chaînes de valeur, relocalisation), ce qui pèsera sur les cours de l'ensemble des matières premières.

Comme pour les pays développés, la réaction des gouvernements et des autorités monétaires a été rapide et multiforme. Les banques centrales ont tout de suite envoyé des signaux forts de soutien à la liquidité domestique (baisse des taux directeurs, des coefficients de réserve obligatoire, assouplissement des conditions de refinancement des banques). Ce soutien s'impose d'autant plus pour les pays émergents que l'assèchement de la liquidité

extérieure peut générer à elle-seule des tensions sur les taux d'intérêt domestiques.

Parallèlement, la plupart des gouvernements ont annoncé des plans de soutien à l'économie. Evidemment, les montants ne sont pas comparables car ils incluent à la fois les mesures fiscales et les dépenses effectives (qui vont donner lieu à une aggravation du déficit budgétaire) et la mise en place de lignes de financement ou de garanties (qui sont des dépenses/dettes potentielles). Il ne s'agit pas de plans de relance mais de mesures destinées à maintenir l'activité et pour une part conditionnelles (comme les prêts et garanties bancaires). Les effets multiplicateurs seront donc a priori faibles.

■ Vers un moratoire sur les tombées de dette souveraine ?

La fermeture du marché de la dette internationale fait craindre un risque de refinancement en dollar. Nombre de pays doivent faire face en 2020 à des tombées de dette internationale (dues par les Etats ou des entreprises), représentant au moins 20% des réserves de change: Bahreïn (47%), la Turquie (30%), le Ghana (27%), le Nigeria (23%), le Chili (22%), l'Ukraine (20%). Pour ces pays, le risque de défaut est faible a priori. Mais à l'exception du Chili et de la Turquie, ce sont des pays à structure économique fragile et donc susceptibles de connaître une récession prolongée. Ils feront donc l'objet d'une surveillance particulière de la part des investisseurs.

Les filets de sécurité pour le traitement préventif des défauts se mettent en place. Les lignes de swaps annoncées entre la Fed et les autres pays ne couvrent encore que quelques pays émergents, (Brésil, Corée du Sud, Mexique). Mais, le FMI a mis à disposition USD 100 milliards d'aide d'urgence accélérée, dont USD 10 mds sous forme de prêts à taux zéro pour les pays les plus vulnérables.

Autre option plus radicale: l'idée d'un moratoire sur les remboursements ou d'un allègement de dette. Le FMI va accorder, dans le cadre de son fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes, des dons permettant à 25 pays de couvrir leurs remboursements vis-à-vis du FMI. Cette initiative va s'amplifier, le FMI et de la banque mondiale ayant plaidé pour un allègement de la dette des 76 pays les plus pauvres. Le G20 devrait accorder un moratoire sur les prêts bilatéraux probablement jusqu'à la fin 2021. C'est un premier pas. Un moratoire permettrait d'affecter prioritairement les aides aux besoins sanitaires et éviterait que les agences ne mettent de l'huile sur le feu en abaissant les notations.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



Chine

Le pire est-il passé ?

La population et l'économie chinoises ont été les premières frappées par l'épidémie de coronavirus. L'activité s'est brutalement et fortement contractée pendant le mois de février, pour repartir ensuite très progressivement. Alors que la situation du côté de l'offre devrait se normaliser au T2, le choc de demande va se prolonger. Aux effets de la perte de revenus qu'entreprises et ménages viennent de subir vont s'ajouter ceux de l'effondrement de la demande mondiale. Les autorités ont encore des moyens d'intervention conséquents pour aider au redressement de l'économie. Les finances du gouvernement central ne sont pas menacées. En revanche, après le choc sur la croissance, la hausse attendue de l'endettement aggravera à nouveau les vulnérabilités du secteur financier.

Premier pays frappé par l'épidémie de coronavirus, la Chine a enregistré un très fort recul de son activité dès le début de la période de confinement, imposée à la population à partir du Nouvel An chinois fin janvier et jusqu'à fin mars-début avril (règles et dates variables selon les régions). Le choc a été brutal, se transmettant via plusieurs canaux : choc d'offre, choc sur la demande interne et les exportations, choc de revenus et choc de confiance. L'activité redémarre très progressivement, et les mesures de relance des autorités devraient aider au redressement de la croissance. D'importants risques baissiers persistent néanmoins. D'une part, la perte de revenus des entreprises, la dégradation du marché du travail et les inquiétudes quant à l'évolution de la pandémie vont peser sur la demande intérieure. D'autre part, le secteur exportateur va subir les répercussions de la crise sanitaire et économique qui s'étend dans le reste du monde. Nous attendons une contraction sans précédent du PIB au T1 2020 (-8% en glissement annuel), suivie d'une ré-accelération de la croissance à partir du T2. Nous venons de réviser une nouvelle fois à la baisse notre prévision de PIB pour l'année 2020.

■ Un choc sans précédent

Avec les mesures drastiques imposées par les autorités pour endiguer l'épidémie, la consommation de biens et services s'est effondrée (graphique 2). Les volumes de ventes au détail ont reculé de 23% en glissement annuel (g.a.) sur les deux premiers mois de l'année, avec notamment des ventes automobiles en chute libre (-78% en février). Le commerce par internet a mieux résisté mais s'est néanmoins contracté (-3% en janvier-février) du fait de la baisse des ventes de services et de biens non essentiels. Les réseaux de transports ont été paralysés (trafic de passagers : -84% en février), ainsi que l'activité dans la construction et le secteur immobilier (ventes : -40% sur les deux premiers mois de l'année)¹. Le choc d'offre a été tout aussi sévère, les usines restant fermées après les congés du Nouvel An chinois et la main d'œuvre étant confinée. La production industrielle a chuté de 13,5% en termes réels en g.a. sur les deux premiers mois de 2020 (après +5,8% en 2019). Les interruptions dans les chaînes de production et les blocages dans les transports ont contribué au recul des exportations de marchandises (-17% en janv.-fév. en g.a. et -6% en mars). Enfin, la baisse du chiffre d'affaires et les incertitudes sur les perspectives d'activité ont conduit les entreprises à réduire drastiquement leurs

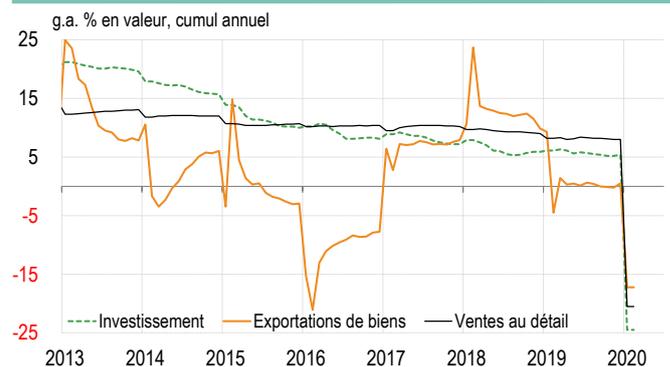
¹ Les services représentent 54% du PIB, dont commerce : 10%, transports : 4%, immobilier : 7%. Le secteur industriel représente 39%, dont construction : 7%.

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 6,6 | 6,1 | 1,5 | 9,5 |
| Inflation, IPC, moyenne annuelle, % | 2,1 | 2,9 | 3,1 | 2,0 |
| Solde budgétaire réalisé, % du PIB | -4,1 | -4,9 | -6,5 | -5,8 |
| Balance courante, % du PIB | 0,4 | 1,2 | 1,0 | 0,6 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Effondrement de la demande



Source : NBS

investissements dans tous les principaux secteurs. L'investissement total a baissé de 25% en g.a. sur les deux premiers mois de l'année.

La propagation de l'épidémie étant jugulée pour le moment, l'économie redémarre. Les restrictions sur les transports intérieurs ont été levées (partiellement dans la province du Hubei) et l'activité à l'export est repartie. A fin mars, le taux de reprise officiel de l'activité atteignait 98% pour les grandes entreprises industrielles sur l'ensemble du pays (et 85% dans le Hubei, qui représente près de 5% du PIB) et plus de 70% pour les PME. Le taux d'utilisation des capacités de production reste en revanche bien inférieur à ce qu'il était avant la crise sanitaire (77% dans l'industrie au T4 2019). Un retour à la normale du système productif est envisagé d'ici fin avril dans l'industrie et la fin du T2 dans les services (hors tourisme).

Cependant, alors que le choc d'offre prend fin, un nouveau choc de demande se profile. Les exportations vont rapidement souffrir de l'effondrement de la demande mondiale. Leur baisse prolongée pèsera sur la reprise du secteur manufacturier (qui reste également



géné par les tarifs douaniers américains) et incitera les entreprises exportatrices à réduire leurs stocks et à limiter les investissements. En outre, le choc sur les revenus qu'entreprises et ménages ont subi devrait continuer de peser sur la demande interne à court terme. À ceci s'ajoute la forte baisse de moral suscitée par l'épidémie et les incertitudes sur son évolution à venir.

La situation financière des entreprises s'est fragilisée et leur capacité à investir et à rembourser leurs crédits s'est dégradée (les profits des entreprises industrielles ont chuté de 38% en g.a. sur les deux premiers mois de 2020, et huit PME sur dix rapportaient des problèmes de trésorerie début mars). La dette intérieure totale des entreprises est excessivement élevée, à 150% du PIB fin 2019 (plus des deux tiers sont des prêts bancaires). Cette dette réduit leur résistance au choc, et la montée des risques de défauts sur les prêts bancaires et les marchés obligataires locaux fragilise le secteur financier. En revanche, la dette extérieure en devises des entreprises est très modérée, estimée à 7% du PIB, et n'est pas une source d'instabilité des comptes externes en dépit de la hausse des risques de difficultés de paiements et de refinancement.

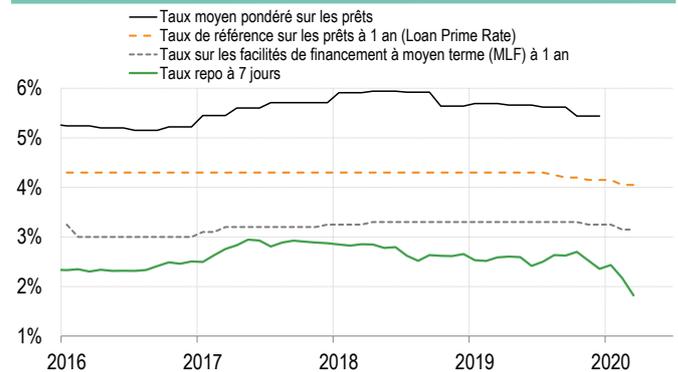
Les consommateurs devraient rester à la fois contraints par leur baisse de revenus et très prudents. Les conditions sur le marché du travail se sont dégradées rapidement pendant la période de confinement, avec un bond du taux de chômage à 6,2% en février, contre 3,6% en décembre 2019. L'endettement des ménages va également amplifier le choc. Le ratio de dette sur PIB, à 55% fin 2019, n'est pas encore excessif, mais il a beaucoup augmenté depuis dix ans. Surtout, le poids de la dette est plus élevé pour les ménages à bas revenus, qui sont aussi les plus vulnérables aux chocs. L'ajustement à la baisse de la consommation privée pourrait en être d'autant plus fort à court terme.

■ Actions sur tous les fronts

Depuis février, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures visant à : i/ soutenir les entreprises affectées par les conséquences du coronavirus, afin d'éviter défauts et faillites, limiter les risques d'instabilité dans le secteur financier et faciliter la reprise de l'activité ; ii/ compenser les baisses de revenus et stimuler l'investissement et la consommation. Alors que l'environnement externe se dégrade, Pékin devrait renforcer ses mesures de relance dans les prochaines semaines.

Les conditions monétaires ont été assouplies progressivement depuis le début de l'épidémie. La banque centrale a injecté dans le secteur financier les liquidités nécessaires pour répondre à la demande (RMB 3000 mds pendant la première quinzaine de février). Elle a d'abord opté pour une baisse modérée des taux directeurs, mais accélère maintenant la détente monétaire (graphique 3). Des programmes de crédits ont été lancés (RMB 700 mds de *relending*, RMB 350 mds de prêts spéciaux des banques publiques aux petites entreprises). Mi-mars, la banque centrale a abaissé les coefficients de réserves obligatoires de façon variable (de 50 à 200 points de base) pour certaines banques, afin de libérer des fonds (RMB 550 mds) pour des prêts ciblés. Les banques ont reçu des directives leur demandant de soutenir les sociétés affectées par

3- Détente des taux d'intérêt



Source: Banque centrale

l'épidémie, refinancer les prêts et rééchelonner les remboursements des clients en difficulté. Les autorités ont (modérément) assoupli les normes prudentielles pour les banques commerciales, ainsi que les règles pour les émissions d'actions et obligations des entreprises.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement central s'est montré plutôt mesuré jusqu'à début avril. Il a augmenté les dépenses (notamment dans la santé : +RMB 110 mds), accordé des exonérations de cotisations sociales (RMB 500 mds) et d'impôts, réduit les tarifs d'électricité (de 5%) pour les entreprises et annoncé des incitations fiscales visant à stimuler la demande. Les collectivités locales participent activement aux efforts de relance, via une hausse des investissements dans les projets d'infrastructure (instrument traditionnel de politique publique en Chine) et des aides directes aux entreprises et aux ménages (comme des baisses des loyers fonciers ou la distribution de bons d'achat). Pékin a largement augmenté les autorisations d'émissions obligataires des collectivités pour financer les projets d'infrastructure (RMB 850 mds s'ajoutent au quota de RMB 1000 mds initialement prévu pour 2020).

■ Des finances publiques capables d'absorber le choc

L'action des pouvoirs publics jouera un rôle déterminant dans le redressement de la croissance. La marge de manœuvre budgétaire est confortable, et la banque centrale dispose d'amples réserves de liquidités pour assurer la stabilisation du système financier. En revanche, l'excès de dette de l'économie contraint la politique monétaire, ainsi que la capacité d'investissement des collectivités locales (dont l'endettement total est déjà à 50% du PIB environ). Par conséquent, s'il est très probable que la banque centrale continue d'assouplir les conditions monétaires et de crédit à court terme et que les collectivités augmentent encore leurs investissements, le gouvernement central devrait privilégier la relance budgétaire. Les déficits vont s'élargir et atteindre des niveaux historiquement élevés, mais les besoins de financement seront couverts sans difficulté et la dette de l'Etat central restera modérée (16% du PIB fin 2019, presque entièrement libellée en monnaie locale et à plus de 90% détenue par des créanciers chinois).

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Inde

Des moyens limités pour contrer l'épidémie

L'Inde n'est pas épargnée par l'épidémie de coronavirus. Le ralentissement économique sera d'autant plus prononcé que le confinement de la population sera long. En outre, le gouvernement n'a pas les capacités budgétaires des autres pays d'Asie pour soutenir son économie. Les finances publiques, déjà affaiblies par le ralentissement enregistré depuis deux ans, vont se dégrader encore davantage. La dette publique pourrait atteindre 75% du PIB d'ici 2022. Les risques de refinancement sont faibles mais le coût d'emprunt risque d'augmenter durablement si les agences de rating sanctionnent cette dérive. Les réserves de change restent suffisantes pour faire face au remboursement de la dette à court terme.

■ Croissance : la légère reprise interrompue

Jusqu'en février 2020, certains indicateurs d'activité laissaient envisager une reprise d'activité, notamment soutenue par une accélération des commandes à l'exportation. La production industrielle avait rebondi, ainsi que la production d'électricité qui avait renoué avec des rythmes de croissance positifs après cinq mois de contraction. Les exportations s'étaient redressées (+2,9% en g.a. en février après six mois de contraction). Les résultats d'enquête auprès des entreprises confirmaient ce rebond ainsi que la légère reprise du crédit aux entreprises. En revanche, la demande intérieure restait décevante : les ventes automobiles se contractaient pour le 16^e mois consécutif et les indicateurs de confiance des ménages s'enfonçaient encore davantage.

Cette légère reprise de l'activité économique ne résistera pas à la crise du coronavirus. L'activité va fortement ralentir entre mars et septembre 2020 et la dynamique de croissance pourrait prendre la forme d'un U. Elle pourrait ralentir de plus de 2 points de pourcentage (pp) sachant que la croissance devrait déjà être en recul pour l'année 2019/20 (attendue à 5% selon les dernières estimations officielles). Un tel ralentissement constitue un risque majeur pour le secteur bancaire, toujours en convalescence, et pourrait générer une détérioration des finances publiques. La croissance économique va être affectée par quatre chocs négatifs (le tourisme, les exportations, les sorties de capitaux, le confinement de la population annoncé le 25 mars) et un choc positif (la baisse des prix du pétrole).

Les recettes touristiques ne s'élèvent qu'à 1% du PIB. Lors de l'épisode du SRAS, l'activité du secteur du tourisme s'était contractée de 20%. Dans le cas présent, on peut envisager une baisse des recettes de 50%.

