

ECO EMERGING

2^e trimestre 2019 (achevé de rédiger le 17 avril 2019)

Editorial

Rebond des investissements de portefeuille : une gestion pas si passive

Les conditions de financement extérieur des pays émergents, qui s'étaient durcies au dernier trimestre 2018, se sont détendues depuis le début de l'année. Parallèlement, les investissements de portefeuille de non-résidents se sont nettement redressés. C'est le reflet d'un plus fort appétit pour le risque des investisseurs depuis l'annonce d'une conduite prudente et flexible du durcissement monétaire aux Etats-Unis et une pause dans la réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale américaine. L'IIF conclut même à une surexposition des investisseurs aux pays émergents. Selon le FMI, la gestion dite « passive » (ETF et autres fonds indexés) a, sinon la masse critique, du moins un effet d'entraînement suffisant pour générer de l'instabilité de marché.

p.2



Chine

p.4

Que voir dans la multiplication des défauts des entreprises ?



Inde

p.6

Bilan économique à la veille des élections



Brésil

p.8

Redressement à retardement



Russie

p.10

Une croissance sous contraintes



Pologne

p.12

Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel



Singapour

p.14

Un modèle de gestion des finances publiques



Chili

p.16

La question des réformes



Colombie

p.18

A la recherche d'un second souffle



Nigeria

p.20

Le moteur reste grippé



Kenya

p.22

Meilleure stabilité macroéconomique



Egypte

p.24

Les enjeux du secteur agricole



Koweït

p.26

La rente pétrolière assure des fondamentaux solides

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
EMERGING



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Editorial

Rebond des investissements de portefeuille : une gestion pas si passive

Les conditions de financement extérieur des pays émergents, qui s'étaient durcies au dernier trimestre 2018, se sont détendues depuis le début de l'année. Parallèlement, les investissements de portefeuille de non-résidents se sont nettement redressés. C'est le reflet d'un plus fort appétit pour le risque des investisseurs depuis l'annonce d'une conduite prudente et flexible du durcissement monétaire aux Etats-Unis et une pause dans la réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale américaine. L'IIF conclut même à une surexposition des investisseurs aux pays émergents. Selon le FMI, la gestion dite « passive » (ETF et autres fonds indexés) a, sinon la masse critique, du moins un effet d'entraînement suffisant pour générer de l'instabilité de marché.

Les conditions de financement extérieur des pays émergents, qui s'étaient durcies au dernier trimestre 2018, se sont détendues depuis le début de l'année. Les primes de risque sur la dette en devises des Etats et des entreprises calculées à partir des indices JP Morgan et Crédit Suisse, ont diminué de respectivement 70 et 60 points de base (pb) par rapport à leur point haut de fin 2018-début 2019, les contreparties notées B (c'est-à-dire les plus risquées) ayant même enregistré les plus fortes baisses (respectivement -110 et -140 pb). Parallèlement, l'ensemble des devises émergentes se sont appréciées par rapport au dollar à l'exception du peso argentin et de la livre turque. Par ailleurs, les émissions d'obligations internationales des principaux Etats emprunteurs sur le marché (pays du Golfe, etc.) se sont placées facilement.

Plus généralement, les investissements de portefeuille de non-résidents se sont nettement redressés depuis le début de l'année ; selon les premières estimations de l'IIF (*Institute of International Finance*), ils ont atteint USD 109 mds au T1 2019 (87 mds hors investissements sur les marchés d'actions chinois). C'est deux fois plus que sur la période de mai à décembre 2018 et, hors Chine, c'est même près de sept fois plus. Certes, comme le souligne l'IIF, la reprise est concentrée sur quelques grands pays (Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique). Elle traduit cependant un plus fort appétit pour le risque des investisseurs depuis l'annonce d'une conduite prudente et flexible du durcissement monétaire aux Etats-Unis et une pause dans la réduction de la taille du bilan de la Fed. Elle correspond également à une amélioration du rendement des opérations de *carry trade* (cf. graphique). Après correction des effets de valorisation, l'IIF conclut même à une surexposition des investisseurs aux pays émergents (*EM positioning overhang*).

■ La gestion passive : un courant de fond

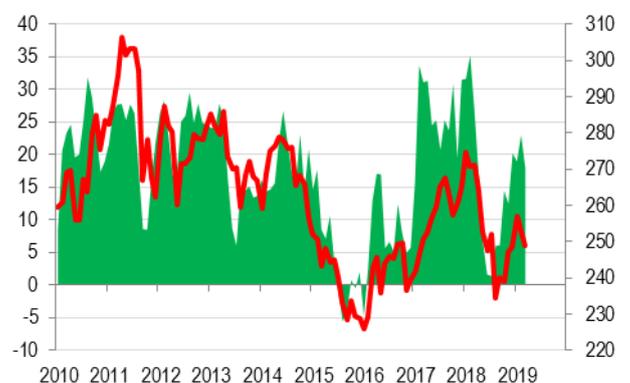
L'afflux d'investissements de portefeuille soulève naturellement des questions sur les risques qu'ils font peser, en cas de stress, sur la stabilité des marchés financiers des pays receveurs. Dans le dernier *Global Financial Stability Report*, les économistes du FMI présentent une étude détaillée des risques potentiels liés au développement des fonds indiciels cotés (*Exchange Trade Funds*) et fonds indexés et, d'une manière plus générale, de la gestion de portefeuille dite « passive »¹.

¹ Une stratégie d'allocation d'actifs répliquant la structure d'un indice de référence. Dans le cas des fonds émergents obligataires, les indices sont ceux de JP Morgan-Chase.

Selon le FMI, le montant des fonds émergents obligataires en gestion passive (indexée sur les indices JP Morgan-Chase) a atteint USD 800 mds en 2018. A première vue, cela ne représente qu'une toute petite part du montant total des dettes sous-jacentes (2% pour le compartiment de la dette en devises, 1% pour celui de la dette souveraine en monnaie locale). Mais, en pratique, la gestion passive est appliquée au-delà du champ des ETF et des fonds indexés. Selon le FMI, 70% des fonds seraient influencés par les indices de référence. D'autre part, le montant de USD 800 mds représente 40% du cumul des flux d'investissements obligataires des non-résidents sur la dernière décennie. Les fonds actions en gestion passive représentent une part plus conséquente de la capitalisation totale (10%) et probablement l'essentiel des investissements des non-résidents sur les marchés actions.

Retour du *carry trade*

— Investissements des non-résidents en titres de dette, mm3, en mds (é.g.)
— Indice Bloomberg du rendement des opérations de portage (*EM carry trade index*) sur 8 devises émergentes (é.d.)



Sources : Bloomberg, IIF

Les ETF et les fonds indexés ont, sinon la masse critique, du moins un effet d'entraînement suffisant pour générer de l'instabilité sur les marchés d'obligations, d'actions et, indirectement, de change par leur changement de positionnement de marché².

Premièrement, les fonds indexés sont très sensibles aux déterminants des prix d'actifs communs à l'ensemble des pays

² Les autres catégories d'investisseurs peuvent introduire de l'inertie (investisseurs institutionnels) ou jouer à contre-courant (*hedge funds* notamment).



émergents (facteurs globaux) comme l'orientation de la politique monétaire américaine et du dollar, l'état de la volatilité sur les marchés développés, les inflexions de la croissance chinoise³. En effet, les fonds indexés considèrent les pays émergents comme une classe d'actif à part entière et ne font pas, ou peu, de discrimination entre pays. Il s'ensuit que les pays fragiles bénéficient, comme les pays robustes, d'un afflux de capitaux en phase de prise de risque et d'un reflux en phase de réduction du risque.

Deuxièmement, les méthodes de révision de la composition du panier de pays composant les principaux indices de référence conduisent à plafonner le poids des gros émetteurs et à gonfler celui des petits. Aussi, pour de petits émetteurs, la part des investisseurs non-résidents dans la dette souveraine libellée en monnaie locale peut-elle être très importante.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

³ En moyenne, la corrélation entre les flux d'investissements reçus par chaque pays et ceux reçus par l'ensemble des pays émergents est de 80% pour les fonds indexés contre 30% pour l'ensemble des flux d'investissements de portefeuille, tous investisseurs confondus.



Chine

Que voir dans la multiplication des défauts des entreprises ?

Les entreprises industrielles ont souffert du resserrement de leurs conditions de crédit en 2017 et début 2018, puis du ralentissement de leur activité et de leur chiffre d'affaires. Ces difficultés ont contribué à la détérioration de leur capacité de paiement en 2018, avec notamment la multiplication des défauts sur le marché obligataire local. Indicateur de la fragilité financière des entreprises, la montée des défauts semble aussi accompagner une plus grande différenciation des risques de crédit par les créanciers et un certain assainissement du secteur financier. Cette dynamique pourrait se poursuivre à court terme avec l'assouplissement ciblé de la politique monétaire. Cependant, la persistance de l'excès de dette des entreprises entretiendra les risques de crédit à moyen terme.

Les entreprises chinoises ont évolué dans un environnement difficile en 2018, faisant face au durcissement de leurs conditions de financement puis à l'affaiblissement de leur activité. Leur capacité de paiement s'est dégradée en conséquence, alors que leur endettement reste excessivement élevé. Depuis quelques mois, en réponse à l'aggravation du ralentissement économique, les autorités ont introduit des mesures budgétaires de soutien à la demande et assoupli la politique monétaire. Cette orientation accommodante devrait être maintenue à court terme et ainsi permettre un ralentissement modéré de la croissance en 2019. Dans ce contexte, comment évolueront les risques sur les crédits aux entreprises ?

■ Un environnement complexe pour les entreprises

Depuis la fin de l'année 2016, il est devenu plus difficile pour les entreprises d'accéder au crédit. Les autorités ont durci leur politique monétaire de fin 2016 jusqu'au T2 2018, avant de procéder à un assouplissement prudent, et le cadre réglementaire du secteur financier a été considérablement renforcé. La croissance des crédits totaux à l'économie a ainsi ralenti progressivement, avant de se redresser légèrement au T1 2019 (graphique 2). Le taux moyen sur les prêts bancaires a augmenté de 5,3% fin 2016 à 6% mi-2018, avant de redescendre à 5,6% à la fin de 2018.

Aux conséquences du durcissement des conditions de financement sur la croissance se sont ajoutés les effets de la détérioration de l'environnement international. Les entreprises du secteur industriel ont été les plus fragilisées par l'affaiblissement de leur activité dans ce contexte de moindre progression de la demande interne et externe. La croissance de la production industrielle a atteint un point bas de 5,3% en g.a. en janvier-février 2019, contre 5,7% par mois en moyenne en septembre-décembre 2018 et 6,5% en janvier-août 2018. Alors que la demande mondiale s'essouffle, le secteur manufacturier exportateur a été durement touché par les hausses de droits de douane américains. Les effets de la dernière hausse (de 10% en septembre) ont été sévères, puisque le total des exportations s'est contracté de 0,1% en g.a. en novembre-décembre 2018 et de 5,2% en janvier-février 2019 (mais a rebondi en mars). Les entreprises industrielles tournées vers le marché intérieur ont quant à elles continué de souffrir du repli des transactions sur le marché immobilier (+1,3% seulement en 2018 and -3,6% en g.a. en janvier-février 2019) et du ralentissement des ventes au détail, en particulier dans les secteurs des biens durables et de l'automobile (les achats de véhicules ont chuté de 3,1% en 2018 puis de 15% sur les deux premiers mois de 2019).

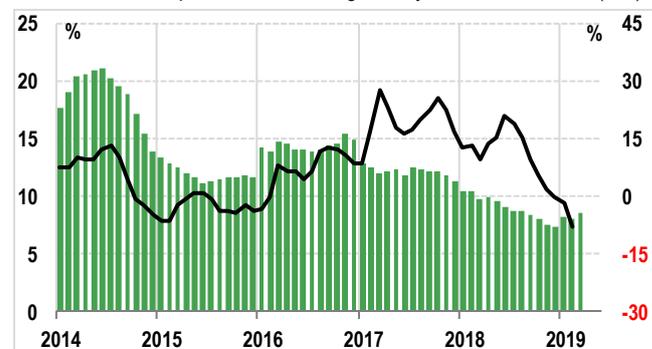
1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	6,8	6,6	6,2	6,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,6	2,1	1,6	2,0
Solde budgétaire réalisé, % du PIB	-3,7	-4,2	-4,3	-4,5
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,4	16,6	19,4	22,1
Balance courante, % du PIB	1,4	0,4	-0,2	-0,6
Dette externe totale, % du PIB	14,4	14,5	14,0	14,0
Réserves de change, mds USD	3 140	3 073	2 950	2 880
Réserves de change, en mois d'imports	17,0	14,5	13,0	12,0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	6,5	6,9	6,7	6,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Moins de crédits et moins de profits

■ Financements à l'économie (*social financing*) hors prêts aux ménages, g.a. (é.g.)
 — Profits des entreprises industrielles, g.a., moyenne mobile 3 mois (é.d.)



Sources : PBOC, NBS

L'affaiblissement de la demande, la diminution des taux d'utilisation des capacités de production en 2018 (après deux années d'amélioration) et la baisse des prix de l'énergie en fin d'année ont conduit à une rapide désinflation de l'indice des prix à la production (+0,2% en g.a. au T1 2019 contre 3,7% au T1 2018). Or, les revenus des sociétés sont historiquement très corrélés à cet indice. Les profits des entreprises industrielles ont d'ailleurs ralenti depuis mi-2018 et chuté de 14% en g.a. sur les deux premiers mois de 2019.



■ Multiplication des événements de défaut

Dans cet environnement, la capacité de paiement des entreprises s'est dégradée. Les délais de paiements aux fournisseurs ont été allongés et les retards multipliés, contribuant à la diffusion des difficultés dans l'économie. Selon les données de la Coface, la durée moyenne des retards de paiements s'est accrue (les transports et la construction affichent les retards les plus longs, supérieurs à 100 jours). Surtout, des retards de paiements « ultra longs » (dont 80% ne sont jamais honorés) ont été observés dans de nombreux secteurs (notamment dans la construction, l'automobile, le textile, les technologies de l'information et de la communication et les transports).

Du côté du remboursement de la dette, les banques commerciales n'ont enregistré qu'une légère hausse de leurs ratios de créances douteuses (à 1,83% fin 2018 contre 1,74% fin 2017). L'augmentation du nombre de défauts sur le marché obligataire local est plus spectaculaire : il est passé de moins de 20 par an en 2015-2017 à près de 40 en 2018 et 10 au T1 2019 (divers secteurs sont concernés, en premier lieu celui de l'énergie). Le montant de dette en défaut reste limité (USD 16 mds en 2018, soit moins de 0,5% du stock d'obligations des entreprises). Il n'en demeure pas moins que la multiplication de ces événements indique une détérioration de la situation financière des entreprises, mais aussi un changement de comportements sur le marché chinois (le premier défaut obligataire n'a eu lieu qu'en 2014). Et ce d'autant plus que les défauts ne touchent pas que des entreprises privées, mais aussi quelques entreprises publiques, signifiant que le soutien de l'Etat ne peut plus être considéré comme totalement certain.

La montée des risques de défaut, signal inquiétant de la fragilité des entreprises, semble donc accompagner un certain assainissement des pratiques de crédit. En outre, les autres sources de vulnérabilité et les risques d'instabilité dans le secteur financier se sont atténués depuis deux ans en réponse au resserrement monétaire et réglementaire. D'une part, la baisse des financements interbancaires a réduit les interconnexions entre les institutions financières (bancaires et non bancaires) et permis leur désendettement. D'autre part, les activités de *shadow banking*¹ se sont réduites (graphique 3). Dans ce contexte, le secteur des entreprises a commencé à enregistrer une légère baisse de son ratio de dette-sur-PIB (estimé à 133% fin 2018 contre 137% fin 2017)². Mais cette dernière dynamique devrait s'inverser en 2019.

■ Une meilleure appréciation des risques de crédit ?

Entre croissance et désendettement, la priorité des autorités a changé depuis quelques mois : la politique économique actuelle vise d'abord à soutenir l'activité à court terme. Le crédit bancaire et

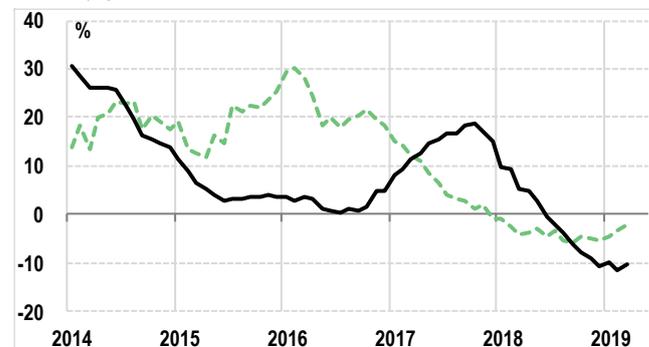
¹ Les financements relevant du *shadow banking* sont beaucoup moins bien répertoriés et supervisés que les prêts bancaires. Une partie est prise en compte dans les statistiques officielles de financements à l'économie (*social financing*), par exemple les fonds fiduciaires et les *entrusted loans* (prêts interentreprises intermédiés par les banques). D'autres activités de *shadow banking* sont exclues de ces statistiques (actifs financés par les produits de gestion de fortune, prêts des sociétés de financement, microcrédits, prêts entre particuliers en ligne, etc.). L'ensemble s'est contracté depuis deux ans.

² Dette des entreprises hors collectivités locales et véhicules de financement.

3- Atténuation des risques d'instabilité dans le secteur financier

--- Financements interbancaires (créances sur les banques et les institutions financières non bancaires), g.a.

— Financements du *shadow banking* (inclus dans les statistiques de *social financing*), g.a.



