

ECO EMERGING



2^e trimestre 2021

EDITORIAL

2

Dans leurs perspectives de printemps, les économistes du FMI anticipent une reprise mondiale en 2021 à plusieurs vitesses et incomplète. « Vitesse » est bien le maître mot car l'année 2021 se caractérisera par plusieurs courses de vitesse pour les pays émergents.



CHINE

3

Tournée vers le moyen terme



INDE

5

Menaces sur la reprise



INDONÉSIE

7

Modeste rebond



THAÏLANDE

9

En attendant le retour des touristes



BRÉSIL

11

Une situation de plus en plus préoccupante



MEXIQUE

13

Reprise fragile



TURQUIE

15

Croissance avec déséquilibres



UKRAÏNE

17

Tirer parti d'un environnement favorable



ÉGYPTE

19

Poursuite de l'amélioration budgétaire



QATAR

21

Des perspectives favorables



CÔTE D'IVOIRE

23

Bien positionnée pour rebondir



KENYA

25

Une économie relativement épargnée mais fragilisée

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COURSES DE VITESSE

Dans leurs perspectives de printemps, les économistes du FMI anticipent une reprise mondiale en 2021 à plusieurs vitesses et incomplète. « Vitesse » est bien le maître mot car l'année 2021 se caractérisera par plusieurs courses de vitesse pour les pays émergents. L'une entre la progression de la pandémie et la vaccination, et l'autre entre les prix de l'alimentation et le rattrapage a priori partiel des revenus des plus faibles présentent à nos yeux les plus grands risques à très court terme. Avec, en cas de divergence persistante, une augmentation du risque social dont la capacité de déstabilisation peut être beaucoup plus radicale que les risques financiers.

Dans leurs perspectives de printemps, les économistes du FMI anticipent une reprise mondiale en 2021 à plusieurs vitesses et incomplète. Rien de très inédit par rapport aux grandes crises passées. Mais « vitesse » est bien le maître mot car l'année 2021 se caractérisera par plusieurs courses de vitesse.

Course de vitesse entre l'extension de la pandémie et les vaccinations

Depuis la mi-mars, une nouvelle grande vague de contaminations sévit alors que les campagnes de vaccination ont commencé de se déployer. Point positif, dans pratiquement tous les pays les injections de dose, voire le nombre de personnes vaccinées, progressent plus vite que les nouveaux cas d'infection déclarés. Mais le pourcentage de la population vaccinée reste faible, à l'exception des cas emblématiques d'Israël et du Chili et, dans une moindre mesure, de la Hongrie et du Maroc. Au-delà de ces quelques pays, c'est en Europe centrale et orientale et en Turquie qu'il est le plus élevé, compris entre 5% et 10%. Dans les pays d'Asie et en Amérique latine, il ne dépasse pas 2% à l'exception de Singapour. Mais, en Amérique latine, et contrairement aux pays d'Asie les plus industrialisés, la pandémie est loin d'être maîtrisée. Le Brésil est le pays où la situation est la plus préoccupante avec une progression des vaccinations à peine supérieure à celle des nouveaux cas et un taux de vaccination faible.

Course de vitesse entre la hausse des prix des matières premières et le rattrapage des revenus des ménages

Les prix des matières premières se sont fortement redressés depuis la mi-2020, d'abord les prix des métaux et du pétrole puis, à partir du dernier trimestre, ceux des produits agricoles. Le rebond s'est même accéléré depuis le début de l'année. Pour les pays exportateurs nets de matières premières, c'est un facteur d'atténuation du risque de balance des paiements, voire du risque souverain. En revanche, c'est un facteur d'aggravation du risque social, notamment en cas de hausse des prix de l'alimentation qui frappe les plus pauvres. Les experts du FMI estiment que l'année dernière, 98 millions de personnes supplémentaires ont basculé en dessous du seuil de pauvreté et 68 millions dans la malnutrition principalement à cause de la baisse des revenus mais aussi de la hausse des prix des produits alimentaires. Les prix des matières premières agricoles sont déjà supérieurs de 20% à leur niveau des cinq années précédentes et proches des points hauts de 2008 et 2011. Or le rattrapage des revenus sera nécessairement partiel même si, dans les pays émergents, l'emploi répond généralement plus rapidement à l'activité que dans les pays développés.

Course de vitesse entre le redressement des recettes fiscales et l'alourdissement de la charge de la dette

En 2020, la dette publique a augmenté d'environ 10 points de PIB pour l'ensemble des pays émergents et en développement. Cependant, la charge de la dette a continué de diminuer grâce à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt. Ce ne sera plus le cas en 2021, principalement parce que la dette a gonflé mais aussi en raison du durcissement de la politique monétaire aux États-Unis, voire dans les pays émergents eux-mêmes, qui se traduit par un renchérissement du coût d'emprunt des États. Si on compare la période 2021-2022 à la période 2019-2020, le ratio entre la charge d'intérêts et les recettes budgétaires va augmenter pour 2/3 des principaux pays émergents. Pour la plupart d'entre eux, ce ratio est encore modéré voire faible (seulement 10% des pays présentent un ratio supérieur à 20%). Au sein des pays émergents, la solvabilité des États n'est pas une réelle menace, même pour les plus fragiles de ce point de vue (Afrique du Sud, Brésil, Inde). Mais c'est une contrainte supplémentaire, sinon au maintien des mesures de soutien aux revenus (qui devraient prendre fin dans la très grande majorité des pays), du moins aux investissements.

Course de vitesse entre la normalisation du chiffre d'affaires des entreprises et la fin des moratoires accordés par les banques ou les échéances de remboursement des crédits de trésorerie distribués depuis le début de la pandémie

Malgré la récession, l'augmentation des crédits bancaires aux ménages et aux entreprises a été supérieure à 5% pour la moitié des pays émergents. De plus, les autorités monétaires ou de surveillance des banques ont accordé à ces dernières un délai pour comptabiliser les prêts souffrant de retard de paiement en tant que créances douteuses. Ces dernières vont brusquement augmenter cette année, sans doute plus qu'à la suite de la crise de 2008. Heureusement, la capitalisation des systèmes bancaires a été renforcée au cours de la décennie passée.

À nos yeux, les plus grands risques à très court terme découlent des courses de vitesse entre, d'un côté, la progression de la pandémie et la vaccination et, de l'autre côté, entre les prix de l'alimentation et le rattrapage des revenus les plus faibles. Avec, en cas de divergence, une augmentation du risque social dont la capacité de déstabilisation peut être beaucoup plus radicale que les risques financiers.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



CHINE

3

TOURNÉE VERS LE MOYEN TERME

À l'issue des « deux sessions », temps fort de la vie politique chinoise, Pékin a annoncé ses objectifs économiques pour 2021 ainsi que les priorités du nouveau Plan quinquennal. En fixant pour cette année une cible de croissance simplement « supérieure à 6% », soit un taux en dessous des prévisions, les autorités signalent que le redressement de l'activité à la suite du choc de la Covid-19 est désormais moins au centre de leurs préoccupations. Elles devraient donc poursuivre le resserrement prudent de la politique monétaire et réduire progressivement les mesures de soutien budgétaire. Surtout, les autorités réaffirment leur stratégie de développement à moyen terme visant, notamment, à accroître fortement l'innovation et l'indépendance technologique de la Chine.

LE REBOND A ATTEINT SON PIC, LA CROISSANCE RESTE VIGoureuse

L'économie chinoise a fini l'année 2020 sur une croissance solide (+6,5% en glissement annuel au T4). La production industrielle et les exportations affichaient une performance toujours robuste, au-delà du rattrapage. La consommation privée et les services continuaient de combler leur retard après un redémarrage beaucoup plus tardif suite à la période de confinement du premier trimestre.

La lecture des indicateurs conjoncturels du début d'année est compliquée par d'importants effets de base liés à l'arrêt brutal de l'activité au T1 2020. Ainsi, sur les deux premiers mois de 2021, les taux de croissance de la production industrielle, de l'activité des services, de l'investissement et des ventes au détail, calculés en glissement annuel (g.a.), sont tous hors normes (supérieurs à 30%).

Du côté de l'offre, la production industrielle est manifestement restée solide, en dépit de quelques signes de ralentissement dans le secteur automobile (environ 15% de l'activité industrielle) résultant de la pénurie mondiale de puces électroniques. La production industrielle a continué de bénéficier du dynamisme de la demande extérieure. La progression des exportations a de fait atteint 60% en g.a. en janvier-février 2021, toujours soutenue par les ventes de biens technologiques et de matériels médicaux, ainsi que de biens de consommation courante et de pièces automobiles.

En revanche, la demande interne a légèrement perdu en vigueur en début d'année, à l'exception notable de l'investissement immobilier. La consommation privée de biens et de services a été freinée par les nouvelles restrictions de déplacement imposées fin janvier et au mois de février en réponse à la hausse des contaminations dans les régions autour de Pékin et au nord-est du pays. En outre, les ménages restent fragilisés par la détérioration de leurs revenus l'an dernier et un marché du travail encore dégradé. Après avoir baissé continûment depuis le printemps 2020, le taux de chômage urbain a augmenté en janvier-février (passant à 5,5% contre 5,2% en décembre). De plus, le taux de précarité est supérieur à son niveau d'avant-crise. Enfin, environ 5 millions de travailleurs migrants qui avaient perdu leur emploi au T1 2020 (non comptabilisés comme chômeurs) n'ont pas encore retrouvé de poste (286 millions d'emplois étaient occupés par les travailleurs migrants fin 2020).

Il est probable que la consommation privée se renforce à nouveau à court terme, ne serait-ce qu'en raison du contexte sanitaire. L'épidémie est sous contrôle, les restrictions de déplacement sont levées et la campagne de vaccination, très lente jusqu'à mi-mars, devrait accélérer. Les autorités semblent aussi envisager quelques mesures ponctuelles pour encourager les dépenses des ménages.

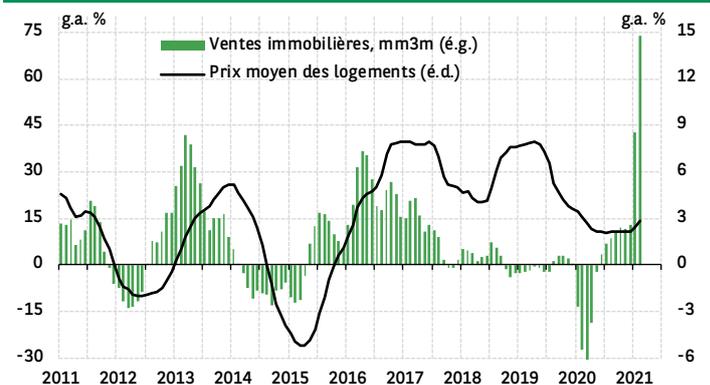
PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.1	2.3	9.2	5.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	1.8	2.8
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.6	-3.2	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	19.5	20.8	22.2
Balance courante, % du PIB	0.7	1.9	2.1	1.7
Dette externe totale, % du PIB	14.5	16.3	15.1	15.8
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 272	3 312
Réserves de change, en mois d'imports	15.0	16.3	15.2	14.5

TABLEAU 1

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

UN SECTEUR IMMOBILIER DYNAMIQUE, JUSQU'À QUAND ?



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, MACROBOND

Du côté de l'investissement, les entreprises du secteur manufacturier ont été très prudentes en début d'année. L'investissement manufacturier devrait néanmoins également se renforcer à court terme, puisque les perspectives d'exportations restent bonnes, que les taux d'utilisation des capacités de production sont élevés (78% au T4 2020, soit le niveau le plus haut depuis trois ans) et que les profits sont en hausse. Cette dynamique accompagne le rebond des prix à la production (+1% en g.a. en janvier-février après 18 mois de déflation), entraînés par la hausse des prix des matières premières industrielles. En outre, les efforts



prévus par les autorités pour augmenter l'investissement dans les secteurs technologiques devraient être visibles rapidement.

NORMALISATION PRUDENTE DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

À l'issue des sessions plénières annuelles en mars de l'Assemblée nationale populaire et de la Conférence consultative politique du peuple chinois – deux institutions centrales du système politique chinois – les autorités ont dévoilé leurs principaux objectifs macroéconomiques pour 2021. Le taux de croissance du PIB devra être « supérieur à 6% » et l'inflation s'établir à 3%. En fixant une cible de croissance bien en dessous des prévisions, les autorités signalent que le redressement de l'activité est désormais moins au centre de leurs préoccupations. Elles élargissent la marge de manœuvre de la politique économique afin, notamment, de mieux combattre les risques dans le secteur financier.

À court terme, elles devraient viser une stabilisation de l'endettement des entreprises et des administrations publiques, après la forte hausse de l'an dernier (la dette interne du secteur non financier était estimée à 280% du PIB fin 2020, contre 255% fin 2019), et sans pour autant menacer le redressement économique ni aggraver les difficultés des entreprises encore fragilisées par la crise sanitaire.

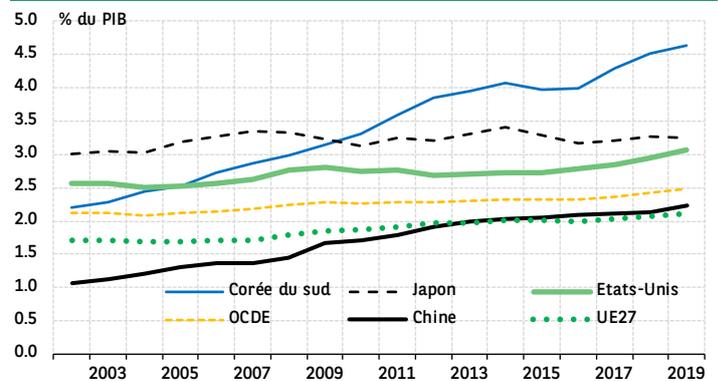
Cela passera par le resserrement prudent de la politique de crédit (principalement via l'ajustement du cadre prudentiel) ainsi que par le ralentissement des projets d'infrastructures, qui sont essentiellement financés par l'endettement obligataire des collectivités locales sur les marchés locaux. De fait, Pékin a réduit (très modérément) leurs quotas d'émissions d'obligations autorisées en 2021, ainsi que celui du gouvernement central (le total de ces quotas a été fixé à RMB 7 200 mds pour 2021, contre RMB 8 500 mds en 2020). Les autorités ont également abaissé l'objectif de déficit « officiel » du gouvernement, à 3,2% du PIB pour 2021 contre 3,6% en 2020. Ces mesures annoncent un retrait très progressif et prudent des mesures de soutien budgétaires et quasi-budgétaires dans l'année à venir.

L'investissement dans les infrastructures publiques a déjà marqué le pas ces derniers mois, et cette dynamique devrait donc se poursuivre. Au contraire, l'investissement immobilier ne montrait toujours pas de signes de ralentissement début 2021, malgré les nouvelles règles prudentielles imposées aux promoteurs immobiliers depuis août 2020. Les transactions immobilières restent encouragées par des taux d'intérêt faibles et l'épargne élevée des ménages. L'inflation des prix des logements a même légèrement accéléré en janvier-février (+2,7% en g.a.) après avoir été relativement stable depuis le printemps.

LE 14^E PLAN QUINQUENNAL

Les autorités ont également dévoilé le mois dernier les objectifs du nouveau Plan quinquennal pour 2021-2025. Le développement du secteur technologique est au cœur de la stratégie de Pékin. La Chine vise à réduire fortement sa dépendance vis-à-vis des biens et savoir-faire technologiques étrangers et à devenir leader mondial dans le domaine scientifique. Le pays envisage d'augmenter les dépenses en recherche & développement d'au moins 7% par an (elles ont augmenté de 10% en 2020), et d'accroître plus particulièrement les efforts en recherche fondamentale et le nombre de brevets à fort contenu technique (qui devra passer de 6,3 brevets pour 10 000 habitants en 2020 à 12 en 2025). Ceci devrait accélérer le rattrapage de la Chine avec les pays plus avancés. L'industrie manufacturière devra renforcer sa montée en gamme, et la part de l'économie digitale devra augmenter de 7,8% du

LES EFFORTS DE R&D DE LA CHINE APPELÉS À ÊTRE RENFORCÉS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : OCDE DONNÉES (2021), DÉPENSES INTÉRIEURES BRUTES DE R&D

PIB en 2020 à 10% en 2025. Pour aider les entreprises, les autorités ont annoncé diverses mesures, telles que des déductions fiscales et des aides financières.

Les autres réformes envisagées dans le 14^e Plan quinquennal ne sont pas aussi précisément détaillées, mais les défis et les objectifs à moyen et long terme sont identifiés. Pékin vise « la prospérité commune ». Le développement industriel, économique et social reposera certes sur la technologie, mais l'accent sera également mis sur le renforcement du système de santé et de protection sociale, la redistribution des richesses et la réduction des inégalités, ou encore sur la réforme du système de Hukou pour améliorer l'accès de l'ensemble de la population aux services publics.

Le vieillissement de la population est également identifié comme un défi majeur. L'âge médian de la population est passé de 30,8 ans en 2010 à 38,4 ans en 2020 (similaire à celui des États-Unis), la population active est en baisse continue depuis 2013, et le ratio de dépendance a augmenté de 36,5% de la population active en 2010 à 41,4% en 2020. Des mesures sont envisagées pour encourager la natalité, retarder l'âge de départ à la retraite (actuellement de seulement 50-55 ans pour les femmes et 60 ans pour les hommes) et allonger la durée moyenne des études. L'amélioration de la qualité de l'éducation, comme les efforts d'innovation, doivent contribuer au renforcement de la productivité. Enfin, l'amélioration de la « qualité de la croissance » passera par le développement des industries vertes et des mesures de lutte contre le réchauffement climatique ; Pékin ambitionne ainsi d'atteindre la neutralité carbone en 2060.

Achévé de rédiger le 1^{er} avril 2021

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

MENACES SUR LA REPRISE

La forte reprise économique attendue en 2021 pourrait être fragilisée par la deuxième vague de Covid-19 et une nouvelle poussée d'inflation. Par ailleurs, le gouvernement cherche à accélérer le rythme des réformes pour soutenir la croissance à moyen terme et améliorer l'environnement des affaires. Mais la population multiplie les manifestations pour s'y opposer, notamment à l'encontre des privatisations sur lesquelles compte le gouvernement pour réduire son déficit budgétaire. Le secteur bancaire reste pour l'instant suffisamment solide pour faire face à la hausse des risques de crédit. Néanmoins, pour soutenir la reprise du crédit, une nouvelle injection de capital dans les banques publiques a déjà été prévue ainsi que la création d'un organisme de défaillance.

