

# ECO EMERGING

**Eco**  
**EMERGING**  
by BNP PARIBAS

1<sup>er</sup> trimestre 2021

## ÉDITORIAL

2 En ce début d'année, les pays émergents bénéficient d'une conjonction d'éléments favorables à la poursuite de la reprise (rattrapage du commerce extérieur, dollar faible, prix des matières premières en hausse, coûts de financement domestiques plus bas qu'avant la crise). Cependant, de nombreuses incertitudes ou menaces demeurent..



CHINE

3

Premiers signes de resserrement des conditions de crédit



INDE

5

Des réformes structurelles à défaut d'un soutien budgétaire



MALAISIE

7

Le pari du soutien budgétaire



VIETNAM

9

Belles performances



BRÉSIL

11

Des perspectives fragilisées par l'épidémie et le choc budgétaire



PÉROU

13

Pas d'exception



ISRAËL

15

Des perspectives favorables malgré l'incertitude budgétaire



RUSSIE

17

Une reprise fragile mais des fondamentaux résistants



POLOGNE

19

Une économie résiliente



RÉP. TCHÈQUE

21

Une multiplicité de chocs pèse sur la croissance



ÉTHIOPIE

23

Un élan brisé



TUNISIE

25

Une nouvelle année à haut risque

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉDITORIAL

2

## OPTIMISME MESURÉ

En ce début d'année, les pays émergents bénéficient d'une conjonction d'éléments favorables à la poursuite de la reprise (rattrapage du commerce extérieur, dollar faible, prix des matières premières en hausse, coûts de financement domestiques plus bas qu'avant la crise). Cependant, de nombreuses incertitudes ou menaces demeurent : la rapidité de couverture des campagnes de vaccination contre la Covid-19, le risque de multiplication des cas d'insolvabilité des pays à faibles revenus, malgré le soutien financier des institutions internationales et des créanciers officiels, la montée des prêts non performants dans les systèmes bancaires dès 2021. À moyen terme, le risque principal est la concomitance d'une perte probable de croissance potentielle liée à la pandémie et d'un endettement record du secteur privé.

L'éventualité d'une rechute de l'activité dans les pays émergents après le rebond du 3<sup>e</sup> trimestre semble être écartée. On observe, en effet, une amélioration générale des indicateurs économiques et financiers au dernier trimestre.

## LE CIEL S'ÉCLAIRCIT ...

Les indices PMI dans le secteur manufacturier ont continué de s'améliorer. Pour quelques pays (Chine, Brésil, Hongrie), ils se sont dégradés en décembre mais à partir de niveaux supérieurs à 50. Seul le Mexique affiche toujours un indice suggérant une poursuite de la récession industrielle. Pour la majorité des pays, l'évolution sur un an des exportations est redevenue positive au cours de l'été ou au début de l'automne. En Asie, où les échanges extérieurs ont été les plus dynamiques grâce à la Chine, le rattrapage des exportations est achevé. Il s'est intensifié en Europe centrale. En revanche, la reprise reste très fragile en Amérique latine (y compris pour les produits manufacturés) et en Afrique et Moyen-Orient. Mais, ces derniers vont bénéficier de la poursuite du redressement des prix des matières premières : consolidation de ceux des métaux et reprise plus franche des prix du pétrole, que l'annonce récente d'une réduction de la production de l'Arabie saoudite devrait consolider.

L'amélioration des indicateurs financiers (flux d'investissements de portefeuille, taux de change, primes de risque) est plus spectaculaire. D'après l'IIF, les investissements de portefeuille, encore hésitants durant l'été, ont atteint un record de près de USD 60 mds par mois en moyenne (USD 42 mds hors Chine) au T4, effaçant très largement les sorties de début d'année. En cumul depuis le choc du printemps, les flux nets atteignent USD 250 bn alors que, sur le même intervalle de temps après les chocs de la crise financière de 2008-2009 et du mini krach boursier chinois en 2015, ils étaient simplement revenus à leur niveau de départ. Les émissions de dette obligataire n'ont connu qu'un trou d'air en mars et, au deuxième semestre, le rythme des émissions surpassait celui de 2019.

À quelques rares exceptions, les taux de change se sont réappréciés contre dollar entre fin septembre et fin décembre (avec une médiane à 4% contre 2% au T3). Dans un contexte d'amélioration des comptes extérieurs, les devises émergentes ont également bénéficié de la faiblesse de la monnaie américaine. À quelques exceptions près également, les rendements sur la dette souveraine en monnaie locale et les primes de risque (*spread* CDS) se sont comprimés alors même que les baisses de taux d'intérêt directs ont été plus rares qu'au T3. Les pressions se sont atténuées, y compris pour les pays qui avaient montré une plus forte vulnérabilité au choc (Afrique du Sud, Brésil et Turquie mais, pour ce dernier, au prix d'un revirement de la politique monétaire).

## ... MAIS L'HORIZON N'EST PAS TOTALEMENT DÉGAGÉ

Globalement, les pays émergents bénéficient d'une conjonction d'éléments favorables à la poursuite de la reprise à court terme (dollar faible, prix des matières premières en hausse, coût de financement plus bas qu'avant la crise). Mais de nombreuses incertitudes ou menaces demeurent.

À court terme, les contraintes logistiques et la taille des populations font craindre une course de vitesse déséquilibrée entre les campagnes de vaccination et l'extension de la contamination (notamment au Brésil et en Russie), même si cette dernière ne se traduit pas forcément par une aggravation des taux de mortalité. La deuxième menace, potentiellement de très court terme, est la multiplication des cas d'insolvabilité des pays à faibles revenus malgré le soutien financier des institutions financières internationales (IFI) et des créanciers officiels via les fonds d'urgence ou les mécanismes de suspension de service de la dette (DSSI). Même étendue à 2021, l'initiative DSSI n'allège que de 20% les besoins de financement des pays qui y sont éligibles. Enfin, les banques vont devoir absorber la montée des prêts non performants. Dans ces trois cas, on peut espérer que les acteurs concernés (gouvernements, IFI, créanciers officiels bilatéraux voire créanciers privés, banques) sauront se mobiliser et/ou faire preuve de résilience pour gérer ces risques.

Au-delà de 2021, l'érosion de la croissance potentielle consécutive à la pandémie reste l'incertitude majeure. On pourrait considérer la crise sanitaire comme un choc transitoire, contrairement aux chocs générés par une baisse structurelle des termes de l'échange (pour les pays producteurs de matières premières) ou une crise financière et/ou bancaire. Cependant, la pandémie a été mondiale et non pas régionale comme dans les cas précédents. Même dans un scénario de maîtrise de cette pandémie grâce à la vaccination, la Banque mondiale évalue la perte de croissance potentielle à 0,6 point de PIB par an pour l'ensemble des pays émergents et en développement (Chine comprise) sur la période 2020-2029, croissance potentielle qui s'était déjà réduite de 1 point au cours de la décennie passée. Cette perte supplémentaire proviendrait d'une moindre contribution des investissements. La Banque mondiale cite comme principales raisons l'incertitude, l'aversion au risque et la baisse des profits des entreprises. On peut y ajouter le fait que la dette du secteur privé atteint un record (y compris hors Chine) sachant que la relation de causalité entre croissance potentielle et endettement est à double sens.

*Achévé de rédiger le 11 janvier 2021*

**François Faure**

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)



## PREMIERS SIGNES DE RESSERREMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT

La croissance chinoise a atteint 2,3% en 2020. Le rebond de l'activité depuis mars a été rapide et s'est étendu progressivement de l'industrie aux services. L'investissement, surtout tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers, devrait se renforcer dans le secteur manufacturier, encouragé par la solide performance des exportations. Enfin, la consommation privée, bien que toujours à la traîne, se redresse plus vivement depuis l'été. Alors que la politique budgétaire devrait continuer de soutenir la demande à court terme, les autorités monétaires réajustent leurs priorités. Les conditions de crédit commencent à être resserrées via de nouvelles normes prudentielles. Une hausse des défauts des entreprises devrait accompagner les efforts d'assainissement du secteur financier.

L'activité économique a connu un rebond en forme de V depuis la sortie du confinement du pays en mars dernier. Après s'être contracté de 10% entre le T4 2019 et le T1 2020, le PIB réel a récupéré en un trimestre tout le terrain perdu (+11,6% au T2 en rythme trimestriel). Il a ensuite progressé de 3% au T3 et de 2,6% au T4 (rythmes trimestriels). En outre, le redressement s'est étendu progressivement. La reprise de l'activité a d'abord été tirée par la production industrielle et l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier grâce aux mesures de relance des autorités. Le secteur exportateur a ensuite très largement bénéficié du rebond de la demande mondiale. Enfin, les services et la consommation privée ont gagné en vigueur depuis l'été. Sur l'ensemble de l'année 2020, la croissance du PIB réel s'est établie à +2,3%.

La crise liée à l'épidémie de Covid-19 a toutefois laissé des traces. En particulier, la consommation privée est encore loin d'un retour à la normale, les ménages ayant été fragilisés en début d'année par la dégradation du marché du travail et la baisse de leurs revenus. En outre, les difficultés financières des entreprises se sont fortement accrues alors que leurs niveaux d'endettement sont excessivement élevés. Les risques de crédit augmentent et les défauts sur les prêts bancaires et sur le marché obligataire sont amenés à se multiplier. Les autorités ont commencé à ajuster leur politique de crédit, afin de redonner la priorité à la maîtrise des risques d'instabilité dans le secteur financier sans pour autant pénaliser le redressement de l'activité.

### REBOND EN V DE L'ACTIVITÉ

Le redressement de l'économie est resté solide au cours des derniers mois de 2020 (graphique 1). Du côté de l'offre, la croissance de la production industrielle, qui avait redémarré dès les premières mesures d'allègement du confinement en mars, a accéléré continuellement pour atteindre 7,3% en glissement annuel (g.a.) en décembre. Sur l'ensemble de 2020, la production industrielle a été 2,8% supérieure à son niveau de 2019 en volume (+1% en valeur étant donné la baisse moyenne de 1,8% des prix à la production). Dans le secteur des services, le redémarrage a été beaucoup plus tardif, mais l'activité a fortement accéléré depuis septembre. Après l'effondrement du T1, la croissance des services est passée de -0,4% en g.a. au T2 à +4,3% au T3, pour finalement dépasser celle de la production industrielle au T4 (+7,7%). Bien que l'activité tertiaire ait légèrement marqué le pas en décembre, les services devraient reprendre en 2021 leur place de principal moteur de croissance.

L'accélération dans les services a accompagné le regain de vigueur de la consommation privée. Alors que le commerce par internet s'est rapidement renforcé dès le T2, la reprise des ventes au détail a d'abord été très hésitante et ne s'est consolidée que depuis la fin de l'été (atteignant +5% en g.a. au T4 2020). Sur l'ensemble de l'année, les volumes de ventes au détail étaient encore près de 5% inférieurs à leur niveau de 2019.

### PRÉVISIONS

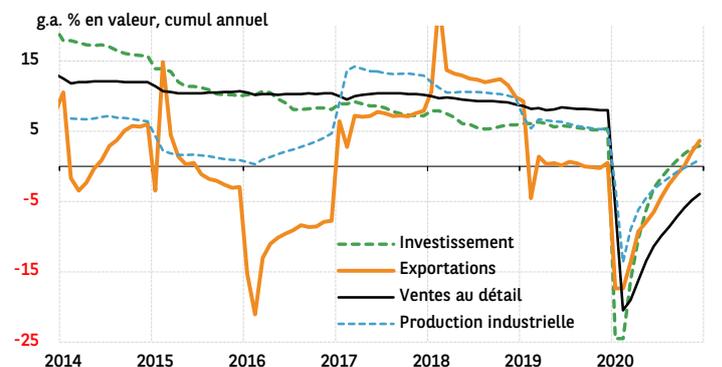
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	6.1	2.3	9.5	5.3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	2.3	2.8
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.6	-3.0	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	19.5	20.6	22.0
Balance courante, % du PIB	1.0	2.0	1.7	1.4
Dette externe totale, % du PIB	14.4	16.1	16.0	15.6
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 260	3 300
Réserves de change, en mois d'imports	15.0	16.5	15.5	15.0
Taux de change USDCNY (fin d'année)	7.0	6.5	6.4	6.5

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### REBOND EN V, VENTES AU DÉTAIL ENCORE À LA TRAÎNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, CEIC

La confiance des ménages revient, aidée par l'amélioration du marché du travail et la baisse de l'inflation. Le taux de chômage urbain a diminué depuis mars pour atteindre 5,2% en novembre et décembre, soit le niveau de fin 2019. L'inflation des prix à la consommation a fortement reculé au cours de l'année 2020, passant de 5% en g.a. au T1 à 0,1% au T4, principalement sous l'effet de l'importante décélération des prix alimentaires après leur flambée dans les derniers mois de 2019 et premiers mois de 2020. L'inflation sous-jacente est également faible, mais stable (+0,5% depuis juillet contre 1,6% en moyenne en 2019).