Sources : PBOC, NBS

les financements obligataires ont de fait ré-accélééré légèrement depuis le T4 2018 et l'investissement dans les infrastructures publiques s'est renforcé. Avec la multiplication des mesures d'incitations fiscales depuis le début de 2019, ceci devrait aider la croissance économique à se redresser – très modérément – après avoir touché un creux sur la première partie de l'année. En outre, l'assouplissement des conditions de crédit devrait aussi améliorer la situation de trésorerie des entreprises. Les risques de défaut restent néanmoins élevés, du simple fait de la persistance de l'excès de dette des entreprises. Ainsi, le nombre de défauts sur le marché obligataire devrait d'autant plus augmenter que les tombées de dette des entreprises non financières atteindront un montant record en 2019 (USD 459 mds selon l'*Institute of International Finance*).

Dans le même temps, une sélection plus « positive » entre les différentes catégories d'emprunteurs pourrait s'opérer. Tout d'abord, les autorités procèdent à un assouplissement monétaire « ciblé » : les banques sont notamment encouragées (via des directives ou des facilités de financement dédiées) à augmenter leurs prêts aux entreprises privées, PME et entreprises les plus saines. En outre, la multiplication des défauts semble conduire à une hausse de l'aversion au risque et à une meilleure appréciation des risques par les créanciers. Les sociétés les plus fragiles pourraient donc voir leurs conditions de financement continuer de se dégrader. Enfin, la réduction des risques d'instabilité financière reste un objectif clé pour Pékin, et des efforts de réforme de la réglementation financière et des entreprises publiques devraient être maintenus. Les divergences de performance entre institutions financières devraient continuer de croître, les grandes banques restant relativement solides et les autres (petites banques et non-banques) subissant la hausse des créances douteuses et la détérioration de leur liquidité et solvabilité. Là aussi, les difficultés de certaines institutions, tout en exposant la Chine à des épisodes de stress et de volatilité, pourront être le signe d'un certain assainissement du système.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Inde

Bilan économique à la veille des élections

Après bientôt cinq années au pouvoir, le bilan de Narendra Modi est globalement positif même si la dernière année de son mandat a été difficile avec un ralentissement de la croissance au T3 2018/19. La croissance reste tirée par la consommation des ménages et, plus récemment, par les investissements privés grâce à l'amélioration de la situation financière des entreprises, à l'exception de certains secteurs. Les comptes extérieurs se sont légèrement détériorés sur l'ensemble de l'année 2018, la hausse du déficit courant n'étant plus compensée par les IDE. L'un des défis du prochain gouvernement sera de parvenir à créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers.

■ Croissance robuste en 2018, malgré un ralentissement au T3 2018/19

Au troisième trimestre de l'exercice budgétaire 2018/2019 (octobre-décembre 2018) la croissance économique a ralenti à 6,6% en glissement annuel (g.a.). Ce ralentissement s'explique en partie par la décélération des dépenses du gouvernement alors que la consommation des ménages et les investissements sont restés dynamiques. L'activité a ralenti dans le secteur primaire alors qu'elle est restée robuste dans l'industrie et les services. Pour soutenir sa croissance, la banque centrale indienne a abaissé à deux reprises (février et avril) ses taux directeurs profitant de la modération des tensions inflationnistes (+2,6% en février en g.a.) et de la fin du durcissement de la politique monétaire américaine.

Sur l'ensemble de l'année calendaire 2018, la croissance économique a atteint 7,4% (contre 6,9% en 2017) soit l'un des rythmes les plus élevés au sein des pays en Asie. A titre de comparaison, elle a atteint 5,2% en Indonésie, 6,2% aux Philippines, 6,6% en Chine et 7,1% au Vietnam. Cependant, en dépit d'une croissance solide, le revenu par tête de l'Inde reste faible (USD 2016).

■ Consolidation de la situation des entreprises

La situation des entreprises privées non financières s'est sensiblement améliorée et elle est aujourd'hui plus solide qu'elle ne l'était en 2011, date à laquelle elle avait commencé à se dégrader.

Depuis 2014, les entreprises indiennes dans leur ensemble sont dans un processus de consolidation financière. Leur ratio de dette rapportée au PIB a diminué de 5 points de pourcentage pour atteindre 57% au T3 2018. Selon les données sur les entreprises privées non-financières cotées publiées par la banque centrale, leurs charges d'intérêts ont baissé et s'élevaient à 22,3% des profits avant impôts au T4 2018 alors qu'elles atteignaient plus de 35% en 2014. Par ailleurs, la croissance de leur chiffre d'affaires a fortement accéléré depuis la fin 2017 générant une hausse des profits nets de près de 25% au T4 2018 en dépit d'une hausse de la masse salariale. Ainsi, leurs profits avant impôts couvraient 4,5 fois leurs charges d'intérêt au T4 2018 contre seulement 2,8 fois en 2014.

La situation reste néanmoins très fragile dans certains secteurs d'activité, notamment les télécommunications et l'énergie. Selon Crédit Suisse¹, 96% et 58% des entreprises respectivement du

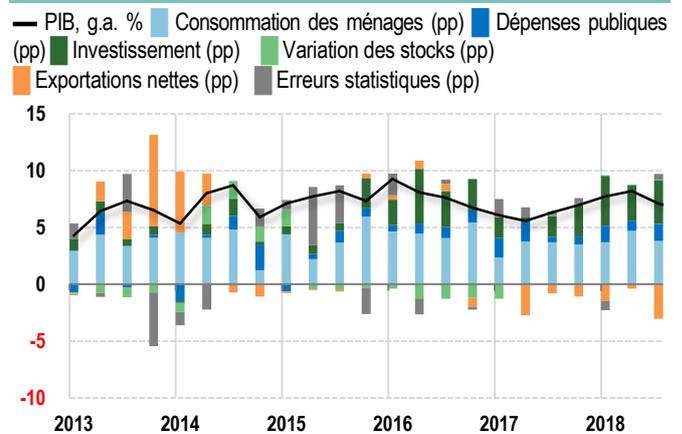
1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel ⁽¹⁾ , variation annuelle (%)	7,2	7,4	7,6	7,8
Inflation moyenne ⁽¹⁾ (CPI, %)	3,6	3,4	3,3	4,1
Solde budgétaire gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	-3,5	-3,3	-3,2	-3,0
Dette gouv. central ⁽¹⁾ / PIB (%)	46,9	46,1	45,7	45,2
Solde courant ⁽¹⁾ / PIB (%)	-1,8	-2,4	-2,3	-2,1
Dette extérieure ⁽¹⁾ / PIB (%)	20,4	19,4	19,2	19,1
Réserves de change, mds USD	409	393	410	418
Réserves de change, en mois d'imports	11,5	9,1	9,3	9,5
Taux de change USDINR (fin d'année)	63,9	71,0	72,0	73,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

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

2- Ralentissement de la croissance au T3 2018/19



Source : RBI

secteur des télécommunications et de l'énergie ont des charges d'intérêts supérieures à leurs profits nets avant impôts. Dans le secteur de la métallurgie qui concentrait encore fin septembre 2018 le taux de crédits risqués² le plus important (34,2% des crédits selon la banque centrale), les entreprises sont parvenues à consolider sensiblement leur situation financière grâce à la hausse de leur chiffre d'affaires mais surtout grâce à la baisse de leur endettement. Leurs profits nets avant impôts couvraient 11,7 fois le paiement des intérêts au T3 2018 contre 4,3 fois en 2014.

¹ India corporate health tracker, February 2019.

² Somme des crédits non performants et des crédits restructurés.



■ Les IDE insuffisants

En 2018, pour la première fois depuis 2013, la balance des paiements (hors variations des réserves de change) a affiché un déficit estimé à 0,2% du PIB. Il s'explique par une forte hausse du déficit courant associée à une baisse des entrées nettes de capitaux.

Le déficit courant a atteint 2,4% du PIB en 2018, en hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à 2017. Cette détérioration reflète la forte hausse du déficit commercial qui a augmenté de 1,1 point de pourcentage à 6,9% du PIB. Les exportations ont crû de seulement 5,9% sur l'ensemble de l'année alors que la hausse des importations a atteint 12,1%, conséquence de l'augmentation des investissements et de la facture pétrolière.

Dans le même temps, les entrées nettes de capitaux ont baissé pour atteindre seulement 2,2% du PIB en 2018 (contre 3% du PIB en 2017). Les investissements directs nets étrangers (1,2% du PIB en 2018), en recul par rapport au point haut de 2015-2016, ne suffisent plus à couvrir le déficit courant, rendant le pays dépendant des investissements de portefeuille et donc vulnérable à la volatilité sur les marchés financiers internationaux. Or, les sorties nettes d'investissement de portefeuille ont atteint l'équivalent de 0,4% du PIB. Les entrées nettes de capitaux financiers étant insuffisantes pour couvrir la hausse du déficit courant, les réserves de change ont baissé de USD 20 mds et la roupie s'est dépréciée face au dollar de 9% sur l'ensemble de l'année 2018. Les réserves de change restaient cependant suffisantes pour couvrir largement les besoins de financement à court terme du pays (1,3 fois). Par ailleurs, les entreprises indiennes sont légèrement moins exposées au risque de revalorisation de leur dette induit par la dépréciation de la roupie face au dollar qu'en 2013/2014. La part de la dette extérieure libellée en dollars s'élevait à seulement 45,9% de la dette totale fin 2018 alors qu'elle atteignait plus de 63% cinq ans plus tôt.

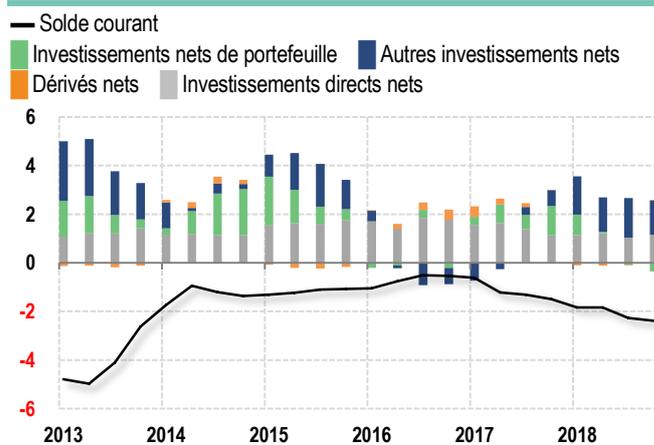
Au T1 2019, la balance des paiements semble s'être renforcée au vu de l'évolution positive de la roupie et des réserves de change. Sur les deux premiers mois de l'année, le déficit commercial a légèrement diminué grâce à la baisse des importations.

L'un des objectifs du futur gouvernement sera de parvenir à stimuler davantage les IDE afin de soutenir la croissance et réduire la dépendance aux capitaux volatils. En dépit d'une amélioration significative de l'environnement des affaires pendant le mandat du gouvernement Modi, les flux d'IDE sont restés modestes et le stock d'IDE s'élevait à seulement 14,3% du PIB en Inde fin 2018 (contre 22,5% du PIB en Indonésie et 21,7% du PIB en Chine).

■ Fin des tarifs préférentiels vers les Etats-Unis ?

Depuis 1974, l'Inde bénéficie de tarifs préférentiels pour certains produits exportés à destination des Etats-Unis dans le cadre de la *Generalised System of Preferences* (GSP) visant à favoriser le développement des pays émergents. Or, le président Trump a annoncé qu'il pourrait supprimer cet avantage dans la mesure où des contraintes pèsent lourdement sur les ventes de produits américains en Inde, en particulier dans le domaine médical et les produits de première nécessité comme le lait.

3- Balance des paiements (somme sur 4 trim. % du PIB)



Source : RBI

L'impact sur l'économie indienne serait néanmoins modéré. Selon la US International Trade Commission, le montant des exportations indiennes vers les Etats-Unis au titre de la GSP s'élèverait à USD 6,2 mds, ce qui représente 11,5% des exportations à destination des Etats-Unis soit l'équivalent de 0,23% du PIB. Les produits sont des produits mécaniques, des véhicules, de l'acier et du fer, des produits chimiques mais aussi des produits de consommation.

■ D'importants défis pour le futur gouvernement ?

Entre le 11 avril et le 19 mai se tiendront les élections générales qui permettront de renouveler l'intégralité de la chambre basse du Parlement et de nommer un Premier ministre pour les cinq prochaines années.

Alors que le bilan du gouvernement de Narendra Modi est globalement positif grâce notamment à l'adoption de la taxe sur les biens et services (GST), la couverture biométrique de la population (projet Aadhaar) et la loi sur les faillites des entreprises, les défis qui attendent le futur gouvernement sont très importants. En effet, même si le revenu par tête en termes réels a fortement augmenté (+6,8% par an en moyenne au cours des cinq dernières années) et que le taux de pauvreté a baissé, les emplois productifs sont insuffisants et la part de l'emploi informel reste trop élevée (81% selon l'Organisation internationale du travail) pour augmenter significativement le niveau de développement du pays.

Le futur gouvernement devra parvenir à créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers. Ses efforts devront notamment porter sur l'éducation (pour tous) et le marché du travail (faciliter l'accès aux femmes, réduire les contraintes à l'embauche et les coûts supportés par les entreprises en cas de licenciement).

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Brésil

Redressement à retardement

Les espoirs suscités par l'élection de Jair Bolsonaro sont retombés. Au premier trimestre 2019, certains indicateurs font état d'une possible contraction de l'activité alors même que les indices de confiance semblaient s'améliorer. Dans le même temps, la réforme du régime de retraite – élément phare du programme économique du président Bolsonaro – a été présentée par le gouvernement en février. La réforme est actuellement en discussion au Congrès mais les négociations pourraient être plus longues et difficiles que prévu. En effet, depuis sa prise de fonction, la cote de popularité du président brésilien a été chahutée et les rapports entre pouvoirs exécutif et législatif se sont tendus.

■ Passage à vide depuis le dernier trimestre 2018

En 2018, la croissance s'est maintenue au même rythme qu'en 2017, soit 1,1% en moyenne annuelle. L'année a été marquée par la grève des routiers et la tenue des élections présidentielles. La consommation des ménages est restée le principal moteur grâce notamment à la hausse du crédit à la consommation, qui a tiré la reprise du crédit (+5% en 2018) après deux années de contraction en 2016 et 2017. L'investissement s'est redressé (+4,1% g.a.) après quatre années de repli. Le taux d'investissement demeure largement en deçà de son pic de 2013 (17,4% contre 22,8% du PIB).

En revanche, la contribution nette du commerce extérieur est négative (-0,5 pp) pour la première fois depuis 2013. Cependant, le déficit du compte courant (USD 14,5 mds) a été contenu (0,8% du PIB) et a été largement couvert par les flux nets d'IDE (USD 74,3 mds, soit 4,1% du PIB). L'acquis de croissance pour 2019 est faible, la croissance ayant marqué le pas en fin d'année (+0,1% t/t au T4).

Depuis le début de l'année, les indicateurs d'activité ont été très décevants malgré le redressement de certains indices de confiance. La production industrielle est restée éteinte sur les deux premiers mois de l'année (-0,8% m/m, en données cvs en janvier suivi de +0,7% en février). La production minière a même fortement chuté (-15% en février) suite à la rupture du barrage à Brumadinho fin janvier. Les capacités non utilisées dans l'industrie restent importantes, ce qui explique que le crédit aux entreprises ne se redresse que très lentement (+2% g.a. en février) dans un contexte de rationnement de l'offre de crédit bancaire subventionné. Plus étonnant, les ventes au détail sont erratiques malgré la progression des salaires réels depuis novembre et la bonne tenue du crédit à la consommation (+9% en g.a. en février). Le marché du travail se dégrade avec un taux de chômage en hausse (12,4% fin février contre 11,6% en décembre). Enfin, l'activité dans les services a aussi ralenti depuis le début de l'année. Au total, l'indicateur avancé d'activité de la banque centrale (IBC-BR) s'est replié en janvier et février (-0,3% et -0,7% m/m, cvs) laissant craindre une contraction du PIB au T1 2019.

Pour l'instant, les marchés financiers ne sanctionnent pas ces mauvais indicateurs conjoncturels. Le marché actions a fait mieux que résister même s'il connaît des mouvements plutôt baissiers depuis un mois après avoir passé la barre des 100,000 points pour la première fois de son histoire. Les primes de risque sur le souverain (EMBI+Br) se maintiennent autour de 250 points de base (pb) après s'être tassé de près de 100 pb depuis début septembre

1- Prévisions

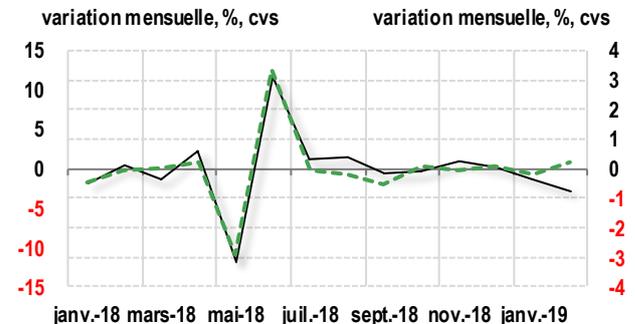
	2017	2018e	2019e	2020e
PIB (croissance %)	1,1	1,1	2,0	3,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3,0	3,7	3,8	3,6
Solde budgétaire (en % du PIB)	-7,8	-6,8	-7,2	-6,6
Dette publique brute (en % du PIB)	74	77	85	85
Solde courant (en % du PIB)	-0,5	-0,8	-1,5	-2,4
Dette externe (en % du PIB)	27	33	35	38
Réserves de change (USD mds)	373	374	380	377
Réserves de change, en mois d'imports	20	18	17	17
Taux de change USDBRL (fin d'année)	3,3	3,9	3,3	3,2

Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Contraction de l'indicateur avancé d'activité depuis janvier

— Indice d'activité IBC-BR (é.g.)

--- Indice de production industrielle IBGE (é.d.)



Sources : Banque centrale du Brésil, IBGE, BNP Paribas

2018. Le real a cédé ses gains contre le dollar acquis au cours du premier mois (+6% début février) pour retrouver son niveau du début de l'année. La monnaie reste toutefois en retrait de 12% sur un an.