LA REPRISE FRAGILISÉE PAR LA HAUSSE DE L'INFLATION ET LA DEUXIÈME VAGUE DE COVID-19

D'après les estimations du gouvernement, le PIB réel pour l'année budgétaire 2020/2021, achevée au 31/03/2021, se serait contracté de 7,7% (contre +4,2% en 2019/2020). Pour l'année 2021/2022, la banque centrale prévoit un rebond de 10,5%. Néanmoins la reprise pourrait être fragilisée à la fois par la deuxième vague de Covid-19 et les fortes pressions inflationnistes.

Depuis le mois de mars, le nombre de cas positifs au Covid-19 a très fortement augmenté, en particulier dans l'État du Maharashtra, lequel génère une partie importante de l'activité économique (14,5% du PIB). Le 4 avril, le gouvernement a donc pris la décision d'imposer dans cet État un couvre-feu, de fermer les commerces considérés comme non essentiels et d'imposer un confinement le week-end. Depuis, de nouvelles mesures sanitaires ont été imposées dans d'autres États alors même qu'une très faible partie de la population a été vaccinée (2,9% avait reçu une première dose de vaccin fin mars).

Par ailleurs, la ré-accélération récente de l'inflation (+5% en février en glissement annuel contre 4,1% en janvier), induite notamment par l'augmentation des prix alimentaires et ceux des transports dans un contexte de forte hausse des prix du pétrole, pourrait fragiliser la reprise sachant que ces produits constituent respectivement 39% et 8,6% du panier de consommation des ménages indiens. Dans un contexte de hausse des taux longs américains, la Banque centrale indienne pourrait ainsi décider de durcir sa politique monétaire pour contrer la hausse des prix et soutenir sa monnaie, même si, fin février, l'inflation était encore inférieure à sa cible de 4% +/- 2 points de pourcentage.

UN BUDGET DÉPENDANT DES RECETTES DE PRIVATISATION

Les finances publiques sont structurellement fragiles en raison d'une faible base fiscale et d'une proportion toujours élevée de dépenses incompressibles, bien que les subventions du gouvernement aient diminué depuis 2014.

La crise économique induite par l'épidémie de Covid-19 les a fragilisées encore davantage. Selon les prévisions du ministère des Finances, le déficit du gouvernement pourrait avoir atteint 9,5% du PIB sur l'année budgétaire 2020/2021 et celui de l'ensemble des administrations pourrait être proche de 15% du PIB. Sur les dix premiers mois de l'exercice budgétaire 2020/2021, la hausse du déficit a principalement résulté d'une augmentation des dépenses, et notamment des subventions aux ménages les plus pauvres dont la part dans les dépenses totales a doublé pour atteindre près de 19%¹.

¹ Une partie des dépenses de subventions alimentaires au cours de l'année 2020/2021 reflète le paiement des retards de paiement par le gouvernement à la Food Corporation of India.

PRÉVISIONS

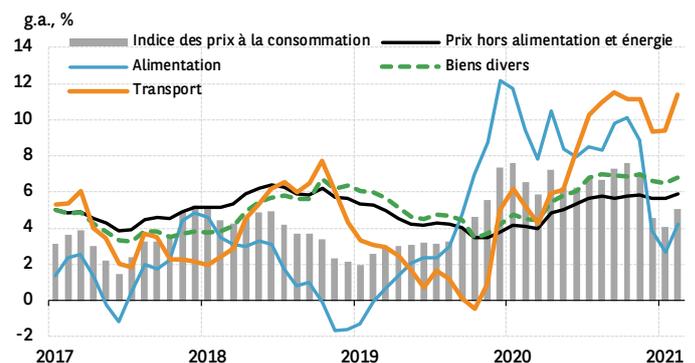
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-7.2	12.5	4.1
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	6.2	4.9	4.6
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-7.3	-14.8	-11.0	-9.5
Dettes gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	72.2	89.8	90.0	91.5
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.3	-0.9	-1.7
Dettes extérieures(1) / PIB (%)	19.9	21.5	21.0	20.5
Réserves de change, mds USD	457	542	590	620
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	9.2

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

TABEAU 1

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

LES PRIX REPARTENT À LA HAUSSE EN FÉVRIER



GRAPHIQUE 1

SOURCE : RBI

Pour l'année budgétaire 2021/2022 (du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022), le ministère des Finances prévoit une réduction du déficit du gouvernement à 6,8% du PIB et celui de l'ensemble des administrations devrait être ramené à 11,0% du PIB.

Le gouvernement prévoit de réduire son déficit de 18,5%, grâce à une hausse des recettes fiscales, induite par une reprise de l'activité économique, et une forte augmentation des revenus générée par

la privatisation d'entreprises publiques (dont deux banques, une compagnie d'assurance, des entreprises de distribution d'électricité, les chemins de fer et la compagnie aérienne Air India). Mais l'objectif des recettes des privatisations (0,8% du PIB contre une moyenne de 0,4% du PIB au cours des trois dernières années) semble particulièrement ambitieux, alors que la volatilité sur les marchés boursiers reste forte et les vagues de protestations contre les privatisations sont importantes.

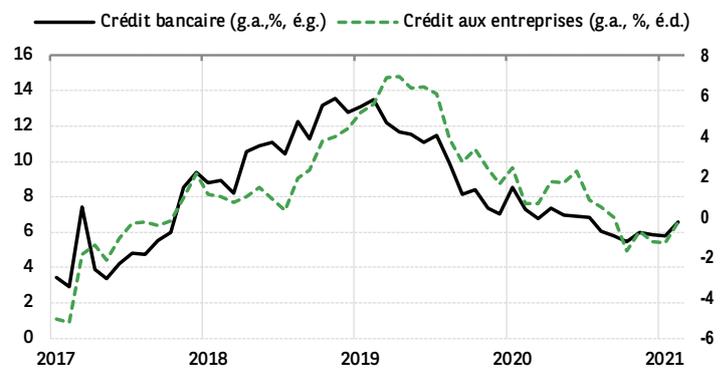
Le montant total des dépenses publiques devrait rester stable (ce qui se traduira par une baisse des deux points de pourcentage des dépenses rapportées au PIB). Il pourrait même augmenter car le gouvernement prévoit d'accroître ses dépenses de santé et ses investissements en infrastructures.

Le soutien à la reprise économique semble ainsi être la priorité du gouvernement plutôt que la consolidation de ses finances publiques qui reste hypothétique. Selon l'agence de notation Fitch, la dette du gouvernement pourrait ainsi excéder 90% du PIB dès l'exercice 2020/2021 et se maintenir à ce niveau au cours des cinq prochaines années. À ce jour, le risque de refinancement de la dette reste contenu. Néanmoins, la forte hausse des dépenses d'intérêts (+32% sur l'année budgétaire 2020/2021) est une source d'inquiétude alors même que les recettes du gouvernement restent extrêmement faibles. La charge d'intérêts devrait représenter plus de 42,5% des revenus du gouvernement sur l'exercice 2021/2022, soit sept points de plus qu'au cours de l'exercice 2019/2020. En outre, les pressions inflationnistes pourraient générer une hausse des rendements sur les obligations d'État à long terme qui restaient début avril encore contenus à 6,2% (pour les titres à dix ans), c'est-à-dire à un niveau encore inférieur à celui d'avant la crise de la Covid-19.

SECTEUR BANCAIRE : LE GOUVERNEMENT ANNONCE LA CRÉATION D'UN ORGANISME DE DÉFAISANCE

Dans son dernier rapport sur la stabilité financière paru en janvier 2021, la banque centrale faisait état d'une situation dans le secteur bancaire plus solide au T3 2020 qu'au cours des cinq dernières années ; bien qu'elle reste fragile. La part des créances douteuses était moins importante (7,5%), les provisions plus élevées (elles couvraient 72,4% des créances douteuses) et les ratios de solvabilité plus confortables (15,8%). Par ailleurs, jusqu'en décembre 2020, les banques ont augmenté leurs provisions en prévision d'une hausse des créances douteuses sans pour autant les enregistrer comme telles. À partir du T2 2021, la dégradation de la qualité de leurs actifs sera enregistrée car la Cour suprême a confirmé (en mars 2021) que le moratoire sur les remboursements en application entre mars et août 2020 ne pouvait s'étendre au-delà du mois d'août 2020, et que la régularisation devait intervenir en mars. Néanmoins, selon les agences de notation et la banque centrale, les banques devraient être en mesure de faire face à une hausse des risques de crédit même si la banque centrale estime que la part des créances douteuses devrait atteindre 13,5% au T3 2021. La principale source d'inquiétude porte davantage sur leurs besoins de recapitalisation pour respecter leurs ratios de solvabilité et pouvoir accroître leur offre de crédit, alors même qu'elles vont devoir augmenter leurs provisions. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé dans son budget pour l'année en cours qu'il injectera INR 200 mds de capitaux supplémentaires (0,2% du PIB) dans les banques publiques après une recapitalisation d'un même montant au cours de l'exercice budgétaire précédent. Néanmoins ces montants restent très en-deçà des besoins estimés par l'agence de notation Moody's (entre INR 1,9 trn et INR 2,2 trn).

LE CRÉDIT BANCAIRE AUX ENTREPRISES TOUJOURS EN BERNE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : RBI

Pour aider à l'assainissement des bilans bancaires et soutenir la reprise du crédit bancaire, le gouvernement a annoncé la création d'un organisme de défaillance. Aucun détail n'a pour l'instant été donné. Mais le transfert des créances douteuses libérerait des capitaux pour les crédits (actuellement utilisés pour renforcer les provisions).

Par ailleurs, depuis le mois de mai 2020, le gouvernement et la Banque centrale indienne ont mené des politiques de soutien aux ménages et aux entreprises, en particulier aux petites et moyennes entreprises. Néanmoins, en dépit de la politique d'assouplissement monétaire de la banque centrale, laquelle s'est pourtant traduite par une baisse des taux moyens du crédit de 130 points de base (les taux directeurs ayant été abaissés de 115 pb entre janvier 2020 et mars 2021), le rythme de croissance reste modeste.

En dehors des crédits octroyés pour l'achat de produits alimentaires, les crédits aux ménages ont décéléré et ceux aux grosses entreprises se sont contractés en raison de la baisse de leurs investissements. En outre, ces dernières n'ont pas eu besoin d'un soutien financier pour faire face à la crise car, même si les chiffres d'affaires ont enregistré de très fortes baisses, les profits ont augmenté grâce à la forte diminution du coût du travail et des prix des matières premières sur la majeure partie de l'année 2020.

Seuls les prêts octroyés aux entreprises de taille moyenne (18% des crédits) ont enregistré une croissance extrêmement forte depuis le mois de septembre (+19,1% en g.a en janvier 2021), avec le programme de prêts garantis par l'Etat (*Emergency Credit Line Guarantee Scheme*), mis en place depuis le 23 mai 2020 et ayant pris fin le 31 mars 2021. Il visait à répondre aux besoins de financement des petites et moyennes entreprises. Selon le gouvernement, à fin janvier 2021, INR 1,9 trn de prêts bancaires (hors sociétés financières non bancaires) avaient été accordés au titre de ce programme (36,6% des crédits accordés durant l'année).

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

INDONÉSIE

7

MODESTE REBOND

Après avoir enregistré une contraction de l'activité de 2,1% en 2020, le rebond de l'économie indonésienne devrait être modeste en 2021. La demande intérieure peine à redémarrer. Le moral des ménages reste bas et une recrudescence de l'épidémie pourrait fragiliser la reprise alors qu'une très faible partie de la population est vaccinée. Par ailleurs, en dépit d'une politique monétaire très expansionniste, le crédit bancaire continue de reculer. La situation financière des entreprises indonésiennes était plus fragile que celle des autres pays de l'ASEAN avant la crise de la Covid-19. Elles vont chercher à consolider leurs positions plutôt qu'à investir dans un environnement incertain. Le secteur bancaire reste solide et est en mesure de faire face à la hausse des risques de crédit.

UN REBOND MODESTE EN 2021

En 2020, pour la première fois depuis 1998, l'économie indonésienne a enregistré une contraction de son PIB réel (-2,1%). Par ailleurs, son rebond devrait être modeste et inférieur à son potentiel de croissance en 2021.

Au T4 2020, l'activité s'est encore contractée de 2,2% par rapport au même trimestre 2019 et sur les deux premiers mois de l'année 2021, l'activité était toujours inférieure à son niveau de fin 2019. La demande intérieure, principal moteur de la croissance, restait fragile. Les ventes au détail étaient encore 24% en deçà de leur niveau d'avant crise. L'augmentation des prix du pétrole pourrait peser sur la reprise, même si en février, la hausse des prix à la consommation (+1,4% en glissement annuel) restait très inférieure à la cible de 3% +/-1 point de pourcentage (pp) des autorités monétaires.

La confiance des ménages reste faible. Ces derniers ont été durement touchés par la crise en raison des contraintes sanitaires mais aussi des pertes de revenus générées par la baisse de l'emploi, alors qu'une partie importante de la population ne bénéficie d'aucune protection sociale (la part de l'emploi informel est estimée à plus de 60% par l'Agence centrale de la statistique indonésienne). En outre, au regard des derniers résultats d'enquête auprès des ménages comme des entreprises, la situation sur le marché de l'emploi était encore fragile sur les premiers mois de 2021.

Les entrepreneurs semblent plus confiants que les ménages. L'indice PMI dans le secteur manufacturier était au-dessus de 50 en mars, pour le cinquième mois consécutif. La hausse des importations (hors pétrole et gaz) en février, et notamment des importations de biens en capital, confirme la reprise dans l'industrie. Cependant, les investissements ne devraient pas redémarrer de manière significative avant le second semestre. En effet, bien que les conditions financières soient considérées par les entrepreneurs comme étant meilleures qu'avant la crise de la Covid-19, les facilités d'obtention d'un crédit leur paraissent moins souples. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production, bien qu'en hausse, reste inférieur à sa moyenne de long terme.

Le rebond pourrait toutefois être fragilisé par une recrudescence de l'épidémie de Covid-19 même si elle semble avoir perdu en intensité depuis le début du mois de février. La vaccination reste encore très insuffisante pour protéger la population contre une éventuelle seconde vague. Fin mars, seulement 2,4% de la population avait reçu une première dose de vaccin.

C'est dans ce contexte que la Banque centrale indonésienne a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base (pb) à 3,5% en février dernier afin de soutenir son économie, alors même que d'autres banques centrales commençaient à les relever.

PRÉVISIONS

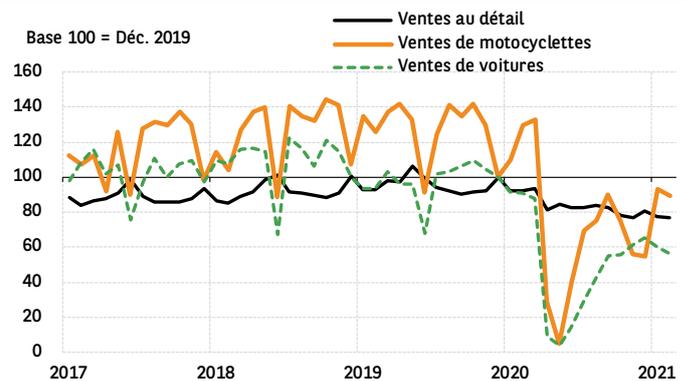
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	5.0	-2.1	4.2	4.6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.6	2.0	1.6	2.1
Solde budgétaire, % du PIB	-2.2	-6.2	-5.8	-4.5
Dette des adm. publiques, % du PIB	30.7	40.7	43.5	45.8
Balance courante, % du PIB	-2.7	-0.4	-1.0	-2.1
Dette externe, % du PIB	36.0	39.4	40.0	40.2
Réserves de change, mds USD	122	129	134	142
Réserves de change, en mois d'imports	7.1	7.3	7.4	7.6

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

LA DEMANDE INTÉRIEURE PEINE À REDÉMARRER



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BI

Depuis février 2020, les taux ont ainsi été abaissés de 150 points de base (pb). La politique d'assouplissement monétaire pourrait néanmoins être perturbée par la hausse des prix du pétrole et la remontée des taux longs américains. Celle-ci a généré des sorties de capitaux et des pressions à la baisse sur la roupie (-4,3% face au dollar sur les trois premiers mois de l'année 2021).



UN BUDGET POUR SOUTENIR LA REPRISE

En 2021, l'activité économique indonésienne devrait bénéficier de la hausse des dépenses publiques de près de 7% par rapport à l'année 2020¹. Le ministère des Finances projette notamment d'accroître les investissements en infrastructures (+47,3%), mais aussi les dépenses de protection sociale et de santé, d'éducation, et d'équipements en nouvelles technologies de l'information et de la communication. Pour faciliter le financement des dépenses d'infrastructures, un fonds souverain a été créé et doté initialement de USD 5 mds par le gouvernement, qui espère atteindre la valeur de USD 20 mds grâce aux investissements privés et publics.

En dépit d'un rebond de la croissance compris entre 4,5% et 5%, la hausse des recettes devrait rester modeste (+6,7%) selon le ministère des Finances.

Pour l'année 2021, le gouvernement prévoit donc une baisse limitée de son déficit budgétaire à 5,5% du PIB (contre 6,2% du PIB en 2020). Par ailleurs, à horizon 2023, l'objectif du gouvernement de réduire le déficit à 3% du PIB semble difficile à atteindre, à moins qu'il ne réduise drastiquement ses dépenses. En effet, la baisse du taux d'imposition sur les sociétés et les différents allègements prévus dans le cadre de la Omnibus Law devraient peser sur ses revenus.