La demande des ménages va continuer de se redresser, mais devrait rester en sous-régime encore quelque temps étant donné la hausse du nombre d'emplois précaires qui a accompagné la reprise du marché du travail, la progression limitée des revenus disponibles en 2020 (+2,1% en moyenne en termes réels, contre 5,8% en 2019) et les incertitudes persistantes quant à l'évolution de l'épidémie. En même temps, de nouvelles mesures visant à soutenir la consommation privée sont probables dès 2021, puisque son expansion reste un objectif prioritaire de la stratégie économique chinoise. Le Plan quinquennal pour 2021-2025, dévoilé à l'automne, définit en effet le marché intérieur comme un des piliers de la croissance. Les détails du Plan seront précisés en mars.

L'investissement s'est renforcé progressivement depuis le T2 2020, affichant une croissance de +2,9% sur l'ensemble de l'année. Il est resté principalement tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers, bien que la croissance de ceux-ci ait commencé à fléchir légèrement. L'investissement manufacturier montre des signes de reprise, encouragé par la solide performance des exportations. Le rebond des ventes de marchandises depuis juin s'est en effet rapidement consolidé, atteignant une moyenne de +10% en g.a. en dollars courants sur la période juillet-octobre puis de +20% sur les deux derniers mois de l'année. La Chine a été en mesure de répondre à la forte hausse de la demande d'équipements et matériels médicaux, de biens technologiques et, plus récemment, d'autres biens de consommation courante tels que les jouets. Les perspectives d'exportation restent néanmoins incertaines, puisque dépendantes à la fois de la poursuite du redressement de la demande mondiale et donc de l'évolution de la pandémie, et des négociations commerciales à venir entre Washington et Pékin.

## AJUSTEMENT PRUDENT DE LA POLITIQUE DE CRÉDIT

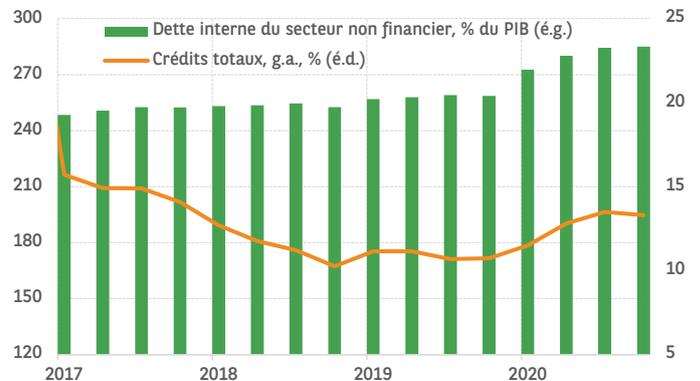
Alors que la politique budgétaire et l'investissement public devraient continuer de soutenir l'activité, les autorités ont entamé un durcissement sélectif de la politique de crédit. Étant donné le solide rebond de l'activité, les autorités monétaires peuvent en effet se permettre de réajuster leurs objectifs et de redonner la priorité à la maîtrise des risques financiers.

Le resserrement des conditions de crédit sera toutefois une opération délicate. D'une part, il ne devra pas entraver le redressement de l'économie ni aggraver les pressions déflationnistes. Pékin pourrait également souhaiter ne pas accentuer l'appréciation du yuan, qui a gagné 9% contre le dollar depuis fin mai. D'autre part, tout en encourageant un assainissement des pratiques de crédit, les autorités devraient continuer de soutenir les entreprises saines qui rencontrent des difficultés financières, et agir pour limiter les risques d'instabilité et les épisodes de stress dans le secteur financier.

L'action de la banque centrale (PBOC) sur les taux d'intérêt devrait par conséquent rester prudente. Ainsi, depuis avril, PBOC a maintenu son taux directeur inchangé (à 2,95%, après une baisse de 30 points de base en début d'année). Elle a laissé les taux monétaires remonter progressivement jusqu'en novembre (le taux repo à sept jours est passé de 1,5% en moyenne en avril à 2,3% en novembre), mais a inversé la tendance depuis décembre (le taux repo à sept jours s'est établi à 1,9% sur la première quinzaine de janvier). À très court terme, il est probable que PBOC s'assure d'apaiser les tensions sur les marchés monétaire et obligataire et de maintenir des niveaux de liquidité confortables dans le secteur financier.

En revanche, les autorités devraient durcir lentement les conditions de crédit en agissant sur le cadre prudentiel et en imposant plus de discipline aux acteurs financiers. Elles ont déjà récemment introduit des

## NOUVELLE HAUSSE DES NIVEAUX D'ENDETTEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PBOC, BNP PARIBAS

règles visant à contenir l'endettement des promoteurs immobiliers, ainsi que signifié leur volonté d'encadrer davantage les activités de financement sur internet. Début décembre, elles ont annoncé un renforcement des normes prudentielles applicables aux banques considérées comme « *too big to fail* » - dont la liste devrait être allongée afin, notamment, d'accroître la surveillance des banques régionales. La croissance du crédit domestique, qui avait accéléré de 10,7% en g.a. fin 2019 à 13,7% en octobre, a fléchi sur les deux derniers mois de 2020.

## MULTIPLICATION DES DÉFAUTS

Une multiplication des défauts des entreprises est attendue en 2021, à la fois conséquence de la crise de la Covid-19 et corollaire des efforts d'assainissement du secteur financier. La Chine est entrée dans la crise de la Covid-19 avec une dette excessivement élevée, estimée à 258% du PIB (dette interne du secteur non-financier à fin 2019). Des efforts de réduction des risques financiers ont été mis en œuvre en 2017-2019 (durcissement réglementaire, recul des activités du *shadow banking*, début de désendettement du secteur des entreprises), mais la crise du T1 2020 et l'assouplissement monétaire et réglementaire qui l'a suivie ont interrompu cette dynamique. L'excès de dette s'est aggravé : le ratio de dette sur PIB a augmenté d'environ 25 points de pourcentage en 2020 - après une hausse de 10 points sur les trois années précédentes (graphique 2).

Bien que les niveaux d'activité se soient normalisés dans la majorité des secteurs, nombre d'entreprises et de ménages restent fragilisés par les pertes financières du début d'année. Les conditions de crédit commencent à être resserrées et le poids du service de la dette devrait s'alourdir considérablement dans les prochains mois lorsque les mesures d'aide post-Covid (lignes de crédits, refinancements, rééchelonnements des remboursements) prendront fin. Dans le secteur bancaire, le ratio officiel de créances douteuses était de 1,96% au T3 2020, un niveau faible mais néanmoins en légère hausse. Les récents défauts d'entreprises sur les marchés obligataires locaux annoncent également les tendances à venir. Leur nombre devrait rapidement s'accroître. Surtout, la proportion d'entreprises publiques en défaut commence à augmenter, preuve d'une lente baisse du soutien implicite de l'État.

Achévé de rédiger le 18 janvier 2021

**Christine PELTIER**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## DES RÉFORMES STRUCTURELLES À DÉFAUT D'UN SOUTIEN BUDGÉTAIRE

L'activité économique a fortement rebondi depuis le mois de juillet, tirée par une reprise dans l'industrie qui s'est étendue aux services à partir du mois d'octobre. Même si la reprise semble encore fragile, la banque centrale a révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour l'année budgétaire 2020/2021 à -7,5%. L'année 2021/2022 devrait être marquée par un important rebond mécanique de l'activité. À défaut de pouvoir soutenir la reprise par un programme de relance budgétaire, le gouvernement s'attelle à créer un environnement favorable aux investissements afin que la croissance à moyen terme renoue avec des rythmes proches de 7%. Les dernières réformes vont dans ce sens. Cependant, leur adoption ne garantit pas leur application et encore moins leur succès.

### REBOND FRAGILE

Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire 2020/2021 qui s'achèvera le 31 mars 2021 (juillet-septembre 2020), la croissance économique indienne a reculé de « seulement » 7,5% en glissement annuel (g.a.) après avoir enregistré une contraction de 23,9% au trimestre précédent. Elle a accéléré dans l'agriculture (+1,4% en g.a.) et, dans une moindre mesure, dans l'industrie (+0,6% en g.a.) alors qu'elle a continué de se contracter dans les services (-11,4% en g.a.). Fin septembre, l'activité restait toujours inférieure de 9% à ce qui prévalait sur l'ensemble de l'année 2019/2020.

Au début du troisième trimestre budgétaire, la reprise d'activité s'est poursuivie et étendue aux services. Au mois d'octobre, l'activité a sensiblement accéléré dans l'industrie, même si, la production industrielle en novembre était encore inférieure de 6% par rapport à son niveau de la fin 2019. Par ailleurs, la demande d'électricité est repassée au-dessus des niveaux qui prévalaient en 2019. Le taux de chômage a poursuivi sa décrue (6,5% alors qu'il avait atteint un point haut de 23,5% en avril). Finalement, les recettes de TVA ont augmenté de près de 15% par rapport à la même époque l'année dernière après plusieurs mois de baisse.

Les indicateurs du mois de novembre laissent toutefois penser que la reprise reste fragile, tant du côté des ménages que des entreprises, même si l'Inde n'a, pour l'instant, pas été touchée par une deuxième vague de Covid-19. En effet, si les indices de confiance des entrepreneurs dans l'industrie comme dans les services sont restés au-dessus du seuil de 50 (ce qui indique une accélération de l'activité), ils ont légèrement diminué dans les services. Par ailleurs, le crédit bancaire dans l'industrie s'est contracté pour le deuxième mois consécutif (-0,7% en g.a.).

Du côté des ménages, l'indice de confiance a légèrement rebondi en novembre mais reste très inférieur au niveau d'avant-crise. Le taux de chômage est désormais proche des niveaux qui prévalaient fin 2019 mais le taux de participation sur le marché du travail reste inférieur de 2 points de pourcentage au niveau d'avant-crise. Par ailleurs, l'emploi dans la construction, l'hôtellerie, la restauration, le tourisme et le textile reste en berne. Finalement, il semble y avoir une dichotomie entre la consommation des ménages urbains et celle des ménages ruraux. Les ventes de véhicules à moteur (automobiles et deux-roues) ont affiché un recul en novembre après deux mois de hausse. En revanche, la consommation des ménages dans les zones rurales semble robuste, comme l'illustre la forte hausse des ventes de tracteurs, portée par une bonne mousson et la hausse des salaires ruraux (comprise entre 8 et 10%) dans le cadre du Mahatma Gandhi *National Rural Employment Generation Act*.

Sur l'ensemble de l'année 2020/2021, le FMI et la Banque mondiale prévoient une contraction du PIB de l'ordre de 10% et la Banque

### PRÉVISIONS

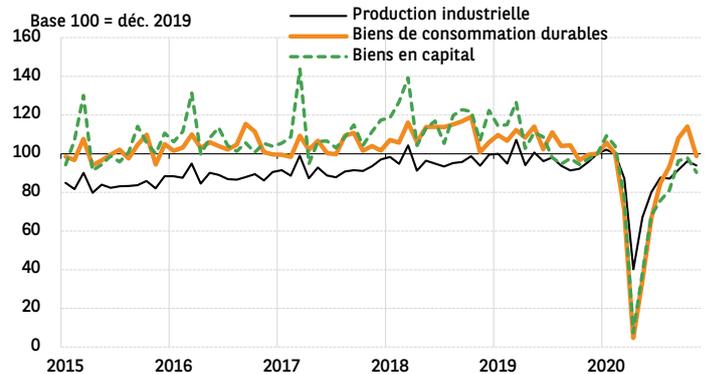
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-11.4	11.6	5.0
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	5.8	4.3	3.8
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-7.3	-13.2	-11.0	-9.0
Dette gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	72.2	89.8	90.1	90.3
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.3	-0.9	-2.0
Dette extérieure(1) / PIB (%)	19.9	21.5	21.0	20.5
Réserves de change, mds USD	457	541	590	620
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	9.2
Taux de change USD/INR (fin d'année)	71.3	73.1	73.4	73.9

(1): Année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1  
e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

mondiale redoute une forte hausse de la pauvreté car 90% des travailleurs ne bénéficient pas d'une protection sociale suffisante.

L'année budgétaire 2021/2022 devrait enregistrer un important rebond (mécanique) de la croissance. La consommation des ménages devrait accélérer, favorisée par un reflux de l'épidémie et une vaccination de la population qui devrait débuter mi-janvier. De même, l'activité devrait progressivement rebondir dans les petites et moyennes entreprises. Même si les risques d'une nouvelle vague ne sont pas à exclure, il apparaît peu probable que le gouvernement mette en place un confinement aussi strict qu'en mars-avril 2020.