A ce stade, les espoirs de voir l'activité ré-accélérer sont limités. La consolidation budgétaire ne laisse pas de marge pour augmenter les dépenses publiques tandis que le climat d'attente lié à la réforme pèse sur les décisions d'investissement. Enfin, les facteurs externes ne sont pas particulièrement porteurs : au ralentissement général de l'économie mondiale s'ajoute la récession en Argentine qui pèse sur les exportations de biens d'équipements notamment dans l'industrie automobile. Heureusement, le relâchement des



conditions financières et la désinflation restent favorables à la croissance de la consommation privée et du crédit. Le taux directeur est à son plus bas historique (6,5%) depuis un an et l'inflation devrait rester contenue en deçà de la cible de la banque centrale en 2019.

■ Des finances publiques dégradées...

Les comptes publics du Brésil se sont très largement dégradés depuis 2014, année où le solde primaire (hors charges des intérêts de la dette) est devenu négatif après 10 ans d'excédent. Sur la période 2014-2018, le déficit budgétaire du gouvernement central s'est affiché en moyenne à 6,8% du PIB, tandis que le déficit primaire s'établissait à 1,7% en moyenne. La détérioration du solde budgétaire est imputable à des facteurs conjoncturels (effondrement des recettes pendant la récession (2015-2016); reprise économique poussive). Il est surtout symptomatique d'importants déséquilibres structurels du côté des dépenses qui ont conduit celles-ci à augmenter trois fois plus vite que le PIB au cours des 10 dernières années. L'inflation des dépenses concerne en premier lieu le régime de retraite et les prestations sociales¹, mais aussi la masse salariale² ainsi que les subventions indirectes et directes.

Compte tenu d'une charge d'intérêts structurellement élevée (~5% du PIB), l'incapacité à corriger les déficits primaires a conduit à une forte augmentation de la dette publique (+25 points de pourcentage de PIB depuis 2013 à 77% en 2018). Malgré la loi sur le gel des dépenses primaires votée en 2016³, les fortes contraintes pesant sur les dépenses obligatoires (dépenses sociales et pensions notamment) ont limité les progrès en termes de consolidation fiscale.

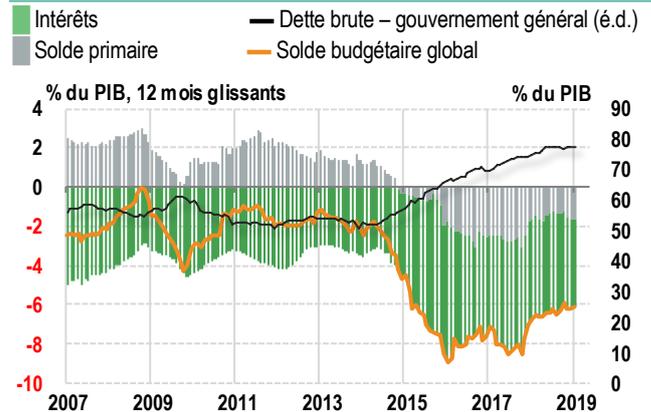
Pour l'instant, le financement de la dette ne pose pas problème. Le profil de la dette publique s'est amélioré au cours des 10 dernières années (échéances plus longues, faible dette en devises, meilleur profil d'amortissement, remplacement progressif d'instruments à taux variables par des instruments à taux fixes). La couverture des besoins de financement de l'Etat demeure, en outre, bien assurée par un marché des capitaux local liquide. La dette publique reste par ailleurs principalement détenue par des acteurs locaux, et la part des non-résidents n'était que de 11% fin 2018 contre 21% en mai 2015. Dans le même temps, le coût moyen d'emprunt sur la dette domestique s'est réduit (17,5% en 2015 contre 10,6% en 2018) au cours des dernières années grâce à la désinflation et à la baisse du taux de référence SELIC.

¹ Compte tenu de la transition démographique du pays (baisse du taux de fécondité, augmentation de l'espérance de vie, augmentation de la part des personnes âgées dans la population).

² Les effectifs du gouvernement central ont augmenté de 8% en moyenne sur la période 2010-2017, représentant environ 4% du PIB.

³ Selon la loi, les dépenses primaires ne peuvent croître plus rapidement que l'inflation pendant une période de 20 ans.

3- Panorama des finances publiques



Sources : Banque centrale du Brésil, Trésor national, BNP Paribas

■sur fond du projet de loi de réforme des retraites

Le projet de loi sur la réforme des retraites — présenté par le gouvernement en février est actuellement en discussion au Congrès. Il prévoit des économies estimées à environ USD 300 mds sur 10 ans, (environ 1,5% du PIB par an)⁴. Un récent sondage de Datafolha révèle que le soutien populaire en faveur de la réforme s'est accru (51% de rejet contre 71% en avril 2017).

Cependant, l'ampleur des économies sera probablement revue à la baisse d'au moins un tiers à l'issue des négociations au Congrès. En effet, les tensions récentes entre l'exécutif et le Congrès suscitent des doutes quant à la capacité du gouvernement à obtenir les soutiens nécessaires au vote de la réforme. De surcroît, la forte popularité de Bolsonaro — principal levier pour pousser un Congrès fragmenté à former une majorité qualifiée (3/5^e) — s'est effritée. Le dernier sondage Ibope fait état d'une chute de la cote de popularité du président de 49% en janvier à 34% en mars.

Au mieux, la réforme devrait permettre de réduire le déficit primaire à hauteur de 0,7 à 1 pp de PIB. En conséquence, elle ne permettra pas à elle seule de stabiliser le ratio de dette publique.

Salim, HAMMAD

salim.hammad@bnpparibas.com

⁴ Le nouveau système de retraite, qui vise à réduire l'écart entre les travailleurs du secteur public et ceux du secteur privé, serait mis en place sur une période de transition de 12 ans. La réforme fixe l'âge minimum du départ à la retraite à 65 ans pour les hommes et à 62 ans pour les femmes contre 55 ans actuellement, dans le secteur public comme privé. Elle prévoit aussi d'allonger la durée des cotisations sociales, de modifier en profondeur le calcul des prestations de retraite et d'harmoniser les règles de départ à la retraite qui s'appliquent aux fonctionnaires fédéraux avec celles des Etats et des municipalités. Enfin, elle met fin aux importantes disparités qui existent entre les régimes de retraite (les enseignants, policiers et autres militaires bénéficiant de règles de retraite anticipées).

Russie

Une croissance sous contraintes

La croissance économique a ralenti sur les premiers mois de 2019 et serait proche de son potentiel (1,5%) selon la banque centrale. La consommation des ménages a été pénalisée par la hausse de deux points de la TVA au 1^{er} janvier qui a pesé sur l'évolution des salaires réels. L'augmentation des prix (+5,2% en g.a. en février) reste toutefois inférieure aux anticipations de la banque centrale qui a maintenu son taux directeur à 7,75% lors du dernier comité de politique monétaire en mars. Sur les deux premiers mois de l'année, les niveaux élevés des rendements des obligations russes ont attiré les investisseurs en dépit, une nouvelle fois, du risque de durcissement des sanctions américaines. Par ailleurs, le rouble s'est apprécié de 5% face au dollar au T1 2019.

■ Une accélération en trompe-l'œil de la croissance en 2018

La croissance économique a accéléré à 2,3% sur l'ensemble de l'année 2018 après avoir atteint 1,6% en 2017. Néanmoins, ce bon résultat est à nuancer. En effet, l'accélération de la croissance s'explique principalement par la décélération des importations, reflet du ralentissement des investissements et, dans une moindre mesure, de la consommation des ménages. Ainsi, la contribution des exportations nettes à la croissance a été fortement positive en 2018 (0,8 point de pourcentage) alors qu'elle était négative en 2017. Les autres composantes de la croissance ont toutes enregistré un ralentissement. Celui des investissements (+0,2% en g.a. au T4 2018 contre +4,5% sur les trois premiers trimestres) s'explique partiellement par des conditions monétaires moins favorables. Les taux d'intérêt sur les crédits aux entreprises ont légèrement augmenté (+60 points de base) dans un contexte de durcissement de la politique monétaire.

En effet, confrontée, d'une part, aux pressions baissières sur le rouble en raison du risque de durcissement des sanctions américaines et, d'autre part, à la hausse des anticipations inflationnistes avec la hausse du taux de TVA au 1^{er} janvier 2019, la Banque centrale russe a procédé au relèvement de ses taux d'intérêt directeurs à deux reprises, en septembre et décembre 2018 (+25 pb chacune), les élevant à 7,75%.

La croissance économique devrait ralentir en 2019. Sur les deux premiers mois de l'année, les indicateurs d'activité montrent que l'activité économique a décéléré. La croissance de la production industrielle s'est tassée (+2,3% sur les deux premiers mois de l'année selon les estimations de la banque centrale contre 2,7% au T4 2018). Elle résiste grâce à l'augmentation de la production de gaz et de métaux. En revanche, la production de pétrole a continué de ralentir conformément aux accords passés avec l'OPEP.

La production de biens d'investissements et de biens de consommation (hors produits alimentaires) a décéléré conjointement au net ralentissement des ventes au détail et à la chute des ventes automobiles. Le ralentissement de la consommation des ménages s'explique principalement par le relèvement de deux points du taux de TVA qui a pesé sur l'évolution des salaires réels (+0,7% en g.a. en février 2019 contre +7% en moyenne en 2018).

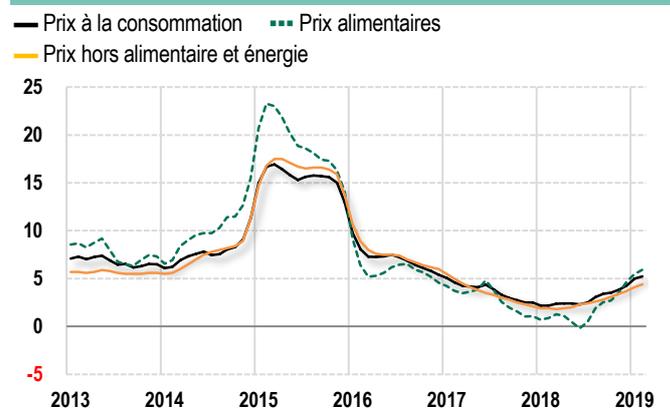
Les indicateurs de confiance restent néanmoins bien orientés dans l'industrie. Les résultats d'enquête suggèrent que les commandes

1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,6	2,3	1,5	1,7
Inflation, IPC, var. annuelle, %	3,7	2,9	5,1	4,1
Solde budg. du gouvernement % PIB	-1,5	2,6	0,9	0,5
Dette publique, % du PIB	15,5	14,0	14,8	15,1
Balance courante, % du PIB	2,1	7,0	4,5	4,0
Dette ex terno, % du PIB	32,8	27,4	26,6	23,8
Réserves de change, mds USD	347	372	418	435
Réserves de change en mois d'imports	10,3	12,8	12,9	13,0
Taux de change USDRUB (fin d'année)	58,3	69,4	71,0	70,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Hausse des prix (g.a., %)



Source : CBR

domestiques ont accéléré en mars alors qu'elles restent mal orientées à l'exportation.

La croissance économique serait proche de son potentiel (1,5%) selon la Banque centrale russe.

■ Hausse des tensions inflationnistes

Les prix à la consommation ont commencé à accélérer dès le mois de juillet, conjointement à la dépréciation du rouble, à la hausse des prix de certaines matières premières (agricoles et pétrole) et en raison d'effets de base défavorables (notamment sur les prix des produits alimentaires). Ainsi, en décembre 2018 l'augmentation des



prix a atteint 4,3% en g.a. alors qu'elle s'établissait à seulement 2,5% un an plus tôt. Cette accélération a concerné tous les produits (alimentaires et non-alimentaires). Depuis la fin de l'année, la hausse des prix s'est accentuée (+1,2 point de pourcentage à 5,2% en g.a en février) en raison du relèvement du taux de TVA, responsable, selon la banque centrale, de près de la moitié de cette récente accélération.

■ Retour des investisseurs étrangers en début d'année

En 2018, le surplus du compte courant a atteint 6,9% du PIB contre 2,1% du PIB en 2017. En effet, dans un contexte de forte hausse des prix internationaux du pétrole et du gaz, le surplus commercial a augmenté de 4,5 points de pourcentage à 11,8% du PIB. Dans le même temps, les importations ont légèrement diminué (-0,1% du PIB). L'excédent courant a permis de couvrir le déficit du compte financier qui a atteint environ 5% du PIB.

Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2018, la position extérieure nette de la Russie a augmenté de près de USD 100 mds pour atteindre l'équivalent de 22,4% du PIB (contre 17,3% du PIB un an plus tôt). Ce mouvement reflète les importantes sorties de capitaux qui ont suivi le durcissement des sanctions américaines en avril 2018 : baisse du stock d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille (de respectivement -6,2% et -9,5%). L'amélioration de la position extérieure reflète également la contraction des prêts (-13%). La dette extérieure russe a continué de baisser en 2018 (-64mds) et s'élevait fin 2018 à seulement 27,4% du PIB (100% des exportations) alors qu'elle s'établissait à plus de 41% du PIB (157% des exportations) au T2 2016.

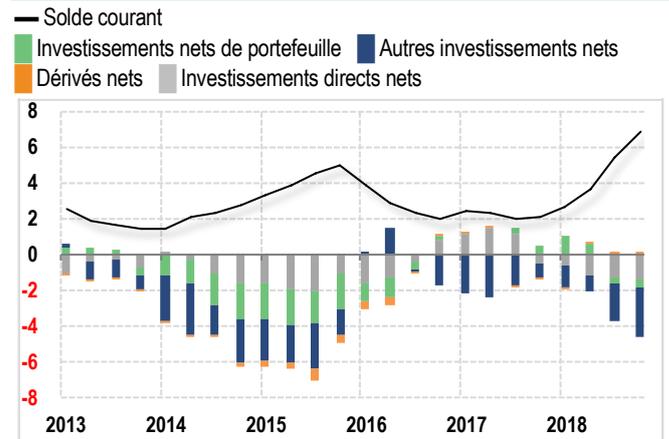
Sur les deux premiers mois de l'année 2019, le surplus courant aurait légèrement augmenté, reflet de la baisse des importations, selon les premières estimations de la banque centrale. Les entrées de capitaux ont accéléré, en dépit du risque de durcissement des sanctions américaines. Le stock d'obligations d'Etat détenues par les investisseurs étrangers a augmenté pendant deux mois consécutifs, même s'il reste inférieur à ce qu'il était il y a un an. Début mars, les investisseurs étrangers détenaient près de 26% des obligations du gouvernement émises en roubles. Les rendements élevés sur les obligations russes dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas en Europe et, dans une moindre mesure, aux Etats-Unis ont attiré les investisseurs étrangers.

Conjointement à la hausse du prix du pétrole depuis le début de l'année et à la baisse des tensions sur les marchés financiers, les autorités monétaires ont repris leurs achats de devises, ce qui n'a pas empêché le rouble de s'apprécier face au dollar de 5% au T1 2019. Les réserves de change ont augmenté de USD 9 mds pour atteindre fin février plus de USD 390 mds, soit cinq fois les remboursements de dette à horizon un an.

■ Risque de durcissement des sanctions américaines

En août 2018, Chris Van Hollen, sénateur démocrate et Marco Rubio, sénateur républicain, avaient présenté un projet de loi au Congrès, le *Defending Elections from Threats by Establishing Redlines Act* ou *Deter Act*, visant à sanctionner les autorités russes suspectées d'ingérence dans les élections américaines de 2016.

3- Balance des paiements (somme sur 4 trim. % PIB)



Source : CBR

Mais ce projet avait été rejeté. Les deux sénateurs ont soumis le 3 avril 2019 une nouvelle version de leur projet au Congrès (extrêmement proche de la précédente). Ce projet de loi vise à sanctionner tout pays qui aurait influencé d'une quelconque manière les résultats des élections américaines (après résultats d'enquête réalisée par la direction du renseignement national *Director of National Intelligence*). Si cette loi était adoptée et que la Russie était reconnue coupable d'une telle ingérence, alors il serait totalement interdit pour les entités américaines (*US persons*) d'acheter des titres de dette du gouvernement russe et d'entreprises détenues ou contrôlées par le gouvernement russe. Par ailleurs, des sanctions seraient adoptées à l'encontre des entreprises du secteur de la finance, de l'énergie et de la défense. Sberbank, VTB bank, Gazprombank, Vnesheconombank et Rosselkhozbank auraient l'interdiction de réaliser des transactions avec les Etats-Unis. Dans le secteur de l'énergie, tout nouvel investissement serait interdit pour les entités américaines. Finalement, les hommes politiques et les oligarques impliqués dans une quelconque interférence dans les élections américaines seraient interdits d'entrée sur le sol américain et auraient l'interdiction de réaliser des transactions avec les *US persons*.

A ce jour, les dissensions au sein du Congrès sur les mesures à prendre à l'encontre de la Russie restent fortes et le Président Trump y reste opposé.

Même si le projet devait être adopté, à horizon d'un an, il ne mettrait pas en danger les besoins de financement extérieurs du gouvernement russe estimés à un peu moins de USD 80 mds.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com



Pologne

Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel

Au plus haut depuis la crise financière mondiale, la croissance économique a atteint 5,1% en 2018 mais montre peu de signes de surchauffe. En 2019-2020, l'économie polonaise devrait pâtir d'une conjoncture moins favorable en zone euro et des tensions commerciales internationales. Toutefois, les tensions sur le marché du travail, qui alimentent la hausse des salaires, devraient continuer de soutenir la demande intérieure, tout comme les mesures de relance budgétaire annoncées en février à l'approche des élections européennes (mai) et législatives (octobre). Dans ce contexte, l'inflation devrait accélérer et les déficits jumeaux se creuser sans compromettre néanmoins la stabilité macroéconomique du pays.

■ Le meilleur est passé

Le bilan macroéconomique de l'année 2018 est impressionnant : croissance du PIB record depuis 2007, taux de chômage historiquement bas, inflation contrôlée, déficits budgétaires et de la balance des paiements courants modérés et monnaie stable.