Dans un tel contexte, la dette progresserait de près de 3 pp en 2021 pour atteindre 43,5% du PIB, mais resterait encore inférieure à celle d'autres pays de l'ASEAN, comme la Malaisie. Néanmoins, deux sources d'inquiétude demeurent : le paiement des intérêts sur la dette va mobiliser plus de 21,4% des recettes et le marché obligataire domestique ne pourra seul couvrir les besoins de financement de l'État. En outre, depuis mars 2020, les investisseurs étrangers ont limité leurs achats de dette indonésienne émise en roupies. Ils en détenaient 24,9% en janvier 2021 (contre 38,6% fin 2019). Pour pallier cette difficulté et contenir les coûts d'emprunt, la banque centrale va continuer d'acheter des obligations d'État sur le marché primaire, comme en 2020.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE TRÈS EXPANSIONNISTE

En 2020, la banque centrale a contribué à soutenir l'économie en menant une politique monétaire très expansionniste. En complément des baisses de taux directeurs, elle a injecté l'équivalent de IDR 750,4 trn dans l'économie (i.e. 4,9% du PIB), non seulement en achetant des obligations d'État pour un montant de IDR 473,5 trn (3% du PIB), mais aussi en abaissant très sensiblement les ratios de réserves obligatoires des banques, générant une hausse de la liquidité de l'ensemble du secteur de IDR 155 trn. Ainsi, au T2 2020, le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*) atteignait 226,2%.

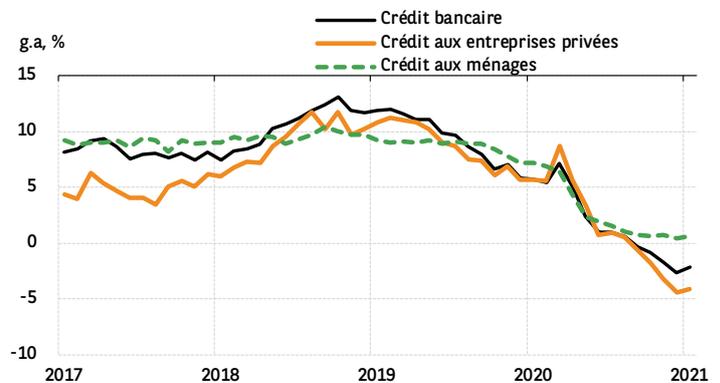
En février 2021, pour soutenir la reprise du crédit, la banque centrale a également supprimé l'acompte requis pour les prêts hypothécaires et les crédits automobiles (pour les banques dont le ratio de créances douteuses était inférieur à 3,5%). Toutefois, la baisse du coût du crédit bancaire a été limitée. Les taux des crédits destinés aux investissements n'ont baissé, en moyenne, que de 90 pb, et les taux des crédits à la consommation de 50 pb.

La politique de soutien à l'économie mise en place conjointement par le gouvernement et la banque centrale a permis de soutenir les agents les plus affectés par la crise, et notamment les petites et moyennes entreprises qui ont bénéficié de restructurations de dette et de prêts garantis par l'État. Pour autant, le crédit bancaire dans son ensemble

¹ Sur les deux premiers mois de l'année 2021, les dépenses ont augmenté de 1,2%.

² Selon l'article IV du FMI paru en mars 2021, la situation financière des entreprises indonésiennes était plus fragile que celle des autres pays de l'ASEAN fin 2019. L'organisme estimait que fin 2019 le ratio de la dette rapportée aux actifs s'élevait à 27% (contre 22% pour le reste de l'ASEAN). Par ailleurs, pour 56% d'entre elles (moins de 40% en Malaisie), leurs bénéfices couvraient moins de deux fois leurs charges d'intérêt.

LE CRÉDIT BANCAIRE CONTINUE DE SE CONTRACTER



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BI

s'est contracté. En janvier 2021, le crédit aux entreprises affichait encore une baisse de 4% par rapport à la même période l'année dernière, alors que le crédit aux ménages augmentait de seulement 0,6%. Les banques restent donc extrêmement prudentes dans leur politique d'octroi de crédit.

LES RISQUES DE CRÉDIT RESTENT CONTENUS

Le secteur bancaire est, jusqu'à présent, resté solide, en dépit d'une baisse de la rentabilité. Le rendement par actif et le rendement des capitaux propres se sont ainsi abaissés à seulement 1,5% et 10,2% fin 2020 (contre 2,5% et 16% fin 2019).

Fin 2020, la qualité des actifs restait très satisfaisante : le ratio de créances douteuses atteignait seulement 3,2% en février 2021 (contre 2,8% un an plus tôt). Néanmoins, ce ratio diffère selon les secteurs d'activité (il atteint près de 4,9% dans le commerce) et, surtout, il sous-estime très certainement la réalité car les banques peuvent attendre jusqu'au 31 mars 2022 pour déclarer les prêts comme étant « non performants ». En outre, selon Standard & Poor's, les restructurations de prêts ont augmenté de 18% en 2020.

Par ailleurs, la situation des entreprises, déjà fragile avant la crise de la Covid-19², s'est détériorée avec la contraction de leurs chiffres d'affaires. Selon la banque centrale, au T2 2020, les bénéfices ne couvraient en moyenne que 0,5 fois le paiement des intérêts sur la dette. Ce ratio était inférieur à 1 dans tous les secteurs d'activité hormis l'industrie minière. Cette dégradation présage d'une forte hausse des risques de crédit.

Les banques dans leur ensemble ont cependant les capacités de faire face à la dégradation attendue de la qualité de leurs actifs. Elles ont augmenté leurs provisions (le taux de provisionnement s'élevait à 66,3% au Q3 2020 selon le FMI contre 53,3% fin 2019) et leur ratio de solvabilité restait globalement très confortable en décembre 2020 (23,8%).

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



THAÏLANDE

9

EN ATTENDANT LE RETOUR DES TOURISTES

Après une récession sévère en 2020, le rebond de la croissance en 2021-2022 sera modéré. Les principaux moteurs (consommation privée, secteur du tourisme) ont été fragilisés par la brusque rupture d'activité à partir du T2 2020, et la dynamique de la reprise reste soumise aux aléas de la situation sanitaire. Comme en 2020, les autorités profiteront des confortables marges de manœuvre dont elles disposaient avant la crise pour soutenir l'activité. À moyen et long terme, les tensions politiques, exacerbées par la crise économique, continueront de peser sur le potentiel de croissance thaïlandais.

UNE REPRISE SANS DYNAMISME

Après avoir reculé de 6,1% en 2020, le PIB devrait progresser de 3,2% en 2021 et 4,0% en 2022. L'arrêt de l'activité au T2 2020 (le PIB a reculé de plus de 12% en g.a.) et le maintien de mesures de distanciation sociale strictes pour une large partie du deuxième semestre ont pesé sur la demande interne. En dépit du soutien massif des autorités, la consommation privée et l'investissement ont reculé de 1% et 4,8% respectivement en moyenne sur l'année. Dans le même temps, l'absence de touristes étrangers, les ruptures d'approvisionnement et la désynchronisation des chaînes de valeur asiatiques ont provoqué un effondrement des exportations de biens et services (-19,4%).

Au-delà de l'effet de base, le rebond de la croissance devrait rester modéré en 2021. Les secteurs manufacturier et exportateur, dont les données mensuelles indiquent une reprise depuis le mois de juillet, soutiendront la croissance. Mais la composition des exportations thaïlandaises ne permettra pas de profiter à plein du dynamisme du secteur électronique observé dans les autres pays de l'ASEAN (les biens électroniques représentaient en 2019 moins de 15% du total des exportations thaïlandaises).

La dynamique de la reprise à court terme restera dépendante de l'évolution de la situation sanitaire. Une nouvelle vague de nouveaux cas, et les restrictions associées, pourraient freiner, voire interrompre, une reprise déjà fragile.

Bien que le pays ait été peu touché jusqu'ici (début avril 2021, 95 décès et moins de 30 000 cas avaient été recensés, soit seulement 419 cas pour 1 million d'habitants), le gouvernement a rétabli des restrictions strictes entre la mi-décembre et la mi-février (couvre-feu, fermeture des écoles, bars et restaurants, etc., mesures qui avaient progressivement été levées entre mai et août 2020). Le nombre de nouveaux cas quotidiens s'est établi à plus de 300 en moyenne au cours de cette période, après être resté inférieur à 5 entre mai et novembre. Depuis la mi-février, leur nombre s'est stabilisé à un niveau légèrement inférieur à 100.

Consécutivement, le rebond de la demande interne s'est interrompu au premier trimestre 2021. Alors qu'ils ont continuellement progressé depuis le mois de juillet dernier, les indices de confiance des consommateurs et de consommation des ménages ont reculé au cours des mois de janvier et février. La consommation et l'investissement privés, fragilisés par la baisse du revenu des ménages en 2020 et la sous-utilisation des capacités de production, devraient rester atones au moins au premier semestre 2021. Les taux d'utilisation des capacités de production industrielle progressent depuis le mois de juin 2020 (de 51% en mai à 64% en février) mais restent nettement inférieurs à leur niveau de 2019 (68%).

Le secteur du tourisme, dont le poids au sens large est estimé à plus de 20% du PIB, restera cette année encore très affaibli. Le gouvernement a annoncé plusieurs mesures destinées à favoriser la reprise de

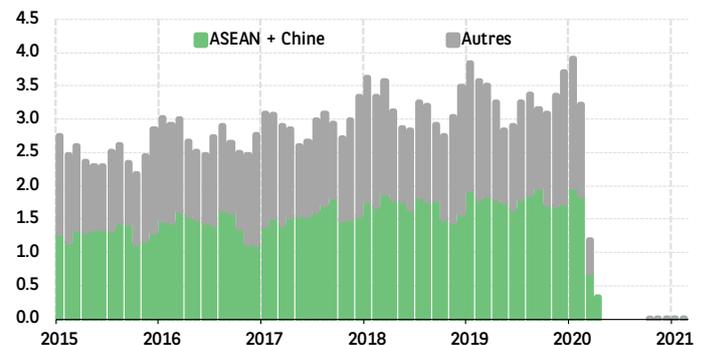
PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	3.7	-6.2	3.2	4.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1.3	-0.8	0.4	0.3
Solde budgétaire, % du PIB	-2.3	-5.1	-4.9	-3.7
Dette des adm. publiques, % du PIB	41.1	49.4	55.1	55.3
Balance courante, % du PIB	7.3	3.3	2.6	4.9
Dette externe, % du PIB	31.5	34.7	33.7	32.6
Réserves de change, mds USD	224	258	270	287
Réserves de change, en mois d'imports	9.0	15.0	11.0	11.0

TABLEAU 1

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

TOURISTES ÉTRANGERS (MILLIONS DE PERSONNES PAR MOIS)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MINISTÈRE DU TOURISME

l'activité : au début du mois de décembre, les visiteurs étrangers en provenance de 56 pays ont été autorisés à se rendre en Thaïlande (les frontières étaient jusque-là demeurées fermées), mais à des conditions très contraignantes : le séjour devait durer un mois minimum, dont une période d'isolement de quatorze jours. À l'exception des pays dans lesquels des variants du Covid-19 circulent majoritairement, cette période d'isolement a été ramenée à dix jours depuis le 1^{er} avril.

Surtout, le gouvernement a annoncé l'objectif d'ouvrir plus largement les principales destinations touristiques du pays dès le 1^{er} juillet prochain, trois mois avant le reste du pays. Pour cela, les habitants de ces



zones (les îles de Phuket et Koh Samui notamment) seront prioritaires dans la campagne de vaccination et les touristes vaccinés verront leur période d'isolement réduite à une semaine.

D'après les estimations de la banque centrale, ces mesures pourraient permettre d'accueillir trois millions de touristes au total en 2021. Pour rappel, le nombre de touristes a progressé continûment au cours des dix dernières années, et était proche de 40 millions en 2019. Ces estimations, même très basses, paraissent encore optimistes. Compte tenu du retard pris dans la campagne de vaccination, aussi bien en Thaïlande que dans les autres pays d'Asie (en 2019, les touristes en provenance des pays de l'ASEAN et de Chine représentaient plus de 55% du total), et des difficultés rencontrées par le gouvernement à obtenir le nombre nécessaire de doses, il est peu probable que le nombre de touristes étrangers augmente rapidement et que les recettes de tourisme redeviennent significatives avant le premier trimestre 2022.

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE RESTE ACCOMMODANTE

Comme en 2020, les autorités continueront de soutenir l'économie. Au total, l'ensemble des mesures, y compris les garanties gouvernementales, a représenté près de 10% du PIB en 2020. Le gouvernement thaïlandais utilise pleinement les marges de manœuvre dont il dispose : jusqu'en 2019, le déficit budgétaire était contenu (proche de 3% en moyenne entre 2015 et 2019) et l'épargne fiscale conséquente. De plus, le niveau de la dette publique était modéré (à 41% en 2019) et son profil favorable. De nouvelles mesures ont été annoncées début janvier pour un montant de 1,3% du PIB (principalement sous forme d'exemption de taxes et de transferts vers les ménages les plus vulnérables) et d'autres pourraient être annoncées dans le courant de l'année.

Le déficit public devrait rester stable autour de 5% en 2021, et la dette publique progressera pour la deuxième année consécutive (autour de 55% du PIB, après 49% en 2020), sans augmenter significativement la vulnérabilité des finances publiques, au moins à court terme.

De la même manière, la politique monétaire restera accommodante. Après avoir baissé son taux directeur de 75 points de base en 2020 (à 0,5%), la banque centrale a laissé son taux inchangé depuis. De nouvelles baisses sont peu probables en 2021, mais de nouvelles mesures destinées à améliorer l'accès au crédit des PME et des ménages devraient être annoncées.

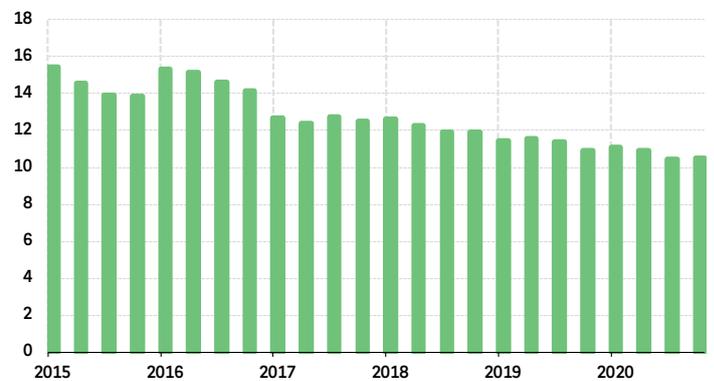
PERSISTANCE DES TENSIONS POLITIQUES

La crise sociale et politique qui perdure freine les perspectives de croissance à moyen et long terme. Elle dégrade l'attractivité du pays, et pèse sur les recettes du tourisme et surtout l'investissement (domestique et étranger).

Les tensions sociales se sont de nouveau significativement accrues au cours de l'année 2020. La faiblesse d'exécution des réformes promises au moment des dernières élections de 2019 et la crise économique ont exacerbé le sentiment de défiance envers les autorités.

Des manifestations pro-démocratie ont eu lieu à partir du mois de juillet dernier. D'abord à l'initiative d'étudiants, celles-ci se sont rapidement étendues à une part plus importante de la population. Les revendications des manifestants se sont avérées très diverses, allant de la situation économique aux réformes liberticides imposées par le gouvernement militaire. Les manifestations se sont interrompues en décembre et janvier, au moment du rétablissement des mesures de distanciation sociale, Bangkok (principal lieu des manifestations, mais

ENTRÉES D'IDE (% DU PIB)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

aussi province dans laquelle le taux d'incidence était le plus élevé) étant soumise à des restrictions contraignantes.

Les manifestations ont repris dès le début du mois de février et il est probable que le climat politique reste tendu, voire se détériore encore davantage une fois la situation sanitaire stabilisée. La principale demande adressée au gouvernement - modifier la constitution afin d'amoindrir l'influence de l'armée sur la politique intérieure et les différentes institutions publiques - a peu de chances d'être satisfaite. Pour mémoire, le gouvernement militaire, au pouvoir depuis le coup d'État de 2014, a rédigé en 2016 et fait voter en 2017 une constitution en sa faveur, pérennisant sa présence au pouvoir. La vie politique et économique est encadrée par le « plan stratégique » (rédigé par les militaires dans leur intérêt), inscrit dans la constitution. Les élections de 2019 ont d'ailleurs conforté la présence du gouvernement militaire à la tête du pays.

La recrudescence des tensions politiques et la multiplication des revendications populaires dans les mois, voire les années, à venir ne signifie pas forcément qu'un changement radical de régime se profile. Compte tenu du fonctionnement politique et social du pays, et de son histoire politique récente, il semble plus vraisemblable que les tensions persistent sans que la crise sociale et politique ne soit résolue.

Le risque politique, faiblesse structurelle de la Thaïlande, reste donc la principale menace sur la croissance. À court et moyen terme, la défiance des investisseurs domestiques et étrangers pèsera sur la reprise, et donc sur l'augmentation des revenus des ménages et les perspectives d'amélioration du marché du travail, mais aussi sur l'évolution du positionnement du pays dans les chaînes de valeur asiatiques. L'instabilité politique chronique du pays continue également d'empêcher la mise en place de réformes structurelles nécessaires pour répondre au vieillissement de la population, au manque d'infrastructures, et au risque grandissant pour le pays de ne pas parvenir à sortir du piège du revenu intermédiaire.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com



UNE SITUATION DE PLUS EN PLUS PRÉOCCUPANTE

La crise sanitaire continue de s'aggraver et de pénaliser l'activité économique, au point d'entretenir un risque récessif au premier semestre 2021. Dans ce contexte, la confiance s'érode et les marchés financiers se replient. La campagne de vaccination, après avoir été confrontée à d'importants défis logistiques, accélère depuis mi-mars et laisse présager, à l'aune des nouvelles mesures de confinement, une inflexion de la courbe épidémique dans les deux prochains mois. Face à une remontée de l'inflation et des anticipations, la banque centrale a entamé son cycle de resserrement monétaire, aggravant les risques budgétaires compte tenu du ralentissement économique et de la forte charge d'intérêts qui pèse sur la dette souveraine. Bien que fragilisés par la crise, les indicateurs de la solidité financière du système bancaire restent très favorables.

COVID-19 : SITUATION SANITAIRE CRITIQUE ...