Les exportations représentent près de 20% du PIB. On s'attend à une contraction des exportations de 11% dans le cas d'un ralentissement mondial de 2 pp. Cette baisse du volume des exportations serait toutefois compensée par l'effet positif induit par la chute des prix du pétrole. La facture pétrolière s'est élevée à 5% du PIB en 2019. Une baisse des prix du pétrole de plus de 38% (USD 61,9 en 2019/20 à USD 38 en 2020/21 si l'on se réfère aux *forwards*) permettrait de réduire les importations de pétrole de plus de 2 pp, voire bien davantage avec le confinement de la population.

Point positif : une baisse de USD 10 du prix du baril de pétrole aurait, selon la banque centrale, un effet positif sur la croissance de l'ordre de 0,15 pp *via* la hausse du pouvoir d'achat des ménages

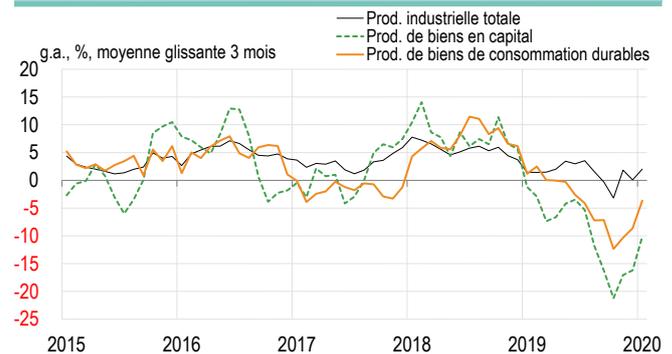
1- Prévisions

| | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|---|------|-------|-------|-------|
| PIB réel ⁽¹⁾ , variation annuelle (%) | 6,1 | 4,9 | 2,7 | 5,2 |
| Inflation moyenne ⁽¹⁾ (CPI, %) | 3,4 | 4,7 | 3,5 | 4,0 |
| Solde budgétaire gouv. et adm. ⁽¹⁾ / PIB (%) | -6,3 | -7,3 | -8,5 | -7,3 |
| Solde courant ⁽¹⁾ / PIB (%) | -2,1 | -0,8 | -0,1 | -1,0 |

(1): Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Production industrielle



(soit 0,35 pp sur la croissance compte tenu de nos hypothèses de pétrole). L'impact serait toutefois légèrement amoindri par la hausse de la taxe sur les produits pétroliers adoptée le 14 mars 2020. Par ailleurs, le confinement de la population pourrait annihiler tous les effets positifs.

Le confinement va provoquer une baisse de la consommation des ménages (59% du PIB) et un report des projets d'investissement (29% du PIB) d'autant plus importants que les sorties de capitaux vont durcir les conditions de financement. En outre, sachant que la part du travail informel reste prédominante (83% selon l'OIT), les travailleurs « non reconnus » pourraient ne bénéficier d'aucune aide pendant la période de confinement.

L'impact final sur la croissance dépendra de la durée et du degré de confinement. Si l'économie est partiellement paralysée pendant un trimestre alors la croissance ralentirait à 2,7% en 2020/21. En revanche, si toute l'économie était paralysée pendant deux

trimestres alors l'activité économique pourrait n'atteindre, au mieux, que 1,5%.

■ Des mesures de soutien sous contraintes

Face aux tensions sur les marchés financiers et aux importantes sorties de capitaux, la banque centrale a déjà adopté depuis le mois de février plusieurs mesures de soutien pour pallier les manques de liquidités en roupies (INR) et en dollars. La banque centrale a injecté INR 1250 mds de liquidité dans le cadre d'opérations de repo à long terme (LTRO) et mis en place des lignes d'échange de dollars contre roupies (*swap* de change) pour une maturité de six mois et un montant total de USD 6,7 mds. Sur le plan budgétaire, le gouvernement a annoncé le 26 mars dernier un plan de INR 1,7 trn (0,8% du PIB). Mais les marges de manœuvre sont plus limitées que dans d'autres pays d'Asie compte tenu des niveaux élevés de déficit budgétaire, de dette ainsi que des risques de détérioration de la note souveraine par les agences de notation.

Sans un soutien massif aux entreprises mais aussi aux ménages, le secteur bancaire pourrait être ébranlé par une très forte hausse des risques de crédit même si les entreprises indiennes sont aujourd'hui dans une meilleure situation financière qu'en 2013-14. Leur dette s'élevait au T3 2019 à 44,2% du PIB (contre 52,9% au T2 2013).

■ La baisse du pétrole soutiendra la roupie

Deux effets opposés vont affecter les comptes extérieurs : la baisse des prix du pétrole et les importantes sorties de capitaux.

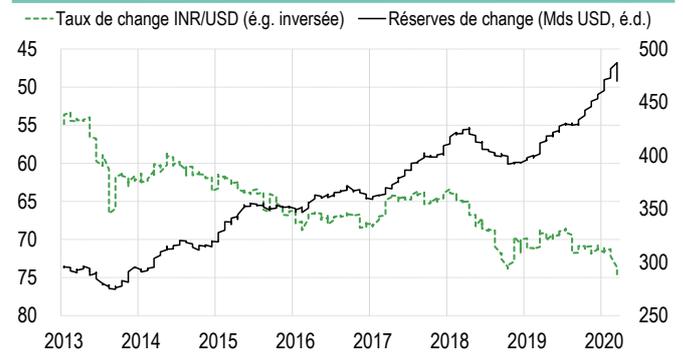
Selon la Banque centrale indienne, toute baisse de USD 10 du prix du baril de pétrole aurait un effet positif sur le solde du compte courant de USD 10 mds. Si le prix du pétrole atteignait en moyenne USD 38 le baril sur l'année 2020/21 (contre 61,9 sur l'exercice 2019/20) alors le solde du compte courant, estimé à moins de USD 30 mds pour l'exercice 2019/20 (0,8% du PIB), pourrait être proche de l'équilibre au cours de l'année 2020/21.

Néanmoins, selon les données de l'IFI, sur les sept dernières semaines les sorties de capitaux induites par les ventes d'actions et d'obligations ont atteint plus de USD 20 mds. À titre de comparaison, entre mai et novembre 2013, les ventes de titres de dette avaient atteint 14 mds sur 28 semaines alors que les ventes d'actions avaient été extrêmement limitées.

Au 31 mars, la dépréciation de la roupie face au dollar est restée contenue à seulement 5,3% en g.a. Les autorités monétaires sont intervenues pour stabiliser leur monnaie, comme l'illustre la légère baisse des réserves de change (USD 12 mds en 4 semaines). On peut néanmoins redouter une baisse beaucoup plus forte dans les semaines à venir compte tenu des risques sur la croissance, quand bien même le différentiel entre les taux d'intérêt domestiques et américains reste élevé.

A priori, les risques de refinancement sont contenus. La dette extérieure reste modeste (20,1% du PIB) et, à l'horizon septembre 2020, les remboursements s'élèvent à USD 239,4 mds (dont USD 93 mds de dépôts des non-résidents) alors que les réserves de change atteignaient encore USD 474 mds le 3 avril.

3- Tensions sur la roupie et baisse des réserves



Source : RBI

■ Dégradation attendue des finances publiques

L'exercice budgétaire 2019/20, qui s'est terminé fin mars 2020, fait apparaître un dérapage des finances publiques, pour la deuxième année consécutive. Le ministère des Finances prévoit une augmentation du déficit du gouvernement de 0,4 pp à 3,8% du PIB (7,3% du PIB pour l'ensemble des administrations publiques). La dette publique devrait excéder 70% du PIB à la fin de l'exercice budgétaire 2019/20.

Pour l'exercice 2020/21, avant l'annonce du plan de soutien, le gouvernement avait pour objectif une réduction de son déficit de 0,3 pp à 3,5% du PIB. Or, dans les conditions actuelles, un tel objectif semble irréaliste. Certes, la baisse des prix du pétrole va permettre une réduction des coûts des subventions énergétiques mais elles ont fortement diminué depuis 2014 (elles s'élèvent à seulement 0,2% du PIB). En revanche, le très net ralentissement de la consommation des ménages et celui des revenus des entreprises pourraient générer une baisse des recettes de 2% du PIB au minimum. Par ailleurs, le gouvernement pourrait retarder les privatisations de certaines entreprises publiques compte tenu de l'effondrement des marchés boursiers (les recettes de privatisation attendues pour l'exercice 2020/21 s'élèvent à 0,9% du PIB). Dans le même temps, en supplément du programme de soutien de 0,8% du PIB, les dépenses de santé du gouvernement et des Etats vont augmenter. Le déficit du gouvernement pourrait s'élever à près de 6% du PIB à moins que le gouvernement ne réduise très fortement ses dépenses « non essentielles ». La dette pourrait excéder 75% du PIB dès l'exercice 2021/22. Il n'y a pas de risque de refinancement immédiat car la maturité de la dette est longue (10 ans en moyenne), détenue par les résidents (à plus de 96%) et libellée en roupies (à 97%). Néanmoins, le coût d'emprunt risque d'augmenter si les agences de notation sanctionnent cette dérive.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Brésil

Coup dur

Le choc massif sur l'économie lié à la crise sanitaire du coronavirus va retarder la reprise économique brésilienne, interrompre le processus de consolidation budgétaire et suspendre l'avancée des réformes. Si l'ampleur du choc récessif demeure encore très incertaine, des mesures ont été prises pour atténuer l'impact du confinement sur l'activité, prévenir une forte progression du chômage et éviter que les tensions sur la liquidité ne se transforment en problème de solvabilité. Les capacités d'intervention des autorités monétaires contrastent avec celles plus limitées du gouvernement du fait de la fragilité des comptes publics. Les marchés financiers brésiliens – très fortement chahutés au T1 – devraient continuer d'être mis à l'épreuve.

■ Perspectives de croissance : les espoirs déçus

La pandémie du coronavirus va porter un coup d'arrêt à la reprise économique brésilienne. En 2020, le pays va retomber en récession alors que l'économie montrait des signes encourageants depuis quelques trimestres malgré un ralentissement en fin d'année 2019.

Depuis mars, la propagation du virus à l'intérieur des frontières et la mise en place de mesures de confinement¹ devraient conduire à une forte contraction de l'activité au T2 (choc simultané de l'offre et de la demande interne). Déjà, les effets s'en sont fait ressentir à la fin du T1 au vu du PMI manufacturier qui, en mars, a chuté en deçà de 50 pour la première fois en huit mois (48,4 contre 52,3 en février). Les enquêtes indiquent des niveaux plus faibles de production, d'emploi et de nouvelles commandes ainsi qu'une accélération de la chute des ventes à l'étranger. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales ont aussi provoqué des allongements dans les délais de livraison parfois comparables à l'épisode de grève des routiers (mai 2018). Les licenciements dans le secteur ont aussi atteint un pic depuis plus de 3 ans. De même, l'activité dans le secteur des services a connu un ralentissement brutal. Le PMI services a chuté de 16 points (34,5 contre 50,4 en février), sa plus forte baisse depuis le début de la série. Dans le même temps, les immatriculations de véhicules ont aussi fortement chuté (-20,5% m/m). La fermeture des frontières et l'effondrement du transport aérien a sans doute également pesé sur les voyages et le tourisme (8,1% de contribution au PIB et 7,5% de l'emploi en 2018 selon WTCC).

Les données d'enquête traduisent aussi un fort pessimisme de la part des agents économiques. Après quatre mois de hausse, l'indice de confiance dans l'industrie (FGV) a chuté de près de 4 points en mars (97,5), tandis que l'indice de confiance dans les services (FGV) s'est effondré d'environ 12 points (82,8). Aussi, selon une enquête de Datafolha publiée le 24 mars, 79% des répondants estime que l'économie brésilienne sera « *fortement affectée par la crise* », 57% que leur revenu diminuera dans les prochains mois. La moitié estime que la pandémie nuira à l'économie « pendant longtemps ».

Au total, la récession atteindrait -4% en moyenne annuelle. Cette prévision suppose un redémarrage progressif de l'activité au T3 et une forte progression au T4 sans toutefois retrouver le niveau

¹ L'État de Sao Paulo, qui représente près de 40% du PIB, est confiné depuis le 24 mars (jusqu'au 22 avril). Des études récentes (e.g. OCDE) montrent que les économies pourraient perdre 2 à 3 points de PIB par mois de confinement strict.

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle (%) | 1,3 | 1,1 | -4,0 | 4,0 |
| Inflation moyenne (IPC, %) | 3,7 | 3,7 | 3,2 | 3,2 |
| Solde budgétaire / PIB (%) | -7,1 | -5,9 | -12,5 | -4,3 |
| Solde courant / PIB (%) | -2,3 | -2,9 | -2,5 | -3,4 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Chute des indices PMI en mars



Sources : IHS Markit

d'avant-crise (scénario en U asymétrique). Ce scénario permettrait à l'économie de bénéficier d'un fort acquis de croissance en 2021. Cette prévision internalise de potentielles difficultés des infrastructures de santé à faire face à l'épidémie, un degré d'efficacité variable des mesures de confinement – encore trop hétérogènes à travers le pays – et les effets délétères de la crise sur l'économie informelle (54 millions de travailleurs, 41% de l'emploi). Une fois la crise écartée, les entreprises fragilisées pourraient fortement revoir à la baisse leurs dépenses d'investissements, ce qui pourrait peser sur la reprise.

■ Comptes externes : une cascade de chocs

Le choc de demande externe et les excédents d'offre sans précédent sur le marché du pétrole devraient maintenir les indices de matières premières à des niveaux déprimés et ralentir les exportations. Le Brésil – exportateur net de pétrole et dont le commerce de matières premières représentent environ 50% des ventes à l'étranger – devrait subir une dégradation de ses termes de



l'échange avec la chute des cours du pétrole (-61%), du prix du sucre (-21%), du maïs (-14%) et du coton (-27%). Par ailleurs, la dépréciation du real – dont le cours est étroitement lié au cycle des matières premières et souffre de l'appréciation du dollar – surenchérit mécaniquement le coût des importations. Toutefois, la baisse de l'excédent commercial sera limitée par la baisse des importations en volume, du fait de la récession et de la dépréciation du change. De plus, les cours de certaines matières premières exportées par le pays (soja, café, viande de bœuf, blé, minerai de fer) résistent. En 2020, le déficit du compte courant devrait se résorber (-2,5% du PIB) avec la baisse du déficit de la balance des services (-1,9% du PIB en 2019) et celui des revenus primaires (-3,1% du PIB en 2019) qui devrait profiter de la baisse des profits et dividendes transférés.

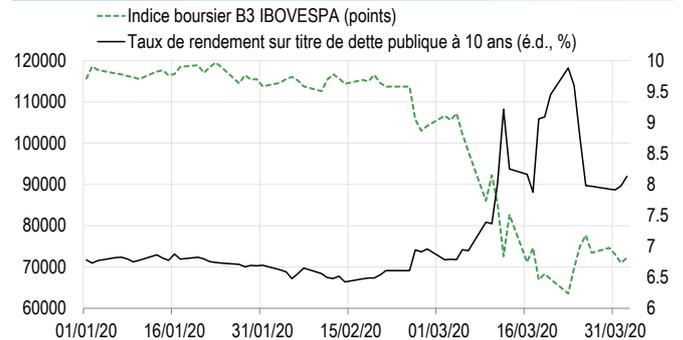
La pandémie a conduit à une forte poussée de l'aversion au risque générant i/des fuites importantes de capitaux (retrait de la bourse d'environ USD 14 mds de la part des non-résidents depuis janvier d'après l'IIF) et ii/des chocs importants sur le prix des actifs. De janvier à fin mars, la dépréciation du real a atteint -23% atteignant un plus bas historique à USDBRL 5,25, la bourse a accusé de lourdes pertes (-45% au plus bas) et les conditions financières se sont fortement tendues sur les marchés secondaires de la dette *corporate* et souveraine (la vente de titres d'État pour générer de la liquidité a poussé les rendements à 10 ans à se tendre, au plus haut, de +310 bps). Malgré le resserrement des conditions financières les risques de refinancement sur les engagements en devises demeurent faibles : i/les tombées de dette libellées en USD à risque (dette obligataire + crédits bancaires syndiqués) en 2020 sont modérées (env. USD 40 mds), ii/ les positions ouvertes en change des entreprises sont faibles, iii/les entreprises endettées en devises sont pour la plupart exportatrices et détiennent des avoirs liquides *off-shore*, iv/ les réserves de change sont abondantes (env. USD 345 mds fin mars), v/ la BCB a rétabli en mars une ligne de swap de devises de USD 60 mds avec la Fed.

■ La réponse des autorités

Des dispositions ont été prises pour freiner la progression du virus. Les frontières ont été fermées et plusieurs États ont décrété l'état d'urgence et mis en place des mesures pour réduire la mobilité des personnes. Toutefois les mesures de confinement ne sont que partielles et sont sources de tensions politiques entre les différents échelons du gouvernement. La plupart des gouverneurs des États militent pour des mesures plus strictes. Ils demandent aussi au Congrès de prendre les devants dans la lutte contre la pandémie compte tenu du refus de la part du Président Bolsonaro de reconnaître la gravité de la situation sanitaire.