Malgré l'essoufflement de la croissance économique en zone euro (notamment en Allemagne) qui absorbe 58% des exportations polonaises, le PIB a continué de croître au rythme de 5% en glissement annuel (g.a.) au second semestre 2018, après 5,2% au premier semestre. Cette désynchronisation vis-à-vis du cycle européen s'explique par le renforcement de la demande intérieure (+5,5% en 2018 après +4,9% en 2017), la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB demeurant négative compte tenu d'une accélération des importations (+7%) supérieure à celle des exportations (+6,2%).

Solide moteur de la croissance économique, la consommation des ménages (+4,6% en 2018) a légèrement ralenti au S2 (+4,4% g.a.). Les tensions sur le marché du travail et les subséquentes fortes hausses de salaires (cf. infra) ont soutenu la confiance des ménages, malgré un léger fléchissement au cours des derniers mois. Dans le même temps, le crédit aux ménages a accéléré continuellement durant l'année (+7% g.a. en 2018, après +2% en 2017).

L'investissement a bondi de 7,3% en 2018 grâce à un bon second semestre (+9,9% g.a. au T3 et +6,7% au T4). Selon l'institut statistique national (GUS), l'investissement des entreprises a été dynamique dans l'ensemble des secteurs d'activité et quelle que soit la taille des entreprises. Il a néanmoins légèrement ralenti en fin d'année notamment du côté des filiales de firmes étrangères dans un contexte européen plus incertain. Parallèlement, la progression rapide de l'investissement résidentiel a été moins vigoureuse au S2 2018. Le secteur souffre de contraintes d'offre liées notamment au manque de main d'œuvre et aux hausses de salaires dans la construction. Depuis deux ans, les prix de l'immobilier neuf ont progressé de 15% en moyenne dans les dix principales villes polonaises. Enfin, l'investissement public a continué de bénéficier pleinement des co-financements de l'UE (fonds structurels).

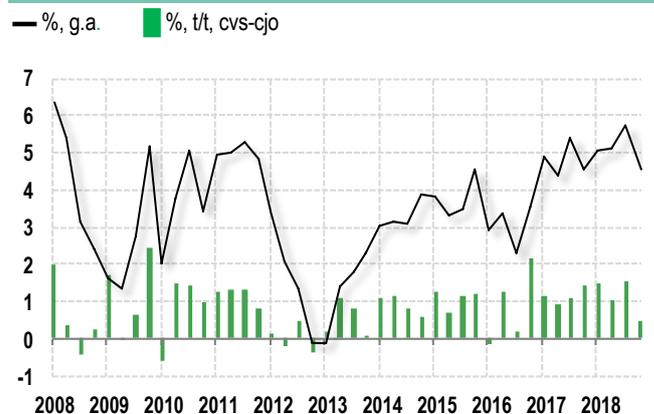
Corollaire du dynamisme de la demande intérieure, les services ont progressé fortement jusqu'au T3 2018, avant de fléchir. La production industrielle a été tirée par la construction (+17% en 2018) et le secteur manufacturier (+5,2% en 2018 et +6,1% g.a. sur les deux premiers mois de 2019). Mais l'indice PMI manufacturier est passé sous le seuil de 50 depuis novembre. Le taux d'utilisation

1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle (%)	4,6	5,1	4,0	3,5
Inflation moyenne (IPC, %)	2,0	1,7	1,9	2,4
Solde budgétaire / PIB (%)	-1,4	-0,9	-1,8	-2,4
Dette publique / PIB (%)	50,6	48,7	47,3	46,7
Solde courant / PIB (%)	0,2	-0,7	-1,5	-2,5
Dette extérieure / PIB (%)	72,2	61,3	58,9	57,5
Réserves de change, mds EUR	94,5	102,3	103,8	105,2
Réserves de change, en mois d'imports	4,8	4,8	4,5	4,3
Taux de change EURPLN (fin d'année)	4,2	4,3	4,3	4,3

e. estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance du PIB



Source : GUS

des capacités de production (82%) a baissé et les exportations ont ralenti, notamment en biens intermédiaires. Cela concerne le secteur automobile perturbé par l'introduction des nouvelles normes anti-pollution. Autre facteur pesant sur la compétitivité des exportations, le zloty (PLN) est désormais considéré comme surévalué par de nombreux industriels polonais.

■ ...mais les perspectives restent positives

La dégradation des conditions extérieures pèsera sur la croissance polonaise en 2019-2020. Toutefois, la bonne tenue de la demande intérieure, soutenue par les mesures de relance budgétaire annoncées le 23 février, et une politique monétaire plutôt



accommodante devraient amortir le retournement conjoncturel. La détérioration des fondamentaux macroéconomiques serait limitée.

La croissance du PIB ralentirait à 4% cette année et 3,5% en 2020 mais elle resterait au-dessus de la moyenne des autres pays d'Europe centrale (~3%). Le stimulus budgétaire, estimé entre 1,5% et 2% du PIB sur deux ans (PLN 40 mds par an), devrait soutenir la consommation à travers trois mesures phares : 1/ l'extension du programme « Famille 500+ » (PLN 500 soit environ EUR 116 pour chaque enfant à partir du second) dès le premier enfant et sans conditions de revenus ; 2/ l'octroi aux retraités d'une prime de PLN 1100 (environ EUR 256) ; 3/ des baisses d'impôt sur le revenu et une exemption pour les jeunes de moins de 26 ans.

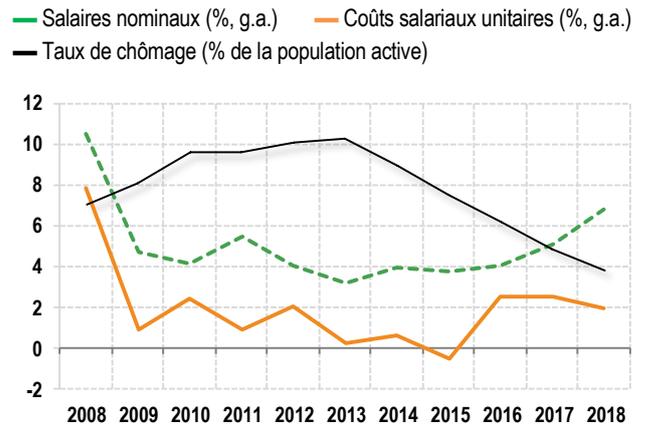
La politique budgétaire expansionniste devrait se traduire par un creusement du déficit du gouvernement général. Face aux inquiétudes de dérapage des finances publiques, le gouvernement a réitéré son engagement à maintenir le déficit sous la barre de 3% du PIB et pourrait freiner les dépenses en investissement public. La trajectoire favorable de la dette publique devrait ainsi se poursuivre en 2019-2020. Dans la perspective des échéances électorales (européennes et législatives), le gouvernement semble avoir arbitré en faveur des dépenses sociales dont les bénéficiaires politiques à court terme dépassent ceux des dépenses d'investissement public, qui ont pourtant théoriquement un effet multiplicateur sur la croissance économique plus élevé. La manne résiduelle des fonds structurels européens pour les deux dernières années du programme 2014-2020 (estimée à plus de EUR 36 mds) pourrait ainsi n'être que partiellement absorbée. Au final, l'investissement total devrait donc ralentir même si l'investissement des entreprises reste dynamique.

■ Déséquilibres extérieurs et tensions inflationnistes limités

Les comptes extérieurs de la Pologne ne suscitent pas d'inquiétude particulière, même si le surplus de la balance des paiements courants a disparu au S2 2018 et que le déficit devrait se creuser en 2019-2020. Le déficit de la balance commerciale restera modéré et la balance des services dégagera encore des surplus importants. De plus, sous l'hypothèse de moindres profits générés par les investissements directs étrangers en Pologne, le large déficit de la balance des revenus diminuerait légèrement. Les réserves de change constituent un matelas de protection confortable : elles couvrent près de cinq mois d'importations et l'intégralité de la dette à court terme. Dans un contexte de politiques monétaires toujours accommodantes en Europe et aux États-Unis, la Pologne devrait demeurer attractive pour les investisseurs étrangers et le taux de change relativement stable en dépit de certains risques (géo)politiques.

Contentue au-dessous de 2% en 2017-2018 grâce à la baisse du NAWRU (le taux de chômage n'accroissant pas les pressions à la hausse sur les salaires, cf. infra) et au recul des prix des matières premières fin 2018, l'inflation devrait accélérer graduellement. L'*output gap* (écart entre croissance observée, estimée à 3,5%, et croissance potentielle) restera positif au cours des prochains trimestres, et les salaires devraient continuer de progresser

3- Marché du travail



Sources : Eurostat, Commission européenne

significativement en termes nominaux et réels. L'inflation globale et sous-jacente convergeant vers la cible de 2,5% en 2020, la banque centrale (NBP) pourrait alors amorcer une hausse modérée de son taux directeur fixé à 1,5% depuis mars 2015. Le gouverneur Adam Glapinski a toutefois indiqué début avril ne pas anticiper de changement de taux d'intérêt d'ici la fin du mandat de l'actuel conseil de politique monétaire en 2022.

■ Démographie, offre de travail, salaires, productivité : la quadrature du cercle

Le taux de chômage a baissé de 9% en 2014 à 3,8% en 2018 (données Eurostat). Cette situation de plein emploi se traduit par des pénuries de main-d'œuvre contraignant les capacités de production, notamment dans la construction et l'industrie. Toutefois, la progression de la productivité et l'afflux de travailleurs étrangers, notamment ukrainiens (environ 1 million depuis 2014 grâce aux procédures simplifiées d'obtention d'un permis de travail pour 6 pays hors UE), a permis de limiter la hausse des coûts salariaux unitaires et de réduire le NAWRU. En termes réels, les salaires ont accéléré de +2,5% par an entre 2010 et 2016 à +5,5% en 2018. Dans le même temps, la croissance de la productivité du travail a fait de même, passant de 4,5% par an en 2010-2016 à 6,5% en 2018 (FMI, *Country Report 19/38, Selected issues*, février 2019). Cependant, le retard de comptabilisation des travailleurs étrangers dans les statistiques officielles d'emploi (12 mois) tendrait à minorer la progression de la productivité au cours des dernières années.

Alors que la concurrence européenne, surtout allemande, pour attirer des travailleurs qualifiés pourrait s'intensifier au cours des prochaines années, l'innovation et l'automatisation sont des réponses aux pénuries d'offre de travail et à la recherche de gains de productivité. Mais endiguer le lent déclin démographique à l'œuvre depuis deux décennies à travers des politiques familiales et migratoire (incitations au retour des polonais émigrés) volontaristes demeure crucial pour soutenir la croissance potentielle et les perspectives macroéconomiques du pays à moyen et long terme.

Sylvain Bellefontaine

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com



Singapour

Un modèle de gestion des finances publiques

La forte dépendance aux exportations de biens technologiques et l'intégration aux chaînes de valeur en Asie rendent Singapour très vulnérable aux effets de contagion des hausses de droits de douane imposées à la Chine par les Etats-Unis. Ses exportations diminuent depuis novembre et la croissance ralentit. Alors que le resserrement de la politique monétaire initié en 2018 devrait marquer une pause à court terme, le gouvernement augmente ses dépenses pour soutenir l'activité. Sa marge de manœuvre est importante étant donné la solidité des finances publiques. Ceci lui permettra également de poursuivre la mise en œuvre de sa stratégie visant à stimuler l'innovation, élever la productivité et améliorer les perspectives de croissance à moyen terme de la cité-Etat.

■ Repli des exportations

La croissance économique a atteint 3,2% en 2018, un niveau toujours solide mais néanmoins inférieur à celui de 2017 (tableau 1). La croissance a principalement souffert de la contraction de l'investissement et de la baisse d'activité dans le secteur exportateur. Le ralentissement devrait se poursuivre en 2019, et la croissance atteindre 2,5%.

Les exportations de marchandises se sont contractées de 0,3% en glissement annuel (g.a.) sur la période novembre 2018-février 2019, après avoir augmenté de 12,5% sur la période janvier-octobre 2018. Les exportations de produits locaux non pétroliers ont quant à elles chuté de 6,5% en g.a. depuis novembre (graphique 2). Cette dégradation résulte principalement du retournement du cycle électronique et des conséquences des hausses des droits de douane américains imposés à la Chine (baisse des exportations vers la Chine, effets de contagion via les chaînes de valeur régionales). Singapour est particulièrement pénalisé par sa forte exposition à la demande chinoise (13% des exportations, ou 16% du PIB), sa forte participation aux chaînes de valeur dans le secteur de la haute technologie et la diversification limitée de ses exportations (environ un cinquième est constitué de semi-conducteurs). A très court terme, les perspectives d'exportation restent sombres ; elles dépendront notamment de l'issue des négociations entre les Etats-Unis et la Chine, toujours en cours.

La contribution du commerce extérieur net à la croissance du PIB a été positive en 2018, car la progression en volume des importations de biens et services a connu un ralentissement plus marqué que celle des exportations. Ce soutien à la croissance ne suffit plus car le fléchissement de l'activité dans le secteur exportateur a des répercussions sur le reste de l'économie. Au T4 2018, il a contribué à un mouvement de déstockage et à la baisse de l'investissement en machines-outils et équipements (-4,1% en g.a. après quatre trimestres de hausse). De plus, l'emploi dans le secteur manufacturier a diminué après l'expansion enregistrée au T3 2018.

L'investissement s'est contracté de 3,4% en termes réels en 2018, après avoir augmenté de 5,3% en 2017. Ce repli a concerné toutes les grandes composantes de l'investissement, et plus particulièrement la construction résidentielle (-11,8%). L'investissement en machines-outils et équipements a un peu mieux résisté, ne fléchissant qu'au T4 2018. A court terme, les investisseurs du secteur manufacturier resteront prudents étant donné les menaces protectionnistes et les incertitudes qui pèsent

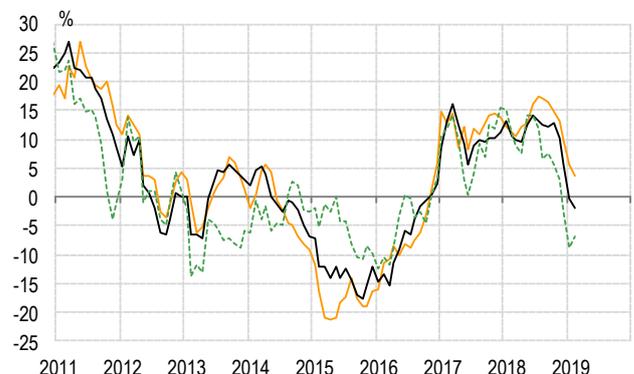
1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	3,9	3,2	2,5	2,7
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0,6	0,4	0,9	1,0
Solde budgétaire, % du PIB	2,3	0,4	-0,7	1,0
Dettes brute du gouvernement, % du PIB	108,0	112,2	115,0	118,0
Balance courante, % du PIB	16,0	17,7	17,0	17,0
Réserves de change, mds USD	280	288	296	321
Réserves de change, en mois d'imports	6,8	6,4	6,4	6,3
Taux de change USDSGD (fin d'année)	1,3	1,4	1,4	1,3

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Contraction des exportations de biens technologiques

Echanges de marchandises en USD, g.a., mm3m : — Importations
— Exportations — dont : exportations de produits locaux non pétroliers*



Source : International Enterprise Singapore

* Les exportations de produits locaux non pétroliers comprennent principalement des biens électroniques et chimiques. Elles représentent 65% des exportations totales de produits locaux, qui représentent elles-mêmes la moitié du total des exportations de Singapour, l'autre moitié étant constituée des réexportations.

sur les perspectives d'exportation. L'investissement privé dans la construction de logements devrait rester déprimé. En revanche, l'investissement dans les projets de construction publics devrait rebondir, et permettre une stabilisation de la croissance de l'investissement total sur l'année 2019.

La consommation privée est restée un important contributeur à la croissance du PIB en 2018 malgré son ralentissement à 2,4% en g.a. contre 3,2% en 2017. Les conditions du marché du travail sont restées tendues, avec une hausse des salaires toujours solide



(+3,5% en 2018) et un emploi stable (soutenu par les services). En 2019, la croissance de la consommation privée devrait continuer à décélérer, en raison des répercussions du repli des exportations sur le marché du travail, de moindres effets de richesse (le marché de l'immobilier est entré dans une nouvelle phase de correction) et d'un léger durcissement des conditions de crédit.

■ Le resserrement monétaire devrait marquer une pause

Les taux d'intérêt courts ont légèrement augmenté depuis la fin 2016, en ligne avec les taux d'intérêt américains et internationaux. La banque centrale (*Monetary Authority of Singapore*, ou MAS) a également commencé à durcir sa politique monétaire en 2018 en réponse à la hausse (très modérée) de l'inflation (graphique 3). Le taux d'appréciation de la bande de fluctuation du taux de change effectif nominal du SGD a été légèrement relevé en avril puis en octobre, le portant à 1% contre 0% en 2016-2017¹.

Les conditions de crédit sont devenues légèrement plus restrictives. Le crédit bancaire au secteur privé domestique s'est essoufflé en 2018 après s'être lentement redressé au cours des deux années précédentes (+3,9% en g.a. en termes réels à fin 2018 contre 4,8% à fin 2017). De plus, en juillet 2018, les autorités ont introduit de nouvelles mesures prudentielles destinées à ralentir l'activité sur le marché immobilier (hausse des droits de timbre, baisse des ratios prêt/valeur). En conséquence, après une période de redressement de la mi-2017 à la mi-2018, la progression des volumes de transactions immobilières et du crédit hypothécaire a ralenti au S2 2018, et les prix de l'immobilier lui ont emboîté le pas.

Le durcissement de la politique monétaire devrait marquer une pause à très court terme avant de reprendre d'ici la fin de l'année. En effet, la hausse des taux directeurs américains doit s'interrompre tandis que la détérioration du commerce extérieur et la récente baisse des prix de l'énergie devraient conduire la MAS à réviser ses anticipations à court terme par rapport à octobre dernier (avec notamment une inflation attendue plus faible que prévu et un marché du travail moins tendu).