## MESURES POUR STIMULER LA CROISSANCE À MOYEN TERME

L'économie devrait pouvoir absorber le choc de 2020/2021. Le secteur bancaire et financier, bien que fragile, pourra supporter la hausse attendue des créances douteuses, même si cela nécessite une nouvelle injection de capitaux par le gouvernement. Par ailleurs, malgré l'augmentation du déficit budgétaire, les risques de refinancement restent encore modérés. En revanche, au-delà de 2021, la situation pourrait se dégrader si le rythme de croissance se trouvait contraint à ne pas dépasser les 5% alors que les marges budgétaires seront encore plus faibles.

C'est la raison pour laquelle le gouvernement de Narendra Modi s'est attaqué dès 2019 au ralentissement de la croissance. Son objectif de devenir une puissance industrielle est toujours d'actualité. Aussi, à défaut de pouvoir mettre en place un programme budgétaire de soutien à la croissance à court terme, le gouvernement, a adopté de nouvelles réformes pour stimuler sa croissance à moyen terme.

Les réformes adoptées en 2019 et poursuivies à l'automne 2020 ont pour objectif de créer un environnement plus favorable aux investissements privés (domestiques et étrangers) et à l'emploi, en particulier dans le secteur formel. La baisse de l'investissement est un des facteurs à l'origine du ralentissement de la croissance enregistré ces dernières années. Le taux d'investissement était de seulement 26,9% avant la crise de la Covid-19 en comparaison à 35,8% en 2008.

Pour stimuler les investissements (domestiques et étrangers), le gouvernement a abaissé fin 2019 le taux de la taxe sur les entreprises de 30% à 22% (de 25% à 15% pour les entreprises nouvellement créées dans le secteur manufacturier). Cet alignement des taux d'imposition sur les sociétés avec ceux pratiqués dans les autres pays asiatiques est positif.

Par ailleurs, le gouvernement a adopté d'importantes lois pour alléger les contraintes qui pèsent sur le marché du travail et ainsi favoriser les créations d'emplois réguliers. Les entreprises pourraient ainsi développer une activité plus intensive en main d'œuvre, à l'image de ce que la Chine a fait dans les années 80-90, et accroître sa participation au commerce mondial dans les activités d'assemblage intensives en main d'œuvre peu qualifiée.

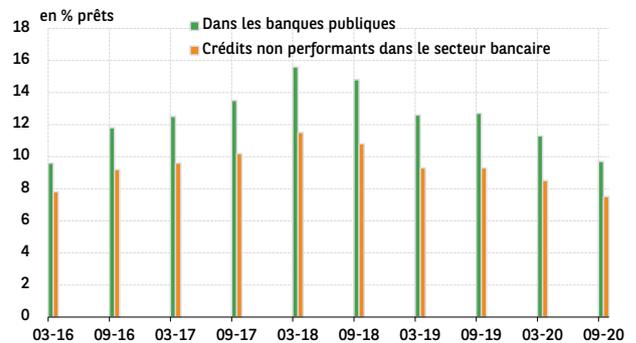
Pour accroître la productivité dans le secteur agricole, le gouvernement Modi a fait adopter trois projets de loi en septembre 2020. L'État devrait permettre aux agriculteurs de vendre leur production au prix que ces derniers fixeront avec leurs acheteurs sans passer par l'intermédiaire du gouvernement (ce qui est le cas d'une majorité d'entre eux aujourd'hui). Cette réforme a comme objectif d'accroître les investissements et la productivité dans le secteur agricole. Néanmoins, elle a été très mal perçue par le monde agricole qui redoute une suppression du prix de vente minimum (pourtant garanti par le gouvernement). Ainsi, après plusieurs mois de manifestations, la cour suprême a annoncé le 12 janvier dernier la suspension de ces trois projets de loi afin de trouver un compromis entre le gouvernement et les agriculteurs. Enfin, le gouvernement a annoncé qu'il souhaitait privatiser toutes les entreprises publiques des secteurs considérés comme non-stratégiques, ce qui inclut le transport ferroviaire et les entreprises de distribution d'électricité.

Si l'ensemble de ces réformes était mis en œuvre, cela pourrait avoir un effet positif sur la croissance de moyen terme. Mais l'adoption des réformes en Inde reste problématique comme l'illustrent les résultats en demi-teinte de la mise en œuvre de la TVA unique depuis 2017.

## SECTEUR BANCAIRE: LE SOUTIEN À LA REPRISE POURRAIT ÊTRE DIFFICILE

Après plusieurs années de consolidation, le secteur bancaire indien semble plus apte à faire face à la crise qu'il y a trois ans. En revanche, il pourrait ne pas être assez solide pour soutenir la reprise. Entre mars et fin août 2020 les banques ont accordé six mois de moratoire sur les

### CRÉANCES DOUTEUSES ENCORE CONTENUES



GRAPHIQUE 2

SOURCE : RBI

remboursements de dette. Aucune créance n'a été enregistrée en tant que prêt non performant. Ainsi, au T3 2020, en dépit de la contraction de l'activité économique, le ratio de prêts non performants a poursuivi sa baisse à 7,5% par rapport à un point haut de 11,5% au T1 2018. L'impact de la crise de la Covid-19 sur le secteur bancaire ne commencera à se faire sentir qu'à partir du T4 2020. L'agence de notation S&P estimait, en novembre dernier, que le ratio de créances douteuses pourrait augmenter de 2 voire 3 points de pourcentage à 10-11% d'ici la fin de l'année budgétaire 2020/2021. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, la banque centrale a estimé, pour sa part, que ce ratio pourrait atteindre 13,5% d'ici septembre 2021 (16,2% au sein des banques publiques), même dans un scénario de rebond marqué de la croissance (de 0% en g.a. au deuxième semestre budgétaire 2020/2021 à 14,2% en g.a. au premier semestre 2021/2022).

Les banques indiennes sont mieux capitalisées qu'il y a trois ans. Au T3 2020, les provisions couvraient 72,4% des créances douteuses et le ratio de solvabilité dans l'ensemble du secteur bancaire s'élevait à 15,8%. Les banques publiques restent néanmoins beaucoup plus fragiles que les banques privées (leur ratio était de 13,5%). Selon la banque centrale, sans injection de capital, quatre d'entre elles ne seraient pas en mesure de satisfaire les exigences réglementaires en matière de fonds propres d'ici septembre 2021.

En effet, la banque centrale considère que le ratio de solvabilité pourrait globalement diminuer de 1,6 point de pourcentage à 14% d'ici septembre 2021. Moody's estimait par ailleurs fin août 2020 que les banques publiques auraient besoin de nouvelles injections de capital, comprises entre INR 1,9 trillion et INR 2,2 trillions (1% du PIB FY2020) au cours des deux prochaines années, afin de maintenir un ratio de provisionnement proche de 70% et de respecter les exigences réglementaires en matière de fonds propres. Leur situation financière étant plus confortables qu'il y a quelques années, les grandes banques publiques ont déjà lancé des opérations d'augmentation de capital. Elles pourront par ailleurs toujours bénéficier du soutien du gouvernement, lequel a déjà injecté INR 2,8 trillions entre 2016/2017 et 2019/2020. Certaines d'entre elles pourraient néanmoins être beaucoup moins enclines à accroître leur offre de crédit tant que leur position financière ne sera pas consolidée, comme cela fut le cas en 2017 et 2018.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

Johanna MELKA

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



## MALAISIE

7

## LE PARI DU SOUTIEN BUDGÉTAIRE

La Malaisie a été l'un des pays d'Asie émergente les plus touchés par la crise de la Covid-19. La reprise est en cours même si le reconfinement instauré devrait la ralentir. Cependant, les finances publiques se sont fortement dégradées et le gouvernement ne semble pas engagé sur la voie d'une consolidation budgétaire. Il privilégie la relance économique et le soutien aux ménages les plus fragiles. Le ratio de dette du gouvernement devrait continuer de se dégrader et l'agence de notation Fitch a abaissé la note du souverain en décembre dernier. Les risques de refinancement sont cependant modérés car la structure de la dette reste peu risquée et le marché de la dette locale est important. Par ailleurs, la balance courante reste excédentaire et le secteur bancaire est solide.

## CONTRACTION DE 5% EN 2020

L'économie de la Malaisie a été fortement affectée par l'épidémie de coronavirus. D'un point de vue sanitaire, le pays a été beaucoup moins touché par la Covid-19 que l'Indonésie ou les Philippines, mais davantage que la Thaïlande, la Corée et le Vietnam. Dès le mois de mars 2020, le gouvernement a imposé d'importantes restrictions aux déplacements des personnes dans tout le pays. Ces restrictions ont été allégées à la mi-mai, puis de nouveau renforcées sur une partie du quatrième trimestre et depuis la mi-janvier face à une hausse du nombre de cas. Hormis la baisse de la demande intérieure induite par le confinement de la population, l'économie malaise, très intégrée dans le commerce mondial, a été touchée par les perturbations dans les processus des chaînes de valeurs mondiales, l'effondrement des recettes touristiques, et la baisse des prix des matières premières. Ses comptes extérieurs sont toutefois restés solides : fin 2020 les réserves de change et le ringgit étaient proches des niveaux de fin 2019 et la balance courante devait enregistrer un excédent.

Sur les trois premiers trimestres de l'année 2020, la croissance s'est contractée de 6,4% par rapport à la même période en 2019. L'activité a fortement rebondi entre juin et septembre, en particulier grâce à une reprise des exportations, pour ralentir à nouveau en octobre et novembre conjointement à un durcissement des règles de déplacements. En novembre, la production industrielle était inférieure de 2% par rapport à la fin 2019. Sur l'ensemble de 2020, la croissance devrait afficher un recul de 5% par rapport à 2019.

Les perspectives de croissance pour 2021 sont bien orientées, même si le reconfinement instauré va ralentir la reprise alors même que la vaccination ne commencera pas avant février 2021. Hormis un effet de base favorable, la reprise de l'activité domestique sera soutenue par une politique budgétaire expansionniste en faveur des ménages les plus fragiles et par une hausse des investissements publics. L'activité à l'exportation devrait rester dynamique, favorisée par le rebond du commerce mondial et du marché de l'électronique.

À moyen terme, si le gouvernement veut atteindre son objectif de devenir un pays à hauts revenus d'ici 2023, il lui faudra impérativement poursuivre ses réformes structurelles afin de relever le niveau de croissance de la productivité, en baisse depuis de nombreuses années. Pour ce faire, il devra augmenter le niveau de formation et d'éducation des travailleurs et améliorer l'environnement des affaires afin de le rendre plus propice aux investissements privés, domestiques et étrangers, en baisse depuis 2018. Néanmoins, le gouvernement ne dispose que d'une fragile majorité au parlement ce qui n'est pas favorable à l'adoption de réformes. De plus, de nouvelles élections devraient avoir lieu dès que la situation sanitaire le permettra.

## PRÉVISIONS

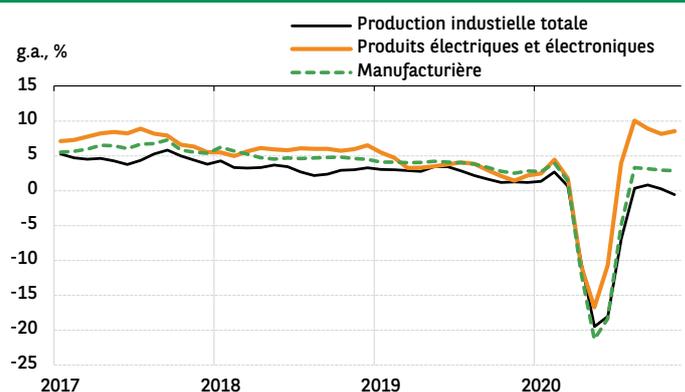
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	4.3	-5.0	7.5	3.9
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.9	-1.2	-0.3	1.0
Solde budgétaire, % du PIB	-3.4	-6.9	-5.6	-4.5
Dette du gouvernement % du PIB	52.5	61.3	63.0	64.7
Balance courante, % du PIB	3.4	4.0	2.0	2.1
Dette externe, % du PIB	62.6	66.5	66.0	65.5
Réserves de change, mds USD	97	98	98	98
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	6.2	5.7	5.6
Taux de change USDMYR (fin d'année)	4.1	4.1	4.1	4.1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

## DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES : QUELS RISQUES ?

Les finances publiques ont commencé à se dégrader avant la crise de la Covid-19. Dès 2018, les recettes du gouvernement (hors dividendes exceptionnels) ont baissé (avec la suppression de la taxe sur les biens et services par le gouvernement nouvellement élu) et la dépendance du gouvernement aux recettes pétrolières a augmenté sensiblement. En 2019, 39% des recettes provenaient du pétrole. Par ailleurs, la stratégie



budgétaire du nouveau gouvernement est devenue beaucoup plus expansionniste. Alors que sur la période 2013-2017 les dépenses avaient baissé de 5,3 points de PIB, elles ont augmenté de 1,6 point de PIB au cours des deux années qui ont suivi, pour atteindre 20,9% du PIB. Cette hausse reflète principalement l'augmentation des dépenses sociales.