Les autorités monétaires ont pris des dispositions importantes pour endiguer les risques systémiques de crédit lié au choc macroéconomique. Des mesures d'assouplissement monétaire et prudentielles ont été déployées pour faire face aux fortes tensions sur la liquidité en BRL, faciliter le refinancement des banques et les inciter à alléger les termes de paiement des ménages et entreprises sur BRL 3 200 mds d'encours : i/ baisse du taux directeur (la 7^e consécutif) de 50 pb, à 3,75% ; ii/ assouplissement du ratio de réserves obligatoires sur les dépôts à terme de 30% à 17% ;

3- Tensions sur les marchés financiers



Sources : B3, Macrobond

iii/ relâchement des exigences de fonds propres et de provisionnement ; iv/ rachat en partenariat avec le Trésor des titres de dette souverains sur le marché secondaire ; v/ prise en pension de titres plus risqués (dette *corporate*) dans les opérations avec les banques ; vi/ extension de garantie pour certains type de dépôts. L'injection de liquidité est estimée à BRL 1 200 mds (16,7% du PIB) et les allègements d'exigences de fonds propres à BRL 1 150 mds (16,1% du PIB). La BCB va continuer en parallèle d'assurer la liquidité sur le marché des changes via ses programmes de *swap cambial*, de *repo* et ses interventions au comptant (USD 9,7 mds en mars).

Sur le plan budgétaire, les annonces du gouvernement se sont multipliées mais ont parfois manqué de clarté. Des soutiens financiers, des reports d'échéances et autres garanties à hauteur de BRL 490 mds (6,8% du PIB) ont été déployés² pour : i/ protéger l'emploi et les populations les plus vulnérables (environ BRL 268 mds); ii/ combattre la pandémie (BRL 11,5 mds); iii/ alléger les pressions financières pesant sur les États et municipalités (BRL 85,5 mds) et iv/ renforcer la trésorerie des entreprises (BRL 35 mds de la BNDES + BRL 88 mds).

En décrétant « l'état de calamité publique », le Congrès a autorisé le gouvernement à suspendre ses objectifs de déficit et autres règles budgétaires pour 2020. Le déficit primaire (hors service des intérêts de la dette) devrait ainsi largement dépasser les BRL 124 mds (-1,6 % du PIB) prévus dans le budget 2020 pour s'établir à BRL 515 mds (-7,3% du PIB compte tenu de la contraction du PIB), ce qui porterait le déficit budgétaire global à 12,5% du PIB en fin d'année. Les mesures actuelles ne prennent toutefois pas en compte un éventuel programme de relance post confinement. Les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette publique – qui pourrait atteindre les 90% du PIB – ne sont pas près d'être résorbées.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

² À noter que d'autres estimations font état d'une enveloppe globale à hauteur de BRL 700 mds (9,8% du PIB). Le ministre de l'Économie Paulo Guedes estime que les soutiens pourraient dépasser BRL 800 mds.



Turquie

Parée pour l'atterrissage ?

L'économie turque fait face à une difficulté qu'elle a déjà su surmonter par le passé : une crise mondiale, qui devrait provoquer une forte baisse de ses exportations, mais également une contraction des financements extérieurs. Toutefois, à la différence de 2018, la Turquie n'apparaît pas en surchauffe conjoncturelle, tandis que la baisse du prix du pétrole et l'apparition d'un excédent courant sont deux facteurs d'atténuation des risques. Il n'en reste pas moins que la faiblesse relative du niveau de réserves de change, le niveau élevé de la dette extérieure des entreprises et la hausse récente des créances douteuses sont des facteurs de risque conséquents. D'où une réponse de politique économique visant à assurer la liquidité notamment en devises.

■ Deuxième choc en deux ans

La Turquie est l'un des derniers pays européens à subir une paralysie partielle de son économie en raison du Covid-19. Avant cela, la croissance était en accélération, y compris au premier trimestre 2020 (la production industrielle a progressé de 7,3% en g.a. en moyenne sur les 3 derniers mois à fin janvier), suite à la crise du 2^e semestre 2018 et aux efforts de relance mis en place à cette occasion.

Malgré cette surperformance antérieure, la Turquie ne sera pas épargnée par le choc, comme en témoigne une première dégradation des indicateurs de conjoncture en mars. Ainsi, l'indice de production anticipée par les entreprises retombe au niveau des points bas connus lors de la crise de 2018. En parallèle, les enquêtes sur les ménages ne montraient pas de dégradation en mars, reflétant pour le moment leur perception positive d'une désinflation en cours.

Le choc du 2^e trimestre 2020 sera sévère, pour deux raisons :

- La Turquie n'échappera pas au choc majeur qu'a provoqué le Covid-19 sur le commerce international. Il est très probable que la baisse des exportations soit majeure (-20% au 2^e trimestre) avec en première ligne les exportations de marchandises, notamment automobiles (15% des exportations de marchandises). La Turquie subira probablement également une baisse des flux touristiques lors de l'été 2020 (le tourisme représente 20% des exportations de biens et services).
- Sujette elle-même au Covid-19, la Turquie subira une forte baisse de la demande domestique, avec une contraction de la consommation des ménages. L'investissement reprendra sa baisse pour terminer l'année 2020 25% en deçà de son niveau de la mi-2018.

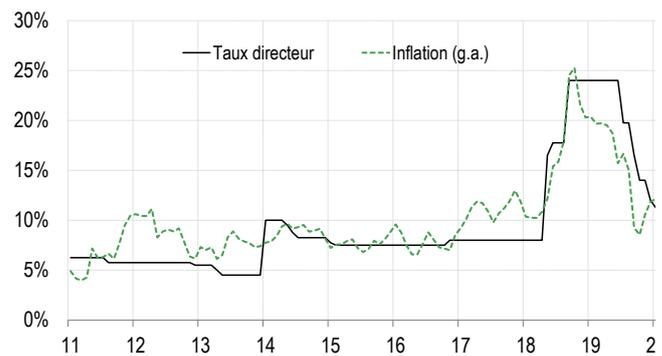
In fine, la croissance turque devrait être négative en 2020, ce qui montre l'étendue du choc. L'acquis de croissance à la fin du 1^{er} trimestre 2020 étant proche de 4%, cela implique une récession en cours d'année, qui fera davantage qu'annihiler cette performance. En 2021, nous anticipons un rebond relativement conséquent de la croissance. Comme le montre la crise de 2018, la dépréciation de la livre lors des périodes difficiles joue un rôle d'amortisseur. En effet, celle-ci renchérit et décourage en partie les importations, soutenant la production locale. Le fort rééquilibrage de la balance commerciale (déficit de 2,2% du PIB en 2019, contre 6,9% en 2017) en témoigne.

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle (%) | 2,9 | 0,9 | -2,0 | 4,5 |
| Inflation moyenne (IPC, %) | 16,2 | 15,5 | 10,0 | 9,0 |
| Solde budgétaire / PIB (%) | -1,4 | -3,5 | -7,0 | -4,5 |
| Solde courant / PIB (%) | -2,4 | 1,1 | 3,0 | 1,0 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Inflation et taux directeur de la Banque centrale



Sources : Banque centrale, Turkstat

Le soutien de la politique monétaire au crédit est un autre élément fondamental attendu de ce rebond, avec là encore, un parallèle avec l'après crise de 2018 : les prêts bancaires ont progressé de 11% en 2019.

En parallèle, l'inflation devrait diminuer avec la forte baisse du prix du pétrole. Elle devrait être de l'ordre de 10% en moyenne sur l'année, ralentissant de 12,2% au premier trimestre pour atteindre 8% en fin d'année, avant de rebondir en partie. Toutefois, le retour d'une croissance plus forte à l'horizon 2021 devrait intervenir trop tard pour empêcher une nouvelle hausse des créances douteuses. Ces dernières ont déjà quasiment doublé entre la mi-2018 et la fin 2019 pour atteindre 5,4% du volume total des prêts bancaires.

■ Le *policy-mix* toutes voiles dehors

L'hypothèse d'une relative résistance de la croissance turque s'appuie sur une réponse de politique économique rapide, avec la mise en œuvre dès le 17 mars d'un arsenal de mesures par la banque centrale, complété par des annonces budgétaires pour TR 100 mds (2,3% du PIB).



La banque centrale a été la première à réagir, afin de maintenir la liquidité du système bancaire et prévenir une contraction du crédit, ainsi que des défauts de paiement des entreprises. Sa réponse est d'abord passée par une baisse de son taux directeur de 100 points de base, à 9,75%. Elle poursuit ainsi un assouplissement entamé en juillet 2019 (1 425 points de base de baisse cumulée depuis juillet 2019) et qui devrait encore se poursuivre.

Elle a réduit de 500 points de base son coefficient de réserves obligatoires (RO) sur les dépôts en devises des banques qui respectent les contraintes de croissance du crédit, libérant USD 5,1 mds de liquidité en devises pour les banques. Surtout, celles-ci pourront s'appuyer sur le *Reserve Option Mechanism*, qui joue comme un stabilisateur automatique contracyclique pour les besoins de liquidité en devises. Ce mécanisme permet aux banques de libeller en devises ou en or une partie des RO constituées sur des dépôts en livre. En cas de besoin, elles peuvent récupérer ces devises. Pendant la crise de 2018, elles avaient ainsi bénéficié de USD 30 mds (sur les USD 49 mds de RO détenues en devises). Fin mars 2020, ces réserves constituent USD 23 mds et ont déjà commencé à être utilisées par les banques.

Par ailleurs, la banque centrale a mis en place des lignes de swap en dollar, euro et or notamment (à un taux inférieur de 125 points de base au taux de la politique monétaire). Elle a annoncé des lignes de crédit à hauteur de TRY 60 mds (USD 9 mds) pour les exportateurs et la prolongation des maturités de 90 jours sur les réescomptes arrivant à maturité d'ici au 30 juin (soit un volume de USD 7,6 mds de crédits). Elle a également déclaré qu'elle achèterait de la dette publique afin de financer le creusement du déficit de l'assurance chômage et accepterait des *asset-backed securities* et des *mortgage-backed securities* en tant que collatéraux dans ses opérations en TRY ou en devises.

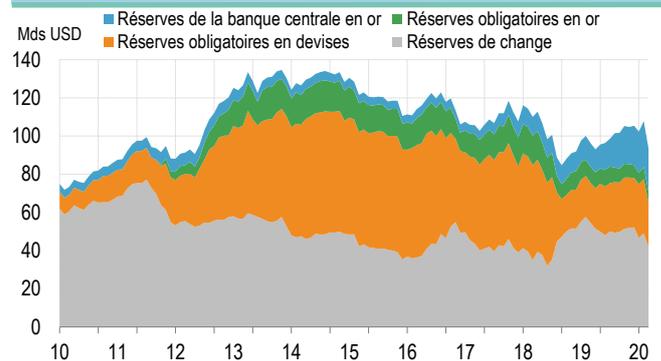
En sus, le gouvernement a étendu le prolongement de maturité de 90 jours à l'ensemble des dettes bancaires des entreprises affectées par le Covid-19. Le paiement de la TVA et des cotisations sociales a été repoussé de 6 mois pour les secteurs touchés (tourisme, commerce, métallurgie, automobile, textile), tandis que les ressources du fonds de garantie des prêts ont été doublées (TRY 25 à 50 mds).

■ Une dette publique relativement contenue est un atout

Les finances publiques ne soulèvent pas d'inquiétudes majeures, malgré une politique budgétaire expansionniste depuis 2018. La croissance nominale du PIB est restée élevée (14% en 2019), annihilant l'impact du creusement du déficit budgétaire sur le ratio dette publique sur PIB.

Il est probable que la politique budgétaire doive être utilisée encore davantage, notamment pour traiter l'impact social du Covid-19, (chômage, dépenses de santé), sachant que le chômage reste élevé (13,7% de la population active au dernier trimestre 2019). Compte tenu des annonces budgétaires et des stabilisateurs automatiques, le déficit devrait atteindre 7% du PIB, conduisant la dette publique vers 35% du PIB fin 2020, une hausse notable mais qui demeure à un niveau encore limité. Il reste envisageable que le

3- Décomposition des réserves de change et en or turques



Source : Banque centrale

gouvernement doit élargir ses mesures de soutien à un nombre plus conséquent de secteurs, à mesure que la baisse d'activité se diffuse à l'ensemble de l'économie, impliquant alors un nouveau creusement du déficit budgétaire.

Le *policy-mix* turc s'organise autour du maintien d'une croissance du crédit significative qui soutient la croissance nominale et facilite le remboursement des dettes. Dès lors, il est très probable que la banque centrale continue d'abaisser son taux directeur et maintienne un taux d'intérêt réel négatif. La livre turque devrait rester sur sa tendance à la dépréciation avec la forte probabilité qu'elle franchisse à nouveau le seuil de 7 TRY contre dollar avant la fin de l'année 2020. Ceci réduira en partie la désinflation importée provenant de la baisse du prix du pétrole (que nous anticipons à USD 38 par baril en moyenne en 2020).

Cette baisse du prix du pétrole devrait renforcer l'excédent courant en 2020 pour atteindre un niveau assez inédit de 3% du PIB. Cependant, une contraction des flux de capitaux est probable. Si le taux de *roll-over* sur la dette extérieure des entreprises et des banques est d'au moins 70%, les pressions baissières sur les réserves de change devraient être contenues. C'est un élément important dans la mesure où elles ne sont que de USD 41 mds en mars 2020 hors réserves obligatoires en devises des banques.

Selon l'Institute of International Finance avec seulement USD 2 mds d'amortissement de dette obligataire en dollars, ce n'est pas le secteur public qui pèsera le plus sur la liquidité en devises. Ce seront plutôt les banques turques et les entreprises non financières, avec respectivement USD 10,5 et USD 12 mds. Une difficulté à refinancer les échéances à venir accroîtrait encore le risque de crédit.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



Roumanie

Sur une ligne de crête

L'économie roumaine s'est progressivement déséquilibrée au cours de ces dernières années, terminant l'année 2019 avec des déficits jumeaux (budgétaire et courant) significatifs. Une politique budgétaire accommodante a soutenu la croissance et devrait continuer de le faire. Toutefois, la Roumanie n'échappera pas à une contagion du ralentissement économique lié à la pandémie. Le pays devrait basculer en récession, alors même que sa croissance s'est déjà amoindrie. La liquidité en devises reste suffisante, mais son niveau relativement limité devrait contraindre la politique monétaire, la stabilité du taux de change restant importante dans une économie où les dettes en euro ont diminué mais restent significatives.

■ La Roumanie n'échappera pas à la récession

En 2019, l'économie roumaine présentait quelques signes d'une surchauffe conjoncturelle, notamment de fortes tensions salariales (+11,6% en g.a. en novembre 2019), une politique budgétaire résolument expansionniste et le creusement d'un déficit courant (de 4,7% du PIB en 2019).

Toutefois, avant le choc lié au Covid-19, la croissance avait commencé à s'essouffler, notamment en raison de l'apathie du secteur automobile européen (23% des exportations de marchandises de la Roumanie), qui a rejailli sur la production industrielle roumaine, avec notamment une baisse de la production automobile (-4,3% en g.a. en moyenne mobile sur les 3 derniers mois à fin janvier).

D'après les enquêtes de conjoncture disponibles jusqu'en mars, la consommation des ménages devait s'affaiblir avec la perception par les ménages de pertes de pouvoir d'achat passées et à venir, les conduisant à revoir à la baisse leurs intentions d'achats de biens durables. En 2019, la consommation des ménages avait contribué à hauteur de 4 points de pourcentage à la croissance de 4,2%.

Le choc lié au Covid-19 devrait d'abord peser sur les exportations, déjà en ralentissement (+1,9% en 2019, après +8,1% en 2018). La moindre demande européenne (77% des exportations de marchandises roumaines) s'accompagne déjà de la fermeture d'usines, en particulier dans le secteur automobile. La baisse attendue des exportations devrait ôter -4 points de pourcentage (pp) à la croissance. Dans ce contexte, l'investissement (qui avait augmenté de 5,6% par an ces deux dernières années) devrait se contracter de près de 10% en 2020 et la progression des salaires devrait s'interrompre brutalement, ce qui pèsera sur la consommation des ménages. Le tourisme devrait être affecté également, mais son poids (3% du PIB) reste limité, malgré une forte croissance ces dernières années.

Au total, la Roumanie devrait enregistrer une croissance négative en 2020 (-4,8%), dans un contexte où le déficit courant a rendu la croissance roumaine dépendante du contexte international, notamment en termes de financement.

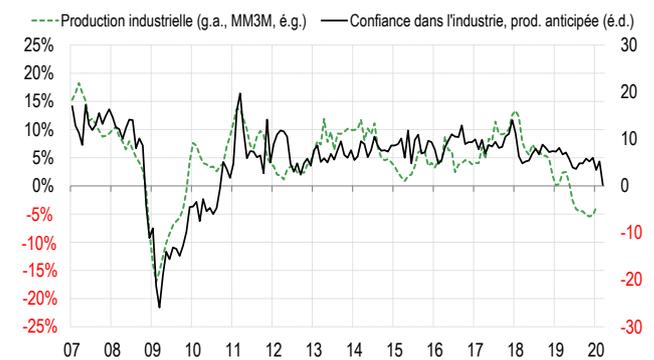
La baisse du prix du pétrole sera le principal soutien à la conjoncture, avec un prix attendu à 38 dollars en moyenne (contre 65 dollars en 2019) et qui devrait permettre de contenir l'inflation à 2,8%, libérant ainsi des marges de manœuvre pour la politique monétaire.