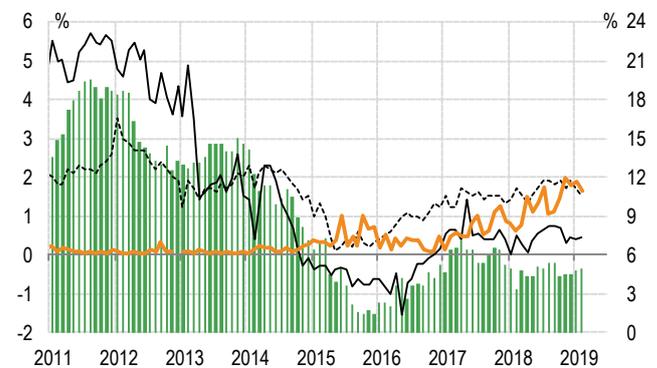
■ Politique budgétaire expansionniste vertueuse

Alors que l'objectif de la politique monétaire est la stabilité des prix, les autorités ont recours à la politique budgétaire pour soutenir l'activité à court terme et renforcer les perspectives de croissance économique à moyen terme. Les mesures contra-cycliques l'an dernier ont conduit à une légère détérioration du solde budgétaire. Celle-ci devrait se poursuivre en 2019, mais n'est pas source d'inquiétude étant donné la solidité des comptes publics.

L'excédent budgétaire s'est réduit à 0,4% du PIB sur l'exercice 2018 (allant d'avril 2018 à mars 2019) contre 2,3% en 2017, et le budget 2019 prévoit un déficit de 0,7%. L'augmentation prévue des dépenses bénéficiera notamment à la protection sociale (la santé en

3- Léger resserrement des conditions financières

— Inflation IPC, g.a. - - - Inflation sous-jacente, g.a. — Taux monétaire
■ Crédit bancaire, g.a. (é.d.)



Sources : Département des statistiques, MAS, FMI

particulier), aux infrastructures et aux PME. Le budget 2019 n'inclut pas de mesure importante de hausse des recettes, mais un relèvement de la taxe sur les produits et services (de 7% à 9%), annoncé en 2018, doit intervenir à partir de 2021.

A moyen terme, les autorités prévoient une hausse continue des dépenses publiques de nature structurelle (modernisation des infrastructures, éducation, santé, innovation, etc.) pour répondre au vieillissement de la population et au ralentissement de la croissance. La stratégie vise à augmenter la productivité et à renforcer le modèle de croissance basé sur l'innovation et les hautes technologies. Le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre très confortable lui permettant d'absorber une hausse de ses dépenses. Il s'impose depuis longtemps un ensemble de règles strictes de discipline budgétaire. Ainsi, chaque administration doit présenter un budget équilibré sur la durée de son mandat de cinq ans. Les emprunts publics ne peuvent qu'être utilisés que pour des investissements et non pour financer des dépenses récurrentes ou de fonctionnement. De plus, le paiement des intérêts sur la dette doit être entièrement couvert par les rendements des investissements.

Cette politique a permis l'accumulation d'actifs par le gouvernement, qui affiche une position financière nette très solide. Son ratio de dette brute sur PIB semble élevé (112% à fin 2018), mais cette dette est en réalité principalement constituée d'obligations non négociables émises pour le système national de fonds de pensions (qui est financé par les cotisations des citoyens), ainsi que de titres émis pour développer les marchés obligataires locaux et de titres à long terme offrant aux particuliers une option d'épargne sûre. En outre, le total des actifs du gouvernement, estimé, dépasse le niveau de sa dette. Ces actifs sont gérés par les fonds souverains Temasek et GIC, et les rendements de leurs investissements apportent des revenus budgétaires importants et réguliers. Le gouvernement de Singapour dispose donc d'importantes ressources qui lui permettront de faire face aux augmentations de dépenses structurelles des prochaines années.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ Le dollar singapourien (SGD) est géré via son taux de change effectif nominal, qui est autorisé à évoluer dans une bande de fluctuation et dont le taux d'appréciation est annoncé tous les six mois par la banque centrale. Le taux de change étant la cible de la politique monétaire et les capitaux circulant librement, les taux d'intérêt singapouriens sont déterminés essentiellement par les taux d'intérêt étrangers et les anticipations de change.



Chili

La question des réformes

La croissance du Chili a rebondi en 2018, portée par la hausse du prix du cuivre et le regain de confiance des investisseurs consécutif à l'élection de Sebastian Piñera. L'ambition du nouveau président de mettre en place, au cours de son mandat, une politique destinée à stimuler la croissance et l'investissement, tout en consolidant les finances publiques, pourrait pourtant s'avérer plus difficile à réaliser que prévu. Son parti ne dispose pas de la majorité à l'assemblée et les mesures présentées jusqu'ici (réformes fiscale et du système de retraites) peinent à être adoptées. Les perspectives de croissance restent toutefois plutôt favorables pour les deux années à venir et la consolidation budgétaire devrait se poursuivre.

■ Rebond de croissance en 2018

Après avoir enregistré un taux de croissance inférieur à 2% depuis 2014, la faiblesse du taux d'investissement et la baisse de confiance des investisseurs ayant exacerbé les effets de la chute du cours du cuivre, la croissance chilienne a rebondi en 2018, atteignant 4%. La croissance du PIB réel a été particulièrement soutenue au premier semestre, progressant de 4,8% en glissement annuel (g.a.). Les exportations de cuivre, l'investissement (5,0% en g.a., tiré par le secteur minier) et la consommation des ménages ont été les principaux moteurs de la croissance. La baisse des cours du cuivre et le ralentissement des exportations en dehors du secteur minier ont pesé sur l'activité au cours du deuxième semestre.

L'inflation est restée contenue en 2018 (2,4% en moyenne) et depuis le début de l'année (moins de 2% en moyenne au cours des trois premiers mois, selon le nouvel indice basé sur l'année 2018). Dans ce contexte, la banque centrale devrait poursuivre sa politique prudente de normalisation des taux (le taux directeur a été relevé de 25 pb en octobre 2018 et janvier 2019, pour atteindre 3%).

Les perspectives pour les deux années à venir sont plutôt favorables, même si la croissance du PIB ralentira légèrement en 2019 et 2020 pour se stabiliser autour de 3,5% (soit le taux de croissance tendanciel estimé par la banque centrale). La croissance sera soutenue par l'amélioration du marché du travail et la mise en place progressive de nombreux projets d'investissements (publics et privés), en supposant que ceux-ci se concrétisent dans les délais prévus. Les risques à la baisse restent importants : l'intensification de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine et un ralentissement plus prononcé qu'attendu de la croissance en Chine pourraient peser sur le prix du cuivre, et affecter la croissance. La diversification de l'économie peine en effet à se matérialiser et le secteur du cuivre représente encore près de 10% du PIB, 25% des recettes budgétaires et 50% du total des exportations.

■ Les réformes en question

La vigueur de la demande interne pourrait également pâtir d'une trop grande dilution des projets de réforme proposés par le gouvernement. Un an après son arrivée au pouvoir, le président Piñera (à la tête du parti de centre droit *Chile Vamos*, CV) rencontre en effet quelques difficultés. Au moment de son élection, le président avait annoncé que son mandat aurait pour priorité de stimuler l'investissement privé et la croissance, tout en consolidant les finances publiques.

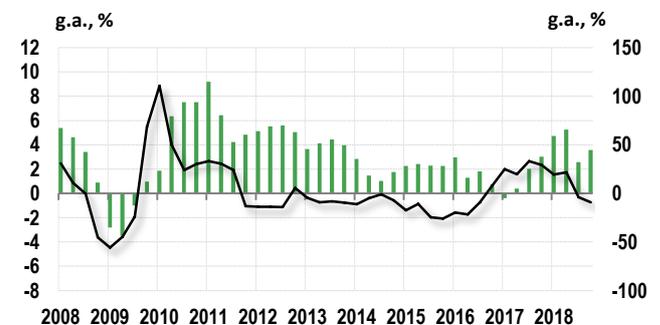
1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,5	4,0	3,6	3,2
Inflation, IPC, v. var. annuelle, %	2,2	2,4	2,4	2,9
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-1,7	-2,0	-1,8
Dettes publiques, % du PIB	23,6	25,7	26,7	27,5
Balance courante, % du PIB	-1,5	-3,1	-3,0	-2,7
Dettes externes, % du PIB	65,5	62,0	63,5	63,5
Réserves de change, mds USD	39,0	39,9	39,9	40,5
Réserves de change, en mois d'imports	7,9	7,6	7,8	8,0
Taux de change USDCLP (fin d'année)	615	696	695	698

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance du PIB réel et prix du cuivre

— Prix du cuivre (é.d.)
■ Croissance réelle du PIB



Sources : Comptes nationaux, LME

Mais bien que Sebastian Piñera ait été élu avec une avance confortable sur son concurrent de la coalition de centre gauche, son parti ne dispose de la majorité dans aucune des deux chambres du Parlement, et les coalitions soutenant l'action du gouvernement s'avèrent difficiles à former.

Le gouvernement a déjà été contraint de faire quelques concessions en maintenant des mesures prises par le précédent gouvernement, notamment concernant la réforme de l'éducation. Le président a également dû renoncer à abaisser le taux d'imposition des sociétés, une de ses promesses de campagne.



Au mois d'août dernier, une vaste réforme fiscale a été présentée. Elle revient en grande partie sur les dispositions prises par Michelle Bachelet en 2014. Les trois principales mesures proposent de simplifier et unifier les régimes fiscaux existants, de moderniser l'administration fiscale (en généralisant la collecte électronique par exemple) et de stimuler l'investissement privé, en mettant en place un ensemble d'incitations pour les entreprises et en ciblant particulièrement les PME. Alors que le gouvernement a exprimé son souhait d'entériner la réforme le plus tôt possible, afin que les dispositions puissent être prises en compte dès le budget 2020, le texte est encore en discussion au Congrès.

En novembre, c'est une proposition de réforme du système de retraite qui a été présentée. Cette annonce était attendue, le sujet étant au centre du débat public depuis de nombreuses années. Schématiquement, le système de retraite chilien repose sur trois piliers principaux : le premier, créé en 1981, est un système de pension privé dont la valeur totale des fonds représente aujourd'hui près de 70% du PIB. En 2008, au cours du premier mandat de Michelle Bachelet, un deuxième pilier « solidaire » a été introduit, garantissant entre autres choses un montant minimum de retraite et des aides à destination des travailleurs les plus pauvres. Enfin, un troisième pilier autorise les travailleurs à compléter leurs cotisations obligatoires par des versements volontaires.

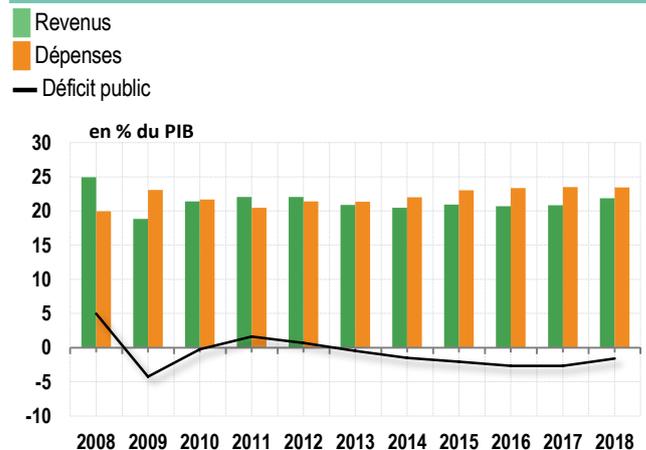
Le système de retraite soulève beaucoup de critiques : le vieillissement de la population, la faiblesse du taux de cotisation (équivalant à 10% du salaire des employés au Chili, contre plus de 18% en moyenne dans les pays de l'OCDE), l'importance des frais de gestion (diminuant significativement le montant des prestations), le bas niveau des salaires ont contribué à diminuer le montant des prestations perçues. En outre, le montant minimum des retraites et les aides destinées aux travailleurs les plus pauvres sont jugés insuffisants.

Dans les grandes lignes, les propositions présentées par le gouvernement reprennent les suggestions formulées par l'équipe de Michelle Bachelet au cours de son deuxième mandat en 2015, c'est-à-dire la nécessité d'augmenter à la fois les taux de cotisations individuels (la proposition de réforme prévoit que les employeurs augmentent les cotisations effectuées pour le compte de leurs employés, portant le montant total à 14% du salaire) et les fonds destinés au « pilier de solidarité ». Contrairement aux mesures proposées dans le cadre de la réforme fiscale, celles concernant la réforme des retraites vont plutôt dans le sens des partis d'opposition. Le projet est cependant toujours en discussion.

■ La consolidation budgétaire se poursuit, mais l'ampleur devrait diminuer dans les années à venir

En 2018, le déficit budgétaire a été réduit à 1,7% du PIB (après 2,8% en 2017), son plus bas niveau depuis 2014¹. Cela dit, la

3- Déficit public



Source : Ministère des Finances

réduction du déficit tient surtout à la hausse des revenus liés au secteur minier, et à la collecte d'une taxe exceptionnelle auprès du groupe minier chilien SQM. Comme le gouvernement s'y était engagé, les dépenses sont restées relativement stables en pourcentage du PIB. Le déficit devrait de nouveau augmenter en 2019-2020 (mais rester proche de 2% du PIB), le supplément de revenu issu de la taxe relative à la société SQM n'étant pas appelé à se renouveler.

A moyen terme, la consolidation devrait se poursuivre, même si les marges de manœuvre du gouvernement apparaissent limitées. D'après les autorités, la réforme fiscale devrait être neutre, et la réforme des retraites devrait induire une hausse progressive des dépenses publiques, pour atteindre 1,1% du PIB (2018) en 2030. De toutes les réformes envisagées par le gouvernement, celle-ci serait la plus coûteuse, mais le gouvernement envisage de financer cette augmentation des dépenses année après année.

D'après les estimations préliminaires publiées par le gouvernement, le déficit structurel (défini par la règle budgétaire de moyen terme) devrait progressivement se réduire, pour atteindre 1,2% du PIB en 2021. Cette réduction induirait une consolidation modérée, sans que le gouvernement ait indiqué si de nouvelles mesures fiscales seront proposées, ou si les paramètres d'estimation du déficit budgétaire (i.e. le taux de croissance potentielle et le prix du cuivre) seraient révisés pour atteindre l'objectif.

Hélène Drouot

helene.drouot@bnpparibas.com

¹ La politique budgétaire du Chili est encadrée depuis 2001 par une règle budgétaire de moyen terme dont le but est de réduire la volatilité de la croissance grâce à des politiques contra-cycliques. Alors que l'application de la règle a permis d'accumuler des excédents budgétaires entre 2001 et 2014, la baisse du taux de croissance potentiel et celle du prix du cuivre ont abouti à une hausse du déficit public et de la dette depuis 2015.



Colombie

A la recherche d'un second souffle

La Colombie sort de quatre années d'un ajustement macroéconomique rendu nécessaire par l'importante dégradation des termes de l'échange suite à l'effondrement des cours des matières premières en 2014. Des mesures de politique publique ont permis d'améliorer le solde de la balance courante et le solde budgétaire, et de faire converger l'inflation vers la cible de la banque centrale. Depuis 2018, l'aggravation de la crise migratoire au Venezuela met toutefois à mal les comptes publics du pays. Par ailleurs, la volonté du président Duque d'apporter des ajustements à l'accord de paix signé avec les FARC en 2016 fait craindre une dégradation du climat sécuritaire. Dans le même temps, le ralentissement économique s'est enrayé en 2018. La croissance devrait s'accélérer en 2019 mais restera modeste.

■ Reprise cyclique de la croissance

En 2018, la croissance a accéléré (2,7% g.a.), après avoir ralenti de façon continue entre 2014 (4,7% g.a.), et 2017 (1,4% g.a.), son plus bas niveau depuis la crise financière. Dans le même temps, le relèvement du salaire minimum, les effets du phénomène climatique El Niño sur les prix ainsi que la dépréciation du change ne se sont pas traduits par des pressions inflationnistes accrues. Ceci a permis à la banque centrale de laisser son taux directeur inchangé à 4,25% (depuis avril 2018).

La croissance a été tirée par la consommation privée (+3,9% g.a.), elle-même favorisée par le ralentissement de l'inflation, la hausse des salaires réels, l'amélioration de la confiance des ménages (du moins au S1 2018) et la baisse des taux d'intérêt réels. Après s'être contracté en 2017, l'investissement brut a rebondi en 2018 (+3,5% en g.a.) sous l'effet d'une forte accumulation des stocks. Il s'est particulièrement accéléré après les élections (août) grâce à la hausse des prix des matières premières, à une plus grande disponibilité du crédit, et à un rebond de l'investissement immobilier et de la construction. Cependant, la reprise de la demande intérieure a entraîné une forte accélération des importations (+8% g.a.) tandis que les exportations ralentissaient (+1,2% contre +2,5% g.a. en 2017). Le commerce extérieur net a ainsi considérablement freiné la croissance annuelle.

À court terme, la croissance devrait gagner en rythme mais restera en deçà de son niveau historique (+4,3% sur la période 2000-2017). Les dépenses des ménages devraient bénéficier d'une hausse du crédit et d'une amélioration progressive du marché du travail. Le pouvoir d'achat des ménages devrait également bénéficier de la décision du Congrès de rejeter la proposition du gouvernement d'élargir l'assiette de la TVA. La baisse de l'impôt sur les sociétés, la remontée des prix du pétrole ainsi que la hausse des dépenses d'investissement prévues par Ecopetrol devraient, dans l'intervalle, favoriser une accélération des investissements. Les dépenses publiques devraient ralentir en raison des tensions qui pèsent sur le budget. Les données d'enquêtes révèlent toutefois un début d'année hésitant. En mars, l'indice PMI manufacturier est ressorti en deçà de 50 pour le 3^e mois consécutif, tandis que l'indice de confiance des ménages demeure déprimé même s'il s'est amélioré depuis novembre.