Confronté au variant P1 du coronavirus (en provenance d'Amazonie) et à des pénuries de médicaments et d'oxygène, le Brésil connaît le pire moment de la pandémie. L'épidémie continue d'accélérer dans toutes les régions du pays à l'exception de certains États du sud où la situation se stabilise. Le variant, plus contagieux, serait responsable de la majorité des nouveaux cas et toucherait des malades de plus en plus jeunes (plus de 30% ont moins de 60 ans). Le taux de mortalité a doublé en un mois de sorte que fin mars le pays représentait un quart des nouveaux décès dans le monde ; 17 États sur 26 affichent des taux d'occupation des lits en soins intensifs de plus de 90%, dont trois qui n'ont plus de lits disponibles. Des études montrent que le variant pourrait échapper aux anticorps produits par des infections antérieures et certains vaccins, facilitant ainsi les réinfections.

Les vaccinations ont débuté mi-janvier et sont à date très insuffisantes pour freiner la progression de l'épidémie. Fin mars, 8,5% de la population aurait reçu une première dose du vaccin (et environ 2% aurait reçu 2 doses). Plusieurs États ont fait face à des pénuries de vaccins et ont dû interrompre leur campagne (y compris à Rio de Janeiro). Depuis la mi-mars, le rythme des vaccinations s'est toutefois accéléré et devrait monter en régime en avril grâce à une plus grande disponibilité de doses (le pays a fait appel à la quasi-totalité des fournisseurs de vaccins et a autorisé les gouvernements locaux et des entreprises privés à passer des commandes). En supposant que la vaccination se maintienne à 600 000 doses par jour en moyenne et que les restrictions mises en place par les élus locaux au cours des dernières semaines portent leurs fruits (couvre-feu, fermeture de commerces non essentiels, avancement des vacances scolaires, etc.), l'épidémie pourrait atteindre un point d'inflexion en mai. Le Brésil espère vacciner la moitié de sa population d'ici fin 2021.

... À FORTS ENJEUX POLITIQUES

Face à un contexte sanitaire très dégradé, la remontée de l'inflation et le retour de l'ex-président Lula (2003-2011) sur la scène politique, le président Bolsonaro est de nouveau sous pression et sa popularité – un temps portée par les aides d'urgence – s'effrite, y compris au sein d'une partie de sa base électorale. La décision prise, en février dernier, par le procureur de la République de démanteler l'opération anti-corruption *Lava Jato* (qui avait envoyé Lula en prison) et l'annulation début mars de la condamnation de l'ancien président par un juge de la Cour suprême¹ a par ailleurs relancé les spéculations quant à une possible bataille électorale entre les deux hommes en 2022.

¹ Lula n'a pas toutefois été exonéré et sera jugé à Brasilia par un tribunal fédéral estimé « plus compétent » à examiner les 4 procès existant à l'encontre de l'ex-président.

PRÉVISIONS

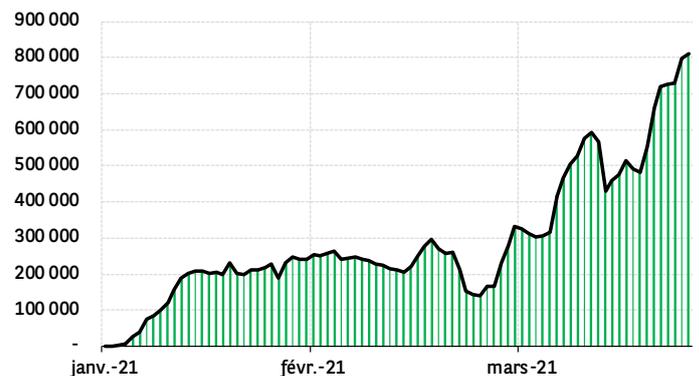
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB (croissance %)	1.4	-4.3	2.5	3.0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.2	6.5	4.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.8	-13.2	-9.4	-8.2
Dette publique, % du PIB	74	89	91	94
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-0.9	-0.4	-1.9
Dette externe (en % du PIB)	37	43	41	39
Réserves de change (USD mds)	357	356	350	346
Réserves de change, en mois d'imports	17	21	19	18

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

VACCINATION COVID-19 : BILAN QUOTIDIEN



GRAPHIQUE 1

SOURCE : OWID

VERS UNE CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ AU T1...VOIRE AU T2

Marqués par l'aggravation de la pandémie et le retrait des soutiens budgétaires, les indicateurs d'activité s'essoufflent et pointent vers une contraction du PIB au T1. La bonne tenue de l'activité en janvier aura, en effet, été de courte durée – en témoigne la production industrielle, qui s'est repliée en février (-0,7% m/m) pour la première fois depuis 10 mois, tirée par la baisse de la production automobile et minière. En mars, les indices PMI montrent que l'activité dans les

services a continué de se contracter (3^e mois consécutif) et que la production dans le secteur manufacturier a reculé. Du côté de la demande, la fin des aides d'urgence a entamé les capacités de consommation des ménages. Enfin, malgré la baisse du real et le fort redressement des termes de l'échange, la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait être limitée par la hausse plus rapide que prévu des importations (hausse liée en grande partie aux achats de plateformes de forage pétrolier).

Les perspectives à court terme se sont assombries et pourraient se solder par une récession technique au S1. Certes, la consommation des ménages devrait profiter de l'extension de l'aide d'urgence aux plus vulnérables votée en mars, mais elle sera plus limitée que lors de la première vague. En outre, la remontée de l'inflation et la forte chute des indicateurs de confiance des ménages laissent présager un surcroît de prudence de la part des consommateurs. Du côté de l'offre, si l'agriculture devrait continuer de bien se tenir, les services vont pâtir des récentes restrictions de déplacement. L'activité industrielle devrait subir les effets du repli des nouvelles commandes dans le secteur manufacturier, de la poursuite du ralentissement de la construction civile observé depuis janvier et des suspensions d'activité de sept gros producteurs automobiles pendant une partie du mois d'avril. Le secteur automobile, qui a vu ses ventes s'effondrer en 2020 (-21,6%), a aussi été marqué par la fermeture en janvier des trois usines du constructeur Ford qui a décidé de se retirer du pays. Au S2 2021, les perspectives devraient s'améliorer (déploiement plus large de la vaccination, croissance mondiale plus forte), mais la prolongation des mesures de confinement demeure un risque baissier fort (d'après l'IFI, celles-ci coûteraient 1 point de PIB lorsque 50% de l'activité est paralysée).

Le repli de la Bourse (-6%) et de la monnaie (environ 10%) depuis le début de l'année est symptomatique des inquiétudes qui pèsent sur l'économie. Il est aussi le reflet d'une montée des risques politiques du fait d'un plus grand interventionnisme d'État (la nomination par Bolsonaro d'un militaire de réserve à la tête de Petrobras a temporairement fait perdre 20% au cours boursier du géant pétrolier), mais aussi d'un risque de montée du populisme alimentant des craintes de dérapages budgétaires. La perception en hausse du risque souverain (depuis janvier le CDS à 5 ans est passé de 145 à 224 points de base [pb] et la prime de risque sur les rendements à 10 ans est proche de son pic de 2015) intervient alors qu'environ BRL 350 mds (4,7% du PIB) de dette obligataire arrive à échéance en avril, un record.

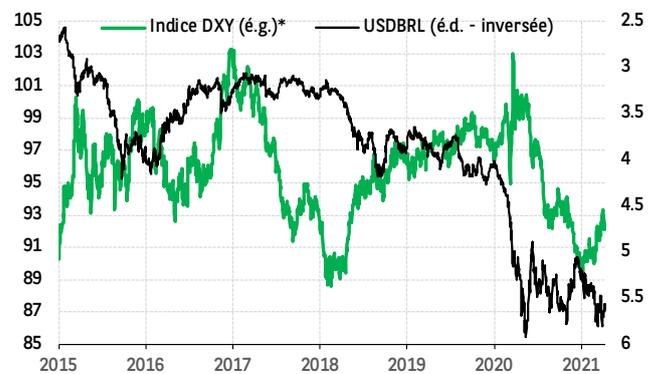
RESSERREMENT MONÉTAIRE ET PRESSIONS BUDGÉTAIRES

La remontée plus rapide que prévu de l'indice des prix IPCA (+5,2% en février, tiré par la hausse du coût de transports) a poussé la banque centrale (BCB) à remonter ses taux en mars, une première depuis 6 ans. La hausse de 75 pb du taux SELIC (maintenu à 2% depuis août 2020) pourrait s'accompagner d'un resserrement de même ampleur en mai. La BCB anticipe une inflation à 5% en fin d'année, proche de la borne supérieure de la cible (3,75% +/- 1,5 point).

La BCB souhaite éviter un décrochage des anticipations d'inflation dans un contexte marqué par la hausse du prix des matières premières, la faiblesse continue de la monnaie et la hausse des primes de risque sur la partie longue de la courbe des taux. Cette hausse intervient aussi à un moment où l'appétit des investisseurs pour les actifs émergents se réduit du fait de la remontée des taux longs réels américains. L'appréciation du dollar US qu'elle entretient pourrait en effet faire encourir un risque inflationniste plus important en renchérissant le prix des importations.

² La forte sous-estimation des dépenses obligatoires dans le budget, relevée par le Trésor et l'Institut fiscal indépendant, devrait se traduire – une fois les amendements apportés au texte de loi – par un repli des dépenses discrétionnaires (sans quoi la règle budgétaire qui plafonne les dépenses sera brisée).

USDBRL VS INDICE DOLLAR (PONDÉRÉ DES ÉCHANGES)



*Une hausse de l'indice = appréciation du dollar

GRAPHIQUE 2

SOURCE : MACROBOND

Au moment où l'épidémie s'emballe et l'économie ralentit, la hausse des taux représente un risque budgétaire supplémentaire pour l'État. Une hausse d'un point du SELIC équivaut à une charge d'intérêt supplémentaire d'environ BRL 30 à 35 mds pour le Trésor, soit environ 2/3 du montant de l'aide d'urgence approuvée en mars. D'autant que les marges de manœuvre pour engager des dépenses discrétionnaires sont déjà très faibles (environ 5% du budget) et devraient s'amoinrir davantage encore cette année².

SECTEUR BANCAIRE : DE BONNES CAPACITÉS DE RÉSISTANCE

L'arrivée des échéances de remboursement des prêts restructurés devrait entraîner une hausse des créances douteuses au bilan des banques en 2021, d'autant que les capacités de paiements des entreprises et des ménages se sont affaiblies. La dette des ménages s'est creusée et le chômage a augmenté (14,7% en janvier). La participation au marché du travail a chuté de 5,1 point de pourcentage en 2020, tandis que la masse salariale en termes réels continue de se contracter poussant les ratios de service de dette des ménages à augmenter rapidement. Les entreprises, déjà fragilisées par trois récessions au cours des 6 dernières années, affichent aussi des niveaux d'endettement plus élevés. Toutefois, grâce à la hausse de l'épargne de précaution et aux programmes d'urgence de soutien au crédit (*Pronampe*, PEAC), elles affichent de meilleurs ratios de trésorerie, notamment par rapport à leur dette à court terme.

Les banques – en dépit de la forte chute de leurs profits et de leurs rendements sur fonds propres – demeurent bien positionnées pour absorber des pertes et des chocs de liquidité. Le système bancaire affiche en effet i/ des ratios de solvabilité élevés (16,7% de fonds propres sur actifs pondérés), ii/ une très bonne couverture des engagements à court terme par des actifs liquides, iii/ une faible dépendance au financement de marché avec un ratio de crédits sur dépôts de plus de 90%, iv/ de faibles taux de créances douteuses à 90 jours (entre 3% et 4% depuis 5 ans), et v/ des bilans peu exposés au risque de change. Même si elles ont baissé, les marges d'intermédiation des banques restent élevées (spread de taux à 15,6 pp). En outre, les stress-tests de la BCB montrent une bonne résistance des portefeuilles bancaires à une remontée des taux.

Salim Hammad salim.hammad@bnpparibas.com



MEXIQUE

13

REPRISE FRAGILE

Le fort rebond de l'activité au dernier trimestre a permis de limiter la contraction du PIB à 8,2% en 2020, d'enregistrer un déficit public moins important qu'attendu et d'améliorer les perspectives de croissance pour 2021. Mais la reprise reste fragile : la consommation privée et l'investissement ont été durablement fragilisés par la crise en 2020, et le secteur exportateur ne profitera pas pleinement du rebond de croissance attendu aux États-Unis. Dans le même temps, les inquiétudes concernant la vulnérabilité des finances publiques et le recul de l'investissement ont été exacerbées par la crise et pèseront sur les perspectives de croissance à moyen et long terme.

REBOND PLUS FORT QU'ANTICIPÉ

Le PIB mexicain a reculé de 8,2% en 2020. L'économie a souffert de l'effondrement de la demande interne, consécutif aux mesures de confinement, et de la chute de la demande externe, principalement en provenance des États-Unis (80% du total des exportations). Après que les perspectives se sont continûment dégradées au cours des trois premiers trimestres (on s'attendait à un recul du PIB de plus de 10% à la fin du T3), le fort rebond d'activité enregistré au T4 a permis de limiter la chute du PIB en 2020 et d'améliorer les perspectives de croissance pour 2021 et 2022.

Néanmoins la reprise restera fragile, et le PIB ne devrait progresser que de 4% en 2021. Les exportations seront le principal moteur de la croissance, stimulées par le rebond de croissance et le plan de relance aux États-Unis. En revanche, la demande interne restera durablement affaiblie par l'effondrement de l'activité au T2 2020 (le PIB a reculé de 18,7% en g.a.), et le soutien des autorités devrait être très limité. La progression de la dépense publique sera très faible cette année encore, le gouvernement ayant renouvelé son souhait de se conformer à la politique d'austérité annoncée au début de son mandat. Dans le même temps, après avoir massivement soutenu l'économie en 2020¹, l'intervention de la banque centrale devrait être limitée en 2021. Nous prévoyons un maintien du principal taux directeur à 4%.

LA SITUATION SANITAIRE RESTE FRAGILE

Les risques sont orientés à la baisse, notamment du fait de la fragilité de la situation sanitaire. La campagne de vaccination a pris du retard sur les objectifs initialement annoncés, et le nombre de nouveaux cas quotidiens reste relativement élevé. Fin mars, le nombre de premières doses administrées était légèrement inférieur à 5,5 millions (moins de 4,5% de la population totale), et 750 000 personnes avaient reçu les deux doses (soit à peine plus de 0,5% de la population). D'après les récentes annonces gouvernementales, le rythme de vaccination devrait accélérer dans les prochains jours. L'objectif est de vacciner (deux doses) la moitié de la population d'ici la fin du premier semestre, et la totalité de la population avant la fin de l'année 2021. Compte tenu des difficultés rencontrées par le gouvernement à obtenir les doses nécessaires et le rythme de vaccination observé jusqu'ici, ces objectifs paraissent difficilement réalisables.

Par ailleurs, l'état d'urgence sanitaire déclaré en février 2020 est toujours en vigueur, ainsi que le système de couleurs² mis en place au mois de mai dernier pour indiquer le niveau de restrictions en vigueur dans chaque État.

¹ Le taux directeur a été abaissé de 300 points de base, à 4%, et plusieurs séries de mesures de soutien à l'économie ont été mises en place au cours de l'année, pour un montant total de près de 4% du PIB.

² vert - jaune - orange - rouge, en fonction des taux d'incidence du virus et d'occupation des hôpitaux. Les États classés « rouge » sont ceux pour lesquels les restrictions sont maximales.

PRÉVISIONS

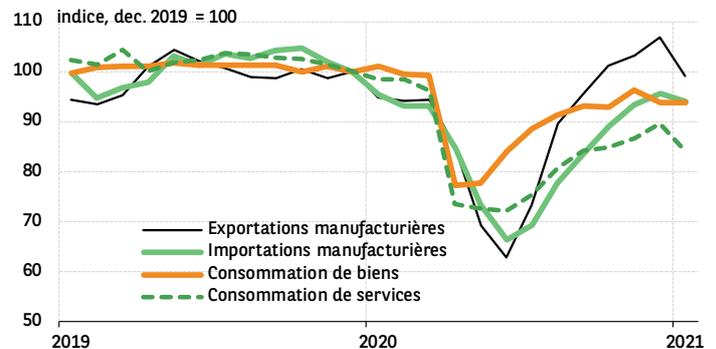
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB (croissance %)	0.1	-8.2	4.0	2.7
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.4	3.9	3.7
Solde budgétaire (en % du PIB)	-1.7	-2.3	-4.1	-4.8
Dettes publiques (en % du PIB)	46.4	50.8	52.3	54.5
Solde courant (en % du PIB)	-0.2	2.5	0.9	0.5
Dettes externes (en % du PIB)	37.7	41.2	41.8	42.5
Réserves de change (USD mds)	180	195	203	209
Réserves de change, en mois d'imports	3.5	4.3	4.5	4.1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

REPRISE À DEUX VITESSES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Le nombre de nouveaux cas quotidiens a progressé continûment entre la mi-novembre (il était alors stable autour de 5 500 depuis le mois de juin) et la fin du mois de janvier (atteignant un pic de 17 000 nouvelles contaminations) ; la quasi-totalité des États était alors classés « rouge ». Le nombre décroît depuis. Fin mars, il était légèrement inférieur à 4 500. À cette date, huit États étaient encore « orange », trois étaient « vert » et tous les autres (21) étaient « jaune ».



INQUIÉTUDES CONCERNANT LES FINANCES PUBLIQUES

La très forte limitation des dépenses publiques (l'ensemble des mesures de soutien à l'économie a représenté à peine plus de 1% du PIB en 2020), la hausse des revenus au dernier trimestre (grâce à la hausse du prix du pétrole, et dans une moindre mesure au rebond d'activité), et l'ajournement d'un transfert financier au profit de l'entreprise publique d'exploitation pétrolière Pemex ont permis d'enregistrer un déficit public moins élevé qu'anticipé en 2020, à 2,3% du PIB (après 1,7% en 2019). Logiquement, la hausse de la dette publique a été modérée, à 50,8% du PIB contre 46,4% en 2019.

En dépit de cette relative bonne performance, les pressions à court et moyen terme sur la situation budgétaire demeurent, voire s'accroissent. Au contraire des objectifs annoncés par le gouvernement dans le budget 2021 (stabilisation du déficit autour de 2,5% du PIB pour les deux années à venir), nous attendons une hausse du déficit public à 4,1% du PIB en 2021. Comme lors des précédents budgets, les prévisions retenues par le gouvernement nous paraissent trop optimistes et difficilement réalisables, qu'il s'agisse de la croissance du PIB, de la situation financière de Pemex ou de la production pétrolière. Pour cette dernière, l'objectif pour 2021 est de produire 1,86 million de barils par jour (b/j). En 2020, l'objectif était fixé à 1,95 million b/j, et la production n'a finalement été que de 1,65 million.