1-Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle (%) | 4,5 | 4,2 | -4,8 | 6,3 |
| Inflation moyenne (IPC, %) | 4,6 | 3,8 | 2,8 | 3,0 |
| Solde budgétaire / PIB (%) | -3,0 | -4,2 | -7,5 | -5,9 |
| Solde courant / PIB (%) | -4,4 | -4,7 | -1,9 | -3,6 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Production industrielle et production anticipée



Sources : Eurostat, DG Ecfm

Toutefois, l'existence de déficits jumeaux significatifs dans une période où les financements seront plus difficiles à trouver, implique un risque baissier en termes de croissance économique.

■ Une dérive budgétaire qui se renforcera

Les finances publiques roumaines ont connu en 2019 un déficit budgétaire de 4,2% du PIB, au-delà de la limite des 3% définie par les traités européens. La perspective d'un nouveau dépassement aurait dû déclencher une procédure de déficit excessif. Le contexte du Covid-19 et la réponse de politique budgétaire que les Etats membres de l'Union européenne devront apporter ont conduit cette dernière à relâcher la contrainte des 3%. Il en ressort que le creusement du déficit budgétaire roumain devrait se poursuivre.

La première raison en est le maintien au pouvoir de la coalition menée par le PNL du premier ministre Ludovic Orban, qui a formé un nouveau gouvernement en mars 2020 (élections législatives prévues en décembre 2020). Une hausse des pensions de 40% décidée en 2019 devrait prendre effet à partir de septembre 2020.



La deuxième raison tient dans un programme de soutien à l'économie pour faire face aux conséquences du Covid-19, à hauteur de 2% du PIB. Celui-ci prévoit des mesures de chômage partiel (75% du salaire), des crédits garantis aux PME (RON 10 mds initialement, 1% du PIB), et le report des échéances fiscales dues par les entreprises au 2^e trimestre.

En parallèle, le gouvernement a repoussé les échéances de remboursement des prêts aux entreprises et aux ménages des 9 prochains mois, tout en indiquant que le coût de la mesure serait supporté par les finances publiques et que les banques n'auraient pas à provisionner. Cette mesure est importante afin de rassurer sur la capacité du secteur bancaire roumain à absorber une montée des créances douteuses. Ces dernières ne sont en effet pas résiduelles (4,6% des prêts au 3^e trimestre 2019) même si elles ont nettement diminué depuis le pic de 2013 (22% des prêts). La diminution du poids du crédit dans le PIB est un facteur d'atténuation des risques (40% en 2008, 26% fin 2019), mais la nette hausse du crédit aux ménages (+27% sur les 3 dernières années) est un facteur de risques.

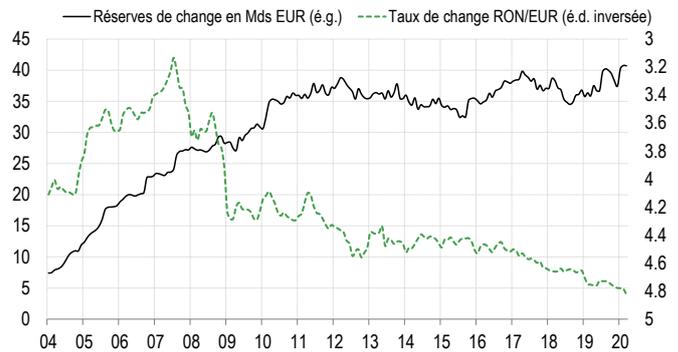
La banque centrale a, en parallèle, réduit son taux directeur de 50 points de base (pb) à 2%. Elle a également restreint le corridor autour de ce taux directeur. Cela signifie une baisse de 100 pb du taux prêteur (Lombard rate) à 2,5%, destinée à jouer à la baisse sur les taux interbancaires. Elle implique également une stabilité du taux sur la facilité de dépôt (à 1,5%), afin de ne pas pénaliser le leu roumain, qui a enregistré quelques soubresauts mais dont la parité face à l'euro a perdu seulement 1% à fin mars 2020 par rapport à la fin 2019. En parallèle, la banque centrale a déclaré fournir autant de liquidités que nécessaire au système bancaire par l'intermédiaire de ses opérations repo, ainsi qu'en se portant acquéreuse de dettes publiques en leu, là encore afin de maintenir une liquidité satisfaisante. En parallèle, la banque centrale indique un biais vers davantage d'assouplissement monétaire, soit par ses taux directeurs, soit par les taux de réserves obligatoires.

■ Des déficits jumeaux qui contraignent le *policy-mix*

Le déficit public devrait se creuser nettement en 2020, à -7,5% du PIB avec, en sus des mesures de politique budgétaire, l'impact du creusement probable du chômage (4% de la population active fin 2019). L'existence de déficits jumeaux a accru la vulnérabilité de la Roumanie à un retournement des conditions financières : les taux à 10 ans ont atteint 5,8% le 16 mars ; l'achat de dette publique par la banque centrale a permis de les stabiliser à 4,8% à fin mars, un niveau qui reste toutefois élevé (voisin de celui de mars 2019, alors que l'inflation est désormais plus faible).

Le creusement du déficit budgétaire n'a toutefois pas eu un impact trop conséquent sur le niveau de la dette publique pour le moment (36% du PIB en 2019), principalement en raison d'une croissance nominale suffisante pour stabiliser le ratio. Il en ira différemment en 2020, avec à la fois un creusement du déficit et une baisse de la croissance nominale. La dette publique devrait atteindre 40% du PIB, un niveau qui reste raisonnable.

3- Réserves de change et taux de change



Source : CEIC

Toutefois, la forte baisse du prix du pétrole permettra de réduire le déficit courant de façon significative, ajoutant à un effet volume (moins d'importations en raison d'une contraction de la demande domestique plus basse, notamment l'investissement), d'où un déficit courant de 1,9% du PIB en 2020, contre 4,7% en 2019. Ceci limitera le risque de baisse des réserves de change, contrebalançant la contraction possible des flux de capitaux. L'incorporation de la dette souveraine à l'indice *Barclays Global Aggregate* en septembre 2020 devrait être un facteur de soutien, mais le creusement du déficit budgétaire risque d'entraîner une dégradation du *rating* souverain par les agences de notation.

Une dépréciation limitée du taux de change vers 5 RON par euro d'ici à la fin 2020 reste le scénario central (4,83 RON par euro à fin mars), même en cas d'assouplissements monétaires supplémentaires. Dans l'hypothèse où le leu devait se déprécier significativement, le risque serait plus modéré pour les ménages dont l'endettement en devises est passé de 60% de leur endettement total fin 2014 à 24% fin 2019. Le crédit domestique aux entreprises non financières reste encore à 42% en devises (essentiellement en euros).

La dette extérieure a nettement diminué suite au désendettement qui a suivi la crise de 2013, pour terminer l'année 2019 à 50% du PIB. Elle a toutefois quelque peu ré-augmenté ces dernières années, pour deux raisons : le gouvernement (EUR 40 mds de dette externe) et les crédits interentreprises (EUR 32,7 mds). En ajoutant la dette à court terme à la dette à long terme arrivant à échéance en 2020, le montant total amortissable est de USD 56 mds, pour majorité constitué de crédits intragroupes. Le *rollover* de cette dette devrait intervenir dans un scénario central où les conséquences financières du Covid-19 resteraient contenues (dans la mesure où ces prêts accompagnent des relations capitalistiques).

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



Indonésie

Un choc violent mais une économie solide

La crise du coronavirus va affecter une économie déjà légèrement fragilisée en 2019 par le ralentissement du commerce mondial. Néanmoins, les fondamentaux macroéconomiques sont bons. Les finances publiques sont solides, le secteur bancaire est robuste et les entreprises, comme les ménages, sont peu endettés. Les réserves de change sont suffisantes pour couvrir les besoins de financement à court terme du pays. Néanmoins, les pressions à la baisse sur la roupie devraient rester fortes : le déficit courant n'est que partiellement financé par les investissements directs et les sorties de capitaux ont atteint des niveaux sans précédent depuis le 31 janvier.

■ Croissance

La croissance économique a ralenti à 5% en 2019 alors qu'elle s'établissait à 5,2% en 2018. Ce ralentissement a pour origine une nette décélération des investissements productifs des entreprises dans un contexte de freinage du commerce mondial et de baisse des prix des matières premières (induit par les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis). Au T1 2020, les indicateurs d'activité laissent entrevoir une nouvelle décélération de la croissance. En janvier, la production industrielle s'est contractée et la baisse continue des importations de biens en capital (pour le quatorzième mois consécutif) ne laisse pas envisager de reprise des investissements. Par ailleurs, les ventes au détail se sont contractées en février, pour le troisième mois consécutif, conjointement à l'effondrement des ventes d'automobiles et de motocyclettes. Enfin, les commandes dans le secteur manufacturier se sont fortement contractées, d'après les derniers résultats d'enquêtes auprès des directeurs d'achat.

L'Indonésie ne sera pas épargnée par la crise provoquée par le coronavirus. Elle est néanmoins moins exposée au ralentissement du commerce mondial que d'autres pays de l'ASEAN (comme la Malaisie) car elle est peu intégrée dans les chaînes de valeurs mondiales. Néanmoins, la crise va affecter l'économie via plusieurs canaux : i) la contraction du tourisme, ii) l'effondrement du prix des matières premières et iii) la baisse de la demande intérieure (d'autant plus forte que des mesures de confinement seront imposées).

L'impact de l'épidémie de coronavirus sur les recettes du tourisme sera moins élevé que dans d'autres pays de l'ASEAN, comme la Thaïlande, car elles s'élèvent à seulement 1,4% du PIB. Néanmoins, une baisse de 50% des recettes du tourisme générerait une baisse de 0,7 pp de la croissance.

Une baisse des exportations de 11% dans le cas d'un ralentissement mondial de 2 pp grèverait la croissance du pays de 2,3 pp (les exportations s'élèvent à 20,7% du PIB). De plus, la très forte baisse du prix des matières premières enregistrée au T1 (-60% pétrole, -22% huile de palme, -6% caoutchouc, -21% charbon, -22% cuivre), qui devrait se poursuivre au T2, va fortement peser sur les résultats et donc sur les investissements des entreprises.

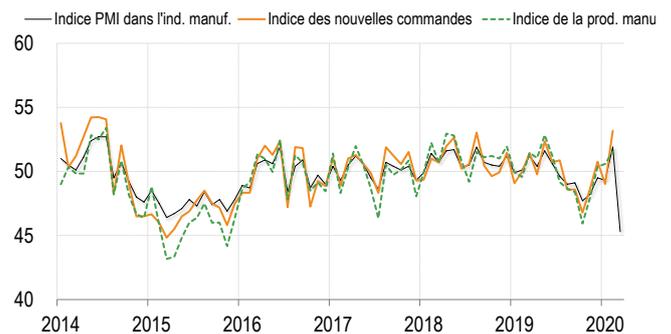
En cas de propagation du virus, le confinement de la population, non imposé à ce jour, pourrait être indispensable. Les conséquences économiques et sociales seraient fortes et difficiles à pallier compte tenu de l'importance du travail informel dans le pays

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 5,2 | 5,0 | 1,0 | 5,4 |
| Inflation, IPC, moyenne annuelle, % | 3,3 | 2,8 | 2,3 | 2,7 |
| Solde budgétaire % du PIB | -1,8 | -2,2 | -5,1 | -3,0 |
| Balance courante, % du PIB | -2,9 | -2,7 | -2,2 | -2,0 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Chute de la confiance des entrepreneurs en mars (PMI)



Source : Markit

(55%). En 2019, la consommation des ménages a contribué à plus de 54% à la croissance du PIB. En supposant qu'elle se contracte au T2 pour rebondir ensuite au T3, et que les projets d'investissement (29% du PIB) soient reportés au T4 pour les entreprises et à 2021 pour le gouvernement, alors la croissance pourrait ralentir de 4 pp à 1% avant de rebondir en 2021. Néanmoins, en cas de très forte propagation du virus, la croissance pourrait être bien inférieure (-0,4% selon le ministère des finances).

■ Mesures de soutien

Depuis le début de la crise, les autorités monétaires ont abaissé leurs taux directeurs de 50 pb à 4,5%. Lors du dernier comité de politique monétaire d'avril, elles ont maintenu leurs taux directeurs inchangés, en soutien à la roupie. Elles ont aussi réduit à plusieurs reprises les ratios de réserves obligatoires des banques commerciales de 8% à 2%. Par ailleurs, des opérations de swaps de change se tiennent tous les jours pour pallier les besoins de liquidités en dollars. D'un point de vue budgétaire, le gouvernement a annoncé trois programmes de soutien à l'économie pour une



valeur totale de près de IDR 436 trn (2,7% du PIB). Le plafond du déficit budgétaire fixé légalement à 3% du PIB a été suspendu temporairement. Parmi les mesures phares figurent la suspension des impôts sur les revenus des ménages dans l'industrie manufacturière et un abattement sur les impôts des entreprises de 30%, pour six mois à compter du mois d'avril. Par ailleurs, l'assistance alimentaire aux ménages les plus pauvres a été étendue à 15,2 millions de personnes au 1^{er} avril.

■ Les finances publiques restent solides

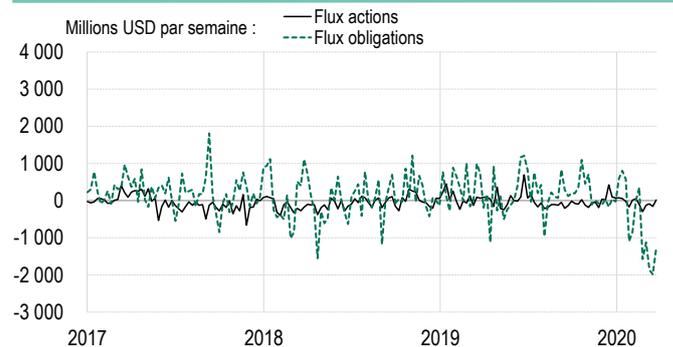
Les finances publiques sont solides. En 2019, le déficit budgétaire et la dette du gouvernement étaient contenus à respectivement 2,2% et 30,1% du PIB. Néanmoins, le ralentissement de l'activité domestique et la contraction des échanges extérieurs vont peser sur les revenus du gouvernement. Sur les deux premiers mois de 2020, le déficit budgétaire s'est déjà creusé de 15% par rapport à l'année dernière. Le gouvernement prévoit aujourd'hui que le déficit budgétaire pourrait atteindre 5,1% du PIB mais il a d'ores et déjà annoncé que ce niveau pourrait être supérieur si la crise excédait 6 mois. Par ailleurs, bien que modérée (30,1% du PIB), la dette publique est détenue à plus de 60% par les investisseurs étrangers et libellée à près de 38% en devises étrangères, très majoritairement en dollars. Néanmoins, le risque de refinancement à horizon 2020 est limité car le remboursement de la dette est de seulement USD 10,2 mds, soit 8,1% des réserves de change.

■ Des risques de refinancement limités

La dette des ménages et celle des entreprises non financières étaient contenues à respectivement 17,8% du PIB et 22,7% du PIB au T3 2019 selon les données de la Banque des règlements internationaux. Par ailleurs, selon la banque centrale, en 2019, la situation des entreprises non financières était satisfaisante, même si elles ont été affaiblies par le ralentissement du commerce mondial et la baisse des prix des matières premières. En juin 2019, le ratio de dette rapportée aux fonds propres restait modéré à 0,58. Les actifs couvraient 1,86 fois les engagements des entreprises et le coefficient de liquidité s'établissait à 1,21. La capacité des entreprises à faire face au service de leur dette était satisfaisante : le taux de couverture de la dette était de 70,5% et les profits couvraient 2,9 fois le seul paiement des intérêts. La situation est néanmoins hétérogène selon les secteurs d'activité. Les entreprises du secteur de l'agriculture, et dans une moindre mesure de l'eau, du gaz et de l'électricité étaient considérées comme les plus fragiles, fin 2019.

La dépréciation de la roupie va entraîner une revalorisation de la dette en devises. Depuis le début de la crise du coronavirus, celle-ci s'est dépréciée de plus de 18% face au dollar. Cependant, seulement 51% de la dette des entreprises est libellée en devises. Selon l'IIF, les tombées de dette obligataires des grandes entreprises internationales ne s'élèvent qu'à USD 5,3 mds et USD 6,4 mds en 2020 et 2021 respectivement. Les remboursements de prêts internationaux sont plus importants (estimés à USD 17 mds en moyenne en 2020 et 2021). Mais globalement, les entreprises indonésiennes peuvent faire face aux tombées de dette internationale libellée en devises.