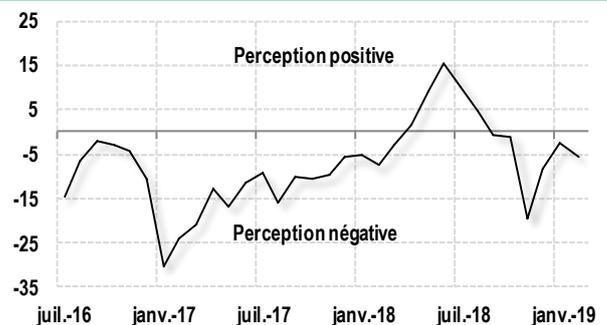
À moyen terme, les perspectives de croissance de la Colombie restent étayées par un cadre institutionnel solide en matière de politique économique (ciblage de l'inflation, règles budgétaires,

1-Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB (croissance %)	1,4	2,7	3,5	3,3
Inflation (moyenne annuelle, %)	4,3	3,2	3,2	3,6
Solde budgétaire (en % du PIB)	-3,6	-3,1	-2,4	-2,6
Dettes publiques brutes (en % du PIB)	46,6	46,1	44,1	45,7
Solde courant (en % du PIB)	-3,4	-3,8	-4,0	-3,8
Dettes externes (en % du PIB)	40,3	41,9	42,6	43,5
Réserves de change (USD mds)	47,1	47,9	48,3	48,7
Réserves de change, en mois d'imports	10,1	9,2	10,0	10,0
Taux de change USD/COP (fin d'année)	2952	2958	3021	2922

e : estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Économique Groupe

2- Indice de confiance des ménages (points)



Sources : Fedesarollo, BNP Paribas

gestion active de la dette publique, flexibilité du taux de change). L'invitation faite au pays, en mai 2018, à rejoindre l'OCDE, témoigne aussi des efforts de la Colombie pour mettre en place des réformes structurelles (code du travail, gouvernance, commerce, industrie). Néanmoins, des faiblesses importantes subsistent : déficit d'infrastructures, forte dépendance vis-à-vis des matières premières, niveau élevé du travail informel, déclin de la compétitivité dans le secteur manufacturier, niveaux toujours élevés de violence associés au trafic de drogue et au crime organisé.

■ Des défis budgétaires persistants

Les comptes publics de la Colombie devraient faire face à des pressions croissantes malgré l'adoption récente d'une sixième réforme fiscale en 10 ans. Celle-ci a été principalement marquée par de nouvelles incitations fiscales pour les entreprises visant à



promouvoir l'investissement privé. Parallèlement à une réduction de la TVA sur les biens d'équipement, l'impôt sur le revenu des sociétés sera réduit de 1 point de pourcentage par an, pour passer de 33% en 2019 à 30% en 2022.

La réforme n'aborde pas certains problèmes structurels comme la rigidité des dépenses publiques (constituées à environ 85% de dépenses obligatoires) et la forte dépendance à l'égard du pétrole. Surtout, elle ne vise pas à augmenter les recettes (les recettes fiscales stagnent à environ 14% du PIB depuis 2011). Au final, à l'issue des négociations au Congrès les recettes seront inférieures de moitié (0,7% du PIB) à celles envisagées dans le projet de loi initial. La baisse concomitante de l'impôt sur les sociétés devrait, entre-temps, entraîner une perte de recettes estimée à 1% du PIB par an. Or, les pressions sur les finances publiques augmentent en raison de l'impact budgétaire de la crise des migrants vénézuéliens (estimé à 0,5% du PIB par an). Cette situation a mené à une révision à la hausse les objectifs de déficit pour 2019 et 2020, à 2,7% et 2,3% du PIB. De ce fait, le besoin de financement public augmentera, mais il devrait être facilement couvert. En effet l'appétit pour les titres de dette publique reste vif, en témoignent les faibles primes de risque souverain (107 pb pour les CDS à cinq ans en avril).

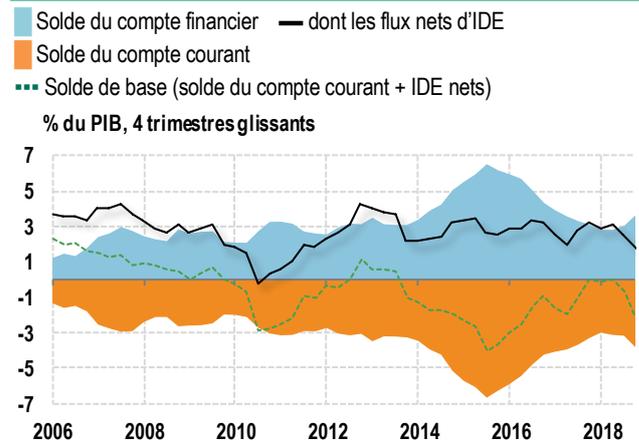
■ Ralentissement des flux d'investissement

Le déficit courant du pays s'est réduit assez rapidement jusqu'en 2017 après s'être fortement dégradé en 2015 (-6,4% du PIB). En 2018, la croissance vigoureuse des importations a partiellement inversé cette tendance et le déficit courant s'est à nouveau creusé pour atteindre 3,8% du PIB. La poursuite du rebond de la demande intérieure, conjuguée au ralentissement de l'économie mondiale verra le déficit courant s'accroître en 2019.

En 2018, les flux nets d'IDE n'ont pas permis de couvrir le déficit courant, les flux entrants d'IDE ayant nettement ralenti, atteignant même leur plus bas niveau depuis 2010 (environ USD 11 mds contre USD 14,5 mds en moyenne sur la période 2011-2017). La couverture du besoin de financement externe a été assurée par de nouveaux emprunts bancaires contractés principalement par le secteur privé.

L'augmentation de la dette extérieure (42% du PIB en 2018 contre 27% en 2014) souligne une vulnérabilité accrue au resserrement des conditions financières internationales. La Colombie reste aussi vulnérable à un retournement de confiance de la part des investisseurs étrangers. Les investissements de portefeuille (stocks) détenus par des non-résidents ont augmenté de 14% en moyenne depuis 2012 (environ 24% du PIB en 2018). La détention par les non-résidents de titres souverains en monnaie locale demeure par ailleurs significative (environ 25%). Les placements des non-résidents représentent également plus du tiers des volumes négociés sur le marché boursier. En 2018, les flux de portefeuille ont fortement ralenti (USD 349 millions contre USD 7,8 mds en 2017), les sorties nettes atteignant ainsi USD 1,2 md sur l'année. Par ailleurs, les investisseurs étrangers ont été vendeurs nets sur le marché actions pour la première fois en sept ans.

3- Principaux postes de la balance des paiements



Sources : Banque centrale de Colombie, BNP Paribas

Les autorités ont pris des mesures pour atténuer les risques résultant d'un tarissement des financements extérieurs. En septembre 2018, la banque centrale a annoncé un programme visant à accroître les réserves de change par le biais du marché des dérivés. La Colombie dispose, en outre, d'une ligne de crédit modulable (LCM) accordée par le FMI, pour un montant de USD 11,4 mds (soit 3,3% du PIB) jusqu'en 2020. Enfin, la liquidité en devises reste à des niveaux convenables (représentant environ 9 mois d'imports et environ 2/3 des stocks d'investissement de portefeuille).

■ Vents contraires sur le front politique

Le président Duque a fait face à de multiples vents contraires depuis son entrée en fonction en août 2018. Les relations difficiles qu'entretient son gouvernement avec le Congrès ont contribué à diluer sa réforme fiscale. A ceci se sont ajoutés des mouvements de contestation populaire contre la baisse des subventions sur les carburants et l'énergie ainsi que contre la réduction des dépenses dans l'éducation. Les retombées du scandale de corruption impliquant l'entreprise de construction brésilienne Odebrecht ont également nui à la cote de popularité du président. L'aggravation de la crise politique au Venezuela et l'afflux massif de migrants pèsent également sur la société et les services publics. L'attentat perpétré en janvier contre une école de police à Bogotá par l'ELN (*Ejército de Liberación Nacional*), faisant 20 morts et des dizaines de blessés, a par ailleurs ravivé les craintes de voir le climat sécuritaire se dégrader, d'autant plus que le président Duque souhaite modifier l'accord de paix signé en 2016 avec les FARC¹. Ainsi, l'objectif affiché du président de renforcer la croissance du PIB à plus de 4% en engageant d'importantes réformes structurelles dépendra d'abord de sa capacité à sauvegarder la paix.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

¹ En mars, le président Duque a annoncé un veto partiel de la loi statutaire relative à la juridiction spéciale pour la paix (JEP) - le système de justice transitionnel - la jugeant trop indulgente à l'égard des combattants ayant commis des crimes graves.



Nigéria

Le moteur reste grippé

Le Nigéria se relève difficilement du choc pétrolier de 2014. Si l'économie est sortie de récession, la croissance demeure faible (1,9% en 2018) et ce n'est pas la récente décision de la banque centrale d'abaisser son taux directeur qui devrait changer la donne. Compte tenu de l'inflation élevée, il est encore trop tôt pour anticiper la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire. La défense du peg alors que la stabilité des comptes externes reste encore fragile constitue une contrainte supplémentaire. Entre envolée des intérêts de la dette et faible mobilisation des ressources publiques, les marges de manœuvre budgétaires sont également réduites. Difficile donc d'entrevoir un redressement rapide de l'économie, à moins d'une intensification des réformes.

Le début d'année a été marqué par la tenue des élections présidentielles les 23 et 24 février. Alors que l'on s'attendait à un scrutin serré, le président sortant, Muhammadu Buhari, a obtenu une victoire assez nette avec 56% des suffrages contre 41% pour son principal opposant. Peu après, les autorités monétaires ont abaissé le taux directeur de 50 points de base (pb). Si les événements n'ont en apparence aucun lien entre eux, la décision de la banque centrale pourrait cependant indiquer une réorientation des objectifs de la politique économique vers plus de soutien à la croissance après un premier mandat essentiellement centré sur le renforcement de la stabilité des comptes extérieurs. Mais les marges de manœuvre sont étroites. Surtout, sans réformes structurelles la reprise sera timide.

■ Baisse du taux directeur : une mesure symbolique

La Banque centrale du Nigéria (CBN) a surpris en décidant fin mars de baisser le taux directeur de 14% à 13,5%, une première depuis juillet 2016. De fait, l'inflation, bien que stable à 11%, se situe en dehors de la cible de 6-9% fixée par les autorités monétaires. L'inflation risque même de repartir à la hausse après l'augmentation du salaire minimum des fonctionnaires de NGN 18 000 actuellement (USD 60 au taux de change officiel) à NGN 30000 (USD 98). La portée de cette mesure reste difficile à mesurer tant les écueils à son application sont nombreux, à commencer par la situation financière très délicate de nombreux Etats.

Selon le gouverneur de la CBN, l'assouplissement de la politique monétaire est censé relancer l'activité économique en stimulant le crédit bancaire. Mais à ce stade, cette décision nous apparaît avant tout comme symbolique. D'une part, la CBN pilote essentiellement la gestion de la liquidité via des émissions de titres. Depuis 2016, les taux interbancaires sont ainsi régulièrement supérieurs au taux directeur, ce qui réduit les signaux envoyés par ce dernier. D'autre part, les canaux de transmissions à l'économie réelle sont limités. Le Nigéria est non seulement peu bancarisé mais le choc pétrolier a aussi fragilisé un système financier qui n'a pas encore achevé sa phase de correction. La croissance du crédit au secteur privé était toujours négative à fin février 2019 (-2,6%). Les indicateurs de solidité financière ont commencé à s'améliorer mais ils restent encore dégradés. En particulier, le ratio de créances douteuses demeure élevé, à 12,4% contre 3% à fin 2014.

Dans un tel contexte d'aversion au risque des banques, une politique monétaire plus accommodante sera sans doute nécessaire pour avoir des effets. Mais aux pressions inflationnistes latentes

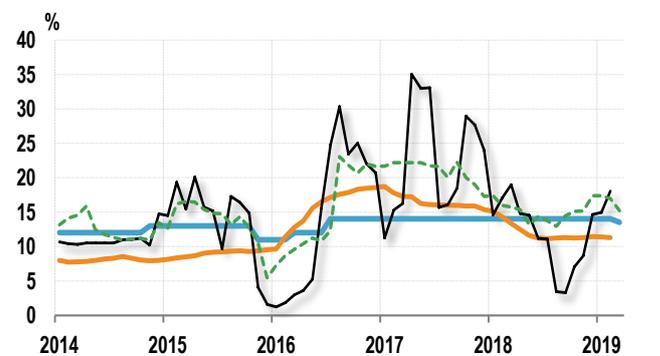
1- Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	0,8	1,9	2,2	2,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	16,5	12,1	11,5	11,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,3	-4,9	-4,7	-4,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	18,9	21,3	23,7	25,3
Balance courante, % du PIB	2,8	1,2	1,5	1,1
Dette externe, % du PIB	19,4	19,8	18,9	17,8
Réserves de change, mds USD	39,6	42,9	46,1	48,9
Réserves de change, en mois d'imports	9,3	7,2	8,4	8,2
Taux de change USD/NGN (fin d'année)	305	305	305	305

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Variables monétaires

— Taux directeur — Inflation (g.a.) — Taux interbancaires (MM3)
 - - Rendement des bons du Trésor à 12 mois



Source : Banque centrale

s'ajoute une autre contrainte. Les titres émis par la CBN sont détenus à presque 30% par des non-résidents, ce qui implique de maintenir des rendements suffisamment élevés pour asseoir leur attractivité. La brutale remontée des taux à court terme (interbancaires, bons du Trésor) au second semestre 2018 est en effet venue rappeler à quel point la situation macro-financière du Nigéria demeurerait fragile.

■ Stabilité macroéconomique : encore fragile

Le rééquilibrage des comptes extérieurs a subi un coup d'arrêt en 2018. En plus d'une contraction significative de l'excédent du compte courant (1,2% du PIB en 2018 contre 2,8% en 2017) en



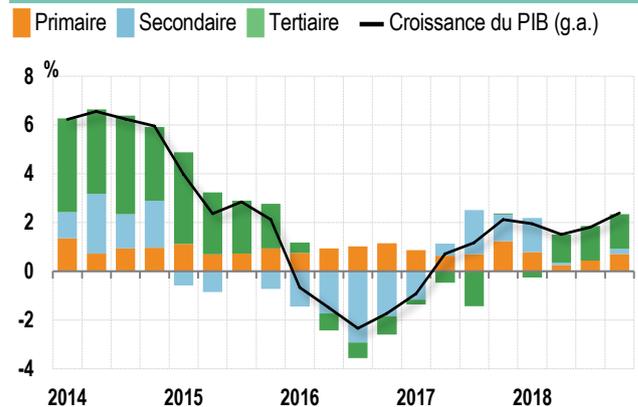
raison d'une envolée des importations de services, le Nigéria a été affecté par des sorties massives de capitaux à partir d'avril (USD 9 mds selon le FMI) dont les effets n'ont été que partiellement amortis par une nouvelle émission euro-obligataire en novembre (USD 2,86 mds) après celle de février (USD 2,5 mds). Les réserves de change ont ainsi diminué de 10% sur les 9 derniers mois de l'année, concluant 2018 sur une quasi-stabilité alors qu'elles avaient doublé entre octobre 2016 et fin 2017.

Depuis les élections présidentielles, la pression s'est allégée. Rien que sur le mois de mars, les réserves de change ont repris USD 2 mds. La baisse de 100 pb des taux des bons du Trésor à 1 an atteste d'un retour des investisseurs étrangers sur le marché de la dette. En levant les incertitudes sur l'évolution du naira, la victoire de M. Buhari semble avoir été décisive dans ce regain d'attractivité. Le système actuel fait coexister plusieurs taux de change dont les cours sont stables contre le dollar. L'écart est de 20% entre le taux officiel, fixé à NGN/USD 305 (utilisé pour les importations de produits pétroliers et le service de la dette extérieure), et le taux NAFEX qui oscille autour de NGN/USD 360 (70-80% des transactions commerciales et financières). Malgré les distorsions que cela implique, le président Buhari et le gouverneur de la CBN ne sont pas favorables à une convergence des taux qui selon eux aurait surtout des effets inflationnistes. Par ailleurs, les réserves de change demeurent importantes (couvrant 7 mois d'importations de biens et services à fin 2018) et le compte courant devrait rester légèrement excédentaire. Tout laisse donc à penser que le statu quo sera maintenu sur les deux prochaines années.

Au total, la stabilité des comptes extérieurs, bien qu'encore fragile en raison de la proportion de plus en plus élevée des investissements de portefeuille dans les flux de capitaux, ne nous semble pas menacée à court terme.

En revanche, les inquiétudes sur la situation des finances publiques demeurent fortes. L'incapacité des autorités à améliorer la collecte fiscale obère en effet toute perspective de consolidation rapide des comptes publics. Tombées à un niveau historiquement bas de 5,6% du PIB en 2016, les recettes consolidées de l'Etat au sens large se sont quelque peu redressées depuis grâce au rebond des cours du pétrole. Néanmoins, elles n'atteignaient que 8,7% du PIB en 2018, soit l'un des niveaux les plus faibles en Afrique sub-saharienne. Le contexte actuel sur le marché du pétrole ne laisse pas beaucoup d'espoir de potentiels gains budgétaires. Or, l'Etat doit aussi faire face à d'importantes contraintes financières. Le creusement du déficit budgétaire depuis 2014 s'est accompagné d'un renchérissement du coût de la dette sur le marché domestique. Les charges d'intérêts absorbent désormais plus de 20% des revenus du gouvernement contre 9% en 2014. Le gouvernement cherche à contourner le problème en sollicitant davantage les marchés financiers internationaux. Cette stratégie est en apparence cohérente au regard des conditions financières proposées (environ 6% contre 15% sur le marché domestique) et du faible niveau de la dette publique en devises (5% du PIB) mais elle exposera les finances publiques au risque de change. Surtout, avec un déficit budgétaire encore supérieur à 4% du PIB en 2019-2020, l'Etat devra continuer de couvrir une grande partie de ses besoins de

3- Contribution sectorielle à la croissance



Source : NBS

financement sur le marché domestique à des taux qui resteront élevés (pressions inflationnistes, défense du peg). La capacité des autorités à avancer sur des projets économiques structurants reste ainsi sujette à caution. L'investissement public n'a atteint que 3,3% du PIB en 2018, ce qui là encore est extrêmement faible par rapport aux autres économies africaines. La nécessité d'assainir les finances publiques pourrait même voir ce ratio retomber sous les 3% à horizon 2020.