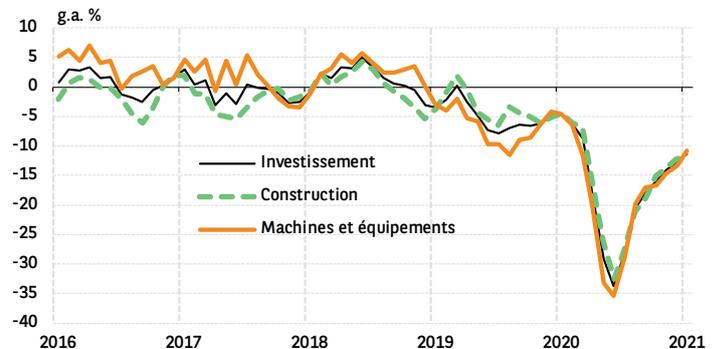
Le faible rebond de la demande interne ne laisse entrevoir qu'une hausse limitée des revenus budgétaires. En outre, la pression sociale et la dégradation continue de la situation de Pemex, qui nécessitera probablement des transferts importants et récurrents de la part du gouvernement dans les trimestres à venir, devraient augmenter significativement les dépenses dès 2021. Par ailleurs, le gouvernement a déjà largement puisé dans le fonds souverain pétrolier pour compenser la perte de revenus en 2020. Le solde sera probablement utilisé en 2021, mais le montant restant (0,2% du PIB fin 2020, alors qu'il représentait plus de 1,5% du PIB fin 2019) ne suffira pas. Le reste de l'épargne fiscale disponible et d'éventuels transferts de la banque centrale ne pourront pas constituer une solution suffisante et pérenne, renforçant encore la nécessité d'engager une réforme fiscale.

Dans ce contexte, la dette publique devrait dépasser 52% du PIB en 2021 et continuer à augmenter en 2022, atteignant le ratio le plus élevé depuis plus de 40 ans. La dégradation de la dynamique de la dette publique, la hausse des risques contingents associés à Pemex, l'érosion du fonds souverain et l'absence de réformes structurelles pourraient accroître la vulnérabilité du gouvernement aux changements de sentiment des investisseurs. Si le profil de la dette publique reste favorable et qu'environ 80% est libellé en monnaie locale, plus de 30% de la dette est néanmoins détenu par des investisseurs étrangers.

NOUVEAU RECU DE L'INVESTISSEMENT

Les fragilités structurelles observées bien avant le début de la crise liée au Covid-19 (le faible niveau d'investissement, la détérioration du climat des affaires par exemple) restent d'actualité et pèsent sur les perspectives de croissance à court et moyen terme. Certaines fragilités ont même été exacerbées au cours des 12 derniers mois, comme le manque de lisibilité de la politique économique et de participation du secteur privé à certains secteurs clés de l'économie. Ainsi la réforme du secteur de l'électricité votée début mars 2021, qui renforce la place des entreprises publiques au détriment des acteurs privés du secteur, pourrait durablement pénaliser l'investissement.

FBCF



GRAPHIQUE 2

SOURCE : INSTITUT NATIONAL DE STATISTIQUE ET DE GEOGRAPHIE

Les résultats des élections prévues pour le mois de juin prochain, élections législatives et élection d'un nouveau gouverneur pour 15 États, pourraient renforcer cette défiance. Les sondages montrent que le président Andres Manuel Lopes Obrador (AMLO) reste très populaire (popularité supérieure à 60% depuis le début du mandat), et il est personnellement impliqué dans la campagne législative, ainsi que dans celle des 15 candidats à la gouvernance issus de son parti. Le parti présidentiel (Morena) et ses deux alliés (PT et PVEM, respectivement parti de centre gauche et parti centre, écologiste) devraient conserver la majorité au sein de la Chambre des députés (les trois partis recensent actuellement 300 sièges sur les 500). Dans cette configuration, les réformes souhaitées par le gouvernement pour la deuxième partie du mandat devraient facilement être mises en oeuvre.

À moyen terme, la défiance des investisseurs, locaux et étrangers, pourrait concerner tous les secteurs de l'économie. Nous prévoyons en 2021 un nouveau recul de l'investissement, le taux d'investissement ayant déjà diminué de 23,6% du PIB en 2016 à 19,3% en 2020, selon les derniers chiffres du FMI. De même, les entrées nettes d'investissements directs étrangers, en baisse depuis le milieu de l'année 2018, devraient encore diminuer en 2021. Au total, en dépit du rebond de la croissance à très court terme, le PIB mexicain ne devrait retrouver son niveau de fin 2019 qu'à la fin de 2022. L'estimation de la croissance potentielle, proche de 2,5% à la fin de 2019, est à présent abaissée à 2%.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com

TURQUIE

15

CROISSANCE AVEC DÉSÉQUILIBRES

L'annonce d'un changement de cap de politique monétaire en novembre 2020 avait permis d'apaiser les tensions financières. Avec le remplacement du gouverneur de la banque centrale en mars, l'inquiétude est revenue. La dépréciation de la livre a repris. Les taux d'intérêt et les primes de risque se sont tendus. La priorité sera donnée au soutien de la croissance, au prix du maintien de déséquilibres macroéconomiques élevés. Le risque de crédit ne se reflète pas pour le moment dans le niveau des créances douteuses mais la tolérance, qui permet de reporter leur comptabilisation, prendra fin mi-2021. La reprise observée de l'investissement est nécessaire pour maintenir le potentiel de croissance, mais pas suffisante.

L'HISTOIRE SE RÉPÈTE

La Turquie a nettement surpris en 2020 à son avantage avec une croissance de 1,8% (une performance assez rare dans le monde), et à son désavantage avec des déséquilibres bien plus marqués qu'attendu : le déficit courant a atteint 5,1% du PIB et l'inflation 14,6% en glissement sur un an en décembre. Dans ce contexte, le taux de change a subi une forte dépréciation et une volatilité largement supérieure à la plupart des autres devises émergentes.

Les perspectives pour l'année 2021 ne sont pas différentes, avec une croissance encore soutenue, une forte inflation et un taux de change qui restera très fragile. La raison tient aux revirements de la politique monétaire : après une période de resserrement très conséquent (+875 points de base entre novembre 2020 et mars 2021) qui avait permis de stabiliser temporairement la livre, le remplacement du gouverneur de la banque centrale le 21 mars dernier laisse anticiper une politique plus discrétionnaire.

De fait, on assiste depuis 2011 à une succession de phases de politique monétaire accommodante, au regard du niveau de l'inflation, et de resserrements contraints. Un taux directeur maintenu trop bas, trop longtemps attise l'inflation par la demande au travers du crédit domestique. Par ailleurs, l'inflation se nourrit et entretient la dépréciation de la livre, qui rend nécessaire le durcissement monétaire. Ainsi, 10% de dépréciation entraîne un surcroît d'inflation de 2 points de pourcentage au bout de trois mois (Conjoncture de janvier 2021). Ce phénomène explique l'accélération de l'inflation au 1^{er} trimestre.

Le contexte local est fragile, nonobstant le chiffre flatteur de la croissance. Le marché du travail reste dual, avec une partie informelle conséquente. Or, avec la période de la Covid-19, le chômage dépasse le taux officiel (12,2% en janvier 2021) ; d'après une estimation alternative de Turkstat, il avoisinerait 30% en prenant en compte une méthodologie plus proche de celle du Bureau international du travail. D'autre part, alors qu'au début du mois de mars certaines des restrictions mises en place lors de la seconde vague de Covid-19 avaient été levées, la fin mars a vu une forte remontée du nombre de cas (qui a dépassé pour la première fois les 40 000 cas par jour le 1^{er} avril), conduisant à de nouvelles restrictions.

L'activité touristique devrait en être de nouveau affectée cet été (on anticipe des recettes en devises inférieures de 50% à une année normale, après -80% en 2020). L'épidémie reste en effet active tant sur le plan international que localement malgré les programmes de vaccination en cours (10,8% de la population turque a reçu une première dose au 31 mars).

PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	0.9	1.8	4.5	3.5
Inflation moyenne (IPC, %)	15.5	12.3	16.4	11.0
Solde budgétaire / PIB (%)	-3.5	-4.8	-4.0	-3.0
Dette publique / PIB (%)	32.8	40.4	42.0	41.0
Solde courant / PIB (%)	1.2	-5.1	-4.0	-3.0
Dette extérieure / PIB (%)	57.1	61.0	63.4	64.0
Réserves de change, mds USD	79.0	50.0	40.0	44.0
Réserves de change, en mois d'imports	4.2	2.8	2.1	2.2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

TAUX DE CHANGE : TRY PAR USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

La faiblesse des recettes du tourisme, la remontée des prix du pétrole et la dépréciation de la livre (qui incite à l'achat d'or, importé) maintiendront le déficit courant à un niveau élevé (4% du PIB). Les flux de capitaux devraient rester insuffisants pour couvrir ce déficit courant au vu des incertitudes sur la politique monétaire et du contexte de remontée des taux longs américains. Les réserves de change et le taux de change devraient donc rester sous pression.



Ce scénario implique également le maintien de taux d'intérêt domestiques élevés notamment sur la dette publique. Avant le 21 mars, les taux courts étaient déjà élevés, en relation avec la politique monétaire restrictive depuis novembre, mais la courbe des taux était assez fortement inversée (taux plus faibles pour les maturités plus longues). Depuis, la courbe s'est aplatie. Au global, le taux à 3 ans (maturité moyenne de la dette publique émise localement en livre) est à 18,5% au 6 avril. Par ailleurs, le risque souverain est revenu à un niveau proche de ce qui prévalait fin octobre 2020 (la prime de CDS s'établissant à 445 pb au 6 avril contre 304 pb le 21 mars).

NE PAS SOUS-ESTIMER LE RISQUE DE CRÉDIT

Malgré un ratio de dette publique contenu à 40% du PIB, le niveau structurellement plus élevé des taux d'intérêt et la dépréciation du change (près de la moitié de la dette est en devises) contraignent le *policy mix* actuel car la charge d'intérêts devrait atteindre 3 points de PIB en 2021. Or, les conséquences de l'accélération de l'inflation et de la résurgence de la Covid-19 pour la population rendent probable la poursuite d'un effort de dépense publique.

Toutefois, la volonté de contenir le déficit tout en continuant à soutenir l'économie implique de recourir à des éléments hors budget (banques publiques, fonds de lutte contre le chômage). Dans ce contexte, la dynamique probable du crédit constitue un élément important. Ce fut l'instrument principal du soutien à l'économie au printemps 2020, dans une proportion largement supérieure aux autres pays émergents. *A contrario* le resserrement monétaire de novembre 2020 a entraîné une contraction du crédit au début de l'année 2021. Ainsi, d'un flux de crédit de près de 7 points de PIB au 2^e trimestre 2020, on est passé à un flux négatif pour près de 1 point de PIB au 1^{er} trimestre 2021. Le relèvement de l'ensemble des coefficients des réserves obligatoires, en plusieurs étapes (la dernière le 24 février), a contribué à limiter la capacité de prêt du secteur bancaire. La future orientation de la politique de crédit n'est pas encore claire, mais il est probable que son caractère restrictif ne se prolongera pas au-delà du 1^{er} trimestre 2021.

La forte hausse des crédits octroyés et le report des échéances de remboursement, accordé pour 3 mois aux entreprises non financières au 2^e trimestre 2020, ont retardé le risque d'un accroissement des créances douteuses. Le ratio de ces créances par rapport au total des prêts a même reculé de 5,2% en février 2020 à 4,1% en février 2021. Le régulateur a mis en place une tolérance permettant de repousser jusqu'à mi-2021 la classification en créances douteuses des prêts en retard de remboursement (extension de 90 à 180 jours de retard). La classification en prêts de niveau 2, qui en constitue l'antichambre, a été étendue à un retard supérieur à 90 jours au lieu de 30. Or, le volume des prêts de niveau 2 a augmenté pour atteindre près de 1,7 % du total des prêts, laissant craindre un accroissement du ratio de créances douteuses d'une ampleur voisine dès lors que les critères de comptabilisation seront normalisés.

Les prêts bancaires aux entreprises non financières ont nettement augmenté (de 30% du PIB en 2020 à 40% du PIB en 2021), sous le poids notamment d'une hausse des crédits de trésorerie. En parallèle, les banques ont renforcé leurs fonds propres, parvenant à maintenir leur ratio CET1 à 14% en février 2021, comme un an plus tôt. Elles sont donc parvenues à couvrir leur exposition accrue au risque de crédit. En parallèle, la rentabilité des banques (ROA) a peu évolué (proche de 1,5%).

TAUX À 3 ANS (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

UN REBOND DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

La forte croissance du crédit au 2^e trimestre 2020 a certes soutenu les entreprises en manque de trésorerie (hausse des stocks, retards de paiement), mais elle a également permis un rebond de leur effort d'investissement.

Ainsi, l'investissement en machines et équipement a progressé de 21% en 2020, contribuant pour près de 2 points à la croissance du PIB, devançant même la consommation des ménages (contribution à hauteur de 1,9 point). Les importations de biens d'équipement ont progressé, au contraire de nombre d'autres postes, contribuant (de façon mineure) à l'aggravation du déficit extérieur.

Ce rebond est particulièrement bienvenu car la croissance potentielle turque avait souffert en 2018-19 de la faiblesse de l'investissement et d'une diminution de la productivité globale des facteurs (observée depuis 2013). Par le passé, lorsque la croissance turque s'est accélérée, cela a souvent résulté d'une accumulation de capital.

Toutefois, la décline du niveau de productivité globale est telle que des mesures complémentaires à celles favorisant l'investissement sont nécessaires pour maintenir le potentiel de croissance. Elles devraient notamment favoriser une participation plus importante sur le marché du travail formel de la population en âge de travailler.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Stéphane COLLIAC

stephane.colliac@bnpparibas.com

UKRAINE

17

TIRER PARTI D'UN ENVIRONNEMENT FAVORABLE

Le pays a relativement bien passé le cap de l'année 2020, nonobstant la récession due à la Covid-19 et le tarissement des entrées de capitaux privés. Avec l'amélioration des termes de l'échange, l'excédent courant a suffi à équilibrer la balance des paiements. L'Ukraine a su bénéficier des progrès réalisés ces dernières années dans la gestion des comptes publics pour obtenir le soutien des bailleurs internationaux. Les défis à venir seront le retour des capitaux, tant privés qu'officiels, et la mise en œuvre des réformes attendues pour favoriser l'investissement et élever le potentiel de croissance. Il sera également important de poursuivre les réformes du secteur bancaire, visant à sa consolidation et à l'amélioration du cadre prudentiel et de supervision.

L'ÉQUATION DES BESOINS DE FINANCEMENT SEMBLE BOUCLÉE

Confrontée à un choc massif, l'économie ukrainienne a fait preuve d'une résistance inhabituelle. Ses réserves de change ont même augmenté en 2020 alors que les entrées de capitaux privés s'interrompaient. C'est un phénomène nouveau dans l'histoire du pays, qui a contribué à ce que la période de la Covid-19 soit mieux franchie que les crises antérieures (2008 ou 2014).

Même si le pays n'a pas échappé à la récession et que les comptes publics se sont détériorés, il a réussi à équilibrer sa balance des paiements au-delà du soutien des bailleurs internationaux. Le solde courant est passé d'un déficit de USD 4,1 mds en 2019 à un large excédent de USD 6,6 mds (amélioration de près de 11 mds). Cette amélioration a compensé le manque à gagner des flux nets de capitaux privés entre 2019 et 2020, qui se sont détériorés du même montant. En parallèle, les décaissements des institutions financières internationales se sont limités à USD 3 mds, nets des remboursements effectués au titre de prêts antérieurs.

L'amélioration des termes de l'échange et la structure par produits des exportations ont joué un rôle primordial dans l'évolution du solde courant. Le repli des exportations a été limité à 2% quand les importations baissaient de près de 11%, en partie en raison de la baisse du cours du pétrole. Les exportations ont bénéficié au 1^{er} semestre 2020 de la forte demande de produits agricoles (céréales notamment). Ensuite, le rebond de l'industrie, observé partout en Europe à partir du second semestre 2020, a entraîné un fort rebond des exportations d'acier en volume et plus encore en valeur sous l'effet de l'envolée des prix.

Cependant, le fragile équilibre de la balance des paiements reste un sujet important pour 2021. L'excédent courant devrait se réduire, sous le poids de la baisse des exportations de céréales (baisse des volumes) et du rebond du prix du pétrole. Par ailleurs, même si les capitaux privés reviennent, ils seront en partie compensés par des remboursements de dette relativement conséquents arrivant à échéance, avec notamment USD 4 mds au 3^e trimestre. Dans ce contexte, le pays a besoin de continuer à bénéficier du soutien financier du FMI.

Or, un décaissement incomplet des USD 3 mds prévus pour 2021 est possible, avec déjà un retard pour la tranche de février. Sachant que le pays doit rembourser USD 1,5 md au FMI, le décaissement net pourrait être limité. Toutefois, la perspective d'une allocation de droits de tirages spéciaux (DTS) par le FMI pourrait plus que combler ce manque à gagner : considérant la quote-part de l'Ukraine au FMI, près de USD 4 mds pourraient lui échoir (sans compter que des pays avancés

PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	3.2	-4.0	4.4	3.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	7.9	2.7	7.5	5.7
Solde budgétaire, % du PIB	-2.0	-7.5	-5.5	-2.5
Dette des adm. publiques, % du PIB	50.1	64.5	66.0	64.0
Balance courante, % du PIB	-2.7	4.6	1.1	-0.3
Dette externe, % du PIB	78.7	83.4	77.3	73.9
Réserves de change, mds USD	25.3	29.1	31.4	30.0
Réserves de change, en mois d'imports	4.0	5.7	5.6	5.1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

TERMES DE L'ÉCHANGE (PRIX À L'EXPORT SUR PRIX À L'IMPORT)
ÉVOLUTION A/A

GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

pourraient renoncer à leur allocation au profit de pays émergents). Cela faciliterait l'équation des besoins de financement et augurerait d'une nouvelle progression des réserves de change ukrainiennes.