3- Importantes sorties de capitaux depuis le 31 janvier



Source : IIF

Par ailleurs, les autorités monétaires ont adopté d'importantes réglementations pour contraindre les entreprises à se couvrir contre le risque de change à partir de 2015 (renforcées en 2016). Au T3 2019, la banque centrale estimait que 88% des entreprises avaient couvert leurs positions à hauteur de 90% ; les entreprises les plus fragiles étant celles du secteur de la construction, de l'immobilier, des médias et du commerce, ne disposant pas de recettes en devises.

Enfin, le secteur bancaire est solide. Il a les capacités de faire face à une hausse du risque de crédit. Les créances douteuses étaient contenues à 2,5% du total des crédits fin 2019 et les ratios de solvabilité étaient très satisfaisants (le CAR était de 23,3%).

■ Forte pression sur la roupie

L'Indonésie est vulnérable à un choc extérieur car les matières premières (hors produits alimentaires) constituent 51% de ses exportations. Elle dépend, par ailleurs, des investissements de portefeuille des non-résidents pour financer le déficit de son compte courant (2,7% du PIB en 2019) car les IDE sont insuffisants (1,8% du PIB en 2019). Or, depuis le 31 janvier (11 semaines) les sorties d'investissement de portefeuille ont atteint plus de USD 11 mds selon l'IIF contre des entrées nettes de USD 12 mds en 2019. À court terme, les pressions à la baisse sur la roupie devraient rester fortes, en dépit d'une contraction du déficit courant grâce à la baisse des importations de pétrole et au ralentissement de la demande intérieure. Les réserves de change (USD 113 mds fin mars) resteront largement suffisantes pour financer les besoins de financement à court terme du pays.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Philippines

L'économie stoppée dans son élan

La crise du coronavirus frappe une économie dynamique, dont la croissance avait dépassé 6% en glissement annuel au S2 2019 et devait continuer sur cette lancée en 2020. La pandémie et le confinement très strict imposé par le gouvernement Duterte vont gripper tous les moteurs de la croissance : arrêt de la production dans le centre économique du pays, ralentissement de la demande intérieure aggravé par les moindres transferts des travailleurs à l'étranger et les pertes du secteur informel, effondrement du tourisme et recul des exportations de biens et de services. Le choc est sévère, mais les bons fondamentaux macroéconomiques et l'endettement modéré du secteur public donnent des marges de manœuvre aux autorités pour mener des politiques de soutien.

Les Philippines ont bénéficié au cours des dernières années d'une croissance économique solide, tirée par une demande intérieure robuste et l'expansion de la base d'exportations de biens et services. La croissance du PIB réel s'est établie à 6,5% par an en moyenne entre 2012 et 2019. Elle a ralenti à 5,5% en glissement annuel (g.a.) au S1 2019, principalement à cause du recul de l'investissement, mais elle a ré-acceléré dès le S2 2019 pour atteindre 6,2% en g.a. Cette dynamique devait se poursuivre en 2020, avant d'être brutalement interrompue par le choc lié à l'épidémie du coronavirus.

Le gouvernement a imposé des mesures de confinement très strictes depuis la mi-mars. Toute l'île de Luzon et sa capitale Manille ont été placées en quarantaine pour un mois au moins. L'activité est par conséquent à l'arrêt dans cette région qui concentre 56 millions d'habitants (53% de la population du pays) et 73% du PIB (dont Manille : 36% du PIB). La crise sanitaire va également avoir des répercussions sur les secteurs dépendant de la demande internationale, notamment le tourisme, ainsi que sur les transferts des travailleurs à l'étranger qui sont un soutien important à la consommation des ménages. Tous les moteurs privés de la croissance philippine devraient donc être sévèrement affaiblis à partir du mois de mars. L'économie pourrait être en récession au premier semestre de 2020, avant de se redresser progressivement une fois le pic de l'épidémie passé. Les mesures de relance des autorités seront un facteur déterminant de la rapidité de la reprise. Nous tablons sur une croissance annuelle de 2% en 2020, le taux le plus faible depuis la crise de 2009. La croissance devrait ensuite rebondir à 6% en 2021, soit un taux légèrement en-dessous du potentiel des Philippines (tableau 1).

■ Les principaux moteurs de croissance grippés

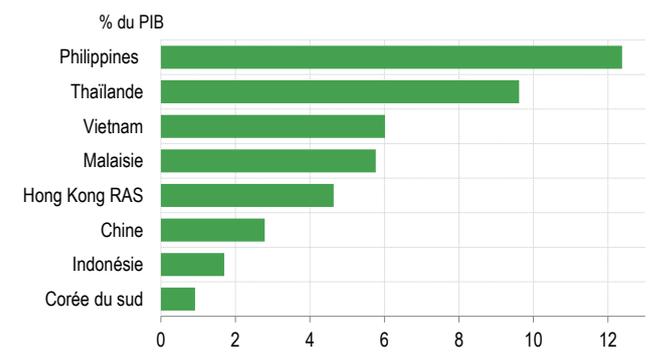
La consommation privée compte pour 68% du PIB et a été le principal moteur de la croissance économique ces dernières années. En 2019, elle a progressé de 5,8%, soutenue par la baisse de l'inflation (passée de 5,9% en g.a. au T4 2018 à 1,5% au T4 2019), la bonne tenue du marché du travail (le taux de chômage a continué de baisser pour atteindre 5,1%) et la solidité des transferts en provenance de l'étranger (qui ont atteint USD 30 mds, soit 8% du PIB). Le confinement de la population provoque un double choc sur la consommation : d'une part, les ménages limitent leurs achats aux biens de première nécessité et, d'autre part, ils subissent des baisses de revenus liées à l'interruption de l'activité de production. À la dégradation du marché du travail formel vont s'ajouter les pertes dans le secteur informel et la diminution probable des transferts des travailleurs à l'étranger. Le secteur informel philippin

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 6,2 | 5,9 | 2,0 | 6,0 |
| Inflation, IPC, var. annuelle, % | 5,2 | 2,5 | 2,2 | 2,8 |
| Solde budgétaire, % du PIB | -3,2 | -3,5 | -4,5 | -3,5 |
| Balance courante, % du PIB | -2,6 | -0,1 | -0,5 | -1,2 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Contribution du secteur du tourisme à l'économie



Sources : WTTC, BNP Paribas

s'est réduit au cours des dernières années, mais reste très important : il représenterait encore environ deux-tiers des emplois et 30% du PIB. Les revenus des ménages devraient donc être durablement affaiblis. Par conséquent, après un recul pendant la période de confinement en mars et au début du T2 2020, la consommation privée ne se redressera que très progressivement au cours des trimestres suivants.

L'activité dans le secteur du tourisme devrait rester à l'arrêt pendant plusieurs mois. Or, son poids dans l'économie est important, estimé à 12% du PIB, soit la contribution la plus large au sein des principaux pays asiatiques (graphique 2). Les recettes du tourisme dans la balance courante représentent, quant à elles, 7% du total des rentrées en devises (ou près de 3% du PIB).

La croissance de l'investissement a nettement fléchi en 2019 (+1,5% contre +12,9% en 2018), à cause de délais dans l'exécution du budget et d'interruptions dans plusieurs projets d'infrastructure publics, du resserrement des conditions de crédit du début d'année



et de la détérioration des perspectives de demande mondiale. L'investissement commençait à se redresser au S2 2019, notamment grâce à la reprise de projets de construction, mais cette amélioration s'est interrompue avec l'arrivée de l'épidémie. Malgré les mesures d'assouplissement monétaire, l'investissement privé devrait rester déprimé à court terme en raison des pertes supportées par les entreprises pendant la crise sanitaire et de la dégradation de la confiance. En revanche, l'investissement dans les projets d'infrastructure publics devrait rebondir plus rapidement après la période de confinement, soutenu par le programme « *Build build build* » du gouvernement (qui prévoit que les dépenses dans le développement d'infrastructures atteignent 7% du PIB en 2022, contre 3% en 2015).

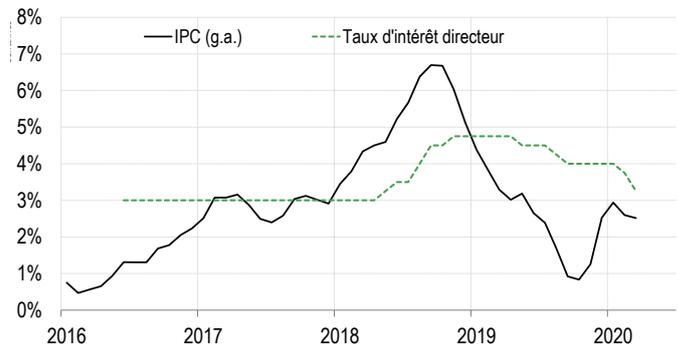
Les exportations de biens et services ont commencé à ralentir en 2019 (+3,2% en termes réels contre +13,4% en 2018). La croissance des importations a fléchi davantage, et la contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB est devenue légèrement positive après quatre années en territoire négatif. En 2020, les exportations et les importations de biens et services devraient se contracter, étant donné le ralentissement de la demande intérieure, le recul de la production industrielle mondiale (dont dépendent les ventes de biens électroniques et de services IT des Philippines), des échanges internationaux et du tourisme.

■ La banque centrale peut agir

La réduction des tensions inflationnistes donne à la banque centrale (*Bangko Sentral ng Pilipinas*, ou BSP) une marge de manœuvre pour mener une politique de soutien. La politique monétaire repose sur le ciblage de l'inflation, avec un intervalle cible de 2%-4%. Or, l'inflation est restée sous la barre des 3% depuis juin 2019. Après un rebond temporaire en décembre-janvier, elle devrait continuer de fléchir à court terme en raison de la faiblesse des prix du pétrole et du recul de la consommation. La BSP, qui a commencé à assouplir sa politique monétaire au T2 2019 et réduit son taux directeur de 50 points de base (pb) entre mai 2019 et janvier 2020, a accéléré le mouvement de baisse depuis le début de l'épidémie. Le taux directeur a été abaissé de 25 pb le 6 février puis de 50 pb le 19 mars, pour s'établir à 3,25% (graphique 3). Il devrait être encore réduit au T2 2020.

La banque centrale a également introduit des mesures pour soutenir la liquidité du secteur bancaire et encourager le crédit. Les ratios de réserves obligatoires ont été abaissés de 200 pb (à 12% pour les grandes banques) et les règles prudentielles (de *reporting* et de provisionnement, par exemple) ont été assouplies. Les banques sont incitées à soutenir leurs clients (en réduisant les frais, en allongeant les délais de remboursements, etc.). Sur le front du crédit, les autorités bénéficient aussi d'une certaine marge de manœuvre car les entreprises sont modérément endettées (le crédit au secteur privé représente moins de 50% du PIB) et le secteur bancaire est solide. Les banques affichent en effet des niveaux de liquidité et de fonds propres suffisamment confortables pour absorber une hausse des créances douteuses (estimées à 2% des prêts en 2019). Ceci étant dit, les banques vont faire face à des épisodes de stress et à une détérioration de leurs revenus à court

3- La banque centrale peut encore réduire les taux



Sources : Banque centrale, CEIC

terme. Leurs principales sources de vulnérabilité viennent de la concentration de leur portefeuille sur quelques grands conglomérats locaux et de leur exposition au marché immobilier (qui représente environ 20% des prêts). Leur exposition au risque de change est modérée, puisque les banques dans leur ensemble ne présentent pas de déséquilibre dans leurs bilans et que les prêts en devises ne constituent que 10% environ du total des prêts.

Le risque de change est lui-même modéré, le peso (PHP) restant soutenu par le différentiel entre les taux d'intérêt domestiques et les taux extérieurs, les bons fondamentaux macroéconomiques et la récente amélioration du déficit courant (seulement 0,1% du PIB en 2019). Le peso s'est légèrement apprécié en 2019, puis ne s'est que très légèrement déprécié contre le dollar depuis le début de la crise sanitaire malgré les sorties de capitaux. Au contraire, en ligne avec l'évolution des cours mondiaux, la bourse a subi une très forte correction au mois de mars (-22%).

■ Dérapage budgétaire sous contrôle

Le gouvernement a d'abord lancé un plan de soutien d'ampleur très modeste (PHP 27 mds, soit 0,15% du PIB), qui s'ajoutait au programme d'expansion de l'investissement public en place depuis 2016. Mais face à l'aggravation de la crise sanitaire et du choc sur l'activité et sur les revenus de la population, le gouvernement a déclaré l'état d'urgence fin mars et multiplié les mesures d'aide au secteur de la santé, aux travailleurs et aux ménages les plus vulnérables, au secteur du tourisme, à l'agriculture et aux petites entreprises. En 2020, le déficit budgétaire devrait dépasser 4% du PIB (contre une cible initiale de 3,2%). Les finances publiques sont assez solides pour absorber le choc : la dette du gouvernement est modérée, s'est réduite de 45% du PIB en 2015 à 42% en 2019, et est constituée aux 2/3 de titres émis sur les marchés locaux. La BSP a déjà annoncé le rachat de bons du Trésor pour PHP 300 mds (1,6% du PIB). Le gouvernement devrait donc être en mesure de financer ses besoins à court terme en dépit de la correction des marchés obligataires internationaux (le *spread* EMBI sur les titres souverains philippins est passé de 67 à 280 bp au T1 2020).

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



Hong Kong

Le Covid-19 aggrave une récession déjà en cours

L'épidémie a frappé une économie fragilisée depuis déjà plusieurs trimestres par le recul des exportations de marchandises, du tourisme, de la consommation privée et de l'investissement. Le gouvernement a lancé depuis février un vaste plan de relance budgétaire, équivalent à environ 10% du PIB. Ce plan comprend notamment des aides directes aux entreprises et aux ménages. Il devra par la suite être complété par des mesures moins ponctuelles, visant à encourager un redressement durable de la demande privée et de la croissance à moyen terme. Grâce à ses larges réserves budgétaires et sa dette minimale, le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre confortable pour conduire une politique expansionniste pendant quelques années.

■ Une nouvelle épreuve

La croissance économique a chuté très fortement au cours des deux dernières années. En glissement annuel (g.a.), elle est tombée de 4% au S1 2018 à 1,9% au S2 2018, puis à 0,6% au S1 2019 et -2,8% au S2 2019. Hong Kong devrait connaître au T1 2020 son quatrième trimestre consécutif de croissance trimestrielle négative, et la récession devrait se prolonger au T2. Si l'environnement international s'améliore par la suite, l'activité devrait se redresser progressivement, aidée par le rebond de la croissance en Chine continentale et une importante relance budgétaire. Elle pourrait néanmoins rester contrainte par la faiblesse persistante de la demande du secteur privé.

La contraction du PIB réel en 2019, et sans aucun doute aussi au T1 2020, s'explique par l'important recul de la demande intérieure (hors dépenses publiques) et des exportations de biens et services. La consommation privée a chuté au S2 2019 (-3,1% en g.a., contre +0,9% au S1 et +5,4% en 2018) en raison des mouvements de protestation, de la forte baisse des entrées de touristes et de la détérioration du marché du travail. La situation s'est ensuite brutalement aggravée en février du fait des mesures de confinement imposées en Chine et à Hong Kong. La baisse des ventes au détail s'est accélérée, passant d'environ -20% en g.a. par mois entre août 2019 et janvier 2020, à -47% en février (graphique 2). Le nombre d'entrées de touristes est tombé à moins de 200 000 en février, alors que le territoire accueillait encore 3,2 millions de visiteurs par mois en moyenne entre août 2019 et janvier 2020 (contre 5,8 millions au S1 2019). L'activité dans le secteur du tourisme devrait rester à l'arrêt encore plusieurs semaines, voire plusieurs mois. Or, son poids dans l'économie est important : les dépenses des touristes (dont 78% sont des chinois) dans les commerces locaux comptent pour environ un tiers des ventes au détail à Hong Kong, et la part du tourisme dans le PIB est estimée à 4,5%.

La dégradation du marché du travail était encore modérée en 2019, mais va s'accroître au S1 2020, ce qui freinera le redressement de la consommation privée. L'emploi et les salaires réels n'ont que légèrement fléchi au S2 2019, et le taux de chômage est passé de 2,8% mi-2019 à 3,3% fin 2019. Mais il s'élevait déjà à 3,7% en février 2020. Enfin, des effets de richesse négatifs résultant de la correction du marché boursier (l'indice Hang Seng a chuté de 16% au T1 2020) et des prix immobiliers (-6% depuis mi-2019) devraient également peser sur la consommation des ménages à court terme.