Sur les onze premiers mois de l'année 2020, les recettes du gouvernement se sont contractées de 21,6% conjointement à la baisse de l'activité économique et à la contraction des recettes pétrolières. Les dépenses ont été réduites de 10,1% grâce à des coupes dans les dépenses d'investissement au profit des dépenses sociales. L'essentiel du plan de soutien aux ménages et aux PME a été supporté par la banque centrale. Fin novembre 2020, le déficit budgétaire affichait une hausse de plus de 65,6% par rapport à la même époque l'année dernière. Sur l'ensemble de l'année il pourrait ainsi atteindre près de 7% du PIB (contre 3,4% du PIB en 2019).

Dans le même temps, la dette du gouvernement fédéral rapportée au PIB devrait augmenter de près de 9 points de pourcentage et excéder 61%. En intégrant l'ensemble des garanties couvertes par le gouvernement ainsi que la dette liée à 1MDB, la dette publique s'élèverait ainsi à près de 88% du PIB fin 2020 (contre 77,4% du PIB en 2019).

Le gouvernement ne semble pas décidé à consolider significativement sa situation budgétaire en 2021. La reprise de l'activité et le soutien aux plus défavorisés restent ses priorités. Ainsi, dans le budget 2021 voté par le parlement en décembre dernier, le gouvernement a comme objectif de réduire le déficit budgétaire de seulement 0,6 point de pourcentage à 5,4% du PIB (contre 6% du PIB dans son budget révisé pour l'année 2020). Ses dépenses devraient rester élevées (20,5% du PIB) et les recettes budgétaires – toujours fortement dépendantes du pétrole – ne devraient pas excéder 15,1% du PIB, en dépit d'une croissance prévue entre 6,5% et 7,5%. Même à l'horizon 2022-2023, le gouvernement ne prévoit pas de réduire le déficit budgétaire au niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19. Il serait de l'ordre de 4,5% du PIB.

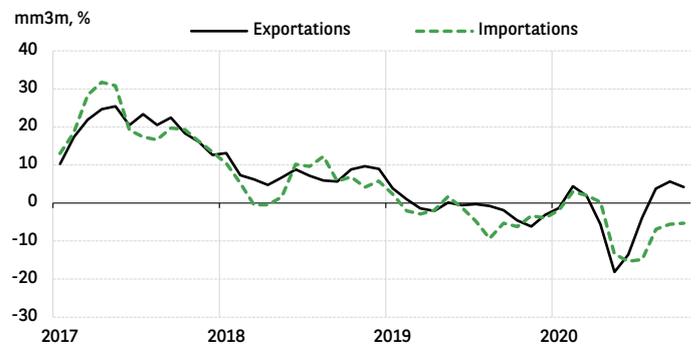
Ces projections paraissent peu conciliables avec l'objectif de réduire la dette fédérale sous le seuil de 55% du PIB d'ici 2023. Le ratio de la dette fédérale rapportée au PIB pourrait en effet excéder 65% du PIB d'ici 2023. Bien qu'en hausse, comme l'illustre la dégradation de la note souveraine par Fitch à BBB-, les risques de refinancement restent modérés.

En 2019, la charge d'intérêts sur la dette du gouvernement ne représentait que 12,5% des recettes du gouvernement et bien qu'en hausse, elle devrait rester contenue à 15,1% en 2021 selon le gouvernement. Le coût de financement reste faible. En décembre 2020, le taux à dix ans sur les obligations d'État était de seulement 2,7% (contre 3,3% un an plus tôt). Par ailleurs, la dette du gouvernement est libellée à près de 97% en monnaie locale et reste principalement détenue par les résidents (les étrangers détenaient 21,8% de la dette au T3 2020). La Malaisie possède un avantage important par rapport à d'autres pays, comme l'Indonésie : ses marchés financiers sont très développés et permettent au gouvernement d'émettre facilement de la dette domestique.

## UN SECTEUR BANCAIRE ET FINANCIER SUFFISAMMENT SOLIDE

Le secteur bancaire et financier est solide. Il est en mesure de faire face à la dégradation de la situation financière des agents économiques, du retournement du marché immobilier et de la hausse des risques de crédit provoqués par la crise de la Covid-19.

## LES EXPORTATIONS SOUTIENNENT LA REPRISE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CEIC

Pourtant, les entreprises, déjà fortement endettées, ont été touchées de plein fouet par la crise de la Covid-19 alors qu'elles avaient été préalablement fragilisées par le ralentissement économique de 2019.

Au T2 2020, leur dette s'élevait à 108,1% du PIB. Néanmoins, leurs profits, bien qu'en baisse, couvraient encore 3,7 fois leurs charges d'intérêts mi-2020 (contre 4,8 fois fin 2019).

La situation des ménages s'est elle aussi dégradée. Leur dette a atteint 87,5% du PIB au T2 2020 mais elle est largement compensée par leurs actifs financiers dont la valeur s'élevait toujours à 190% du PIB au T2 2020. Leurs actifs liquides couvraient toujours 1,4 fois leur dette mi-2020.

Comme dans de nombreux autres pays émergents, les ménages et les entreprises ont bénéficié d'un moratoire sur le remboursement de leurs prêts, pour une durée de six mois (d'avril à septembre 2020). De plus, les ménages les plus fragiles et les PME ont pu demander un réaménagement de leur dette fin septembre, pour une durée de six mois. Pour faire face à la hausse attendue des risques de crédit, les banques ont fortement augmenté leurs provisions, pesant sur leur rentabilité. Leurs ROA et ROE, bien qu'en baisse, atteignaient toujours 1,2% et 10,1% au T3 2020. Selon la banque centrale, 60% des défauts de paiement des ménages auront lieu au deuxième semestre 2021 et le ratio de créances douteuses pourrait s'élever à 4,1% fin 2021 contre 1,4% au T3 2020. Fin octobre, les banques disposaient de suffisamment de capitaux pour y faire face. Leur ratio de solvabilité s'élevait à 18,4%. Par ailleurs, leur liquidité restait abondante (leur ratio de liquidité s'élevait à 153% fin octobre).

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

Johanna MELKA

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



## VIETNAM

9

## BELLES PERFORMANCES

L'épidémie de Covid-19 a été bien contenue l'an dernier et le confinement rapidement allégé. L'activité productive a vite redémarré à partir de mai, particulièrement soutenue par le solide rebond des exportations. D'ampleur modeste, le plan de soutien budgétaire a surtout reposé sur la mise en œuvre accélérée de projets d'investissement déjà planifiés. Au final, la croissance et les déséquilibres macroéconomiques n'ont été que modérément et temporairement dégradés en 2020. Il demeure néanmoins un maillon faible, lié à la vulnérabilité des banques, insuffisamment capitalisées, et à l'excès de dette des entreprises, notamment publiques. Certaines institutions pourraient s'avérer très fragilisées lorsque les mesures d'aide des autorités monétaires prendront fin en 2021.

## CRISE SANITAIRE CONTENUE

Le Vietnam a affiché une croissance économique de 2,9% en 2020, soit l'une des plus fortes performances dans le monde. L'épidémie de Covid-19 a été particulièrement bien contenue grâce à un suivi très strict des malades. Des mesures de confinement ont été mises en place graduellement dès fin janvier jusqu'à l'instauration d'un confinement très strict en avril, d'une durée de trois semaines seulement). Ces restrictions ont été levées progressivement à partir de fin avril, avec des réajustements dans certaines provinces en fonction de l'évolution de la situation sanitaire. En conséquence, après un ralentissement à 0,4% en glissement annuel (g.a.) au T2, la croissance du PIB réel a pu rebondir à 2,7% au T3 et 4,5% au T4, et les indicateurs de mobilité sont revenus à des niveaux proches de la normale. Les voyages touristiques internationaux restent néanmoins interdits. À mi-janvier, le Vietnam ne comptait officiellement que 1 515 cas d'infections et 35 décès pour une population de 98 millions d'habitants. Alors qu'une phase d'essais d'un vaccin local sur la population a débuté le mois dernier, une première livraison de vaccins européens vient d'être annoncée.

## LES EXPORTATIONS, SOLIDE MOTEUR D'ACTIVITÉ

Le choc de la Covid-19 a frappé une économie très dynamique, dont la croissance approchait 7% par an en moyenne au cours de la période 2015-2019 et s'établissait encore à 7% en g.a. au T4 2019. Ce dynamisme a été largement porté par celui du secteur manufacturier exportateur, qui a attiré d'importants investissements directs étrangers (IDE) et est progressivement monté en gamme. Les exportations de marchandises représentaient 80% du PIB nominal en 2019, contre 64% en 2014. Elles sont dorénavant essentiellement constituées de téléphones, ordinateurs et autres biens électroniques<sup>1</sup>, dont la demande mondiale a fortement augmenté pendant la crise sanitaire. Les exportations ont, de fait, été un solide moteur du rebond de la croissance après le choc du S1 2020 (graphique 1). Après une contraction de 7% en g.a. au T2, elles ont rebondi rapidement et affiché une hausse de 6,5% sur l'ensemble de 2020 (contre 8,4% en 2019). Le Vietnam a encore renforcé ses parts de marché, et représentait 1,6% des exportations mondiales sur les neuf premiers mois de 2020 (contre 1,4% en 2019 et 0,8% en 2014). Le secteur exportateur a été en mesure de répondre à l'évolution de la demande en 2020 et a également tiré profit des tensions sino-américaines des trois dernières années, grâce à la substitution de certains produits chinois par des produits vietnamiens et des relocalisations d'usines vers le Vietnam<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> En 2019, les téléphones et composants représentaient 1/5<sup>e</sup> des exportations du Vietnam (contre 16% en 2014) et les biens électroniques et informatiques 14% (8% en 2014). La part des textiles et chaussures était encore de 19% du total, et celle du pétrole, des produits agricoles et de la pêche est passée à moins 8% contre plus de 20% en 2014. Les entreprises à capitaux étrangers produisent 2/3 des biens exportés, une part en légère baisse depuis trois ans.

<sup>2</sup> Un récent exemple est celui d'Apple, qui a démarré l'assemblage de certains de ses produits au Vietnam en mai 2020.

<sup>3</sup> Conséquence d'un excédent commercial bilatéral supérieur à USD 20 mds, d'un excédent courant supérieur à 2% du PIB et d'interventions sur le marché des changes supérieures à 2% du PIB.

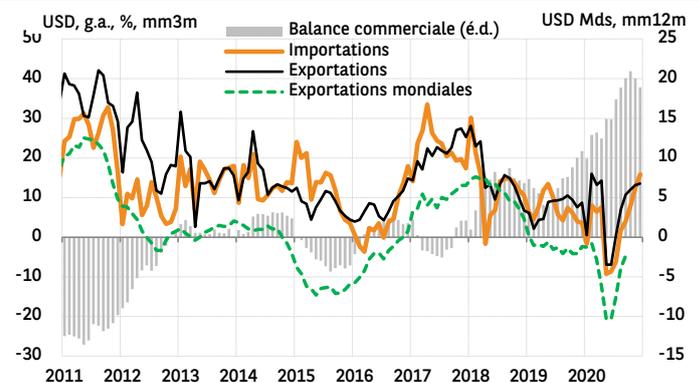
## PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	7.0	2.9	7.0	6.9
Inflation IPC, moyenne, variation annuelle, %	2.8	3.2	3.5	3.9
Solde budgétaire, % du PIB	-3.3	-6.0	-4.5	-4.0
Dette publique, % du PIB	43.4	46.9	46.9	46.4
Balance courante, % du PIB	3.8	3.2	3.5	3.8
Dette externe, % du PIB	35.6	36.3	34.4	32.0
Réserves de change, mds USD	78.3	90.0	103.0	115.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.6	4.0	4.1	4.1
Taux de change USDVND (fin d'année)	23 170	23 150	23 070	23 000

TABLEAU 1

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

## PERFORMANCE REMARQUABLE DES EXPORTATIONS VIETNAMIENNES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : GENERAL STATISTICS OFFICE

Ces dynamiques devraient se poursuivre en 2021 et 2022, le pays restant bien positionné pour attirer des investisseurs et continuer d'étendre sa base exportatrice. Une ombre au tableau est cependant apparue depuis décembre, lorsque les États-Unis ont qualifié officiellement le Vietnam de « manipulateur de sa devise »<sup>3</sup>. Cette décision pourrait amener quelques tensions avec les États-Unis, qui absorbent environ un quart des exportations vietnamiennes.



Nous estimons l'excédent courant du Vietnam à 3,2% du PIB en 2020, contre 3,8% en 2019. La hausse de l'excédent commercial a compensé partiellement l'importante détérioration du déficit de la balance des services (chute du tourisme) et la baisse des transferts des travailleurs émigrés. Malgré la diminution des entrées de capitaux étrangers, le Vietnam a continué d'accumuler des réserves de change, qui ont atteint USD 89 mds en septembre, pour enfin couvrir plus de quatre mois d'importations de biens et services. Le dong s'est légèrement apprécié contre le dollar depuis la mi-2020.