Si les décaissements du FMI reprennent comme prévu et que l'attribution des DTS intervient rapidement, l'appréciation modérée de la hryvnia (UAH) depuis le début de l'année pourrait se poursuivre malgré un différentiel d'inflation croissant. En effet, l'inflation s'est accélérée à 7,5% en g.a. en février 2021 (contre 2,6% encore en octobre 2020), principalement en raison des prix de l'alimentation, de



l'électricité et du gaz. La politique monétaire pourrait être durcie au-delà de la hausse de 50 points de base (pb) déjà mise en œuvre début 2021 (à partir d'un plus bas historique de 6%).

POUR SUIVRE LES RÉFORMES BANCAIRES

L'assouplissement de la politique monétaire au 1^{er} semestre 2020 (-500 pb) avait en effet permis de faire baisser les taux d'intérêt octroyés par les banques vers des plus bas historiques. Cet élément a permis de soutenir la croissance du crédit en 2020, au-delà des mécanismes préexistants de prêts subventionnés (programmes dits « 5-7-9 ») qui, bien qu'élargis, ont représenté simplement 0,5% du PIB. Le crédit bancaire au secteur privé non financier a ainsi augmenté de 9% à périmètre constant (voir explication dans le paragraphe suivant). Pour autant, ce retour à une croissance des prêts dans un contexte de récession suggère de nouvelles créances douteuses à venir, que les banques ont provisionnées. Ce contexte a conduit la banque centrale à introduire différentes mesures. Elle a prorogé en 2021 un plan qui avait conduit à restructurer 10% des prêts à la consommation et 7% des prêts aux entreprises en 2020. Elle devrait imposer le durcissement de 100 à 150% de la pondération des risques associés aux prêts à la consommation. La convergence vis-à-vis des règles de Bâle et de l'Union européenne devrait reprendre après une pause en 2020. Enfin, une revue de la qualité des actifs et un exercice de *stress test* devraient concerner les 30 principales banques.

Ces règles plus strictes apparaissent nécessaires. En effet, le système bancaire a généré par le passé un volume conséquent de créances douteuses, qu'il met du temps à effacer. Ainsi, en 2020, les banques ont continué de restructurer les créances douteuses apparues en 2015-16. Ces dernières représentaient encore 41% des prêts en fin d'année contre 48,4% en 2019. De plus, le taux de recouvrement final reste faible (9% d'après la Banque mondiale).

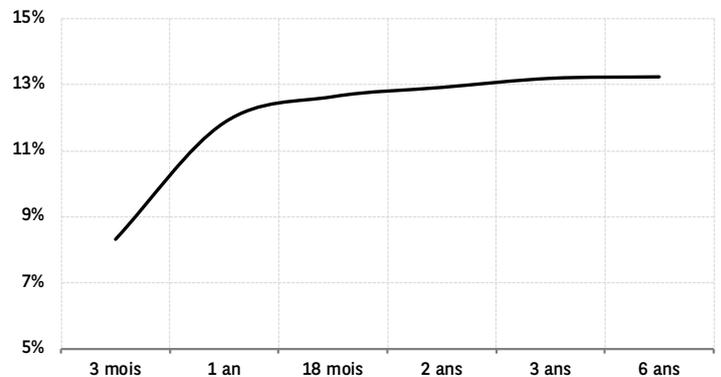
La réduction de l'occurrence d'une créance douteuse et l'efficacité de sa restructuration sont au cœur des réformes judiciaires que le gouvernement souhaite mettre en place, afin d'améliorer la transparence financière et la sécurité juridique des financements octroyés. Ces réformes font partie également des conditions requises par le FMI pour octroyer la prochaine tranche d'aide à l'Ukraine. La difficulté à les faire adopter explique le retard dans le versement de la tranche de février 2021 du prêt accordé à l'Ukraine.

LIBÉRER LA CONTRAINTE FINANCIÈRE PESANT SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Dans le passé récent, l'assainissement du système bancaire a constitué un coût important pour l'État, contribuant à la dégradation des finances publiques. Après la crise de 2015-16, la principale banque du pays, PrivatBank, a ainsi été nationalisée. Or, l'Ukraine fait face à une contrainte financière forte qui rend nécessaire le retour à un désendettement public. Le niveau élevé des taux d'intérêt en UAH, reflet du niveau du risque, est un frein. Il incite à un financement extérieur en devises pour lequel le taux d'intérêt est faible, mais dont le coût peut être *in fine* accru en cas de dépréciation de la hryvnia.

Or, la dette publique devrait continuer à augmenter en 2021, pour atteindre 66% du PIB. La prolongation de l'épidémie de Covid-19, avec le déclenchement d'une 3^e vague en mars 2021, et la lenteur de la vaccination impliquent le maintien de l'essentiel des programmes d'aide en 2021. Le déficit public resterait élevé à 5,5% du PIB, contre

COURBE DES TAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

7,5% du PIB en 2020. De plus, si l'aide du FMI a servi en 2020 à financer directement le budget, une allocation de DTS ne peut, quant à elle, que bénéficier à la banque centrale. Cela implique que, tant que les décaissements de l'aide du FMI ne reprendront pas, le gouvernement devra se financer sur le marché local à un taux d'intérêt bien supérieur. L'ampleur de la charge d'intérêts de la dette (3,5% du PIB en 2021) montre la nécessité d'un désendettement afin de retrouver des marges de manœuvre en matière budgétaire.

DÉVELOPPER LE POTENTIEL DE CROISSANCE

L'Ukraine doit également privilégier les investissements directs étrangers (IDE) afin de limiter sa dette extérieure (83,4% du PIB en 2020), et développer son potentiel de croissance. Ces IDE avait repris à partir de 2016, mais ils se sont de nouveau interrompus en 2020. Afin de les relancer, le gouvernement a adopté une nouvelle loi début 2021 accordant aux investisseurs étrangers des baisses de taxes, une exemption de droits de douane à l'importation, des droits de propriété fonciers préférentiels, ainsi que la stabilité du cadre réglementaire (*rule of law*). L'objectif de cette loi est de favoriser une montée en gamme en rendant éligibles les secteurs industriels et en y incluant ceux associés à une activité extractive (minerai de fer) seulement si le processus de transformation-enrichissement est mis en œuvre en Ukraine.

Des succès ont été enregistrés ces dernières années, notamment dans les services informatiques. Cependant, l'Ukraine a besoin d'un effort d'investissement durable en capital physique et humain, jusqu'à présent bridé par la répétition des crises. Ainsi, la productivité totale des facteurs n'a retrouvé qu'en 2019 son niveau de 2008. Le stock de capital (infrastructures notamment) n'a cessé de diminuer ces dernières années dès lors qu'on le mesure à prix constants. Enfin, le nombre de personnes employées a diminué avec l'émigration de personnel qualifié. Tout cela contribue à limiter le potentiel de croissance qui a besoin d'être soutenu.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Stéphane COLLIAC

stephane.colliac@bnpparibas.com

POURSUITE DE L'AMÉLIORATION BUDGÉTAIRE

L'économie égyptienne a bien résisté l'an dernier. L'activité est restée positive grâce au soutien budgétaire, et les principaux soldes macroéconomiques ne se sont pas dégradés significativement grâce, en partie, au soutien international. Les bons résultats des finances publiques sont notables et devraient maintenir l'attractivité de la dette égyptienne. Néanmoins, il convient de rester prudent. D'une part, le rythme de vaccination est faible dans un contexte de pandémie toujours active ; d'autre part, la vulnérabilité des comptes extérieurs est élevée, tandis que l'amélioration du solde extérieur énergétique, observée en 2020, pourrait ne pas se poursuivre à court terme

RÉSISTANCE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Depuis un an, les conséquences de la pandémie sur l'économie ont été contenues et les mesures restrictives ont été relativement limitées. Selon les données officielles, le taux de mortalité dû au covid est assez bas par rapport au reste la région, mais le pays connaît actuellement une seconde vague de contamination, plus longue que la précédente, et qui semble plus difficile à infléchir. Pour le moment, la campagne de vaccination reste assez limitée. Environ 2 millions de doses de vaccin ont été réceptionnées (don de la Chine et programme Covax) pour un total de 8 millions attendu d'ici fin mai. Cela reste faible en regard de la population totale (100 millions, dont environ la moitié a plus de 24 ans). Par ailleurs, l'Égypte devrait être en mesure de fabriquer un vaccin dans les mois à venir. Dans ce contexte, la situation sanitaire reste un élément d'incertitude significatif qui pourrait continuer de peser sur l'économie égyptienne.

Au cours des trois premiers trimestres de 2020, la croissance du PIB réel a été positive (+1,3% en moyenne en g.a.) grâce principalement à la consommation intérieure qui a bénéficié du soutien des dépenses publiques. D'un point de vue sectoriel, les principaux éléments de soutien à l'activité ont été sans surprise les secteurs de la construction, de l'immobilier et du commerce de détail. Ces secteurs bénéficient, d'une part, de la poursuite des grands chantiers d'infrastructure et d'urbanisme et, d'autre part, de la redistribution de pouvoir d'achat aux ménages par le gouvernement. Ces mêmes déterminants devraient permettre à la croissance de rester positive sur l'ensemble de l'année budgétaire 2020/21 (3,1%), bien qu'en retrait par rapport à 2019/20 (3,8%), en raison notamment de la chute de la fréquentation touristique.

Pour l'année 2021/22, bien que l'incertitude soit forte, nous anticipons un rebond significatif de l'activité (5,3%). En plus des traditionnels supports que sont le secteur de la construction et la consommation des ménages, trois facteurs devraient soutenir ce scénario : 1/ un projet de budget favorable à la demande intérieure, tout en mettant l'accent sur les dépenses structurelles ; 2/ la reprise de la production de gaz grâce au retour de la croissance en Asie, qui devrait soutenir les prix du gaz naturel liquéfié (GNL) ; 3/ une reprise très graduelle de la fréquentation touristique.

L'AMÉLIORATION GRADUELLE DES FINANCES PUBLIQUES DEVRAIT SE POURSUIVRE

La situation des finances continue de s'améliorer même si le coût de la dette reste une contrainte budgétaire majeure. Dans un environnement économique défavorable, le déficit budgétaire est resté quasi-stable en 2019/20 (8% du PIB). Depuis un an, la politique budgétaire a pour priorité le soutien au pouvoir d'achat des ménages, notamment des

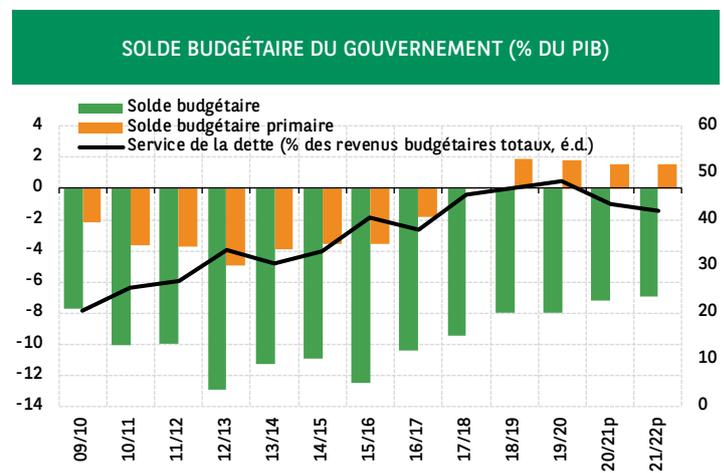
	PRÉVISIONS			
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	5.6	3.8	3.1	5.3
Inflation, IPC, var. annuelle, %	13.4	5.6	4.7	6.8
Solde budgétaire, % du PIB	-8.0	-8.0	-7.2	-7.0
Dette du gouv. central, % du PIB	84	90	94	93
Balance courante, % du PIB	-3.6	-3.1	-3.9	-2.9
Dette externe, % du PIB	36	34	34	33
Réserves de change, mds USD	45	38	42	43
Réserves de change, en mois d'imports	8.0	6.1	6.9	7.5

(1): Année budgétaire du 1^{er} juillet de l'année t au 30 juin de l'année t+1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

fonctionnaires et des catégories de la population les plus défavorisées, et la hausse des dépenses de santé. Par ailleurs, le service de la dette amorce une légère baisse, conséquence du cycle de baisse des taux d'intérêt initié en 2018/19. Après un plus haut de 11,4% en 2019, le taux d'intérêt apparent de la dette totale du gouvernement central était de 10,9% en 2019/20.

D'une manière générale, la hausse des recettes devrait permettre la poursuite de l'amélioration des finances publiques en 2020/21 malgré les mesures de soutien à l'économie. Au cours de la première moitié de

2020/21, les performances budgétaires ont été en amélioration avec une hausse des recettes de plus de 16% par rapport à la même période de l'année précédente (grâce notamment à une taxe exceptionnelle sur les salaires les plus élevés), tandis que les dépenses n'augmentaient que de 9,6%. Cette tendance s'est poursuivie durant T3 2020/21 selon le ministre des Finances. Par conséquent, en 2020/21 le gouvernement devrait à nouveau dégager un excédent primaire (équivalent à environ 1,6% du PIB) et le déficit budgétaire se réduire à 7,2% du PIB. Néanmoins, même si le service de la dette se réduit en valeur, il reste très élevé en pourcentage des revenus du gouvernement (48% en 2019/20), ce qui limite fortement les marges de manœuvre budgétaires. Si ce ratio devrait poursuivre sa baisse (42% prévu en 2021/22), il restera élevé à moyen terme. En effet, le rythme de baisse des taux d'intérêt devrait ralentir, tandis que la proportion de financement de nature concessionnel provenant du FMI devrait se réduire à partir de 2021/22. Du côté des revenus, leur progression devrait rester modérée à moyen terme. Selon le FMI, ils atteindraient 22% du PIB en 2024/25 (19% en 2018/19). Au total le service de la dette devrait encore représenter environ un tiers des revenus totaux à moyen terme.

Le budget pour l'année 2021/22 est actuellement en cours d'examen à l'assemblée nationale. L'objectif budgétaire du gouvernement (un déficit équivalent à 6,6% du PIB) est étroitement dépendant de la reprise de l'activité économique, et souffre pour le moment de l'absence de nouvelles recettes clairement identifiées. Deux éléments pourraient empêcher la réduction espérée du déficit : la hausse de l'ensemble des salaires de la fonction publique et la fin de la taxe exceptionnelle sur les salaires. Nous tablons sur un déficit équivalent à 7% du PIB en 2021/22.

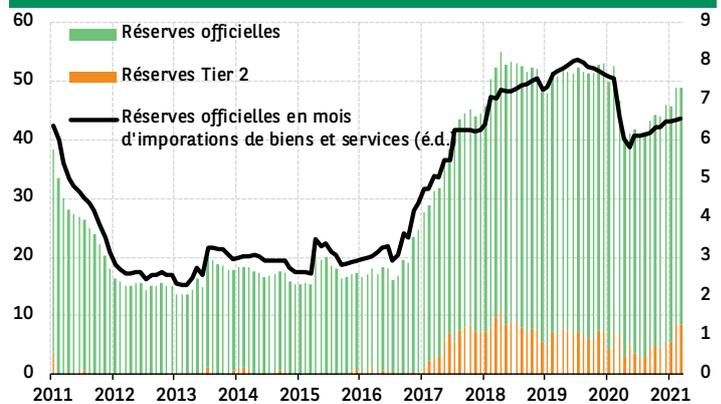
La dette du gouvernement va rester élevée à moyen terme étant donné la persistance du déficit budgétaire et des taux d'intérêt réels devenus positifs depuis 2020. Elle devrait atteindre un maximum de 94% du PIB à la fin de l'année budgétaire en cours avant de graduellement se réduire à 89% du PIB d'ici 2023/24.

PERSISTANCE DE LA VULNÉRABILITÉ EXTÉRIEURE

Si les finances publiques ont continué de s'améliorer malgré un environnement économique difficile, la situation des comptes externes reste un facteur de vulnérabilité. En effet, en 2020, l'effondrement du tourisme et une volatilité accrue sur le marché international des capitaux de court terme ont pesé sur la liquidité en devises du pays. Ce sont le soutien financier international, le niveau élevé des transferts des Égyptiens à l'étranger et la baisse des importations qui ont permis la stabilité de la position extérieure en devises du système bancaire dans son ensemble. Les réserves de change brutes de la banque centrale s'élevaient à USD 40,3 mds en mars 2021 (contre USD 45 mds un an auparavant), auxquelles on peut ajouter USD 8,6 mds de réserves de change *tier II*, tandis que la position extérieure nette des banques commerciales a retrouvé son niveau de pré-crise à USD 7 mds. Les banques publiques (plus de 50% de l'actif bancaire total) participent activement à la politique de change des autorités monétaires. Le déficit courant devrait s'accroître et atteindre 3,9% du PIB en 2020/21 en raison principalement de la chute des revenus du tourisme (-40% attendu).

Le montant élevé des flux de portefeuille et les déboursements du FMI assurent un niveau de liquidité en devises satisfaisant à court terme. Les perspectives sont plus incertaines en 2021/22. Nous prévoyons une légère baisse du déficit courant en valeur (USD 14,7 mds), mais un amortissement de la dette extérieure beaucoup plus élevé qu'en 2020/21. Selon le FMI, celui-ci devrait s'élever à USD 17,5 mds (contre

RÉSERVES EN DEVISES DE LA BANQUE CENTRALE (USD MDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

USD 14,2 mds en 2020/21). Par ailleurs, l'évolution des flux de capitaux internationaux pourrait être moins favorable aux pays émergents étant donné la remontée des taux observée aux États-Unis. Néanmoins, le ralentissement attendu du cycle de baisse des taux en Égypte, le risque de change limité et les bonnes performances budgétaires devraient maintenir l'attractivité des titres de dette publique égyptiens.