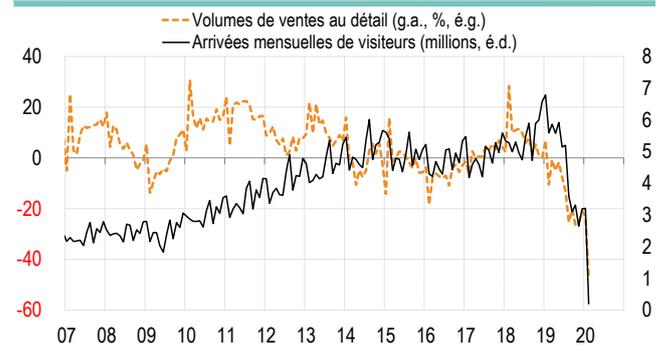
1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 2,9 | -1,2 | -2,5 | 3,9 |
| Inflation, IPC, var. annuelle, % | 2,4 | 2,9 | 2,1 | 2,4 |
| Solde budgétaire, % du PIB * | 2,4 | -1,3 | -10,0 | -5,8 |
| Balance courante, % du PIB | 3,7 | 3,5 | 2,5 | 3,0 |

* Année budgétaire du 1^{er} avril de l'année N au 31 mars de l'année N+1

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Tourisme et ventes au détail en chute libre



Sources : CSD, Hong Kong Tourism Board

L'investissement s'est effondré en 2019 (-12% contre +2% en 2018), avec la dégradation de la confiance des entreprises et des perspectives de croissance. Cette situation devrait s'être aggravée au T1 2020 étant donné la contraction de l'activité et les pertes enregistrées par les entreprises. L'investissement privé devrait rester à la peine au cours des prochains trimestres.

La contraction de l'activité dans le secteur touristique et le recul du commerce mondial et des échanges extérieurs chinois ont conduit à la baisse des exportations et des importations de biens et services de Hong Kong en 2019, et ces dynamiques vont se poursuivre en 2020. Les exportations de marchandises (dont 99% sont des réexportations) ont chuté de 4% en 2019 et de 12% en g.a. sur les deux premiers mois de 2020. Toutefois, en termes nets, la demande extérieure a apporté une contribution positive à la croissance du PIB réel en 2019 (+2,3 points de pourcentage) alors qu'elle était négative sur les trois années précédentes.



■ Virage expansionniste de la politique budgétaire

Le gouvernement a conduit une politique budgétaire clairement expansionniste en 2019, en réponse à la contraction de la demande privée et à la détérioration du sentiment des entreprises et des ménages. Le budget pour l'année 2019/20 comprenait des réductions d'impôts, une hausse des dépenses sociales et de nouveaux investissements dans les infrastructures, l'innovation et le développement de pôles technologiques. Puis, face au choc provoqué par l'épidémie de coronavirus, le gouvernement a annoncé deux vastes plans de relance : le premier en février, le deuxième début avril. Ces plans prévoient surtout des mesures ponctuelles permettant de limiter le recul de la demande intérieure à court terme. Par la suite, le gouvernement devra compléter son programme budgétaire par des mesures plus structurelles visant notamment à améliorer le système de protection sociale et l'accès au logement, ce qui permettra de soutenir la consommation privée et de renforcer les perspectives de croissance à moyen terme.

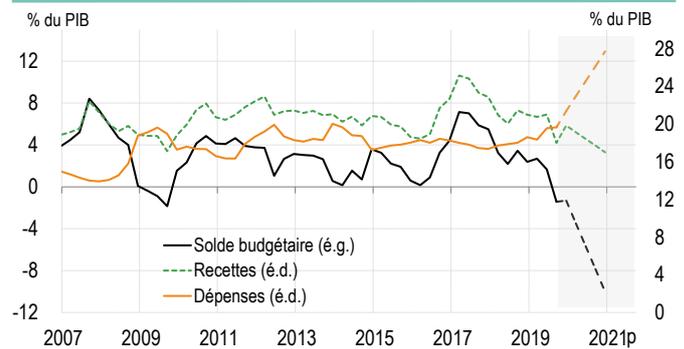
Le plan de relance budgétaire introduit pour l'exercice 2019/20 représentait 1,3% du PIB. Les deux plans de soutien introduits depuis février représentent au total 10% du PIB. Ils visent, d'une part, à renforcer le dispositif de lutte contre les épidémies avec la création d'un Fond dédié (HKD 30 mds, soit 1% du PIB) et, d'autre part, à aider les entreprises et les ménages et compenser leurs pertes de revenus, stimuler la demande et encourager un redémarrage rapide de l'activité. Les mesures incluent : 1) un versement de HKD 10 000 (près de USD 1 300) en liquide à chaque résident adulte, pour un montant total de HKD 71 mds (2,5% du PIB) ; 2) des réductions fiscales et autres allègements de frais (services publics, loyers des logements sociaux, etc.) pour un montant total de HKD 81 mds (2,8% du PIB) ; 3) des subventions aux entreprises pour les aider à payer les salaires pendant six mois, pour un total de HKD 80 mds (2,8% du PIB) ; 4) des mesures d'aide ciblée aux secteurs les plus fragilisés (tourisme, construction, etc.) pour un total de HKD 21 mds (0,7% du PIB) ; et 5) un programme de création d'emplois temporaires, pour un montant de HKD 6 mds (0,2% du PIB).

La politique monétaire a également été assouplie, Hong Kong suivant les décisions de la Fed américaine dans le cadre de son régime de *Currency Board*. Le taux de base a ainsi été abaissé de 2% à 0,86% au cours du mois de mars. Les autorités ont également introduit des programmes de prêts aux PME (à taux bas, garantis par le gouvernement) et ajusté les normes prudentielles des banques pour les inciter à assurer la couverture des besoins de financement des entreprises et des ménages à court terme.

■ Des finances publiques solides face au choc

Le gouvernement devrait afficher un déficit de 1,3% du PIB sur l'exercice budgétaire 2019/20 (qui se termine le 31 mars 2020) : il s'agit du premier déficit enregistré depuis 2003. Pour l'année 2020/21, le déficit devrait atteindre 10% du PIB. Le déficit devrait ensuite diminuer dans un contexte de redressement de l'activité et d'ajustement de la politique budgétaire. Le gouvernement prévoit néanmoins que les finances publiques restent déficitaires sur les cinq prochaines années.

3- Le solde budgétaire sera désormais déficitaire



Sources : Hong Kong Treasury, BNP Paribas

En 2019/20, les revenus totaux du gouvernement ont chuté de 5% pour représenter moins de 20% du PIB (première estimation), les recettes fiscales ayant souffert de la récession et de la correction sur les marchés boursier et immobilier. Les dépenses se sont accrues de 15%, avec une accélération au T1 2020 liée au plan de relance. En 2020/21, les revenus devraient se réduire fortement et les dépenses augmenteront pour atteindre un niveau sans précédent, proche de 28% du PIB – contre 19% en moyenne sur les cinq dernières années (graphique 3).

Le gouvernement bénéficie d'une importante marge de manœuvre pour absorber le dérapage de ses finances à court et à moyen terme. Une solide tradition de discipline budgétaire lui a permis de dégager des excédents sur les quinze dernières années, en dépit de la volatilité des revenus (qui reposent sur les impôts, les droits de timbres et les revenus sur les ventes de terrains). Le gouvernement a pu accumuler des réserves budgétaires très confortables. En 2019/20, elles représentaient 39% du PIB et 23 mois de dépenses budgétaires (contre 13 mois en 2004/05). Ces réserves financeront, au moins en partie, les déficits à venir, et vont donc se réduire au cours des prochaines années. Elles pourraient passer sous 15 mois de dépenses budgétaires à la fin de l'année 2020/21, ce qui reste un matelas de sécurité encore confortable. Le gouvernement central pourrait aussi choisir d'émettre des obligations. Sa dette est minimale, largement couverte par ses actifs ; d'une part, son obligation internationale émise en 2004 est arrivée à échéance en 2019 ; d'autre part, les obligations émises dans le cadre de programmes de développement du marché local (qui ne sont pas utilisées pour financer le budget) représentent moins de 5% du PIB.

En revanche, l'endettement des entreprises (226% du PIB en septembre 2019) et des ménages (79%) est très élevé et constitue une source de vulnérabilité dans le contexte actuel. Les difficultés de paiements vont s'accroître en dépit des mesures d'aide proposées par les autorités et par les créanciers. La performance des banques devrait se détériorer, mais le système financier dans son ensemble est solide. Il dispose de fonds propres et de niveaux de liquidité suffisamment confortables pour résister au choc.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



Égypte

Des capacités de résistance à court terme

Les conséquences de l'épidémie de Covid-19 sur l'économie devraient être significatives et provoquer un fort ralentissement de l'activité cette année. Néanmoins, la croissance devrait rester positive. À court terme, la dégradation attendue des finances publiques est soutenable, et le gouvernement égyptien est capable de faire face à une raréfaction temporaire des investisseurs internationaux. La liquidité en devise de l'ensemble du système bancaire s'est fortement améliorée au cours des derniers mois, renforçant la livre sur les marchés de change. Dans ce contexte, le financement du déficit courant, le remboursement des dettes extérieures, ainsi que la capacité à faire face à des retraits massifs de capitaux sont assurés à court terme.

Mesures de soutien économique

Face à l'épidémie de Covid-19, le gouvernement a pour le moment pris des mesures de restriction des déplacements et d'activité, mais pas de confinement. L'ensemble des vols aériens a été suspendu. Les mesures de soutien à l'économie sont d'abord monétaires avec la réduction de 300 points de base des principaux taux de la Banque centrale d'Égypte (BCE). Ainsi, le taux sur les dépôts auprès de la BCE a baissé de 12,25% à 9,25%. La BCE a, par ailleurs, annoncé un certain nombre de mesures à l'intention du secteur bancaire afin de soutenir l'activité économique, telles que le report de six mois du remboursement des crédits pour les entreprises et les individus, des réaménagements de créance pour les personnes en difficulté, la baisse du taux d'intérêt préférentiel destiné à certains emprunteurs et l'établissement d'un fonds de garantie à destination du secteur touristique. De son côté, le gouvernement a mis en place des mesures de soutien au secteur privé (prêts à taux bonifiés pour l'industrie, soutien au secteur hôtelier, aide directe à certains ménages) pour un montant équivalant à environ 2% du PIB.

Fort ralentissement économique attendu

Le ralentissement économique sera important, mais la structure de l'économie égyptienne devrait permettre de limiter le recul de la croissance. Les secteurs les plus vulnérables aux conséquences de l'épidémie, et dont l'impact sur la croissance sera significatif, sont l'industrie manufacturière (16% du PIB), la construction et l'immobilier (16% du PIB) et le tourisme¹. Ce dernier ne représente qu'une faible part du PIB (environ 3% du total), mais sa contribution à la croissance du PIB a été forte ces derniers trimestres, environ 1% pour une croissance totale du PIB de 5 à 6%. A contrario, les secteurs extractifs, agricole, des communications et de la santé (environ 25% du PIB pour l'ensemble) devraient être relativement moins affectés.

Au cours de l'année fiscale 2018/19, la croissance du PIB avait atteint 5,6% en termes réels. Ce rythme s'est maintenu au S1 2019/20. Au T3 2019/20, on estime que la croissance est restée positive bien qu'en léger repli (nous prévoyons 5,0% en g.a.). Jusqu'à présent, l'activité a été relativement peu affectée par le ralentissement de l'activité au niveau international étant donné sa faible intégration dans les chaînes de valeur internationales. Les

¹ Selon le ministère de la Coopération internationale, depuis le début de la crise, les réservations hôtelières ont chuté de 80% par rapport à la même période de l'année précédente.

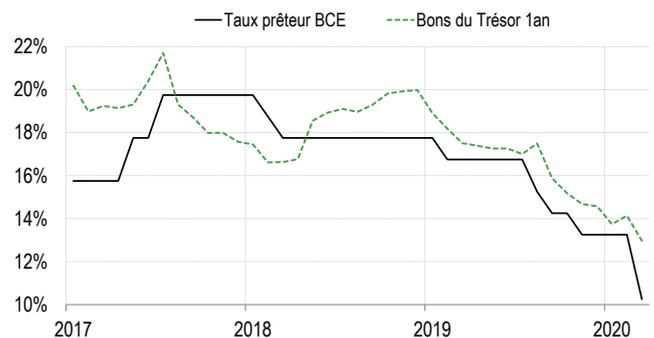
1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 5,3 | 5,6 | 2,6 | 3,4 |
| Inflation, IPC, var. annuelle, % | 21,5 | 13,4 | 5,9 | 7,5 |
| Solde budgétaire, % du PIB | -9,5 | -8,0 | -9,2 | -9,8 |
| Balance courante, % du PIB | -2,0 | -3,6 | -4,1 | -4,0 |

Années budgétaires T-1/T (juillet-juin)

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Assouplissement monétaire et baisse du taux d'intérêt des bons du Trésor



Sources : BCE, MdF

restrictions touchant l'activité économique ont été mises en place à partir du mois de mars 2020 et affecteront donc principalement le dernier trimestre de l'année 2019/20 (-4,1% en g.a.). Au total, la croissance devrait se réduire fortement mais rester positive à 2,6% sur l'ensemble de l'année 2019/20. Les conséquences économiques de la crise sanitaire devraient se prolonger au moins durant les premiers mois de l'année 2020/21, et affecter la saison haute de l'activité touristique. Par ailleurs, les capacités budgétaires de soutien et de relance de l'activité sont contraintes, tandis que la baisse du niveau de vie des ménages pourrait limiter la capacité de rebond de l'économie. Le PIB devrait progresser de 3,4% en 2020/21.

Inflation stable

À court terme, l'évolution des prix à la consommation est soumise à deux influences contraires : d'une part, les effets inflationnistes de ruptures dans la chaîne d'approvisionnement des biens alimentaires (40% de la composition de l'indice des prix) et, d'autre part, les



conséquences de la baisse des prix du pétrole. Ceux de l'ensemble des produits pétroliers (hors gaz butane) atteignent à leur coût de revient étant donné la fin des subventions. Ils devraient être revus à la baisse à partir du T4 2019/20. Au total, nous ne modifions pas significativement nos prévisions d'inflation, et prévoyons une moyenne annuelle de 5,9% en 2019/20.

■ Situation budgétaire soutenable

Pour le moment, les mesures budgétaires de soutien direct annoncées restent assez limitées (environ 2% du PIB) et concerneront, pour une large part, l'exercice budgétaire 2020/21. Par ailleurs, la chute des prix du pétrole réduira les subventions sur le gaz butane (les autres subventions à l'énergie ont été éliminées), mais avec un impact très marginal sur les dépenses totales.

Du côté des recettes, les taxes directes et indirectes seront en réduction ainsi que les revenus liés au Canal de Suez (6% des revenus du gouvernement en 2018/19). Si la baisse des recettes affectera directement le dernier trimestre de l'exercice budgétaire en cours, les dépenses de soutien seront plus étalées dans le temps. Après avoir enregistré un surplus de 1,35% du PIB en 2018/19, le solde budgétaire primaire devrait devenir négatif cette année à 0,3% du PIB. De même, en 2020/21, le solde primaire devrait afficher un déficit de 1,8% du PIB étant donné la nécessité de soutenir budgétairement l'activité et la baisse des recettes.

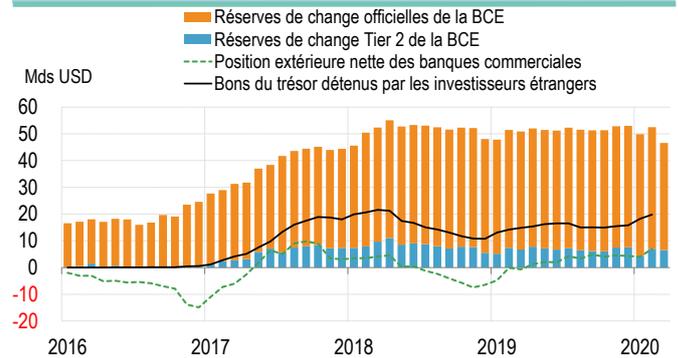
La difficile maîtrise des intérêts de la dette (47% des recettes totales en 2018/19) est à l'origine de déficits budgétaires importants. La baisse des taux de la BCE devrait permettre une baisse des intérêts de 0,3% du PIB en année pleine (ils étaient équivalents à 9,5% du PIB en 2018/19). En effet, l'économie potentielle liée à la baisse des taux (une baisse de 100 bps équivaut à environ EGP 8 à 10 mds) devrait être amoindrie par la hausse des taux sur le marché des bons du trésor induite par la hausse de l'aversion au risque, et par une moindre liquidité en raison de la sortie d'une partie des investisseurs étrangers. Par conséquent, le déficit budgétaire devrait repartir à la hausse cette année pour atteindre 9,2% du PIB.

Tant que le déficit budgétaire reste contenu, son financement reste assuré malgré la raréfaction des sources extérieures de financement. La liquidité du système bancaire local nous paraît suffisante pour faire face aux besoins de financement. L'ensemble du passif de la BCE lié aux opérations d'open-market était équivalent à 13% du PIB en février 2020. La baisse de rémunération de ces opérations pourrait inciter les banques à se tourner vers les titres émis par le gouvernement.

■ Résistance de la liquidité en devises

Les conséquences de la baisse des prix du pétrole sur les comptes externes sont ambivalentes. En volume, le pays est importateur net de produits pétroliers (brut et raffiné) et est redevenu exportateur net de GNL (mais pour des volumes limités). En valeur, le solde total des hydrocarbures a été faiblement déficitaire en 2019, signalant un décalage entre volume et prix lié à la nature de l'accord entre la compagnie pétrolière nationale égyptienne (EGPC) et les compagnies pétrolières internationales. La chute des prix du pétrole attendue en 2020 devrait avoir un effet légèrement positif sur le

3- Liquidité en devise du système bancaire



Source : BCE

solde commercial. Par contre, le secteur touristique devrait être fortement affecté et nous estimons que les recettes touristiques pourraient baisser d'au moins 25% en 2019/20, avant de se rétablir en 2020/21, sans toutefois retrouver le niveau de 2018/19 (USD 12 mds). De même, les transferts privés des expatriés devraient être affectés par le fort ralentissement économique dans le Golfe, tandis que les recettes du Canal de Suez souffriront du ralentissement du commerce mondial et de la baisse des prix du pétrole. Le déficit courant devrait se creuser à 4,1% et 4% du PIB en 2019/20 et 2020/21.