## RALENTISSEMENT MODÉRÉ DE LA DEMANDE INTERNE

La croissance du secteur manufacturier a atteint 5,8% en 2020 contre 11,3% en 2019, et celle des services s'est établie à 2,3% contre 7,3% en 2019. Alors que les secteurs liés au tourisme (6% du PIB) sont restés sinistrés, les activités de services dépendant de la demande intérieure se sont soit maintenues pendant la période de confinement (information & communications, santé), soit bien redressées depuis mai (commerce en particulier). De fait, après leur contraction pendant le confinement (-27% en g.a. en avril), les volumes de ventes au détail ont rebondi dès la levée des restrictions, pour afficher une baisse inférieure à 1% sur l'ensemble de 2020.

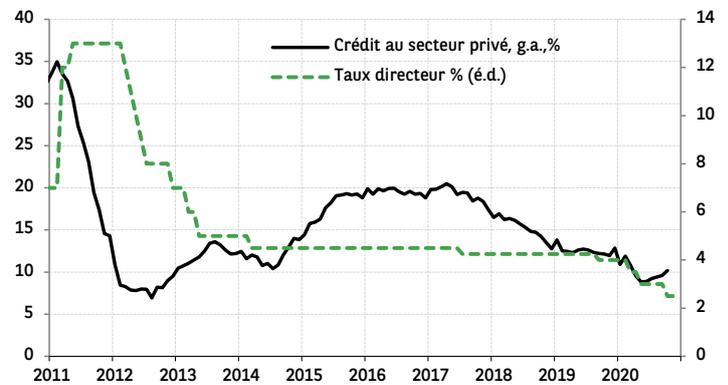
Le marché du travail et les ménages vietnamiens ont été relativement moins affectés par le choc de la Covid-19 que dans les autres pays de la région, étant donné le rebond rapide de l'activité productive dès le T2 2020. Selon la Banque mondiale, seuls 3% de la main d'œuvre auraient perdu leur emploi l'an dernier. Cependant, 33% des ménages auraient subi une perte de revenus (contre par exemple 79% en Indonésie), les inégalités se sont creusées et les aides financières accordées par le gouvernement se sont révélées plus faibles que prévu. En revanche, le ralentissement de l'inflation des prix à la consommation (de 3,7% en g.a. au T4 2019 à 1,4% au T4 2020) a aidé les ménages.

La croissance de la consommation privée a finalement atteint 0,6% en 2020, contre 7,4% en 2019. Elle devrait rebondir vigoureusement dans les mois à venir, sans toutefois retrouver dès 2021 les niveaux affichés avant la crise. Le ralentissement de la croissance de l'investissement a été beaucoup plus modéré (+4,1% en 2020 contre 7,9% en 2019). D'une part, la perte de vigueur de l'investissement privé a été contenue notamment grâce au maintien de solides perspectives d'exportations. En particulier, les IDE ont mieux résisté au Vietnam que dans le reste de la région. Selon les données de balance des paiements, les entrées d'IDE n'ont baissé que de 4% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2020 et avaient déjà retrouvé au T3 leur niveau du T3 2019. D'autre part, l'investissement public a été renforcé l'an dernier. L'accélération de la mise en œuvre des projets d'investissement (la plupart déjà en cours ou planifiés) a en effet constitué le volet le plus important du plan de soutien budgétaire vietnamien. Alors que les dépenses publiques totales ont augmenté de 8% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2020, les dépenses en investissement (un quart du total) ont affiché une hausse de 40%.

## CHOC TEMPORAIRE SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques se sont consolidées au cours des cinq années précédant la crise de la Covid-19, laissant au gouvernement un peu d'espace pour absorber le choc et soutenir l'activité. En effet, grâce à une gestion plus disciplinée des dépenses, à la privatisation partielle de certaines entreprises d'État et à la forte croissance économique, le gouvernement a enregistré une baisse continue de son déficit budgétaire

### SOUTIEN MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, STATE BANK OF VIETNAM

entre 2014 et 2019 (de plus de 5% du PIB à 3,3%) et une réduction de sa dette entre 2016 et 2019 (de 47,6% du PIB à 43,4%, selon les données du FMI). La crise de l'an dernier ne devrait qu'interrompre temporairement cette tendance favorable. Le plan de soutien budgétaire a été modeste, estimé à environ 3% du PIB, et le déficit ne dépassera pas 6% du PIB en 2020. Il devrait diminuer dès 2021. Le gouvernement a financé ses besoins sans difficulté, sur le marché obligataire local et en utilisant ses réserves. Sa dette reste modérément élevée, estimée à près de 47% du PIB fin 2020, et devrait se stabiliser en 2021.

## UN TEST IMPORTANT POUR LE SECTEUR BANCAIRE

Il existe un important maillon faible dans l'économie vietnamienne : alors que les banques sont insuffisamment capitalisées et manquent de matelas de protection contre les chocs, les entreprises, en particulier dans le secteur public, sont excessivement endettées (les crédits à l'économie représentaient 145% du PIB en 2020). Certaines de ces institutions pourraient donc être sévèrement fragilisées, constituant alors une menace pour les finances publiques. Certes, la performance du secteur bancaire s'était améliorée en 2018-2019, notamment grâce au renforcement du cadre réglementaire, un profil de financements plus solide et une meilleure qualité des nouveaux prêts. En outre, depuis le début de la crise sanitaire, l'assouplissement monétaire et réglementaire (baisse des taux d'intérêt, injection de liquidités, allègement des règles macro-prudentielles) et les aides apportées aux banques et à leurs clients (réaménagement des prêts) ont atténué les difficultés (graphique 2). Cependant, certaines entreprises sont affaiblies et rencontrent des problèmes de trésorerie, notamment dans les secteurs du tourisme et des transports, et les créances douteuses dans les portefeuilles de prêts bancaires ont commencé à augmenter. Leur hausse devrait s'accroître quand les mesures de soutien prendront fin dans le courant de l'année 2021. Dans ce contexte, certaines petites banques privées en manque de fonds propres et de financements stables pourraient faire face à d'importantes difficultés.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

**Christine PELTIER**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## BRÉSIL

11

## DES PERSPECTIVES FRAGILISÉES PAR L'ÉPIDÉMIE ET LE CHOC BUDGÉTAIRE

En 2020, une politique économique très active a permis d'atténuer l'ampleur du choc récessif. La reprise au T3 a été vigoureuse et le redressement de l'activité s'est poursuivi au T4, en dépit de quelques signes de ralentissement en fin d'année. Malgré une forte volatilité des investissements directs et de portefeuille, et la dépréciation du real, la vulnérabilité extérieure ne s'est pas accentuée. En 2021, même si le maintien des mesures monétaires devrait permettre de soutenir l'activité, la nouvelle flambée de l'épidémie de Covid-19, les retards pris dans la campagne de vaccination, les incertitudes concernant la reprise du processus de consolidation budgétaire et le manque de progrès des réformes sont autant de sujets susceptibles d'agiter les marchés et de déstabiliser la reprise. En 2021, la Bourse pourrait faire les frais d'espoirs de croissance déçus.

## REPRISE DE L'ÉPIDÉMIE FIN 2020, VACCINATION RETARDÉE

L'épidémie de Covid-19, après avoir ralenti entre fin juillet et début novembre, connaît une nouvelle accélération depuis un peu plus de deux mois. Les hospitalisations et le nombre de cas détectés ont enregistré un pic à la mi-décembre à plus de 70 000 cas journaliers et une moyenne à plus de 49 000 cas avant les festivités de fin d'année (contre environ 14 000 début novembre)<sup>1</sup>. Le nombre de décès a, dans le même temps, plus que doubler (environ 700 décès en moyenne journalière). Début janvier, le Brésil concentrait environ 10% des cas confirmés et des décès dans le monde (8 millions et plus de 200 000 respectivement) et reste le 2<sup>e</sup> pays le plus meurtri par l'épidémie.

Cette seconde vague ne s'est toutefois pas accompagnée de nouvelles mesures restrictives<sup>2</sup>. Avant les fêtes, les données de *Google Mobility* tendaient vers une normalisation des déplacements. Les données d'enquête Datafolha montraient aussi des niveaux d'isolement social au plus bas depuis le début de l'épidémie.

Contraint par des obstacles logistiques et réglementaires, le programme national de vaccination a pris du retard par rapport à d'autres pays de la région (e.g. Argentine, Chili, Costa Rica, Mexique). La campagne de vaccination a été retardée par le fait qu'aucun des quatre vaccins actuellement à l'étude (Sinovac, AstraZeneca, Pfizer et Janssen) n'a été approuvé pour l'instant par l'autorité de régulation (Anvisa). Les autorités projettent d'immuniser un peu moins d'un quart de la population d'ici juin 2021 (51 millions de Brésiliens). Mais la vaccination est un sujet très politisé, le Président lui-même indiquant qu'il ne se ferait pas vacciner. Cette décision pourrait alimenter les réticences à recevoir le vaccin (qui pourrait concerner environ 25% de la population selon certains sondages).

L'extension de l'épidémie, la plus forte contagiosité de certains variants du virus, le manque de nouvelles mesures pour contenir la mobilité des personnes ainsi que le retard et le scepticisme à l'égard de la campagne nationale de vaccination sont autant de facteurs qui pourraient freiner la reprise.

## 2020 : REBOND DE L'ÉCONOMIE AU DEUXIÈME SEMESTRE...

La reprise de l'activité au T3 a été vigoureuse mais elle n'a suffi à compenser les pertes du T2. L'assouplissement des mesures de confinement, les politiques de compensation des revenus, et le redémarrage de la production dans de nombreux secteurs ont permis au PIB de rebondir de 7,7% en volume au T3 (contre -9,6% au trimestre précédent.) Il est toutefois demeuré 3,9% en deçà de son niveau du T3 2019. Jusqu'en novembre, les indicateurs mensuels ont continué de s'améliorer dans l'industrie et le commerce de détail – deux secteurs qui, en août, avait déjà retrouvé leur niveau d'activité pré-pandémie

<sup>1</sup> La forte baisse de cas recensés pendant les fêtes ne serait due qu'à un artefact statistique lié à la forte baisse de tests administrés sur la période.

<sup>2</sup> À quelques exceptions près (États de Sao Paulo et Amazonas) mais les restrictions furent limitées avec des effets marginaux sur la mobilité des personnes.

## PRÉVISIONS

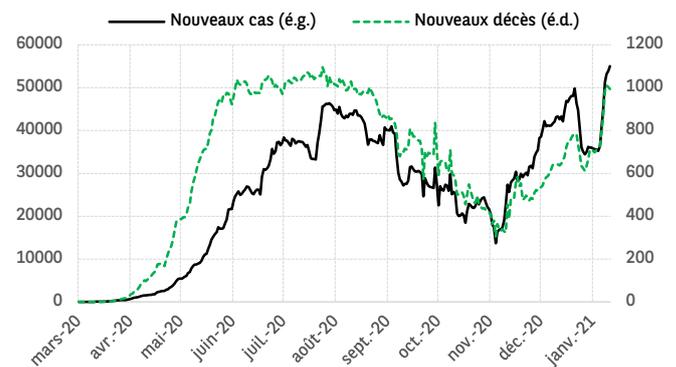
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB (croissance %)	1.4	-4.3	3.0	3.0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.2	5.1	3.1
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.9	-15.0	-7.3	-7.1
Dettes publiques, % du PIB	76	91	91	92
Solde courant (en % du PIB)	-2.8	-0.3	-1.0	-1.6
Dettes externes (en % du PIB)	37	43	41	39
Réserves de change (USD mds)	357	356	350	346
Réserves de change, en mois d'imports	17	21	19	18
Taux de change USDBRL (fin d'année)	4.0	5.2	4.3	4.2

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

## REPRISE DE L'ÉPIDÉMIE (MOYENNE SUR 7 JOURS GLISSANTS)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : JOHN HOPKINS CSSE COVID-19 DATA

(février). La production industrielle a ainsi affiché en novembre un 7<sup>e</sup> mois consécutif de hausse, aidée par l'augmentation du nombre de projets immobiliers (à Sao Paulo en particulier) et la bonne performance des ventes de détail (soutenues par l'aide d'urgence du gouvernement). La dépréciation du real (-23% en 2020) a aussi permis à une plus grande partie de la demande intérieure de biens industriels d'être satisfaite par la production intérieure. L'activité dans les services



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

a continué de progresser en octobre mais demeurait toutefois inférieure de 6% par rapport à février.