■ Perspectives de croissance : vers une reprise lente

Comment, dans un tel contexte, relancer l'activité économique ? Le Nigéria est certes sorti de récession en 2017 mais la croissance demeure faible à 1,9% en 2018. Sans le net regain de dynamisme du secteur des technologies de l'information et de la communication à partir du second trimestre, le panorama serait encore plus sombre avec une progression du PIB réel de seulement 0,9% contre 1,1% en 2017. Le FMI n'entrevoit pas d'amélioration significative. Malgré l'apport de 200,000 barils par jour (10% de la production nationale) dû à l'entrée en production du champ pétrolier Egina, la croissance économique ne se redresserait que timidement pour atteindre 2,5% en 2020 avant de se stabiliser par la suite. A ce niveau-là, le PIB réel par habitant continuerait de se contracter. Toujours selon le FMI, un autre scénario est envisageable. Une intensification des réformes pourrait permettre au Nigéria de revenir à son potentiel de croissance de 4,5% à moyen terme sous réserve d'une stabilisation de l'environnement macroéconomique et externe. La feuille de route est connue de longue date et peut se résumer en deux points : l'amélioration du climat des affaires, y compris pour le secteur pétrolier, et la mise à niveau des infrastructures. Or, sur ces aspects, les avancées durant le premier mandat du président Buhari ont été limitées.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com



Kenya

Meilleure stabilité macroéconomique

Avec l'apaisement des tensions de l'élection présidentielle de 2017, l'amélioration du climat politique a permis une stabilisation de la situation macroéconomique. Les dépenses de développement du plan « Big Four » du président Kenyatta devraient soutenir la croissance au cours des cinq prochaines années. Cependant, la nécessité d'un assainissement budgétaire et une dette publique élevée restent de sérieux défis pour le gouvernement. La suspension récente, par la Cour suprême, de la loi relative au plafonnement des taux d'intérêt sur les prêts bancaires devrait permettre d'accélérer la conclusion d'un nouvel accord très attendu avec le FMI, dans un contexte de hausse des besoins de financement de l'Etat.

■ Reprise de la croissance, inflation faible et stabilité du taux de change

Avec le retour au calme après la longue période électorale de 2017, la croissance économique s'est accélérée au Kenya. Le nouveau gouvernement Kenyatta a défini quatre axes de développement sur les cinq années à venir¹ pour accroître le potentiel de croissance du pays et créer une économie à revenu intermédiaire. D'après les estimations du Bureau national des statistiques, la croissance du PIB réel s'est inscrite à 6,0% au troisième trimestre 2018, contre 4,7%, un point bas, au T3 2017. La reprise de 2018 a été portée par les bons résultats du secteur agricole (+6% en g.a. sur les neuf premiers mois, grâce à de meilleures conditions météorologiques), par une croissance résiliente du secteur des services (+7% en g.a.) et par le rebond du secteur manufacturier (+2% en g.a.) grâce à un meilleur approvisionnement en électricité et en eau.

L'atténuation de l'incertitude politique a restauré la confiance, comme en témoigne la stabilisation du shilling (KES). La bonne tenue de la monnaie kényane s'explique en premier lieu par la réduction du déficit de la balance courante, due à l'amélioration des recettes des services, à la hausse des exportations de thé et de produits horticoles. Elle s'explique également par les envois de fonds de la diaspora qui compensent la forte demande de dollars pour les importations manufacturières et énergétiques. Elle reflète aussi d'importants flux d'investissements directs, qui ont atteint USD 925 millions en 2018 (1,3% du PIB, +38% en g.a.).

La hausse des tarifs de l'énergie mi-2018 et les augmentations d'impôts en septembre dernier ont exercé des pressions sur les coûts de l'énergie à fin 2018, malgré le répit qu'a apporté la baisse des prix du pétrole. Le taux d'inflation a progressé à 4,3% en mars 2019 (contre un point bas de 4,0% en août 2018), mais des pluies abondantes et des prix alimentaires stables ont permis de maintenir l'inflation à l'intérieur de la cible de 2,5%–7,5% fixée par la banque centrale.

La modération de l'inflation et la stabilité du shilling ont permis à la banque centrale d'assouplir sa politique monétaire en 2018, avec un léger recul des taux d'intérêt par rapport à 2017².

¹ Dit le «Big 4», le plan se décline en quatre axes : la sécurité alimentaire, l'accessibilité au logement, le développement de l'industrie manufacturière et la couverture maladie universelle.

² En janvier 2019, le taux d'intérêt pondéré des prêts bancaires commerciaux se situait en moyenne à 12,5% contre 13,7% sur la même période en 2018.

1- Prévisions

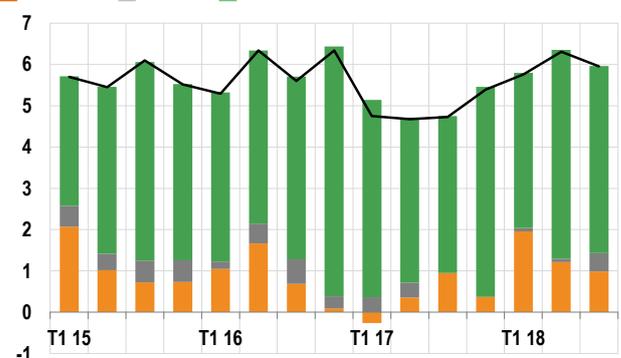
	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	4,9	6,0	6,1	6,2
Inflation, IPC, var. annuelle, %	8,0	5,0	5,6	5,0
Solde budgétaire, % du PIB	-8,5	-6,8	-6,3	-5,0
Dette du gov. central, % du PIB	57,6	58,5	59,6	58,0
Balance courante, % du PIB	-6,3	-5,7	-5,4	-5,1
Dette externe, % du PIB	33,4	35,4	36,1	35,2
Réserves de change, mds USD	7,3	8,2	8,7	8,8
Réserves de change, en mois d'imports	4,5	4,9	5,2	5,2
Taux de change USDKES (fin d'année)	103	101	103	104

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Rebond de l'industrie et résilience des services

PIB, contributions trimestrielles (%)

■ Agriculture ■ Industrie ■ Services — PIB



Source : Bureau national des statistiques, BNP Paribas

■ Faible crédibilité fiscale et besoins de financement élevés

Les comptes publics du Kenya ont pâti d'une faible crédibilité fiscale jusqu'en 2017 et de l'accroissement de la dette publique. Les déficits budgétaires se sont élevés en moyenne à 8% du PIB sur les cinq dernières années en raison d'une politique budgétaire expansionniste motivée par divers facteurs (nouvelle constitution en 2010, élections, aide aux victimes de la sécheresse, important programme social prévu dans le cadre du plan « Big Four » sur la durée du mandat du président Kenyatta).

En 2018, suite à un important ajustement budgétaire, le déficit a reculé à 6,8% du PIB contre 8,5% en 2017. Pour parvenir à ce résultat, les autorités ont réduit les dépenses de développement (de 2,7 points de pourcentage du PIB) sur fond de baisse significative des recettes (15,5% du PIB contre 16,3% l'année précédente). En septembre 2018 plusieurs mesures ont été adoptées pour compenser la chute des recettes³. En janvier 2019, le Trésor a néanmoins publié un projet de budget révisant à la hausse les objectifs de déficit (6,3% du PIB en 2019 et 5% en 2020 contre 5,8% et 4,7%, respectivement, dans les projections précédentes).

Compte tenu de ces nouveaux objectifs de déficit, la dette publique est appelée à augmenter (elle est attendue à 59% du PIB en 2019). Les paiements d'intérêts, qui représentaient 21% des recettes budgétaires en 2018 contre 13% deux ans plus tôt, ont diminué la marge de manœuvre budgétaire. La situation reste gérable mais elle implique une hausse des emprunts internes et externes. Au plan interne, le gouvernement a annoncé l'émission, en avril, de bons du Trésor à 10-20 ans pour un montant de KES 50 mds (environ 1% du PIB) afin de financer le budget 2018/2019.

Le gouvernement prépare également le lancement d'une troisième émission souveraine d'environ USD 2 mds en 2019 soit 2,3% du PIB (la première émission obligataire, pour un montant de USD 2,75 mds, a eu lieu en 2014 ; sa tranche à cinq ans, de USD 750 millions, sera remboursée en juin prochain ; la deuxième obligation, pour un montant de USD 2 mds, avait été émise en février 2018). Cependant, le choix de la date dépendra des conditions du marché car l'appétit pour le risque souverain kényan s'est détérioré, le *spread* des obligations d'État en dollars s'établissant à 490 pb contre 280 au début de 2018. Le Trésor envisage en outre l'émission d'un prêt syndiqué d'USD 1 md. Le recours grandissant à ces emprunts privés accroît les risques de change et de refinancement. Pour limiter les coûts des emprunts extérieurs, le gouvernement a repris les négociations avec le FMI en vue d'un nouvel accord de prêt en 2019 après l'expiration, en septembre 2018⁴, du précédent accord de confirmation.

■ Vers un déplafonnement des taux d'intérêt prêteurs

L'un des changements demandés par le FMI est l'abrogation de la loi relative au plafonnement des taux d'intérêt sur les prêts bancaires⁵. Ce plafonnement a pénalisé les prêts aux petites et moyennes entreprises, même si la croissance du crédit au secteur

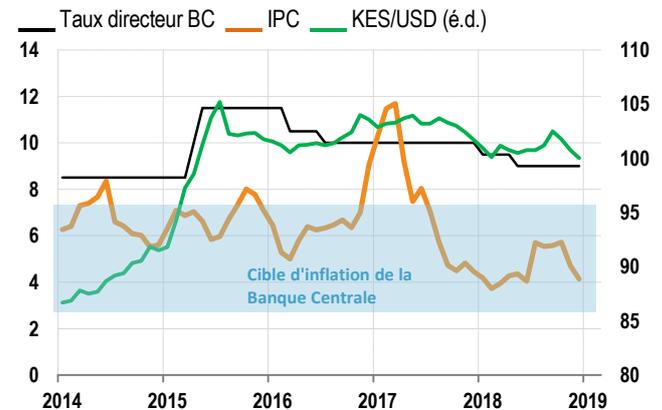
³ Les amendements de la loi de finances 2018 prévoient l'augmentation de plusieurs prélèvements à la source (virements bancaires et transferts de par téléphone, eau en bouteille, véhicules essence ou diesel de grande capacité) et en créent de nouveaux (confiserie et services de données Internet), ainsi qu'une contribution au Fonds national pour le développement du logement déduite du salaire brut mensuel des employés.

⁴ En 2016, un accord d'un montant de USD 1,6 md avait été signé avec le FMI, qui avait été prolongé en mars 2018 pour six mois, en échange de: i) poursuivre la consolidation fiscale, ii) améliorer les canaux de transmission de la politique monétaire et à iii) abroger la loi sur les taux d'intérêt. En septembre 2018, le gouvernement n'a pu obtenir une nouvelle prolongation en raison de certains points de désaccord (comme la loi sur le plafonnement des taux d'intérêt).

⁵ La modification de la loi sur les services bancaires (*Banking Amendment Act*) a été introduite en septembre 2016 pour remédier aux taux d'intérêt élevés pratiqués par les banques. Cette loi fixe le taux d'intérêt sur les crédits à un maximum de 4% au-dessus du taux directeur et le taux d'intérêt plancher sur les dépôts à 70% au moins du taux directeur.

3- Détente monétaire, inflation modérée et stabilité du KES

g.a. et %



Sources : Banque centrale, Bureau national des statistiques, BNP Paribas

privé se détériorait déjà auparavant en raison de contraintes structurelles (niveaux de provisionnement des prêts et de *reporting* insuffisants, défaillances en termes de gouvernance) et des difficultés économiques. La limitation des taux d'intérêt prêteurs a eu pour effet de réduire l'accès au crédit des petites entreprises, les banques préférant prêter aux administrations publiques et aux grandes entreprises, ce qui a entraîné une distorsion de l'allocation du crédit.

La limite sur le taux d'intérêt des dépôts a été supprimée l'année dernière. En revanche, en mars 2019, la Cour suprême de Nairobi a déclaré inconstitutionnelle l'application du plafonnement des taux d'intérêt sur les crédits. La loi a été suspendue pour une période de douze mois mais les taux d'intérêt des prêts n'en restent pas moins plafonnés au niveau actuel pour laisser le temps au Parlement de réexaminer les passages jugés anticonstitutionnels.

De janvier 2018 à janvier 2019, l'encours total des prêts a augmenté de 5,4% (+16% pour les prêts au gouvernement). Le taux d'intérêt moyen se situant actuellement à 12,5% contre presque 10% pour le rendement des obligations d'Etat, la croissance du crédit au secteur privé est restée morose (+3%). Le taux des créances douteuses est toujours élevé (12,5% en janvier 2019). Par ailleurs, la liquidité globale du système s'est améliorée grâce à une hausse des dépôts bruts (+12,6% en g.a. en janvier 2019).

La suppression du plafonnement des taux d'intérêt va certainement entraîner une hausse de ces derniers à moyen terme. Selon la Banque mondiale, cette mesure pourrait encourager l'offre de crédit de la part des banques notamment les prêts aux ménages (prêts à la consommation et prêts hypothécaires) et aurait un effet positif sur la consommation privée. Par ailleurs, une telle mesure pourrait accélérer la signature d'un accord de crédit avec le FMI.

Sara Confalonieri

sara.confalonieri@bnpparibas.com



Egypte

Les enjeux du secteur agricole

Avec le développement économique, la part du secteur agricole dans le PIB est en déclin relatif. Par ailleurs, les investissements y sont faiblement dynamiques. Cependant son rôle dans la sécurité alimentaire du pays reste décisif dans un contexte de croissance démographique forte et de sensibilité importante des ménages aux prix alimentaires. Au-delà, le secteur agro-alimentaire a des conséquences macroéconomiques sur l'inflation, le commerce extérieur et les comptes publics. Comme dans le reste de la région, la ressource en eau est un défi majeur. Il l'est d'autant plus dans le cas de l'Egypte en raison des incertitudes qui pèsent sur les eaux du Nil et de leur disponibilité à moyen terme pour les agriculteurs.

■ Un secteur économique structurant mais en déclin relatif

Les principaux indicateurs macroéconomiques égyptiens se sont significativement améliorés depuis 2016 grâce à la mise en place de réformes budgétaire et monétaire, ainsi qu'au soutien financier de bailleurs officiels. Même si des vulnérabilités demeurent, c'est maintenant la seconde étape des réformes qui retient l'attention : celle qui permettra de dynamiser la croissance économique et de créer des emplois. D'un point de vue sectoriel, on peut noter des évolutions positives dans les secteurs de l'énergie ou du tourisme. Le secteur agricole a moins retenu l'attention bien qu'il soit un élément clé de l'économie égyptienne. L'agriculture, et plus généralement l'agroalimentaire, sont à la fois une source de revenu, un élément de vulnérabilité économique et un potentiel de croissance à moyen terme.

Le secteur agricole représentait 11,4% du PIB en décembre 2018 et son poids dans l'économie baisse de manière structurelle. Il est passé de 16,5% du PIB en 2002 à 12,5% en 2012. En termes réels la croissance du PIB agricole a été de 3,2% en moyenne depuis 2003, contre 4,4% pour le PIB total. Les principales productions sont le riz, le maïs, le blé, le coton et la canne à sucre. Le secteur emploie environ 14,5% de la population active. Si la quasi-totalité de la production est issue de producteurs privés, le rôle du secteur public reste déterminant, notamment dans la fourniture d'intrants, la distribution du crédit et la gestion du système d'irrigation. Confirmant son déclin sectoriel relatif, l'agriculture n'attire que 4,2% (2016/2017) des investissements totaux. Cependant, certaines entreprises du secteur agroalimentaire veulent réduire leur dépendance aux importations face à une demande locale qui reste soutenue. Cela les incite à l'intégration verticale de leur processus de production en investissant dans des unités de production modernes. Cette stratégie ainsi que la volonté de mettre en place des processus de production plus économes en eau devraient s'accompagner d'une accélération de l'investissement agricole à moyen terme. Comme le reste de l'économie hors-hydrocarbures, le secteur attire peu d'investissements directs étrangers (IDE). En 2016/2017, il n'a attiré que 0,6% du total des IDE, qui restent concentrés sur le secteur des hydrocarbures (61% du total).

Le secteur agricole contribue doublement à l'économie égyptienne : en assurant une partie de la sécurité alimentaire nationale dans un contexte de forte pression démographique et, dans une moindre mesure, en procurant des recettes d'exportation.