L'AMÉLIORATION DU SOLDE ÉNERGÉTIQUE POURRAIT N'ÊTRE QUE TEMPORAIRE

Le solde énergétique s'est sensiblement amélioré en 2020 à la faveur d'une baisse de la demande intérieure et d'une hausse de la demande asiatique en fin d'année. À court terme, l'évolution du solde énergétique est assez incertaine et l'excédent constaté en 2020 risque de ne pas se reproduire. Sur le marché intérieur, la demande de produits pétroliers (brut et raffiné) est en baisse régulière depuis environ cinq ans en raison notamment de la réduction des subventions. En 2020, la demande a baissé d'environ 13% avec le ralentissement de l'activité. Du côté de l'offre, la production de pétrole brut poursuit son déclin (-6% en 2020), en raison notamment du manque d'investissements dans de nouvelles capacités de production. Parallèlement, la production et l'exportation de produits raffinés continuent de croître grâce au développement des capacités de production. En volume, le solde extérieur des produits raffinés a été positif pour la première fois en 2020 (17 000 b/j), mais le solde pétrolier total (brut inclus) reste largement négatif (-101 000 b/j). En valeur, selon les données disponibles, un surplus symbolique a été enregistré au T3 2020 (USD 54 m). De leur côté, les exportations de GNL ont repris fin 2020 à la faveur de la hausse de la demande et des prix en Asie. Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2020/21 ces exportations devraient atteindre USD 1 à 2 mds. Les perspectives d'exportations de LNG restent incertaines à court terme. Celles-ci sont commercialisées sur le marché spot dont les prix connaissent une volatilité très importante et peuvent se situer en-dessous du prix de revient égyptien, contraignant les exportations.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

DES PERSPECTIVES FAVORABLES

L'économie qatarie débute l'année 2021 dans des conditions relativement favorables : l'embargo régional a pris fin, mais l'épidémie de Covid-19 est toujours active. Malgré la baisse des prix du pétrole en 2020, les déficits budgétaires et courants sont restés modérés. À moyen terme, le développement de nouvelles capacités d'exportation de gaz devrait significativement renforcer une situation macroéconomique déjà solide. Le principal facteur de vulnérabilité demeure l'endettement extérieur net des banques, qui est très élevé et qui n'a cessé de croître avec le développement accéléré de l'économie. Néanmoins, le soutien gouvernemental est assuré, et la position extérieure des banques devrait se rétablir avec le ralentissement attendu du crédit et la croissance des dépôts.

REBOND MODÉRÉ DE L'ACTIVITÉ EN 2021

Deux événements aux conséquences contraires marquent ce début d'année 2021 : la fin de l'embargo qui touchait le Qatar depuis 2017 et une seconde vague de pandémie de Covid-19. Les conséquences économiques de la fin de l'embargo sont positives en termes de flux commerciaux et financiers, mais elles ne doivent pas être surestimées. Durant cette période d'embargo, l'économie qatarie a su diversifier ses sources d'approvisionnement et a augmenté son autonomie. Concernant la situation sanitaire, le taux de mortalité dû à la pandémie est le plus bas parmi les pays du Golfe. Néanmoins, la pandémie reste active et des mesures de restriction ont été remises en place récemment. Le soutien public à l'économie a été substantiel l'an dernier (environ 14% du PIB), dont une grande partie a consisté en un support à la liquidité bancaire et un système d'aménagement et de garantie des créances. Malgré cela, le PIB a chuté de 3,7% en 2020 en raison d'une légère baisse de 2% en g.a. de la production d'hydrocarbures (40% du PIB), et surtout d'une forte chute de l'activité des secteurs hors hydrocarbures (-4,6% en g.a.), notamment celui de la construction qui constitue 12% du PIB total et qui s'est contracté de 4%.

En 2021, la croissance économique devrait repartir à la hausse, mais le rebond devrait rester modeste (2,8%). La production d'hydrocarbures ne devrait augmenter que modérément, tandis que les progrès de la campagne de vaccination et les conséquences positives de la levée des sanctions devraient bénéficier à la croissance au second semestre. Le PIB devrait retrouver en 2022 son niveau de 2019 avec la fin attendue des restrictions liées à la pandémie et l'effet d'entraînement de l'organisation de la Coupe du monde de football.

Le PIB hors hydrocarbures a été le principal moteur de croissance depuis une dizaine d'années, mais à moyen terme le secteur des hydrocarbures sera le principal moteur de croissance en raison du développement d'importantes capacités de production de gaz naturel liquéfié (GNL). Celles-ci devraient croître de 60% d'ici 2027. Parallèlement, les perspectives de développement des secteurs hors hydrocarbures sont plus contraintes étant donné la taille réduite de la population qatarie et l'attractivité économique limitée en dehors du secteur des hydrocarbures. Les principales sources de diversification économique devraient continuer de se situer dans le secteur de l'aval des hydrocarbures.

PERSPECTIVES DES EXPORTATIONS DE GNL

En 2017, le Qatar a mis fin à un moratoire de douze ans concernant le développement des capacités de production de GNL, et a entrepris un projet d'expansion de USD 50 mds qui devrait augmenter les exportations de GNL de plus de 60% d'ici 2027 pour atteindre 126 millions de

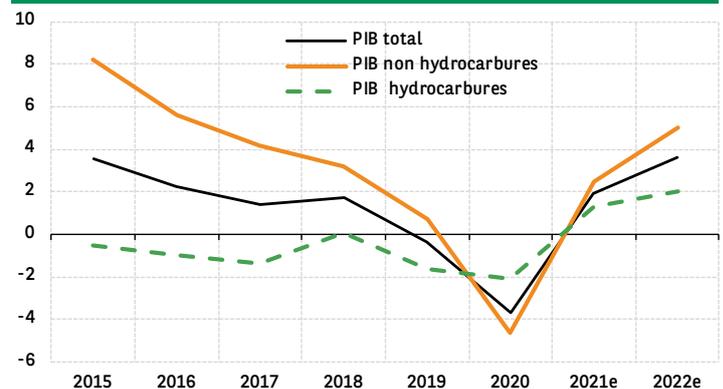
PRÉVISIONS				
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	-0.4	-3.7	1.9	3.6
Inflation moyenne (IPC, %)	-0.6	-2.6	1.8	2.9
Solde budgétaire / PIB (%)	1.0	-1.7	4.2	3.3
Dette publique / PIB (%)	56	71	48	50
Solde courant / PIB (%)	2.4	-2.5	5.8	3.9
Dette extérieure / PIB (%)	123	139	134	135
Réserves de change, mds USD	38	38	45	54
Réserves de change, en mois d'imports	6.8	7.0	8.0	9.0

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE (% G.A.)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : PLANNING AND STATISTICS AUTHORITY, BNP PARIBAS

tonnes par an. Les contrats de vente de GNL de long terme resteront la base de la politique commerciale qatarie, mais le lancement d'une structure dédiée pourrait accroître les transactions sur le marché *spot* jusqu'à 20% du total des transactions selon les conditions de marché. Au niveau mondial, le marché du GNL est de plus en plus concurrentiel, avec notamment la forte hausse des exportations provenant des États-Unis (gaz de schiste), devenus troisième exportateur mondial en quelques années devant la Russie. Néanmoins, les perspectives pour le gaz qatari restent favorables à moyen et long terme.



D'une manière générale, bien qu'émettant des gaz à effet de serre, la combustion de gaz reste moins émettrice que celle de pétrole ou de charbon. Selon l'Agence internationale de l'énergie, seule la demande pour les énergies renouvelables croîtra à un rythme supérieur à celle du gaz naturel à moyen terme. Par ailleurs, la production qatarie bénéficie de coûts de production parmi les plus bas du marché. L'Asie, qui est son débouché traditionnel, devrait rester la zone dont la demande de gaz connaît la plus forte croissance.

DES FINANCES PUBLIQUES ET EXTÉRIEURES SOLIDES

En 2020, la chute des prix du pétrole a entraîné celle des recettes budgétaires. Celles-ci dépendent à 85% du secteur des hydrocarbures. Néanmoins, d'après notre estimation, le déficit budgétaire est resté modéré (1,7% du PIB), notamment grâce à la réduction des dépenses d'investissement. Le soutien budgétaire direct à l'activité a été limité, tandis que le gouvernement a évité tout dérapage des dépenses courantes. Pendant la période 2016-19, les dépenses publiques d'investissement ont été très élevées (plus de 40% des dépenses totales en moyenne), et ce cycle semble arriver à son terme avec la réalisation de l'essentiel des infrastructures liées à la Coupe du monde de 2022.

En 2021 et 2022, le budget devrait de nouveau être en excédent étant donné la hausse attendue des prix du pétrole et la modération des dépenses. Le prix du baril de pétrole qui équilibre le budget atteint environ 50 dollars, soit le niveau le plus bas parmi les pays du Golfe. À moyen terme, la forte hausse attendue des revenus issus des exportations de GNL devrait significativement améliorer la situation budgétaire.

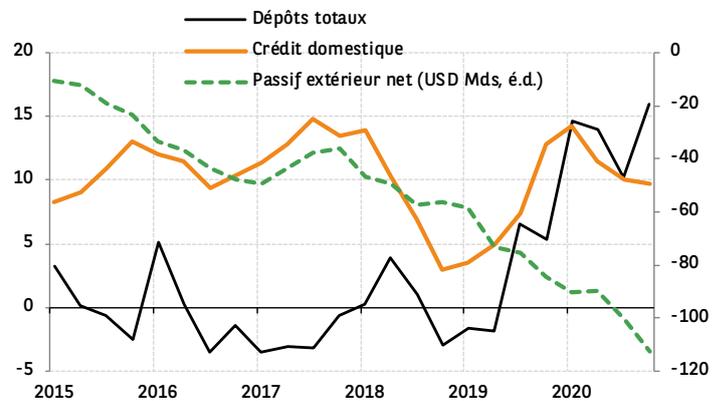
Les comptes extérieurs sont dominés par les exportations d'hydrocarbures (plus de 85% des exportations totales, dont 64% pour les exportations de GNL). Le solde commercial enregistre un excédent structurel élevé, équivalant à 25% du PIB en moyenne entre 2015 et 2019. En 2020, le solde courant a enregistré un déficit estimé à 2,5% du PIB. Le rebond des prix du pétrole devrait permettre le retour d'un excédent courant à court terme. À l'instar des comptes publics, la mise en production de nouvelles capacités d'exportation de GNL devrait assurer des excédents courants significatifs à moyen terme.

La dette extérieure totale est très élevée (139% du PIB en 2020) et en augmentation régulière. Ce niveau de dette ne représente pas en lui-même un facteur de risque sur la solvabilité de l'émirat. En effet, le montant des actifs publics dépasse deux fois le PIB.

QUELLE VULNÉRABILITÉ LIÉE À LA DETTE EXTÉRIÈRE DES BANQUES ?

Cependant, la composition de la dette extérieure constitue un facteur de vulnérabilité économique. Une partie de cette dette (environ 15% du total) a été contractée par le gouvernement et par des entreprises privées non financières. Le reste est constitué de la dette des banques qataries vis-à-vis de l'étranger. La dette bancaire extérieure n'a cessé d'augmenter ces dernières années en raison du manque de ressources locales pour faire face à la demande de crédit intérieur. En effet, la croissance annuelle du crédit au secteur privé (environ 60% du crédit intérieur total) a été de 13% en moyenne depuis 2015 (+7,4% pour le secteur public), tandis que les dépôts n'ont augmenté que de 2,3% en moyenne sur la même période. Les actifs bancaires totaux représentent environ 240% du PIB. Dans ce contexte, les banques ont recours à des ressources extérieures (37% des ressources bancaires totales en 2020)

BILAN SIMPLIFIÉ DU SYSTÈME BANCAIRE A/A (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

sous forme de dépôts des non-résidents (37% du passif extérieur total) et de créances interbancaires (48%), le reste étant constitué d'émissions de dette sur les marchés internationaux. La position extérieure nette du système bancaire est négative depuis 2009 et s'est fortement dégradée depuis 2018 avec le doublement de la dette nette vis-à-vis de l'extérieur. Celle-ci a atteint USD 112 mds en décembre 2020, soit environ 75% du PIB.

Cette situation constitue un double facteur de vulnérabilité : pour le système bancaire, et, dans une moindre mesure, pour le gouvernement. La dépendance accrue au financement extérieur rend le système bancaire vulnérable à tout évènement économique ou politique qui pourrait affecter la confiance des créateurs extérieurs vis-à-vis du Qatar. Par ailleurs, l'implication du gouvernement dans le secteur bancaire est forte, à la fois sous forme de dépôts (environ 30% des dépôts intérieurs totaux) et de participation significative au capital des banques. La dette extérieure des banques peut donc être considérée comme un élément de la dette publique au sens large. Néanmoins, nous estimons qu'un certain nombre d'éléments relativisent l'ampleur de cette vulnérabilité. En raison de son lien étroit avec l'État, le secteur bancaire bénéficie de notations très favorables au niveau international. En cas de difficulté, le soutien de l'État au secteur est important. Ainsi, le retrait d'une partie des dépôts de non-résidents suite à l'embargo de 2017 a été rapidement compensé par des dépôts du gouvernement qui dispose d'avoirs importants. À moyen terme, on peut envisager une réduction du passif extérieur net des banques. Du côté des emplois, les besoins de financement devraient ralentir suite à la réalisation des principaux investissements en infrastructure. Du côté des ressources, l'augmentation des revenus du gouvernement en lien avec le développement des exportations de GNL devrait rendre les dépôts du secteur public plus importants et moins volatils.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

CÔTE D'IVOIRE

23

BIEN POSITIONNÉE POUR REBONDIR

L'économie a plutôt bien résisté au choc de la pandémie jusqu'à présent. La croissance a certes fortement décéléré en 2020, mais elle est restée positive. Surtout, elle devrait rebondir fortement cette année, soutenue par la demande domestique et une décrispation du contexte politique après un cycle électoral chargé. Comparé à d'autres pays africains, la situation de la dette soulève également moins d'inquiétudes. Néanmoins, la détérioration marquée des finances publiques en 2020 appelle à une consolidation qui pourrait s'avérer difficile sans une hausse durable des recettes fiscales. Cela risque aussi de peser à terme sur les perspectives de croissance d'une économie de plus en plus dépendante des investissements publics.

L'horizon se dégage. Après la réélection du président Ouattara en novembre 2020, lors d'un scrutin émaillé de violence et sans la participation de l'opposition qui contestait la légitimité de la candidature de ce dernier, la tenue des élections législatives début mars est venue clôturer un cycle électoral chargé. Le parti présidentiel, le RHDP, a réussi à conserver sa majorité face à une opposition remobilisée. Surtout, les élections législatives se sont déroulées dans un climat apaisé, laissant entrevoir une décrispation du contexte politique. Du côté des investisseurs, la continuité de la politique économique rassure également, comme en atteste le retour réussi de la Côte d'Ivoire sur les marchés financiers internationaux en novembre 2020, puis en février. Avec une croissance de 8% en moyenne depuis 2012, le bilan des deux précédents mandats du président Ouattara est en effet positif. La Côte d'Ivoire fait aussi partie des rares économies africaines à avoir évité la récession en 2020, notamment grâce à une bonne maîtrise de l'épidémie, et la détérioration des comptes publics et extérieurs y a été moins sévère. Un rebond significatif de l'activité est attendu cette année. Néanmoins, la situation n'est pas sans risques.

FINANCES PUBLIQUES : CONSOLIDATION GRADUELLE

La consolidation des finances publiques sera l'un des principaux défis à relever. De fait, le déficit budgétaire a plus que doublé en 2020 pour atteindre 5,6% du PIB (graphique 1) en raison essentiellement de la progression de plus 3 points des dépenses publiques. Les recettes budgétaires hors dons ont été 5% inférieures aux objectifs initiaux. Elles ont néanmoins plutôt bien résisté (+4% en glissement annuel), ce qui a permis à l'État de ne pas procéder à des réallocations de dépenses. Les investissements publics ressortent ainsi en hausse de presque 30% en 2020, alors que des coupes avaient été envisagées au début de la crise sanitaire. Selon le FMI, le déficit budgétaire devrait être ramené à 4,7% du PIB en 2021 avant de progressivement converger vers la norme communautaire de 3% en 2023. Le rythme d'assainissement ainsi retenu permettrait de contenir l'endettement en dessous de 50% du PIB sans pour autant fragiliser la reprise économique.

Si la situation d'ensemble reste gérable, de nombreux facteurs pèsent néanmoins sur la dynamique des finances publiques. La Côte d'Ivoire affichait, en effet, avant la crise l'une des plus mauvaises performances de la région en termes de collecte fiscale ; à 12% du PIB, elle est le reflet d'un système relativement complexe avec de multiples exonérations. Le retrait progressif des mesures de soutien mises en place pour lutter contre les effets de la pandémie aura un effet très modéré sur la performance budgétaire.

D'un montant estimé à 1,5% de PIB en 2020, le programme ne devrait être réduit que d'un demi-point en 2021. Le gouvernement table également sur le redressement des recettes générées par la reprise

PRÉVISIONS

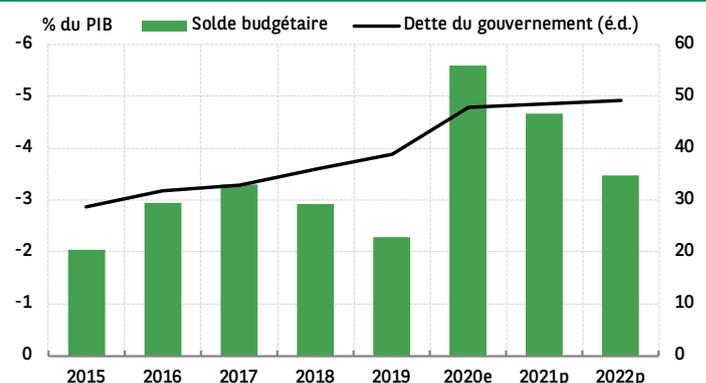
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.2	1.2	5.5	6.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.8	2.4	2.5	2.0
Solde budgétaire, % du PIB	-2.3	-5.6	-4.7	-3.5
Dette du gouv. central, % du PIB	38.8	47.8	48.6	49.2
Balance courante, % du PIB	-2.7	-3.9	-3.6	-3.2
Dette externe, % du PIB	27.6	31.9	32.4	32.1
Réserves de change, mds USD	7.4	8.9	8.8	8.7
Réserves de change, en mois d'imports	6.8	8.6	7.6	6.7

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

DÉTÉRIORATION DES FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINEFI, FMI, BNP PARIBAS

de l'activité économique, ainsi que sur des réformes fiscales pour réduire ses déficits. Les contre-performances répétées par le passé incitent cependant à la prudence. La capacité des autorités à contenir la hausse des dépenses publiques est également sujette à caution. Jusqu'à présent, elles y sont parvenues grâce à un strict contrôle des dépenses courantes, en particulier de la masse salariale des employés de la fonction publique dont le poids dans le budget est passé de 32,2% en 2014 à 25% en 2020. Mais le contexte social fragile, à la suite de la crise sanitaire et des élections, alimente le risque de dérapage sur



ce front, ce qui laisserait les investissements publics jouer le rôle de variable d'ajustement. Les marges de manœuvre existent dans la mesure où les dépenses en capital comptent pour plus d'un quart du budget. Néanmoins, il ne peut s'agir que d'une solution transitoire.