Les comptes externes ont été chahutés mais la vulnérabilité extérieure ne s'est pas pour autant dégradée. L'excédent commercial s'est raffermi en 2020 (+7% en g.a.), aidé par le ralentissement de près de 10% des importations et la vigueur de la demande asiatique, laquelle – en absorbant la moitié des ventes – a permis de contenir la dégradation des exportations. Du côté du compte financier, les flux d'investissement de portefeuille des non-résidents se sont redressés depuis l'été sans toutefois suffire à compenser les pertes de la 1<sup>ère</sup> moitié de l'année (USD 12 mds de flux nets sortants de janvier à novembre). Les investissements direct étrangers (IDE) ont aussi fortement ralenti (-49,6% en g.a. de janvier à novembre). Les flux nets d'IDE continuent toutefois de confortablement couvrir le déficit du compte courant, lequel s'est résorbé d'environ 2 points de PIB sur l'année. En outre, le pays dispose toujours d'une liquidité extérieure très satisfaisante (USD 356 mds) par rapport à la taille de ses importations et de ses engagements externes.

### ... MAIS AVEC QUELQUES SIGNES D'ESOUFFLEMENT EN FIN D'ANNÉE

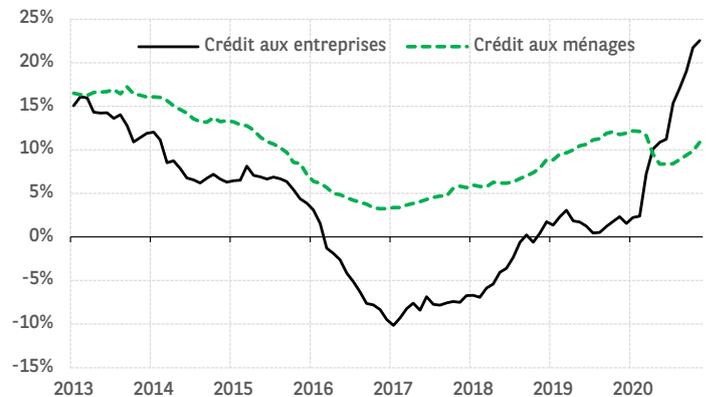
Cependant, fin 2020, l'économie a montré des signes de ralentissement concomitants avec la reprise de l'épidémie et l'accélération de l'inflation (+4,3% g.a. en novembre, la plus forte hausse depuis 18 mois). Cet essoufflement est visible dans le tassement des indicateurs d'activité PMI (services et manufacturier), la baisse des ventes de véhicules en décembre (une première depuis avril), ainsi que dans l'effritement de la confiance des ménages.

À l'inverse, le marché boursier s'est montré très optimiste, clôturant l'année en hausse de 3% alors même qu'il avait établi un plus haut en janvier 2020. L'année 2020 s'est soldée par un nombre record d'introductions en Bourse (26 IPO et près de USD 8 mds de fonds levés, un plus haut niveau depuis 2007). Des facteurs conjoncturels et structurels expliquent ce rattrapage : mise au point des vaccins, injections de liquidité au niveau mondial, hausse du nombre d'investisseurs individuels au niveau local (il a plus que quadruplé depuis décembre 2018, facilité par la multiplication des courtiers en ligne), mais aussi la baisse du taux directeur SELIC qui encourage la réallocation des portefeuilles vers les actions. Pour autant, compte tenu des perspectives de croissance plutôt modérées de l'économie, d'importants ajustements sont à prévoir.

### 2021 : DES PERSPECTIVES FAVORABLES MAIS CONTINGENTES AUX ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

La croissance en 2021 bénéficiera d'un acquis de croissance important (au moins 2,5 points de pourcentage). Le PIB en volume ne devrait pas retrouver son niveau de fin 2019 avant la mi-2022. La croissance, mais aussi les inégalités et la pauvreté devraient être affectés par la fin des versements de l'aide d'urgence, par un chômage élevé (14,3% en octobre) et l'absence d'un plan de relance. La croissance souffrira aussi de la fin des allègements fiscaux et pourrait être pénalisée par une exécution plus lente que prévu du programme de vaccination. En revanche, l'économie devrait profiter du redressement des prix des matières premières et du maintien de mesures monétaires (taux directeur à un plus bas historique, allègement des exigences de liquidité et de fonds propres pour favoriser le crédit). En outre, la reconduction du programme de garanties publiques, destiné à soutenir les petites et micro-entreprises, devrait soutenir la trésorerie des entreprises. Ces mesures ont déjà alimenté le fort rebond du crédit (+11,2% g.a. en termes réels, tiré par les entreprises, +18,2% en g.a.). Enfin, le

#### FORT REBOND DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES (CROISSANCE NOMINALE %, G.A.)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BCB

nouveau programme de privatisations et de concessions, dévoilé par le gouvernement (115 actifs d'État ciblés en 2021, dont 22 aéroports et le réseau 5G), pourrait soutenir les dépenses en capital à condition que l'appétit des investisseurs soit au rendez-vous.

Au vu de la dégradation des comptes publics, les discussions autour du maintien des règles budgétaires devraient continuer de dominer l'actualité en 2021. En effet, le déficit budgétaire s'est envolé malgré une moindre détérioration du budget du gouvernement central sur les derniers mois (réduction de moitié des montants versés à titre de l'aide d'urgence et baisse du nombre de bénéficiaires de 68 à 56 millions, amélioration du recouvrement des impôts, reprise de l'activité économique, retenue de certaines dépenses discrétionnaires). Le niveau de la dette est désormais très élevé, sa maturité moyenne s'est raccourcie et les inquiétudes concernant sa soutenabilité se sont accentuées.

En 2021, le maintien de la crédibilité de la politique budgétaire constituera un enjeu déterminant pour l'évolution du real, des flux de capitaux et de la courbe de taux, d'autant que le Trésor devra faire face à des tombées de dette importantes (environ ¼ du stock de dette arrivera à échéance dans les 12 mois). Pour l'instant, le budget (présenté à la fin de l'été) n'a toujours pas été approuvé et ne devrait l'être que courant février, à la suite du congé parlementaire. À noter que des gouverneurs dans le nord du pays réclament l'extension de l'état d'urgence (qui suspend l'application des mécanismes de contrôle budgétaire) au moins jusqu'au premier semestre 2021. La presse locale indique que certains membres du gouvernement y seraient favorables, surtout si la flambée de l'épidémie se prolongeait.

En 2021, la présidence Bolsonaro perdra un allié idéologique de poids à la Maison blanche. À l'inverse, l'administration Biden – en voulant renforcer l'engagement des États-Unis sur le plan de la coopération multilatérale et les questions environnementales – pourrait interpeller le gouvernement brésilien sur le rythme de la déforestation en Amazonie. Les élections des nouveaux présidents du Sénat et de la Chambre des députés en février auront aussi une importance déterminante sur l'avancée des réformes (actuellement aucun projet de loi de réforme significatif n'est sur le point d'être approuvé). Point positif, les élections municipales en novembre ont montré un soutien plus fort des électeurs pour les partis du centre au détriment des extrêmes.

**Salim HAMDAD** (achevé de rédiger le 11 janvier 2021)  
[salim.hamdad@bnpparibas.com](mailto:salim.hamdad@bnpparibas.com)



## PÉROU

13

## PAS D'EXCEPTION

Le Pérou figure parmi les pays d'Amérique latine les plus touchés par l'épidémie de Covid. Après avoir lourdement chuté au T2 2020, le rebond de croissance entamé au T3 se poursuit. Cela dit, le niveau d'activité pré-Covid ne sera pas retrouvé avant la fin 2022. La contraction économique et le plan de relance massif mis en place par le gouvernement ont pesé sur les finances publiques, mais la dégradation devrait rester gérable, au moins à court terme. En revanche, la dégradation du climat politique observée au cours des dernières années pèse sur les perspectives économiques de moyen terme.

## RÉCESSION TRÈS SÉVÈRE

Le Pérou est un des pays les plus durement touchés par la Covid-19. Les mesures de confinement très strictes adoptées dès mi-mars 2020 n'ont pas suffi à limiter la contagion ni à compenser les capacités limitées du système de santé. Au total, le pays a recensé plus d'un million de cas depuis début 2020 (pour 32 millions d'habitants), et le taux de mortalité figure parmi les plus élevés (au sixième rang d'après la Banque mondiale). Après avoir atteint un pic en août dernier (près de 8 000 nouveaux cas par jour en moyenne), le nombre de nouveaux cas quotidiens a décliné depuis début septembre pour se stabiliser autour de 1 600 en décembre. Le nombre de cas augmente de nouveau depuis début janvier, à 2 300 nouveaux cas en moyenne sur les dix premiers jours du mois.

Sur le plan économique, la récession en 2020 a été très sévère. Le PIB devrait reculer de 12%, après avoir progressé de 2,2% en 2019 et 3,2% au cours des cinq dernières années. À titre de comparaison, le FMI estime une récession de 8% en moyenne pour la région en 2020.

Le PIB réel a très lourdement chuté au deuxième trimestre, -30% en glissement annuel, consécutivement à la mise en place des mesures de confinement, de mi-mars à la fin du mois de juin. Pour le seul mois d'avril, le PIB mensuel et l'indice de production industrielle ont respectivement chuté de 40% et 53% en g.a. Tous les secteurs, y compris le secteur minier, n'ont repris leur activité que de manière très progressive à la fin du mois de mai.

Les bons fondamentaux ont permis l'intervention massive des autorités, afin d'éviter une chute du PIB plus spectaculaire encore, et soutenir le rebond de croissance entamé dès le T3. Au début de l'année 2020, les dettes externe et publique étaient en effet modérées (représentant environ 35% et 27% du PIB respectivement), le déficit courant était très modéré et largement financé par des entrées d'investissements directs étrangers et le niveau de réserves était très confortable (plus de 15 mois d'importations en décembre 2019).

La banque centrale a baissé son taux directeur de 200 points de base (à 0,25%) et s'est engagée à fournir un large montant de liquidités. Dans le même temps, un plan de relance massif a été mis en place par le gouvernement, comprenant à la fois des mesures de court terme (représentant environ 8% du PIB), principalement destinées, outre l'augmentation des dépenses de santé, aux ménages et entreprises les plus vulnérables, et des mesures à plus long terme (pour un montant de près de 4% du PIB), afin de soutenir la croissance. Le gouvernement a également mis en place un programme de crédits aux entreprises « *Reactiva Peru* », financé par la banque centrale, pour un montant total de 8% du PIB.

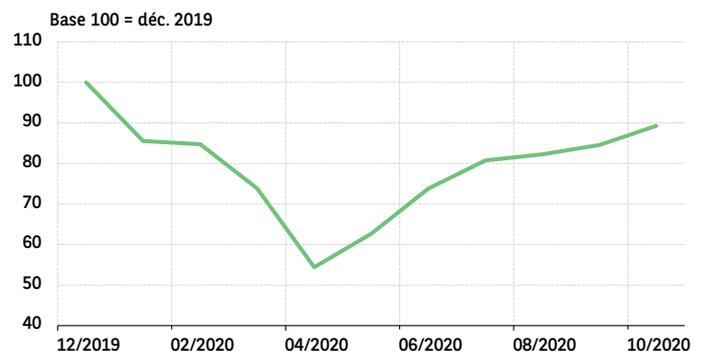
## PRÉVISIONS

	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	2.2	-12.0	8.0	3.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.1	1.8	2.1	1.9
Solde budgétaire, % du PIB	-3.0	-7.5	-7.5	-3.5
Dettes publiques, % du PIB	26.8	35.4	37.1	36.8
Balance courante, % du PIB	-1.5	0.7	1.7	1.5
Dettes externes, % du PIB	34.7	44.7	42.2	41.7
Réserves de change, mds USD	68.4	71.5	70.0	72.0
Réserves de change, en mois d'imports	19.4	25.1	18.5	18.0
Taux de change USDPEN (fin d'année)	3.3	3.6	3.7	3.6

TABLEAU 1

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

## PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMPTES NATIONAUX

Enfin, pour soutenir le rebond de la consommation des ménages, le Congrès a approuvé en mai dernier une loi autorisant les affiliés à retirer jusqu'à 25% du montant de leurs actifs détenus par des fonds de pension privés. Après un débat houleux au parlement, de nouveaux retraits ont été autorisés fin novembre, concernant les affiliés atteints de certaines maladies, ou qui n'ont pas cotisé au cours des 12 derniers mois.



Par ailleurs, le FMI a approuvé à la fin du mois de juin une ligne de crédit flexible, facilité de financement (d'un montant de USD 11 milliards pour une durée de deux ans) destinée à prévenir les crises (le Pérou pourra activer cette ligne de crédit si sa situation économique et financière se dégradait de manière significative) et réservée aux pays dont les fondamentaux macroéconomiques sont particulièrement solides<sup>1</sup>.

L'indicateur mensuel d'activité rebondit continuellement depuis le mois de juillet, mais il restait, en octobre, 11% sous le niveau enregistré en décembre 2019 (voir graphique 1). Soutenu par la remontée des prix des métaux (or et cuivre principalement, ce dernier représentant toujours près du tiers des exportations), les perspectives favorables de croissance en Chine (principale destination des exportations depuis 2014) et le plan de relance gouvernemental, le rebond d'activité devrait se poursuivre tout au long de 2021 et 2022. Le PIB devrait progresser de 8% et 3,5% respectivement. À ce rythme, le niveau d'activité pré-Covid19 ne devrait pas être atteint avant fin 2022.