A court terme, la situation de la liquidité en devises reste acceptable, même en cas de fuite des capitaux. En effet, la somme du déficit courant (USD 13 mds en année pleine), de l'amortissement de la dette extérieure (USD 7 mds en 2020) et des bons du Trésor détenus par les investisseurs étrangers (environ USD 20 mds en février 2020) sont largement couverts par les actifs en devises de l'ensemble du système bancaire. La position extérieure nette des banques commerciales était positive de USD 7 mds en février 2020, tandis que les avoirs brut en devises de la BCE s'élèvent actuellement (fin mars 2020) à USD 47 mds en ajoutant les réserves tier 2 (destinées à couvrir une partie des flux de portefeuille) aux réserves officielles.

Néanmoins, si la position extérieure nous paraît solide à court terme, la dégradation des comptes courants et la réduction vraisemblable des flux de capitaux pourraient mettre un terme à l'appréciation de la livre sur les marchés des changes. Un certain nombre d'éléments devraient permettre de limiter cette dépréciation : un marché de la dette locale qui reste attractif pour les investisseurs internationaux, des investissements étrangers dans le secteur énergétique, même si ceux-ci pâtiront de la déprime du marché pétrolier, et le soutien renouvelé des monarchies du Golfe en cas de besoin.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com



Émirats Arabes Unis

Vers une nouvelle crise à Dubaï ?

En tant qu'économie la plus diversifiée du Golfe et producteur de pétrole, les Émirats arabes unis sont doublement affectés par l'épidémie de Covid-19 et la chute des prix du pétrole. La crise risque de s'accroître dans l'immobilier à Dubaï, en difficulté depuis plusieurs années, entraînant la dégradation de la situation financière des entreprises de la construction et des services. Cela devrait augmenter le risque de crédit et peser sur le secteur bancaire. Les finances publiques devraient pouvoir faire face à la baisse des revenus pétroliers, au prix d'une hausse de la dette. La solidité de la position extérieure garantit l'ancrage du dirham au dollar.

■ Une économie doublement affectée

Comme l'ensemble des pays du Golfe, l'économie des Émirats arabes unis (EAU) est actuellement confrontée à une double difficulté : l'épidémie de Covid-19 et la chute des prix du pétrole. La structure de cette économie la rend particulièrement sensible : Abu Dhabi est un important producteur de pétrole au sein de l'OPEP et Dubaï est particulièrement dépendante des secteurs du tourisme et de l'immobilier. Pour limiter l'expansion de l'épidémie, un certain nombre de restrictions a été imposé concernant les déplacements et les activités économiques non vitales.

Pour le moment, les mesures de soutien budgétaire à l'activité restent modérées (environ 2% du PIB). Elles consistent essentiellement en des réductions de taxes, une hausse des subventions sur l'eau et l'électricité, et le renforcement du programme Ghadan 21 à Abu Dhabi¹. La Banque centrale des EAU (BCEAU) a réduit son taux directeur de 125 points de base depuis le début de l'année² et a annoncé un plan de soutien de USD 70 mds (17% du PIB) consistant en des avances de liquidité sans intérêt contre garanties pour les banques commerciales, le report de mensualités de prêts pour certaines entreprises, la baisse du coefficient de réserves obligatoires et le relâchement des normes prudentielles concernant les prêts aux PME et le plafond d'exposition des banques au secteur de l'immobilier. Certaines entreprises de secteurs particulièrement exposés, tel que le transport aérien, devraient bénéficier d'apport en capital de la part du gouvernement.

■ Chute de l'activité hors pétrole

La croissance de l'activité hors pétrole est en berne depuis 2017 (inférieure à 2%) en raison du ralentissement de l'activité à Dubaï. En effet, l'émirat le plus diversifié de la fédération (environ 30% du PIB total) fait face depuis 3 ans à un ralentissement prononcé du secteur de l'immobilier (15% du PIB) et à une baisse de la fréquentation touristique (un peu plus de 10% du PIB). Ce ralentissement structurel va se transformer en récession cette année avec le ralentissement des chantiers, l'arrêt temporaire de la fréquentation touristique et la baisse du commerce mondial.

¹ Ce programme de AED 50 mds (3,4% du PIB), débuté en 2019, vise à soutenir le développement des PME, notamment dans le secteur des nouvelles technologies.

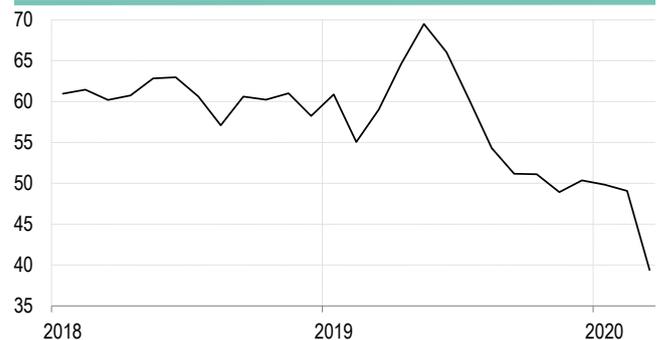
² Cette baisse du taux directeur (sur les CD à une semaine) est liée à la nécessité pour la BCEAU de suivre les décisions de la Réserve fédérale américaine en raison de l'ancrage du dirham à l'USD. Ce n'est pas réellement une mesure de soutien à l'économie.

1- Prévisions

| | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|-------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle (%) | 1,7 | 1,9 | -6,7 | 3,8 |
| Inflation moyenne (IPC, %) | 3,1 | -1,9 | 0,2 | 1,8 |
| Solde budgétaire / PIB (%) | 1,8 | 0,4 | -8,3 | -6,9 |
| Solde courant / PIB (%) | 10,0 | 7,3 | -0,4 | 1,0 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Indice PMI du secteur privé non-pétrolier, nouvelles commandes



Source : Markit

Facteur aggravant, le possible report d'une année de l'Exposition universelle prévue en octobre 2020 à Dubaï pourrait réduire tout espoir de reprise de l'activité dans la deuxième partie de l'année. À Abu Dhabi, les difficultés du secteur de l'immobilier pèsent aussi sur la croissance du PIB non pétrolier (inférieure à 1% depuis 2018). Au total, pour l'ensemble des EAU, nous estimons que le PIB hors pétrole devrait se replier de 5% en 2020 après seulement 1,1% estimé en 2019.

De même, le PIB pétrolier (environ 30% du PIB total des EAU) devrait enregistrer une baisse significative en 2020. L'ensemble des pays du groupe OPEC+ sont en effet parvenus à un accord de baisse de leur production totale de pétrole de 9,7 mb/j qui entre en application à partir de mai 2020. Les UAE sont le 3^e producteur de l'OPEP (11% du total avec 3,09 mb/j en moyenne en 2019) et leur engagement porte sur une baisse de production de 0,74 mb/j, ce qui pourrait réduire leur production d'environ 10% en moyenne en 2020.



■ Hausse attendue du risque de crédit

Au total, la croissance devrait se replier de 6,7% en 2020. La chute de l'activité hors pétrole qui affectera prioritairement Dubaï, conduira à une hausse significative du risque de crédit. Les conglomérats quasi-publics qui participent au développement à Dubaï subissent depuis plusieurs années le ralentissement du secteur de l'immobilier. Ces entreprises principalement actives dans la construction et l'immobilier sont fortement endettées³ et vont rapidement faire face à des problèmes de liquidité.

La baisse des prix depuis 2018 (-30% environ pour l'immobilier résidentiel) n'a pas fait ralentir la croissance de l'offre dans un marché pourtant en surcapacité. Selon S&P, à Dubaï, l'année 2019 a été une année record dans la livraison d'habitat résidentiel, et 2020 pourrait battre ce record. La possible annulation de l'Exposition universelle devrait accélérer la baisse de la demande et la chute des prix. Déjà, certains conglomérats ont approché leurs principaux créanciers en vue de renégocier leur dette, tandis que d'autres ont vu leur note de solvabilité dégradée par les agences de rating. La capacité de Dubaï à soutenir les conglomérats en difficulté est contrainte par des ressources budgétaires limitées.

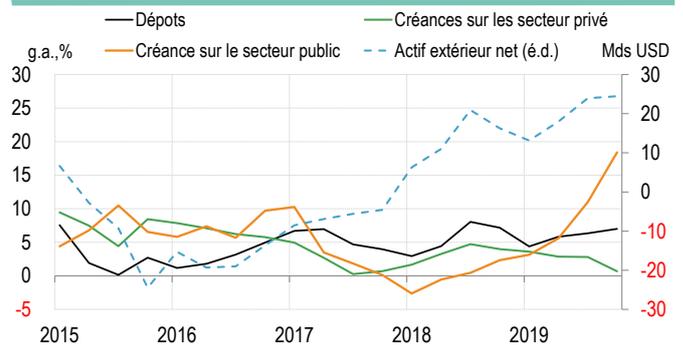
■ Un secteur bancaire en première ligne

Dans ce contexte de possible accélération de la dégradation du secteur immobilier, la qualité des actifs bancaires va se détériorer. Le ratio de créances douteuses est en augmentation régulière depuis 2017. Selon le FMI, il a atteint 6,5% fin 2019. L'exposition de l'ensemble des banques aux secteurs de la construction et de l'immobilier est équivalente à environ 1/4 des crédits au secteur privé.

Depuis l'éclatement de la bulle immobilière de 2008, la solidité des banques a été renforcée, les dettes des conglomérats ont été rééchelonnées et la spéculation immobilière a été réduite. Le risque que fait peser l'immobilier sur le secteur financier et donc sur le reste de l'économie, n'est plus de nature systémique. Néanmoins, les récentes mesures de la CBEAU vont dans le sens d'un relâchement des normes prudentielles pour les banques afin de soutenir le crédit aux PME. Le crédit bancaire au secteur du commerce est équivalent à 11% du crédit au secteur privé, tandis que le crédit à la consommation en représente 25%.

Du côté des ressources, la dégradation des finances publiques pourrait peser sur les dépôts du gouvernement qui représentaient 18% des dépôts totaux fin 2019. Néanmoins, à court terme, la liquidité des banques émiraties reste satisfaisante. Les dépôts, qui sont la principale ressource des banques, augmentaient de 7% en rythme annuel en décembre 2019, tandis que les crédits au secteur privé (67% du total des crédits) stagnaient (+0,7%). Par ailleurs, signe de l'absence de tensions sur la liquidité, la position extérieure nette des banques étaient en excédent de USD 24 mds (5,9% du PIB) en décembre 2019, soit le niveau le plus élevé depuis quinze ans.

3- Bilan simplifié des banques commerciales



Source : FMI

■ Pas de problème de financement du déficit budgétaire

Avec la chute des revenus budgétaires pétroliers (environ 50% des revenus totaux) et les mesures de soutien à l'activité, le solde budgétaire devrait être significativement en déficit en 2020. La baisse attendue de la production de pétrole se cumulera à la baisse de 40% en moyenne des prix du pétrole au cours de cette année. Pour compenser une partie de la baisse de revenu, le gouvernement pourrait avoir recours aux revenus des fonds souverains. Au total, nous prévoyons un déficit équivalent à 8,3% du PIB en 2020 (soit USD 35 mds) et 6,9% du PIB en 2021.

Le gouvernement dispose de plusieurs solutions afin de financer ce déficit. L'émission obligataire internationale de 2019 (USD 10 mds) lui a procuré des liquidités et une nouvelle émission de USD 7 mds a eu lieu ce mois d'avril 2020. Enfin, les avoirs gouvernementaux placés dans différents fonds souverains s'élevaient à plus de USD 800 mds (200% du PIB en 2019) et peuvent être une source de financement supplémentaire. La dette du gouvernement est modérée et devrait atteindre 28% du PIB en 2020.

■ Solidité du peg

Les comptes extérieurs sont solides et les excédents du compte courant sont récurrents. Cependant, avec la baisse du prix du pétrole et le repli du commerce mondial, les comptes courants devraient enregistrer un léger déficit de 0,4% du PIB en 2020 (USD 1,8 mds). Selon l'IIF, l'amortissement de la dette extérieure (prêts et obligations) s'élève à USD 60 mds en 2020. Les réserves de change de la banque centrale s'élevaient à USD 107 mds en 2019 (soit 7,5 mois d'importations de biens et services). Dans cette situation, et en prenant en compte les avoirs extérieurs du gouvernement, l'ancrage du dirham au dollar n'est pas à risque.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

³ La dette totale du gouvernement de Dubaï et des conglomérats quasi-public en dépendant est supérieure à 100% du PIB de Dubaï.



Maroc

Des fondamentaux solides face à la crise

Les conséquences de la pandémie du coronavirus sur l'économie marocaine seront significatives. L'activité touristique est à l'arrêt depuis mars et le restera jusqu'en mai dans le meilleur des cas. Le secteur de l'automobile ou encore les transferts financiers de la diaspora marocaine seront également affectés par la crise en Europe. Sous réserve que la situation s'améliore au second semestre, le Maroc devrait cependant éviter une récession. Les fondamentaux macroéconomiques sont solides et le pays va bénéficier d'un allègement substantiel de ses importations de produits pétroliers. De plus, les autorités ont réagi rapidement pour amortir le choc.

L'économie marocaine devait retrouver du dynamisme après une année 2019 en demi-teinte. Attendue initialement à 3,5%, la croissance vient d'être ramenée à 2,3% par la banque centrale. Face à l'ampleur du choc qui s'annonce, cette prévision risque de s'avérer optimiste même si l'on pense que l'économie devrait pouvoir échapper de peu à la récession cette année. Les autorités ont réagi rapidement et le pays n'est que faiblement exposé à la volatilité des marchés financiers et des matières premières. Sous réserve d'une reprise dès le second semestre, la croissance pourrait ainsi s'établir à 0,5%, soit son plus bas niveau depuis 20 ans. Les incertitudes qui entourent cette projection sont très élevées.

■ Économie sous pression : les autorités réagissent

En plus d'une nouvelle chute d'environ 3% de la valeur ajoutée agricole (12-13% du PIB, un tiers des emplois) en raison de conditions climatiques défavorables, l'économie va aussi subir les effets de la pandémie. L'activité touristique est à l'arrêt depuis le début du mois de mars. Point positif, les deux tiers de la saison touristique s'effectuent à partir de juin. Mais avec 80% des touristes hors diaspora marocaine provenant d'Europe, les pertes s'annoncent significatives pour un secteur dont la contribution au PIB est supérieure à 8%, soit le niveau le plus élevé dans la région (voir graphique 2). Les canaux de transmission ne s'arrêteront d'ailleurs pas au seul secteur du tourisme. L'Europe représente 60% des exportations du royaume, 68% des transferts financiers de la diaspora et plus de 70% des investissements étrangers. La filière automobile, désormais principale source d'exportation du Maroc, est particulièrement vulnérable même si son développement n'est pas compromis.

Un net fléchissement de la croissance hors agriculture est donc attendu cette année. Pour autant, elle ne devrait pas s'écrouler. Un comité de veille a été mis en place pour réagir aux effets de la pandémie. Des reports de charges jusqu'à fin juin ont déjà été annoncés ainsi que des indemnités forfaitaires mensuelles pour les salariés des entreprises en difficulté. Des réflexions sont également en cours pour venir en aide aux travailleurs du secteur informel. Le financement sera assuré par un fonds de soutien qui a déjà atteint près de 30 milliards de dirhams (MAD), soit 2,5% du PIB, y compris la dotation de l'Etat de MAD 10 mds, le reste provenant de contributions volontaires.

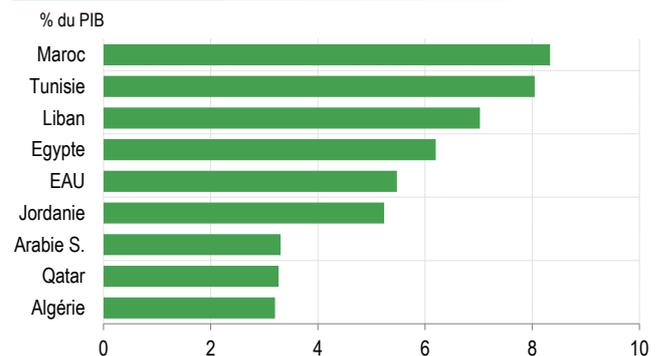
La banque centrale a également procédé à une baisse de son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 2%, et a mis en place une série de mesures qui permettront de tripler la capacité de

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 3,0 | 2,4 | 0,5 | 3,0 |
| Inflation, IPC, moyenne annuelle, % | 1,8 | 0,3 | 0,7 | 1,2 |
| Solde budgétaire % du PIB | -3,7 | -4,0 | -5,0 | -4,0 |
| Balance courante, % du PIB | -5,5 | -4,6 | -5,9 | -4,1 |

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Contribution du secteur du tourisme à l'économie



Source : WTTC

refinancement des banques. Avec une inflation qui oscille autour de 1%, la marge de manœuvre des autorités monétaires pour de nouveaux assouplissements reste confortable.