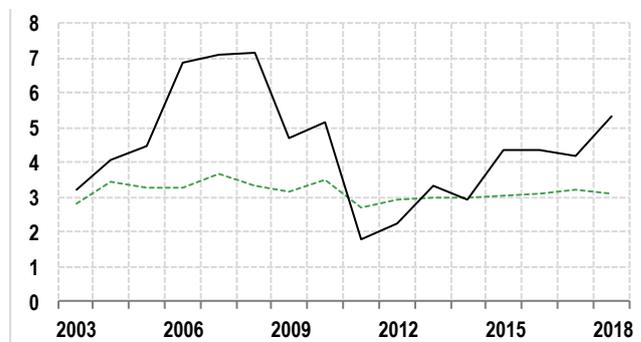
1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	4,2	5,3	5,5	5,8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	23,3	21,5	13,8	10,8
Solde budgétaire, % du PIB	-10,4	-9,5	-7,5	-6,1
Dettes des adm. publiques, % du PIB	103	93	91	89
Balance courante, % du PIB	-6,1	-2,4	-2,2	-1,8
Dettes externes, % du PIB	34	37	32	29
Réserves de change, mds USD	31	44	47	52
Réserves de change, en mois d'imports	5,5	7,2	7,2	7,6
Taux de change USDEGP (fin d'année)	18,1	17,9	17,5	18,5
Années budgétaires T-1/T (juillet-juin)				

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance du PIB réel (%)

— PIB total - - - PIB agricole



Source : BNP Paribas

Selon l'indicateur de l'EIU¹, la sécurité alimentaire égyptienne se situe à la 61^e place sur 113 pays. Parmi les facteurs déterminants pour la sécurité alimentaire, la qualité des infrastructures (ports, stockage) et la faible volatilité de la production nationale sont deux points forts. La prédominance de l'irrigation (grâce à l'utilisation des eaux du Nil et dans une moindre mesure des nappes phréatiques) dans le mode de production explique la faible vulnérabilité de la production aux aléas climatiques. La production agricole primaire

¹ The Economist, *Global Food Security Index 2018*, Intelligence Unit



(non transformée) permet de répondre à 91,5% de la demande nationale².

La part de la production primaire exportée dans la production totale est faible (2,7% en 2015), et celle des exportations agricoles dans les exportations totales de biens n'est que de 8,7%.

■ Une source de vulnérabilité macroéconomique

Les comptes extérieurs des produits agricoles primaires et des biens alimentaires sont structurellement déficitaires. En 2017/2018, ce déficit s'élevait à USD 7,6 mds soit environ 20% du déficit commercial total (11% pour les seules céréales). Etant donné la taille de la population (environ 100 millions d'habitants) et le rôle central des céréales dans le régime alimentaire moyen (l'Égyptien moyen est le premier consommateur de blé au monde), l'Égypte fait partie des premiers importateurs mondiaux. Cette dépendance contribue à la vulnérabilité de l'économie aux variations des prix agricoles. La forte hausse des prix des céréales peut être un élément déclencheur de mouvements sociaux, comme en 2008.

Deuxièmement, l'impact inflationniste des mouvements des prix alimentaires rend délicate la politique de ciblage de l'inflation de la banque centrale, même si l'indice sous-jacent (qui exclut la part la plus volatile des biens alimentaires) est un indicateur important. En dehors des éléments spécifiques liés aux réformes économiques (flottement de la monnaie, réduction des subventions), l'évolution du prix de l'alimentation est un élément majeur de l'inflation des prix à la consommation. En raison de la faible saisonnalité de la production agricole, l'inflation alimentaire est soit due à la hausse des prix mondiaux des céréales, soit aux rigidités et au manque de concurrence du marché agro-alimentaire national. Les prix des biens alimentaires représentent 40% de l'indice des prix à la consommation et connaissent une volatilité importante. En mars 2019, l'inflation annuelle moyenne des prix de l'alimentation était de 13,5%, à peu près équivalente à celle de l'indice général (13,7%).

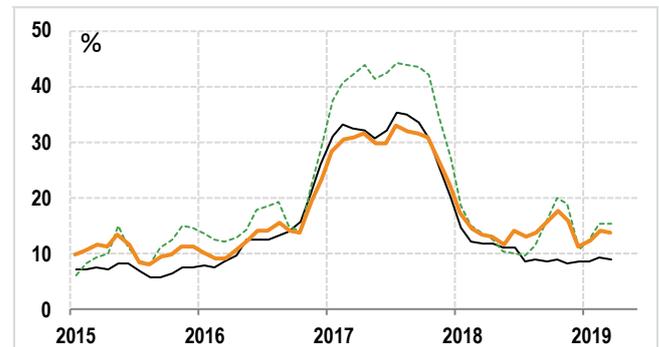
Les subventions alimentaires n'ont pas été affectées par le programme de réformes budgétaires. Au contraire, afin de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, celles-ci ont quasiment doublé en valeur au cours de l'année 2017/2018 pour représenter 8,6% des dépenses budgétaires primaires, soit 1,8% du PIB. Elles devraient continuer à progresser modérément à moyen terme.

■ Perspectives : la question de l'eau

Les perspectives du secteur agricole sont dominées par la problématique de la ressource en eau. Le Nil couvre 90% des besoins en eau du pays (tous usages confondus) et environ 85% des ressources en eau sont destinées à l'agriculture. Cet usage intensif des eaux du Nil est susceptible d'être remis en question par la construction d'un barrage en amont du fleuve par l'Éthiopie (GERD³). Ce projet - d'un coût estimé à USD 5 mds - servirait notamment à alimenter une centrale électrique d'une capacité de 6 gigawatt, la plus grande d'Afrique. Pour le moment les conséquences de ce barrage pour la production agricole égyptienne

3- Inflation des prix à la consommation (g.a)

— Inflation totale — Inflation sous-jacente - - - Biens alimentaires



Source : BNP Paribas

sont difficiles à estimer. En effet, l'Égypte et l'Éthiopie ne sont pas encore parvenues à s'accorder sur une étude d'impact commune⁴. Néanmoins, les conséquences d'une baisse du débit d'un fleuve dont les rives concentrent 95% de la population égyptienne, et qui est essentiel à la production agricole, seront importantes et négatives. Ainsi, la production agricole se trouverait certainement affectée par une salinisation accrue des terres et une baisse des rendements. Par ailleurs, la mise en eau du barrage éthiopien réduirait significativement la capacité de production en électricité du barrage d'Assouan, situé en aval du GERD⁵. Assouan fournit actuellement environ 4,3% de la capacité électrique totale du pays.

Au niveau régional, les négociations bilatérales ont progressé depuis 2014 mais sans accord pour le moment. Au niveau national, le gouvernement met en place des mesures susceptibles de préserver les ressources en eau. Les importations de riz sont à nouveau encouragées pour en limiter la culture et des ressources alternatives vont être développées telles que le recours accru aux nappes phréatiques, le développement d'usines de désalinisation, une meilleure gestion des eaux usées. Cependant, cette politique sera à coup sûr coûteuse, tant en termes d'importations (avec la limitation des cultures les plus gourmandes en eau), de consommation d'énergie (la désalinisation est très énergivore) que d'investissements.

Même si le secteur agricole a paru quelque peu marginalisé dans les évolutions économiques et les réformes récentes, il reste un élément central de la stabilité macroéconomique égyptienne.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

² IFPRI, *Beyond the business case for agricultural value chain development. An economywide approach applied to Egypt*. WP 18, mars 2019

³ *Grand Ethiopian Renaissance Dam*

⁴ International Crisis Group, *Bridging the gap in the Nile waters dispute, Africa Report n°271*, 20 mars 2019.

⁵ MEES, *Egypt sees end to water tension with Ethiopia : is it a in denial*, 21 septembre 2018



Koweït

La rente pétrolière assure des fondamentaux solides

La croissance du PIB réel restera faible cette année en raison de la réduction attendue de la production pétrolière. Le PIB non pétrolier devrait bénéficier du soutien de la dépense publique – notamment les dépenses d'investissement – et de la reprise modérée de la consommation privée. Les pressions inflationnistes pourraient légèrement progresser mais resteront modérées. Les excédents budgétaires sont élevés et alimentent des fonds souverains garants de la solvabilité à long terme de l'émirat. Dans ce contexte, le gouvernement est peu incité à mettre en place des mesures de consolidation budgétaire. Les excédents courants récurrents et élevés permettent d'assurer la stabilité du dinar.

■ Rebond modéré de l'activité hors pétrole

L'activité économique manque singulièrement de dynamisme depuis 2017. Le poids du pétrole dans le PIB (environ 60% du PIB total) et les contraintes pesant sur la consommation intérieure en sont les principales raisons. Quelques signes de reprise du PIB non pétrolier sont présents en 2019.

En tant que membre de l'OPEP¹, le Koweït est tenu de suivre la politique de production du cartel. En 2018 la production moyenne de pétrole brut a atteint 2,74 millions de baril par jour (mb/j) en moyenne (31,8 mb/j pour l'ensemble des pays de l'OPEP). En 2019, elle devrait légèrement baisser pour atteindre en moyenne 2,71 mb/j. Après une hausse de 1,3% en 2018, le PIB pétrolier déclinerait de pratiquement 1% cette année. Lors de sa réunion de décembre dernier, le groupe OPEP+, qui regroupe les membres du cartel et d'autres producteurs dont la Russie, a décidé de réduire sa production afin de soutenir les prix en limitant le risque de surproduction au niveau mondial. A moyen terme, la production pétrolière devrait croître même si le plan de développement des capacités de production de la compagnie pétrolière nationale (KOC) paraît difficile à réaliser. En effet, celle-ci ambitionne d'accroître les capacités de production à 3,65 mb/j en 2023 par rapport à 3,15 mb/j actuellement. Par ailleurs, la capacité de raffinage pourrait augmenter de plus de 30% d'ici 2025.

Les principaux moteurs de l'activité non pétrolière sont les dépenses publiques (qui déterminent largement la consommation des ménages), les projets d'infrastructures et le secteur de l'immobilier (environ 11% du PIB non pétrolier). Après deux années de politique budgétaire restrictive en 2016 et 2017, l'activité hors pétrole a modérément rebondi en 2018 (+2,5% en termes réels). En 2019, la hausse modérée des dépenses budgétaires courantes (+2,5% en valeur) devrait continuer de soutenir la consommation privée (30% du PIB). Des projets significatifs dans les domaines des transports et de l'énergie devraient débiter en 2019. Par ailleurs, après une période de déprime, l'activité dans le secteur de l'immobilier semble être repartie à la hausse depuis mi-2018, même si cette tendance n'est pas encore fermement affirmée. Au total, la croissance réelle du PIB non pétrolier devrait atteindre 3% cette année contre 2,5% en 2018.

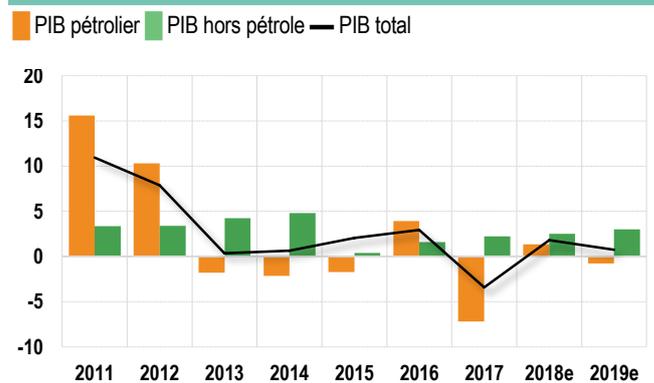
Sous l'hypothèse d'un léger repli du prix du pétrole, la croissance du PIB total attendrait 0,7% en 2019 et accélérerait au-delà de 2,5% en

1- Prévisions

	2017	2018e	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	-3,4	1,8	0,7	2,6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,2	0,5	1,5	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	8,8	12,3	6,2	4,9
Dette brute du gouvernement, % du PIB	21,0	14,0	19,0	23,0
Balance courante, % du PIB	5,9	12,9	6,0	4,5
Réserves de change, mds USD	34	38	38	41
Réserves de change, en mois d'imports	7,0	7,6	7,3	7,5
Taux de change USD/KD (fin d'année)	0,3	0,3	0,3	0,3

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Croissance du PIB réel (%)



Source : BNP Paribas

2020 et 2021 grâce à la hausse de la production pétrolière, à la reprise modérée de l'investissement et au soutien de la consommation publique et privée.

■ Inflation contenue

L'inflation des prix à la consommation a été faible depuis 2017, en raison notamment de la déprime des prix de l'immobilier. Le poids de ce secteur dans l'indice des prix à la consommation est supérieur à 30%. En 2018, les prix ont augmenté en moyenne de 0,5% tandis que la composante immobilière de l'indice se repliait de 1,1% en moyenne. Au cours de la période récente, la hausse des prix est directement liée à la politique budgétaire. La baisse des subventions à l'énergie en 2017 a provoqué une hausse significative des coûts de transport. Le quasi ancrage du dinar

¹ Le Koweït détient les 6^e réserves prouvées de pétrole au niveau mondial.



koweïtien au dollar américain contraint sévèrement les moyens de la politique monétaire et l'étendue des outils disponibles pour lutter contre l'inflation.

En 2019 et 2020, l'inflation pourrait légèrement progresser (elle est attendue respectivement à 1,5% et 2%), stimulée par la reprise modérée du secteur de l'immobilier. En 2021, la hausse des prix pourrait accélérer autour de 2,5% en raison de l'introduction possible de la TVA. Une autre source d'accélération de l'inflation à moyen terme serait liée à une hausse substantielle des prix du pétrole qui stimulerait la consommation privée par l'intermédiaire de la dépense publique. Pour le moment nous n'intégrons pas cette éventualité dans nos prévisions.

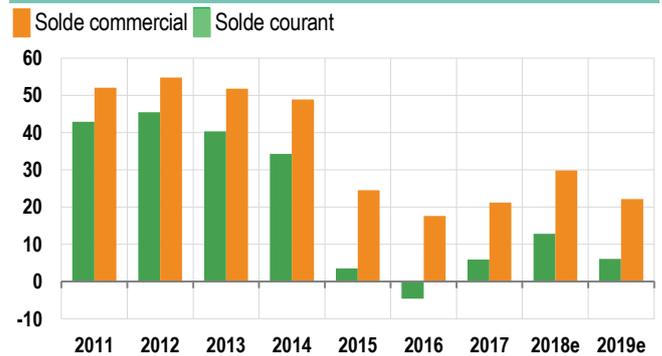
■ Une situation budgétaire très confortable malgré l'absence de réforme

La dépendance des finances publiques à la rente pétrolière est élevée et devrait le rester à moyen et long terme. Les revenus pétroliers concourent pour environ 75% des revenus budgétaires totaux, tandis que les revenus issus des investissements (logés dans les fonds souverains) en représentent environ 20%. Les revenus fiscaux non pétroliers sont marginaux. Parmi les pays du Golfe, le Koweït a été le moins affecté par la baisse des prix du pétrole intervenue en 2015-2016. En raison de l'importance de la rente pétrolière par rapport aux dépenses, le prix du baril de pétrole (référence Brent) qui équilibre le budget est parmi les plus bas de la région (environ 55 USD/b). Depuis le déficit enregistré en 2015/2016² (-1,3% du PIB), les efforts de consolidation budgétaire ont été limités, notamment pour des raisons politiques. Pour l'année 2019/2020, l'excédent budgétaire atteindrait 6,1% du PIB, et 4,8% du PIB en moyenne en 2020 et 2021.

Malgré un excédent budgétaire très élevé (en moyenne de 12% du PIB entre 2013 et 2017), la dette du gouvernement est en hausse depuis 2015. Elle devrait atteindre 19% du PIB à fin 2019/2020 par rapport à 4,7% du PIB en 2015/2016. Cela est dû à la volonté du gouvernement de continuer d'accumuler des actifs publics tout en bénéficiant de taux d'intérêt favorables sur les marchés internationaux. Le gouvernement considère le solde budgétaire final une fois alloué 10% des revenus totaux au fonds souverain et ne prend pas en compte les revenus issus des investissements du fonds dans le calcul des revenus budgétaires. Ce solde budgétaire corrigé est significativement en déficit (12% du PIB en 2017/2018). Depuis 2015, les déficits budgétaires calculés selon la définition du gouvernement ont été financés par des émissions de dettes sur le marché local et le marché international (un emprunt obligataire international a été émis en 2017 pour un montant de USD 8 mds), ainsi que par des retraits du fonds souverain.

La solvabilité budgétaire est très confortable étant donné le montant des actifs du gouvernement. Ceux-ci sont gérés par le KIA et sont estimés par le FMI à USD 403 mds en 2018/2019, soit un peu plus de trois années de PIB. La KIA supervise deux fonds distincts : le fonds de réserve pour les générations futures (environ USD 346 mds d'actifs) alimenté par les transferts annuels de 10%

3- Comptes extérieurs (% du PIB)



Source : BNP Paribas

des revenus budgétaires, et le fond de réserve (USD 57 mds d'actifs) qui collecte les excédents budgétaires éventuels.

■ Des excédents commerciaux élevés

Les revenus d'exportation sont principalement composés de recettes d'exportations pétrolières (90% du total). L'excédent commercial est récurrent et élevé (16% du PIB entre 2013 et 2017). En 2018, l'excédent du compte courant est estimé à 12,8% du PIB. Étant donné des perspectives de prix du pétrole moins favorables qu'en 2018, l'excédent courant attendrait 6% du PIB en 2019. Les flux de capitaux sont dominés par le réinvestissement de la rente pétrolière sur les marchés financiers internationaux. L'émirat attire peu d'investissements directs étrangers étant donné le manque d'opportunités. Entre 2013 et 2017, ils équivalaient en moyenne à 0,5% du PIB.

Les réserves de change de la banque centrale ont atteint USD 37 mds en 2018, soit 7,4 mois d'importations de biens et services. Ce ratio de couverture supérieur à 6,5 mois est relativement stable, même quand la conjoncture pétrolière est moins favorable. Dans ce contexte, la liquidité en devises est très confortable et la solvabilité extérieure solide, la dette extérieure modérée (43% du PIB en 2018) étant largement compensée par le montant des actifs publics en devises.

Au total, l'économie koweïtienne reste largement dépendante de la conjoncture pétrolière et des dépenses budgétaires. La solidité des finances publiques et des comptes extérieurs résiste à un environnement pétrolier plus incertain.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

² L'année budgétaire se termine en mars.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni de la recherche ni 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 desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission 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.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN

<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER

https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change