## DÉGRADATION DU CLIMAT POLITIQUE

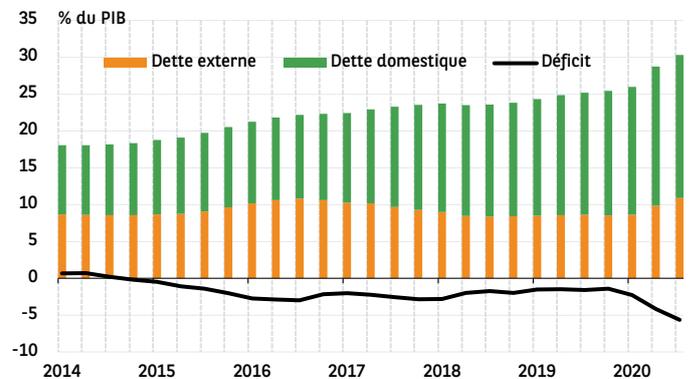
Les risques sont orientés à la baisse. La dégradation du climat politique, observée depuis plusieurs années, en particulier s'est accélérée à la fin de l'année 2020 et pèsera sur les perspectives de croissance à court terme, et probablement sur les fondamentaux économiques à moyen terme.

D'une part, le manque de clarté concernant l'approvisionnement en vaccins et le début effectif de la campagne de vaccination limite les perspectives de croissance pour 2021. Le ministère de la Santé avait initialement annoncé être en capacité de débiter la campagne de vaccination au cours du premier trimestre 2021. D'après la presse locale, il semblerait cependant que la crise politique des mois d'octobre et novembre ait non seulement retardé sa mise en œuvre, mais également empêché la finalisation des commandes de vaccins. Le début des vaccinations pourrait finalement être repoussé au début du deuxième semestre.

D'autre part, les faiblesses structurelles en termes de gouvernance ont été exacerbées au cours du dernier mandat (depuis 2016), en particulier la défiance du parlement vis-à-vis du gouvernement et la multiplication des scandales de corruption. Le mandat s'est ainsi caractérisé par la succession de quatre présidents (dont trois en novembre 2020), qui ont été destitués ou poussés à la démission suite à leur mise en cause dans des scandales de corruption, de deux parlements et par une très forte rotation ministérielle. Cependant, d'après la constitution péruvienne, la durée des mandats présidentiel et parlementaire reste fixe. Les prochaines élections générales (présidentielle et législative) auront donc lieu comme prévu, à l'issue du mandat initial.

Mi-novembre, le parlement a élu Francisco Sagasti, député et fondateur du parti centriste Morado. Il devrait rester président intérimaire jusqu'à la tenue des élections. Celui-ci s'est engagé à respecter le calendrier électoral, et donc à maintenir le premier tour des élections le 11 avril prochain, et à quitter le pouvoir le 28 juillet, date de début du prochain mandat présidentiel. Le climat politique n'est pas apaisé pour autant. Les relations entre le parlement et le gouvernement intérimaire devraient rester extrêmement tendues, d'autant plus si le pays devait faire face à une nouvelle vague de contaminations.

## DÉFICIT BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DES FINANCES

À cette date, compte tenu du nombre important de candidats, il est difficile de dégager le potentiel vainqueur des prochaines élections, et la majorité du prochain parlement. Cependant, l'ensemble des candidats semble s'accorder sur une certaine continuité des politiques économiques, concernant par exemple le respect de la discipline budgétaire observée depuis plusieurs mandats. Entre 2015 et 2019 par exemple, le déficit public est resté contenu à 2,2% du PIB en moyenne, en dépit de la chute du prix du cuivre et de plusieurs catastrophes naturelles.

Il est toutefois probable que les relations entre le gouvernement et le parlement restent difficiles au cours du prochain mandat. Les objectifs budgétaires à court terme (mesures de relance en 2021, consolidation dès 2022) et moyen terme (augmentation des revenus via une réforme du système de collecte), ainsi que les réformes destinées à relever la croissance potentielle péruvienne (réforme du marché du travail, diminution de l'économie informelle) pourraient être de nouveau repoussées. À terme, l'instabilité politique et l'absence de réformes pourraient peser sur la croissance potentielle et l'attractivité du pays aux yeux des investisseurs étrangers.

## L'AUGMENTATION DE LA DETTE PUBLIQUE À COURT TERME N'EST PAS INQUIÉTANTE

Alors que le gouvernement estime, qu'après une augmentation à 8,5% du PIB en 2020 (contre 1,6% en 2019), le déficit public devrait baisser à 6,5% en 2021, nous tablons plutôt sur un déficit public autour de 7,5% les deux années. Les tensions entre le parlement et le gouvernement ont empêché la mise en œuvre de certaines mesures du plan de relance – dont plusieurs projets d'investissement public – qui seront repoussées à 2021. Le déficit devrait ensuite progressivement se réduire. Logiquement, la dette publique devrait augmenter, de 27% du PIB en 2019 à 35% en 2020 et 37% en 2021. Elle restera donc modérée.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

Hélène DROUOT

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> À ce jour, seuls cinq pays bénéficient de cette assurance : le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et la Pologne.

## DES PERSPECTIVES FAVORABLES MALGRÉ L'INCERTITUDE BUDGÉTAIRE

Le soutien budgétaire et la bonne résistance des exportations ont permis de limiter la récession économique en 2020. La reprise devrait être soutenue en 2021, notamment grâce à une campagne de vaccination accélérée contre le coronavirus. Le shekel s'est renforcé avec la hausse de l'excédent courant et des entrées massives de capitaux. La situation des finances publiques est plus incertaine. En plus de la dégradation structurelle observée ces dernières années, l'absence de loi budgétaire dans un contexte d'instabilité gouvernementale récurrente n'est pas favorable à une consolidation. Si de solides indicateurs de solvabilité permettent d'écarter tout risque à court terme, l'absence de réformes pourrait peser sur le potentiel de croissance à moyen et long terme.

### REBOND ATTENDU AVEC LA CAMPAGNE DE VACCINATION

L'activité économique a relativement bien résisté en 2020 et le repli du produit intérieur brut devrait atteindre environ 3,7% selon les dernières estimations de la Banque centrale d'Israël (BoI). Après un repli du PIB de 1,1% en glissement annuel (g.a.) au T3, un second confinement a fait rechuter l'activité au cours du dernier trimestre de 2020. Sur l'ensemble de l'année, avec la baisse de la consommation des ménages et de l'investissement, ce sont les dépenses publiques et la contribution positive du commerce extérieur qui ont permis de limiter la récession économique. Tandis que les importations se contractaient de 15% (g.a.) au cours du troisième trimestre, les exportations se redressaient de 6%. Les bonnes performances à l'exportation en 2020 sont notamment dues à la compétitivité des exportations de services de hautes technologies et au démarrage des exportations de gaz vers l'Égypte et la Jordanie.

La situation de l'emploi s'est dégradée en 2020, notamment durant les périodes de confinement. Les services statistiques israéliens ont calculé un taux de chômage au sens large afin de mieux prendre en compte les particularités de cette période. Cette définition ajoute à la définition standard du chômage les populations « sans emploi de manière temporaire » en raison des fermetures temporaires d'activités et celles sorties du marché de l'emploi en raison de la pandémie. Par rapport à un niveau inférieur à 4% avant le déclenchement de la pandémie, le taux de chômage au sens large a atteint un plus haut de 37% lors du premier confinement en avril. Selon la BoI, il devrait atteindre 16% en moyenne au quatrième trimestre de 2020.

Le rebond de l'activité attendu en 2021 est étroitement dépendant de la rapidité et de l'efficacité de la campagne de vaccination contre le coronavirus. Depuis le début de l'année le pays connaît la plus forte progression de population vaccinée parmi les pays de l'OCDE. Actuellement environ 20% de la population aurait reçu une première dose de vaccin, et l'objectif du gouvernement est d'atteindre la totalité de la population âgée de plus de 16 ans d'ici fin janvier. Néanmoins, il convient de rester prudent sur le calendrier de la reprise économique. En effet, l'accélération de la seconde vague de contaminations en décembre a obligé le gouvernement à imposer de nouvelles mesures de confinement, depuis le 6 janvier, pour une durée de deux semaines au moins. Selon le scénario optimiste de la BoI, avec une campagne de vaccination se terminant au deuxième trimestre et autorisant une levée progressive de l'ensemble des mesures de restriction sur l'activité, la croissance du PIB pourrait atteindre 6,3% en 2021. Ce scénario tient compte des incertitudes pesant sur la reprise au niveau mondial. Les exportations israéliennes représentent environ un tiers du PIB et dépendent principalement des marchés américain et européen.

### PRÉVISIONS

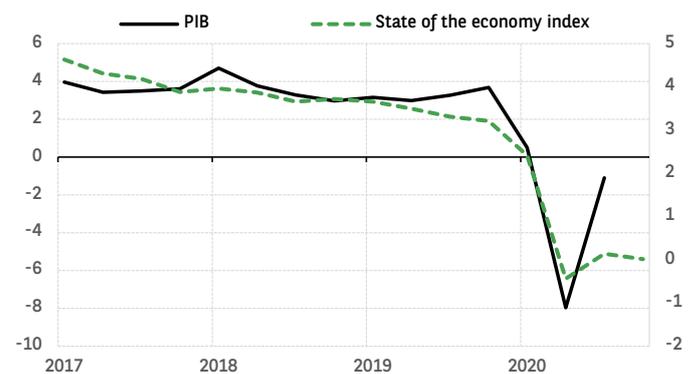
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	3.4	-3.7	6.3	5.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.8	-0.6	0.5	1.0
Solde budgétaire, % du PIB	-3.9	-11.5	-7.5	-4.5
Dette du gov. central, % du PIB	60	75	79	79
Balance courante, % du PIB	3.5	4.2	3.9	3.5
Dette externe, % du PIB	27	30	30	31
Réserves de change, mds USD	126	168	191	200
Réserves de change, en mois d'imports	14	20	21	20
Taux de change USDILS (fin d'année)	3.5	3.2	3.2	3.3

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE (% G.A.)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANK OF ISRAEL, BNP PARIBAS

La prévision de croissance de la BoI pour les pays avancés (3,4%) reste prudente. Au total, sous réserve de l'efficacité de la campagne de vaccination, c'est ce scénario favorable qui paraît le plus probable actuellement.

Dans un contexte de fort repli de la consommation des ménages, de baisse des prix du pétrole et d'appréciation du shekel, l'inflation des prix à la consommation a été négative durant l'année 2020 (estimée à -0,6%).

## DES EXCÉDENTS EXTÉRIEURS RECORDS SOUTIENNENT LE SHEKEL

L'excédent surplus courant pourrait atteindre un niveau record en 2020 (de 4,2% du PIB contre 3,5% en 2019). D'une part, les importations ont chuté. D'autre part, la part croissante des exportations de services du secteur des hautes technologies dans les exportations totales de biens et services rend ces dernières relativement moins sensibles à la conjoncture internationale. Sur les trois premiers trimestres de 2020, le volume des exportations de biens et services a progressé de 0,3% en moyenne, tandis que celui des importations a baissé de 10,5%. Parallèlement, les flux de capitaux ont été très importants en 2020. Pendant les trois premiers trimestres, les flux d'investissements directs étrangers ont atteint USD 19,4 mds (+56% par rapport à la même période en 2019) et les flux de portefeuille se sont élevés à USD 17 mds (-USD 1,1 md par rapport à la même période en 2019) grâce à l'émission d'eurobonds par le gouvernement.

L'ensemble de ces éléments contribue au gonflement des excédents de la balance des paiements et à l'appréciation du shekel par rapport au dollar. Cette tendance s'est trouvée renforcée par la faiblesse du dollar sur les marchés internationaux et par la hausse des marchés internationaux d'actifs, autant de facteurs traditionnellement associés à l'appréciation de la monnaie israélienne. La Bol a continué ses achats de devises en 2020 (USD 21 mds) afin de limiter l'appréciation du shekel. Elle a annoncé sa volonté d'accroître ses interventions en 2021 (USD 30 mds prévus). Cela devrait contenir l'appréciation du shekel dans un contexte de reprise économique associé à une réduction de l'excédent courant.

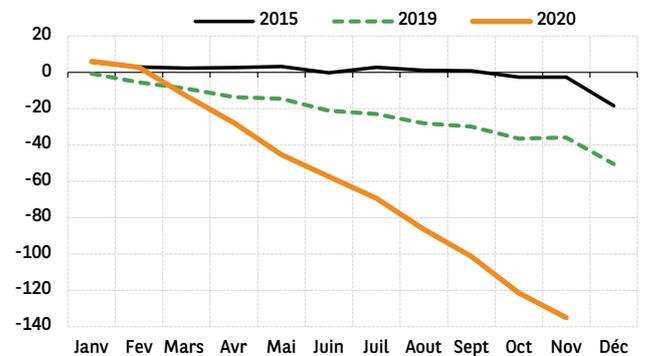
## QUELLES PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES DANS UN CONTEXTE POLITIQUE INCERTAIN?