D'autres facteurs de support sont à prendre en considération, en particulier la solidité d'un système financier dont l'activité s'appuie sur une large base de dépôts domestiques, et qui de surcroît n'est que faiblement exposé au secteur du tourisme (moins de 2% des encours). Les banques apparaissent aussi bien capitalisées pour faire face à une montée du risque de crédit malgré une qualité de portefeuille assez dégradée (le taux de créances non performantes est de 8%). Surtout, les fondamentaux macroéconomiques sont suffisamment robustes pour absorber un choc temporaire.

■ Comptes extérieurs : un choc gérable

Avec 15% des recettes en devises générées par le secteur du tourisme, des exportations d'automobiles (27% du total des exportations) et les transferts financiers de la diaspora (13% des recettes courantes) menacés, la pression sur les comptes extérieurs sera également forte. Mais en tant qu'importateur de pétrole, le



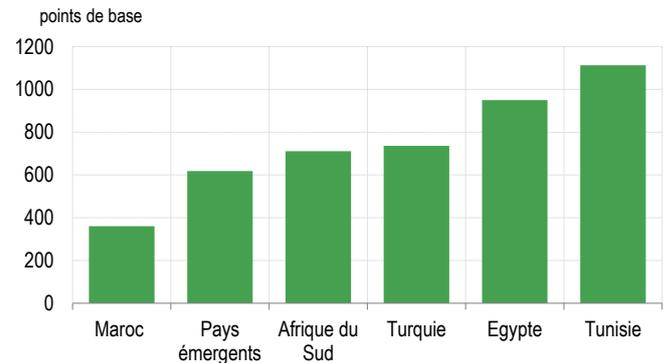
Maroc va aussi bénéficier de la chute des cours du Brent. Même en supposant un baril à près de USD 40 en moyenne sur l'année, et donc une reprise au second semestre, les importations de produits pétroliers chuteraient de plus de 2 points de PIB, ce qui permettrait de limiter la dégradation du déficit courant (5,9% du PIB en 2020 contre 4,6% en 2019). La couverture des besoins de financement pourrait s'avérer difficile compte tenu des pressions baissières sur les investissements directs étrangers, dont les flux nets oscillent autour de 2% du PIB. Une aggravation plus sévère des comptes externes n'est également pas à exclure. Néanmoins, la stabilité extérieure ne nous apparaît pas menacée.

L'endettement en devise est modéré à 45% du PIB dont les deux tiers contractés par le gouvernement ou des entreprises publiques (avec la garantie de l'Etat) sur des maturités longues. En ce qui concerne la dette extérieure du secteur privé, elle n'est que de 7,5% du PIB, et constituée à 70% par des crédits commerciaux. Contrairement à de nombreux pays émergents, le Maroc devrait être épargné par les fortes turbulences qui agitent les marchés financiers internationaux comme l'atteste le niveau toujours relativement bas de la prime de risque exigée par les investisseurs sur les obligations d'Etat du royaume (voir graphique 3) malgré son envolée depuis fin février. Cependant, une nouvelle émission de dette souveraine, après celle de novembre 2019, reste hypothétique tant l'aversion au risque émergent est forte en ce moment.

Les réserves de change sont confortables. Fin 2019, elles atteignaient USD 25,3 mds, soit l'équivalent de 5,4 mois d'importations de biens et services. C'est aussi trois fois supérieur au stock de dette de court terme. De plus, les autorités viennent d'annoncer qu'elles vont tirer sur la ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI. Renouvelée en décembre 2018 pour deux ans, la LPL est dotée d'un montant de USD 3 mds. Il ne s'agit pas d'un prêt mais d'une assurance pour protéger la position extérieure du Maroc face à un choc, ce qui veut dire la dette publique extérieure ne sera pas impacté.

La flexibilisation en cours du régime de change permettra également d'amortir une partie du choc. La bande de fluctuation du dirham a été élargie début mars de +/- 2,5% à +/-5%. Depuis le lancement de la réforme en janvier 2018, le dirham est resté remarquablement stable et la banque centrale n'intervient quasiment plus sur le marché interbancaire. Les premières informations semblent indiquer que c'est toujours le cas actuellement même si l'émergence de pressions fortes sur le MAD marocain laisse penser que les autorités monétaires pourraient reprendre leur opérations de soutien à la devise. Cependant, la dépréciation du dirham sera contenue. De plus, l'économie marocaine est peu sensible aux variations du taux de change compte tenu du faible niveau de l'inflation et de l'endettement extérieur modéré du gouvernement et des entreprises.

3- Ecart de rendements sur les obligations souveraines



Source : JP Morgan

■ Des coupes probables pour soulager le budget

La situation des finances publiques ne soulève pas d'inquiétudes majeures même si des réallocations de dépenses, voire des coupes, semblent inévitables. Les dernières estimations de la banque centrale tablent sur un déficit budgétaire de 4% du PIB en 2020 contre 3,8% attendu initialement. Cette légère hausse de 0,2 point de PIB ne tient cependant pas compte des mesures que le gouvernement sera amené à prendre pour soutenir l'économie, à commencer par la dotation de MAD 10 mds (0,8% du PIB).

D'ores et déjà, le recrutement des fonctionnaires a été gelé, à l'exclusion des ministères de l'Intérieur et de la Santé. Les subventions énergétiques vont également baisser en raison de la baisse des cours du gaz. Néanmoins, la caisse de compensation représentant à peine 5% des dépenses globales, les gains potentiels resteront limités. C'est donc le poste des investissements publics qui offre le plus de flexibilité. Doté d'une enveloppe de MAD 70 mds (21% des dépenses totales), une baisse de 10% de cette dernière permettrait par exemple de réduire les dépenses budgétaires de 0,6 point de PIB. Nous n'anticipons donc pas, à ce stade, de forte dégradation du déficit budgétaire (5% du PIB).

Le gouvernement va, de plus, continuer de bénéficier de conditions favorables pour couvrir ses besoins de financement en s'appuyant sur un marché local de la dette, captif et liquide. Malgré une dette de 65% du PIB, les charges d'intérêts restent contenues à 2,4% du PIB et 11% des recettes fiscales. Environ 80% de la dette du gouvernement est libellée en MAD.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



Kenya

Une période économique difficile s'annonce

L'économie devrait être mise à rude épreuve en 2020 en raison des effets de l'épidémie de coronavirus, alors que la croissance réelle du PIB s'était déjà modérée l'an dernier. Le ralentissement de la croissance limitera davantage la marge de manœuvre budgétaire, d'autant plus que les recettes en devises vont également être grevées par des conditions climatiques défavorables. En outre, les rivalités politiques compliquent la mise en œuvre de la politique budgétaire. L'impossibilité de réduire les déficits dégradera la soutenabilité de la dette souveraine à moyen terme. De plus, l'assouplissement monétaire et les mesures d'urgence introduites dans le système bancaire pourraient remettre en cause les progrès liés à la récente abrogation de la loi sur le plafonnement des intérêts.

■ Impact de la pandémie sur une croissance déjà ralentie

Le Kenya ressent les effets économiques du virus Covid-19. Selon l'enquête d'un groupe du secteur privé¹, plus de 60% des entreprises sont touchées par les mesures prises pour contenir la pandémie, notamment en raison des liens étroits avec la Chine (plus de 20% des importations du Kenya). En effet, avec la réduction des importations, certains intrants industriels doivent être achetés ailleurs ou remplacés par une production locale. Certaines entreprises ont donc été contraintes de réduire leur production.

Ensuite, les exportations vers d'autres marchés tels que le Moyen-Orient et l'Europe ont été affectées. Les exportations les plus touchées sont celles de produits horticoles, en particulier le thé et le café (respectivement 23% et 4% des exportations totales), dont les prix, qui avaient enregistré une légère hausse en 2019 de l'ordre de 4%, subissent des dynamiques divergentes depuis le début d'année (-3% pour le thé et +5% pour le café).

De plus, depuis décembre 2019, une invasion de criquets en Afrique de l'Est a dévasté environ 13% des cultures kenyanes². Ceci pourrait conduire à la montée de l'insécurité alimentaire, également aggravée par l'escalade des conflits dans la région de la vallée du Rift. Le Kenya devrait aussi faire face à une contraction des réserves de change en 2020 (à USD 8,9 milliards, ou 5,3 mois d'importations).

Les déséquilibres extérieurs du pays sont importants et vont le rester même si la baisse des importations de pétrole compense le déclin des exportations. Le marché du change a aussi connu des épisodes de volatilité accrue, et le shilling a perdu plus de 4% contre le dollar depuis le début de l'année.

Les compagnies aériennes³ et le tourisme seront pénalisés, sachant que le Kenya est la troisième destination touristique en Afrique Sub-Saharienne et que le tourisme contribue à plus de 8% du PIB, environ 15% des exportations et 8% des emplois du pays. La construction et l'immobilier souffrent également, car les projets de développement subissent des retards.

¹ La Kenya Private Sector Alliance (Kepsa)

² 3% des zones de récolte de thé et 15% de la zone de récolte de café ont été envahies par les criquets.

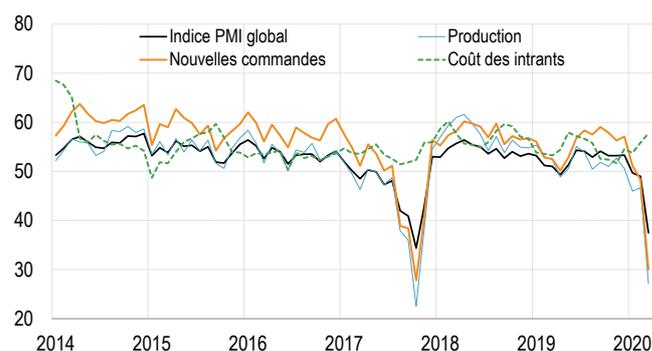
³ Avant même les restrictions sur les vols, la compagnie Kenyan Airways avait annoncé une perte d'USD 8 millions en fin d'année après la suspension des vols vers la Chine suite aux premiers cas de coronavirus.

1- Prévisions

| | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 6.3 | 5.5 | 3.0 | 5.2 |
| Inflation, IPC, moyenne annuelle, % | 4.7 | 5.6 | 6.3 | 5.2 |
| Solde budgétaire % du PIB | -6.9 | -7.3 | -7.6 | -5.2 |
| Balance courante, % du PIB | -5.0 | -4.7 | -4.6 | -4.6 |

e: Estimations et prévisions des Études économiques du groupe BNP Paribas

2- Détérioration du secteur privé depuis le début de l'année



Source : Institut national de statistiques

À cause de cette dynamique, la croissance économique devrait se réduire de moitié en 2020, selon les dernières déclarations de la banque centrale. Ceci fait suite à une période de croissance déjà inférieure au potentiel en 2019.

Bien que toujours dans la fourchette cible de 2,5% à 7,5% de la banque centrale, l'inflation IPC augmente progressivement et a atteint 6,37% en février 2020, en raison des effets de l'épidémie. Cette tendance constitue un risque additionnel qui pourrait réduire la marge de manœuvre de la banque centrale pour assouplir la politique monétaire afin de stimuler le crédit bancaire et la demande intérieure.



■ Mesures de relance monétaires et fiscales

Malgré la réponse rapide du gouvernement avec des mesures strictes sur les déplacements et les rassemblements pour freiner la diffusion du virus⁴, les principales inquiétudes restent le système de santé fragile et les pertes d'emplois. La Banque mondiale donnerait USD 60 millions au secteur sanitaire pour faire face à la pandémie. Le pays cherche aussi une aide d'urgence du FMI jusqu'à USD 350 millions. Entre temps, des mesures monétaires et fiscales ont été prises par les autorités locales.

Faisant écho aux décisions d'assouplissement d'autres banques centrales africaines, le dernier Comité de Politique Monétaire du 23 mars a abaissé le taux directeur de 100 points de base pour la troisième fois consécutive, malgré les pressions inflationnistes. Il a réduit le coefficient de réserves obligatoires pour les banques commerciales (de 5,25% à 4,25%), libérant KSH 32.2 mds pour permettre aux banques d'accorder des prêts aux particuliers ou aux petites entreprises qui rencontrent des problèmes de trésorerie.

En outre, le 18 mars, la banque centrale a publié une série de mesures d'urgence applicables au système bancaire. Il s'agit d'allonger les durées de remboursement des prêts personnels jusqu'à 12 mois ainsi que de restructurer les prêts aux entreprises ; de supprimer les frais sur les transactions via téléphone mobile jusqu'à fin juin ; et de tripler la durée des transactions repo avec les banques (de 28 à 90 jours) pour assurer une liquidité suffisante dans le système bancaire.

Le gouvernement a annoncé des mesures fiscales effectives au 1^{er} avril, comportant des allègements fiscaux pour les faibles revenus, des réductions d'impôts pour les personnes et les entreprises⁵ et un abaissement du taux de la TVA. Il a aussi été prévu de libérer KSH 49 mds (USD 460 millions) pour couvrir les factures non payées aux fournisseurs ainsi que KSH 10 mds pour des remboursements de TVA aux entreprises. Une dotation d'environ KSH 10 mds est prévue, sous forme d'allocations mensuelles, pour les personnes les plus vulnérables.

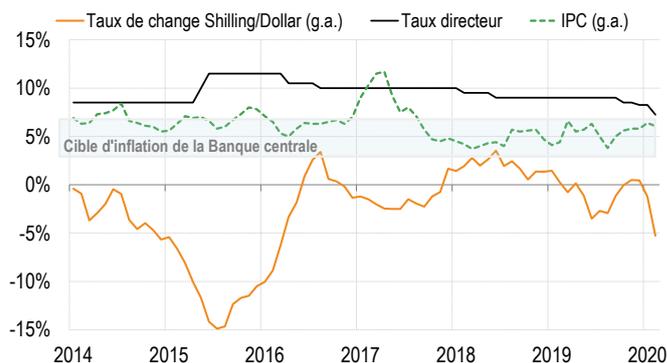
■ Finances publiques sous pression et reprise du système bancaire retardée

Les finances publiques vont se dégrader en raison du ralentissement économique et des mesures de soutien qui viennent d'être introduites par le gouvernement. Elles restent également menacées par plusieurs autres éléments. D'abord, les rivalités persistent au sein du parti au pouvoir ; elles entravent la bonne conduite de la politique budgétaire, et le rythme de la consolidation

⁴ Annulation des vols internationaux, sauf avions cargo, fermeture des bars et restaurants, interdiction de tous les rassemblements religieux et funéraires limités à 15 personnes.

⁵ Réductions des taux de retenue à la source pour les salariés de 30% à 25%, ainsi que pour les sociétés, et réduction du taux d'imposition sur le chiffre d'affaires des petites et moyennes entreprises de 3% à 1%.

3- Dépréciation du change et pressions inflationnistes



Source : Institut national de statistiques, Banque centrale

budgetaire a ralenti depuis la nomination d'Ukur Kanacho au poste de ministre des Finances, en remplacement d'Henry Rotich⁶.

De plus, de nombreux projets d'infrastructure sont au point mort ou génèrent des rendements insuffisants pour rembourser la dette empruntée. Le service de la dette pèse de plus en plus lourd : le ratio des intérêts sur les recettes a doublé sur les trois dernières années (31% en 2019 contre 16% en 2016).

Par rapport aux effets du Covid-19, le gouvernement s'attend, d'ici la fin de l'année budgétaire, à une chute additionnelle des recettes fiscales de KSH 70 millions. Le déficit budgétaire devrait atteindre 7,6% du PIB en 2020. Le gouvernement est contraint d'avoir recours aux marchés internationaux⁷ et d'obtenir une facilité de crédit de USD 1,5 md sur trois ans du FMI. La première grosse échéance (USD 2 mds) n'est qu'en 2024.

Les mesures d'urgence introduites par la banque centrale pourraient aussi dégrader les perspectives du secteur bancaire, qui s'étaient améliorées après l'abrogation de la loi controversée *Banking Amendment*⁸ en novembre 2019.

Sara CONFALONIERI

sara.confalonieri@bnpparibas.com

⁶ Le 22 juillet, le président Kenyatta a ordonné l'arrestation du ministre des Finances Henry Rotich pour corruption liée aux projets hydroélectriques Kimwarer et Aror.

⁷ Le gouvernement a besoin de USD 6,4 mds et a annoncé le 4 mars une émission d'obligations de USD 1,5 md d'ici juin, avec sans doute une deuxième émission au S2 2020.

⁸ Adoptée en septembre 2016, la loi plafonnait les taux d'intérêt des banques commerciales à quatre points au-dessus du taux directeur de la banque centrale.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

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

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE 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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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, Kazakhstan, 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

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

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 au 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 rémunérée 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 desquelles 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 Prudential 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 Prudential (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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change