DETTE : SOUTENABLE MAIS SOUS SURVEILLANCE

Comparé à celle d'autres émetteurs africains, la situation de la dette ivoirienne apparaît moins risquée, que ce soit en termes de niveau ou de structure. Mais la dynamique de hausse de la dette doit être enrayée. Point positif, les prochaines tombées de dette euro-obligataire importantes ne sont pas attendues avant la fin de la décennie. De fait, si les émissions d'eurobonds, ces dernières années, ont accru la part de la dette extérieure due à des créanciers privés (33% de l'encours de dette à fin 2020 contre 24% en 2013), elles ont aussi servi à allonger sa maturité. La durée moyenne de vie de la dette est ainsi passée de 5,5 ans en 2013 à 8,3 ans en 2020. La Côte d'Ivoire s'endettant essentiellement sur les marchés en euro, la vulnérabilité de la dette à un choc sur le change est également contenue grâce au peg.

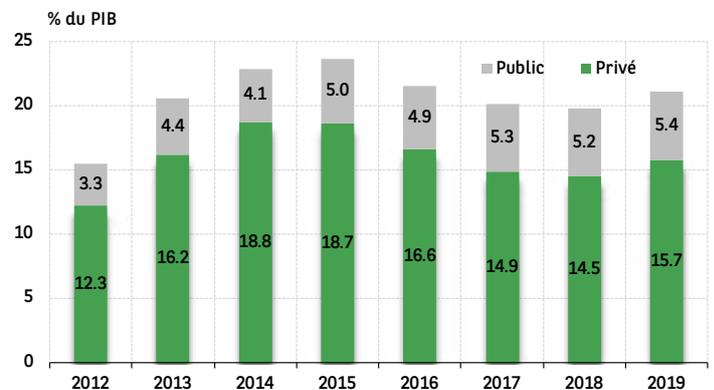
La capacité de la Côte d'Ivoire à couvrir ses besoins de financement ne pose pas de problème. Le pays reste soutenu par les bailleurs de fonds et il dispose d'un accès régulier aux marchés financiers locaux et internationaux. D'ailleurs, la participation de la Côte d'Ivoire au moratoire de dette des pays du G20 ne traduit pas de tensions particulières de liquidité. Les gains ont été modestes (0,4% du PIB en 2020) et le resteront en 2021. À l'image d'autres pays éligibles, le gouvernement ivoirien n'a pas souhaité inclure les créanciers privés afin de préserver son attractivité et sa qualité de crédit auprès des agences de rating, ce qui explique, entre autres, le niveau relativement bas des spreads ivoiriens qui restent inférieurs à 400 points de base.

Cependant, l'augmentation de la dette publique (+20 points de PIB depuis 2014) et le recours accru aux marchés obligataires internationaux ont aussi conduit à une hausse marquée de la charge d'intérêt sur la dette, qui absorbe désormais 13% des ressources budgétaires hors dons, contre 7% en 2014. En l'absence de progrès dans la mobilisation des ressources domestiques, et sans une réduction du déficit budgétaire, cette situation risque de s'aggraver.

VERS UN REBOND EN 2021, INCERTITUDES AU-DELÀ

L'économie ivoirienne a plutôt bien résisté au choc en 2020. Après un plongeon au T2 à -1,6% en glissement annuel, la croissance est redevenue positive dès le T3 2020 (0,7%) à la suite d'un allègement substantiel des mesures de restrictions, et la dynamique s'est renforcée au T4 (1,9%). De plus, l'économie est modérément exposée au secteur du tourisme, et a bénéficié de termes de l'échange favorables grâce à la bonne résistance des cours mondiaux du cacao et à l'allègement de la facture pétrolière. Elle n'a ainsi pas souffert de pressions autres que les perturbations des échanges extérieurs générées par la pandémie. Selon la banque centrale régionale (BCEAO), la croissance aurait atteint 1,2% en 2020. Cela constitue malgré tout un décrochage brutal. Pour 2021, la croissance est attendue à 5,5-6%, soutenue par l'intensification des grands projets en infrastructures et un rebond de la demande domestique. L'incidence de la remontée des cours des matières importées, en particulier ceux de l'énergie, sur les prix devrait restée contenue grâce aux mécanismes stabilisateurs de la zone Franc CFA. L'inflation était de seulement 2,3% en janvier 2021. Un resserrement prématuré de la politique monétaire par la BCEAO, est donc peu probable. Le taux directeur a été baissé de 50 points de base à 4% en

TAUX D'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCEAO, INS

2020, ce qui a permis de soutenir l'activité de crédit au secteur privé (+11% en glissement annuel). À court terme, l'impact de la levée du moratoire sur le remboursement des dettes bancaires, introduit durant la crise, devrait être gérable. Selon FMI, cela concernait seulement 5% des crédits à la mi-2020 au niveau de l'UEMOA. Or, il est probable que le risque de crédit, comme l'activité économique, ait plutôt mieux résisté en Côte d'Ivoire que les autres économies de la région.

Évidemment, le redressement économique à court terme suppose que l'épidémie reste sous contrôle. Certes, la Côte d'Ivoire est l'un des premiers pays africains à avoir reçu des vaccins grâce à l'initiative Covax. Mais la campagne de vaccination n'a démarré que début mars et elle sera longue.

Au-delà, la capacité de l'économie à rester sur un sentier de croissance durablement élevée sera étroitement corrélée à l'agenda des réformes. Malgré un potentiel indéniable, le modèle ivoirien souffre encore de nombreuses fragilités structurelles, à commencer par une dépendance accrue aux investissements publics (graphique 2). Or, la nécessité de consolider les finances publiques rend cette dynamique difficile à maintenir. La baisse du taux d'investissement du secteur privé depuis 2015 illustre aussi la difficulté de l'économie à se transformer. Malgré un élargissement de la gamme des produits exportés, elle reste concentrée sur des matières premières, en particulier le cacao (plus de 40% des exportations). L'économie demeure non seulement vulnérable à des chocs exogènes mais la croissance n'est pas assez inclusive. Tous ces chantiers figurent en bonne place dans le nouveau Plan de développement national 2021-2025.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Stéphane ALBY
stephane.alby@bnpparibas.com

UNE ÉCONOMIE RELATIVEMENT ÉPARGNÉE MAIS FRAGILISÉE

Alors que le Kenya a échappé à la récession en 2020, le choc de la Covid-19 est venu exacerber les vulnérabilités économiques du pays. Le risque de surendettement public est particulièrement élevé et, malgré le soutien financier apporté par les créditeurs multi et bilatéraux, la gestion du budget restera un défi à court et moyen terme. Le niveau mais aussi la structure de la dette exposent le gouvernement à un risque de solvabilité. Heureusement, des réformes sont attendues pour infléchir ce risque, et le programme que le FMI a récemment accordé aux autorités kenyanes pourrait permettre d'appuyer ces efforts et contribuer à rassurer les investisseurs étrangers.

UNE REPRISE DYNAMIQUE MAIS INCERTAINE

Le Kenya a échappé à la récession en 2020 mais la pandémie a eu un impact significatif sur l'économie, dont la croissance est largement tirée par le secteur des services. Au pic de la crise, au second trimestre 2020, l'activité s'est contractée de près de 6% en glissement annuel. La banque centrale (CBK) a, en réaction, ajusté son taux directeur à deux reprises pour l'abaisser au total de 125 points de base (pb) à 7%. D'autres mesures d'injection de liquidités ont par ailleurs été adoptées, avec notamment la réduction du ratio de réserves obligatoires (-100 pb) pour minimiser l'impact du choc et permettre au taux de change de jouer un rôle de variable d'ajustement, en parallèle des mesures de soutien budgétaire (estimées à 0,5% du PIB). Au total, l'activité devrait enregistrer une activité nulle sur l'année 2020.

Le rebond de la croissance du PIB devrait se poursuivre pour atteindre près de 5% sur l'année 2021. Toutefois, l'environnement actuel reste marqué par un niveau important d'incertitude, principalement à cause du risque élevé de nouvelle vague de contaminations et de restrictions sur l'activité. Début mars, les autorités kenyanes ont d'ailleurs mis en place de nouvelles mesures préventives et des restrictions face à la résurgence de nouveaux cas de Covid-19. La perspective d'un rebond restera donc fonction de l'avancée de l'épidémie et du déploiement de la campagne vaccinale. À ce jour, le pays a reçu près d'un million de doses du vaccin AstraZeneca dans le cadre de l'initiative Covax¹. L'ambition des autorités est de vacciner la moitié de la population d'ici mi-2023.

Le programme que le FMI a accordé en janvier dernier permettra de soutenir la phase de relance, avec un financement de USD 2.4 milliards sur 3 ans. L'aide apportée soutiendra en particulier les efforts de consolidation budgétaire afin de contenir le risque croissant de surendettement auquel fait face le gouvernement du Kenya.

VULNÉRABILITÉ ACCRUE DU BUDGET ET DE LA DETTE

Déjà structurellement marqué par une gestion budgétaire déficiente, le déficit fiscal s'est creusé dans le contexte de crise de l'an dernier (-8,5% du PIB en 2020 contre -7,9% sur la période 2015-2019). L'accumulation des déficits a alimenté la hausse de l'endettement public. Elle s'est accrue avec la mise sous tension du budget pour gérer la crise : les recettes collectées au cours de l'exercice fiscal 2019/2020 sont bien inférieures aux prévisions, tandis que les dépenses vont au-delà de celles anticipées. La dette publique atteint désormais près de 70% du PIB (+15% en valeur nominale par rapport à 2019), soit le seuil critique défini par le FMI pour caractériser un risque de surendettement élevé.

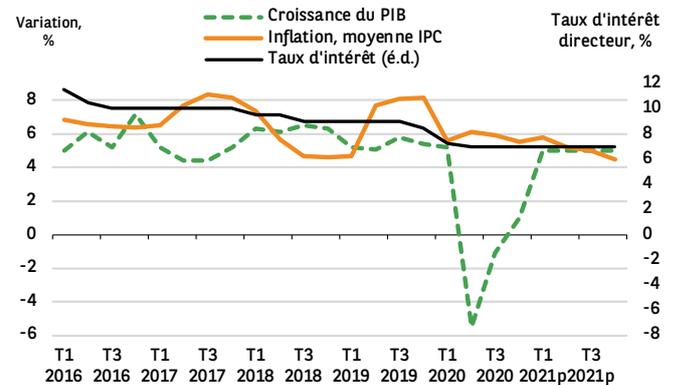
PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	5.4	1.4	5.0	5.7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5.2	5.3	5.0	5.0
Solde budgétaire, % du PIB	-7.7	-8.4	-8.1	-6.7
Dette publique, % du PIB	62.1	68.7	71.5	72.9
Balance courante, % du PIB	-5.8	-4.8	-5.3	-5.4
Dette externe, % du PIB	46.8	47.2	45.9	45.0
Réserves de change, mds USD	9.5	8.9	7.2	7.9
Réserves de change, en mois d'imports	6.1	4.9	4.2	4.6

TABLEAU 1

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

CONTRACTION INÉDITE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE DU KENYA, BNP PARIBAS

Déjà présent avant la crise, ce risque représente aujourd'hui une source de vulnérabilité majeure. En atteste la nouvelle dégradation de la note souveraine du pays chez Standard & Poor's, de B+ à B début mars 2021. Par ailleurs, la structure même de la dette, dont plus du tiers est constitué d'emprunts commerciaux, implique des coûts considérables : les intérêts sur la dette extérieure ont doublé depuis 2015 du fait de la réduction de la part des emprunts concessionnels (qui représente désormais moins d'un quart de la dette).

¹ Initiative de l'ONU et ses pays partenaires visant à garantir à tous les pays un accès équitable à des vaccins sûrs et efficaces.

Or, le gouvernement a fait face à la chute de ses revenus fiscaux et des recettes d'exportations depuis l'an dernier, ce qui a fortement fragilisé sa capacité à assurer le service de sa dette. Par ailleurs, il est aussi particulièrement exposé au risque de change car la moitié de l'encours de sa dette est libellée en devise (67% en USD). Or, le shilling s'est déprécié de -10% sur l'année 2020 par rapport au dollar US.

DES MESURES DE SOUTIEN TEMPORAIRES

Dans cette situation, le pays bénéficie d'un moratoire sur le service de la dette auprès du Club de Paris. D'abord réticent à souscrire à l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD), par crainte d'envoyer un signal négatif aux investisseurs obligataires et de réduire son accès au marché, le Kenya s'est finalement vu accorder un délai sur les paiements de la dette vis-à-vis des créanciers du Club, entre janvier et juin 2021, soit une économie d'environ USD 300 millions. Les paiements de la dette auprès des créanciers chinois sur cette même période sont également reportés et représentent une économie d'environ USD 345 millions. Le montant sera ensuite payé sur 5 ans à partir de 2023. Le gouvernement kenyan s'est engagé à continuer d'honorer les montants dus aux créanciers multilatéraux.

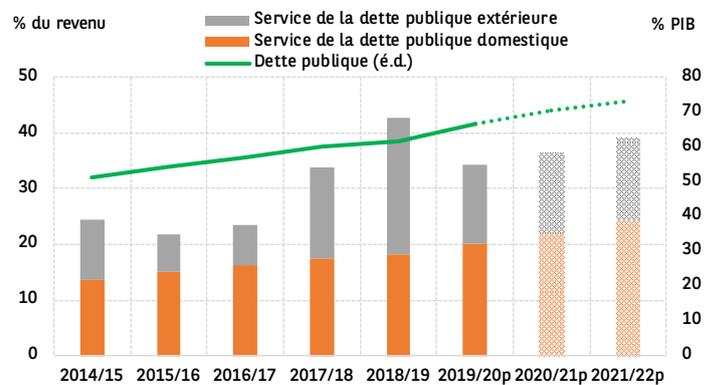
Au total, l'allègement financier reste néanmoins limité et temporaire. Il permettra d'alléger la pression sur les liquidités et de réallouer ces sommes pour soutenir la relance, mais ne résout pas le problème structurel de la soutenabilité de la dette. Les montants économisés ne représentent que 20% (USD 545 millions) du service global de la dette publique extérieure en 2021. En outre, les montants en jeu restent assez limités par rapport aux besoins financiers extérieurs globaux du pays. Ces derniers devraient rester équivalents à environ 6% du PIB en 2021 (USD 6,7 milliards) et, le service de la dette devrait encore représenter environ 27% des exportations (surpassant le seuil prudentiel indicatif du FMI de 23%).

À ces mesures vient s'ajouter l'accord conclu avec le FMI, portant sur un programme de USD 2,4 milliards d'une durée de 38 mois, avec revue trimestrielle. L'aide apportée devrait soutenir les efforts de relance, de rationalisation des dépenses et d'augmentation de la base fiscale. Ces réformes seront nécessaires pour assurer la viabilité de la dette à moyen terme, et notamment contenir les risques associés qui pèsent sur le système bancaire local. Ce dernier, déjà marqué par un ratio de créances douteuses important (14,14% en décembre 2020, soit +2,1 pp par rapport à décembre 2019) est, en effet, largement exposé au risque souverain, ainsi qu'aux entreprises parastatales : près du tiers de l'ensemble des prêts du secteur bancaire est composé de créances publiques. Cela crée d'ailleurs un effet d'éviction vis-à-vis du crédit au secteur privé.

L'AGENDA POLITIQUE POURRAIT RETARDER LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Les mesures d'amélioration de la gestion des finances publiques resteront au centre de l'attention dans les mois à venir. Le gouvernement a fait part de sa volonté de privilégier les emprunts contractés auprès de créanciers multilatéraux et bilatéraux, ce qui permettrait de sécuriser des taux d'intérêt favorables.

ACCROISSEMENT DU NIVEAU ET CHARGE DE LA DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

En parallèle, selon les montants obtenus par les créanciers officiels, le Trésor du Kenya envisage aussi de lever des fonds sur le marché obligataire international cette année. Cette émission aura pour but de préfinancer les remboursements à venir dans un contexte où les taux sont encore relativement attractifs, mais susceptibles de se dégrader². À la mi-mars, le taux de rendement des obligations kenyanes à horizon 10 ans s'élève à 12,8% contre 12,7% mi-mars 2019.

L'agenda politique suggère que les efforts de consolidation budgétaire pourraient être retardés et limités. L'organisation d'un référendum constitutionnel en juin 2021, ainsi que les élections générales prévues en 2022 interrogent, en effet, sur la capacité du gouvernement à se concentrer sur des mesures d'assainissement des finances publiques dans les mois à venir. Les implications du référendum (*Building Bridge Initiative*, BBI) seront importantes pour les élections qui suivront car il ambitionne de redéfinir la structure du gouvernement. Il demeure toutefois en discussion au Parlement, car sa tenue est controversée, sur le fond et sur la forme, dans un contexte où les rassemblements sont interdits et au vu du coût significatif de son organisation.

Les investisseurs étrangers sont passés outre les aléas politiques au cours des dernières années, et leur attrait pour le Kenya devrait être préservé dans ce contexte. Il demeure nécessaire comme source de financement et relais de croissance. La bonne résilience du marché obligataire privé au cours des derniers mois, relativement au marché régional, illustre la persistance de l'attractivité de l'économie kenyane. L'émission obligataire souveraine attendue cette année donnera le ton. À cet égard, le nouveau programme du FMI agit comme un élément positif.

Achévé de rédiger le 9 avril 2021

Perrine GUÉRIN

perrine.guerin@bnpparibas.com

² L'environnement de hausse de l'inflation et les anticipations de hausse des taux d'intérêts dans les pays développés (aux Etats-Unis notamment) impactent négativement l'attrait des investisseurs pour les obligations émergentes : le ratio rendement/risque s'inverse.

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

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

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change