Sans surprise, le déficit budgétaire devrait être important en 2020 en raison du repli des recettes fiscales (-9,6% durant onze mois en 2020) et surtout de la hausse des dépenses (+20% durant onze mois en 2020). Les mesures budgétaires exceptionnelles de soutien à l'économie ont été équivalentes à environ 7% du PIB selon le FMI. Le déficit budgétaire devrait atteindre environ 12% du PIB en 2020. En 2021, malgré le retour de la croissance, la réduction du déficit budgétaire devrait être modérée. En effet, les mesures de soutien à l'économie devront vraisemblablement en partie se prolonger. Concernant les recettes, le maintien de restrictions pèsera sur les recettes de TVA (21% des recettes du gouvernement). Au total nous anticipons un déficit budgétaire de 7,5% du PIB en 2021.

L'absence de loi budgétaire depuis 2019, en raison de la volatilité politique, est un facteur d'incertitude concernant la trajectoire future des finances publiques. Le gouvernement fonctionne à partir d'un budget établi il y a deux ans et reconduit de mois en mois. Cependant, ce budget de base a été augmenté en 2020 afin de l'adapter au contexte économique de 2021.

À court terme, nous estimons que les conséquences de l'absence de loi budgétaire restent maîtrisables et que la détérioration des ratios de déficit et de dette publique n'implique pas la dégradation du risque souverain. L'orientation politique reste favorable à la maîtrise des déficits budgétaires, notamment par la mise en place d'un mécanisme de contrôle des dépenses qui lie tout nouvel engagement à une source identifiée de revenu. Néanmoins, le déficit budgétaire structurel tel que calculé par le FMI est en hausse régulière depuis 2015. Il a atteint 4,1% du PIB en 2019 contre 0,7% du PIB en 2015, notamment en raison d'une

### SOLDE BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT (ILS MDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

hausse des dépenses sociales et d'investissement. Il est difficile, pour le moment, de prévoir la trajectoire des dépenses publiques dans les prochaines années. Même si le gouvernement parvient à maîtriser la propagation de la pandémie à court terme, ses conséquences économiques seront durables et nécessiteront le maintien d'une forme de soutien budgétaire.

La situation budgétaire bénéficie d'éléments de soutien importants qui devraient permettre de contenir une éventuelle hausse du coût de financement. À court terme, la Bol devrait poursuivre sa politique d'achat de titres publics et privés. En novembre 2020, la Bol détenait 7% des bons du Trésor négociables émis par le gouvernement (0,4% fin 2019). Les conséquences sur la masse monétaire sont négligeables (0,7% de la masse monétaire élargie). Cela devrait contribuer à contenir une éventuelle pression à la hausse sur les taux à l'émission. Par ailleurs, si la dynamique de la dette en 2020 n'est pas favorable (de 60% du PIB en 2019 à 75% en 2020), sa structure reste un élément de solidité des finances publiques. La maturité moyenne du stock de dette était de 8,2 ans en 2019 (6,8 en 2008). Le service de la dette a décru de 10,7% des revenus budgétaires totaux en 2010 à 5,6% en 2019. La majorité du financement budgétaire dépend du marché local. À fin 2019, environ 85% de la dette du gouvernement était local, dont 31% hors marché. Concernant la partie négociable de la dette locale, les fonds de placement et de retraite israéliens en sont des détenteurs significatifs (43% du total des titres).

Les conséquences de la volatilité politique sur les finances publiques pourraient être plus significatives à moyen et long terme. En effet, pour accroître le potentiel de croissance, un certain nombre de réformes structurelles sont nécessaires afin d'améliorer la productivité de l'ensemble de l'économie et de réduire les inégalités. Ces réformes sont coûteuses et nécessitent certaines décisions difficiles, notamment en matière budgétaire. Pour le moment, le manque de stabilité politique limite la possibilité de mettre en place de telles réformes.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2021

Pascal DEVAUX

[pascal.deviaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.deviaux@bnpparibas.com)

## UNE REPRISE FRAGILE MAIS DES FONDAMENTAUX RÉSISTANTS

Le scénario d'une reprise partielle et fragile de l'économie russe se confirme sur fond d'expansion de la pandémie. Seule la consommation des ménages a permis à la croissance de repartir mais elle risque de s'essouffler avec l'accélération de l'inflation. Le redémarrage attendu de la production des industries extractives, le redressement des prix du pétrole et l'amélioration des indices de confiance dans le secteur manufacturier permettent d'espérer une assise plus large de la reprise en 2021. Mais les soutiens monétaire et budgétaire resteront limités. Les finances publiques ont plutôt bien résisté et les réserves de change se sont consolidées malgré les sorties de capitaux, le rouble ayant été la variable d'ajustement. D'après la BCRA, les banques disposent de réserves suffisantes pour couvrir la totalité des prêts restructurés.

### EXPANSION DE LA PANDÉMIE FIN 2019 ET LANCEMENT DE LA CAMPAGNE DE VACCINATION

Le pays fait face à une poussée de la pandémie de Covid-19 depuis le dernier trimestre 2020. Le nombre de nouveaux cas a été multiplié par 4 entre fin septembre 2020 et début janvier 2021. Jusqu'à présent le décompte officiel fait état de 60 000 décès soit un ratio encore faible de 408 victimes par million d'habitants. Mais les chiffres officiels sous-estiment l'ampleur de la pandémie. La campagne de vaccination a été lancée début décembre avec le Sputnik V, vaccin développé localement, bien que les tests cliniques n'aient pas encore été achevés. La première phase de vaccination cible le personnel médical et des enseignants (après celle des militaires, en cours) et les personnes de plus de 60 ans. Par ailleurs, début janvier, 800 000 personnes ont été vaccinées. Le déploiement de la vaccination, tant en termes de production du vaccin que de couverture de population (140 millions), sera nécessairement long, d'autant plus que les sondages indiquent que près de 60% des Russes se déclarent réticents à la vaccination.

### REPRISE PARTIELLE ET FRAGILE

L'économie russe a subi un choc récessif moindre que la plupart des autres pays émergents. Cependant, depuis le deuxième trimestre, l'activité s'est juste stabilisée. En glissement sur un an (g.a.), le PIB affichait toujours une baisse de 4% en moyenne sur octobre-novembre contre -3,4% au T3 2020. Sur la base de ces estimations provisoires, le PIB serait toujours inférieur de 3,5% à son niveau du T1. En novembre, la production de pétrole (9,3 mds b/j) était encore en recul de 12% par rapport au T1, conséquence des quotas de production de l'OPEP+. La production de gaz est également en repli de 6% par rapport au T1. Outre les industries extractives, les secteurs de l'hôtellerie et la restauration, des loisirs et du transport ont enregistré des chutes d'activité en volume compris entre 10% et 25% entre janvier et septembre 2020 par rapport à la même période de 2019. En revanche, l'industrie manufacturière et la construction ont mieux résisté. En novembre, l'activité manufacturière progressait même de 1% en g.a.

Cependant, l'analyse des composantes de la demande témoigne de la fragilité de la reprise. En effet, au T3, la consommation privée constituait le seul moteur (+3,7 t/t en données CVS), contrairement à la consommation publique et à l'investissement qui ne s'étaient pas redressés. La contribution des échanges extérieurs nets est même redevenue négative avec la poursuite de la baisse des exportations.

De plus, la reprise de la consommation semble s'essouffler. En moyenne sur octobre-novembre, les ventes au détail accusaient encore une baisse de 2,2% en g.a.

#### PRÉVISIONS

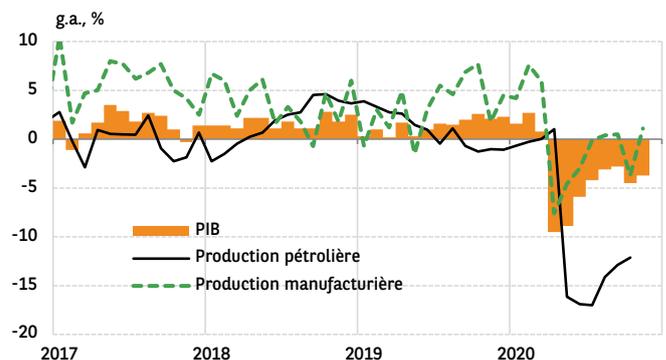
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	1.3	-4.5	3.8	3.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4.5	3.4	3.5	3.5
Solde budg. du gouv. et des adm. % PIB	1.9	-4.0	-1.5	1.1
Dette publique, % du PIB	14.1	18.6	18.8	16.5
Balance courante, % du PIB	3.8	1.9	2.5	2.0
Dette externe, % du PIB	28.5	31.0	29.0	27.0
Réserves de change, mds USD	444	450	453	455
Réserves de change en mois d'imports	15.1	16.9	16.0	15.5
Taux de change USDRUB (fin d'année)	62.1	74.0	72.0	70.0

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### REPRISE ENCORE PARTIELLE DE L'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ROSSTAT, MINISTÈRE DU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE, JODI

La hausse du taux de chômage (6,1% en novembre contre 4,6% au T1) et l'accélération de l'inflation (4,9% en g.a. en décembre contre de 2% au T1) sont des freins puissants. L'envolée des prix des produits alimentaires (+6,7% en g.a. en décembre) a conduit le gouvernement à introduire un contrôle ciblé des prix. L'assouplissement de la politique monétaire jusqu'à l'été et les mesures de subvention des taux de crédit pour les ménages ont surtout permis de relancer le crédit hypothécaire.

Malgré les incitations en faveur de l'investissement dans le logement, l'investissement total est resté déprimé jusqu'au T3, conséquence du climat d'incertitude et de la baisse des exportations. Gazprom a ainsi réduit de 18% ses investissements en 2020.

Les indices PMI indiquent cependant un regain de confiance dans le secteur manufacturier et les exportations hors hydrocarbures (un peu plus de la moitié des exportations totales) ont réaccélééré en septembre-octobre. Si la consommation des ménages résiste, l'investissement pourrait contribuer de nouveau à la croissance, donnant plus d'assise à la reprise. On attend d'ailleurs une amélioration pour les industries extractives avec notamment une hausse programmée, bien que modeste, de la production de pétrole à partir de février-mars (+0,13 mbj soit une hausse de 1,4% par rapport au niveau actuel).

La reprise restera toutefois contrainte par l'absence de nouvelle marge de manœuvre des autorités monétaires en raison des pressions inflationnistes (le taux directeur de la banque centrale (BCR) est resté inchangé à 4,25% depuis juillet) et une politique budgétaire prudente.

## IMPACT LIMITÉ SUR LES COMPTES PUBLICS ET EXTÉRIEURS

La dégradation des finances publiques aura été relativement limitée en 2020. Certes, soutien budgétaire oblige, le déficit du budget de l'État central devrait s'élever à 4% du PIB (en cumul sur 12 mois, il n'était que de 3,6% en novembre) alors qu'il affichait un surplus en 2018 et 2019. De plus, le budget a bénéficié d'un transfert de la BCR de 1,1% du PIB. Mais les recettes ont bien résisté. En conséquence, la dette publique rapportée au PIB restera comprise entre 15% et 20% fin 2020 (elle n'était que de 16% en septembre) malgré la forte dépréciation du rouble (la part de la dette souveraine en devise est encore de 17%). Pour 2021, le gouvernement s'est donné un peu plus de marge de manœuvre en matière de dépenses afin de ne pas freiner la reprise mais, en même temps, les ponctions règlementées sur le fonds souverain (National Wealth Fund) seront limitées (à 1% du PIB), même en cas de rechute des prix du pétrole. Fin octobre, les actifs du NWF étaient valorisés à USD 177 mds (11,5% du PIB) contre USD 125 mds fin 2019.

Les comptes extérieurs courants et financiers portent la trace de la baisse des prix du pétrole et des sorties d'investissements de portefeuille des non-résidents. D'après les estimations de la BCR sur janvier-novembre, l'excédent courant a été réduit de plus de moitié par rapport à la même période de 2019 et le déficit des transactions financières du secteur privé s'est creusé de près de 80%. Pour autant, les réserves de change se sont consolidées. De plus, point positif, une partie des sorties de capitaux s'explique par le désendettement extérieur du secteur privé non financier et des banques (respectivement USD -12,8 mds et USD -4 mds entre fin 2019 et septembre 2020).

En fait, c'est le rouble qui a fait office de variable d'ajustement avec une dépréciation de 17% entre fin décembre et avril et une difficile stabilisation depuis. D'un côté, la monnaie russe est de nouveau fortement corrélée avec les prix du pétrole malgré les interventions à la vente de dollars de la BCR jusqu'à la mi-janvier. Par conséquent, le redressement des prix du pétrole, s'il se poursuit, devrait soutenir le rouble. Toutefois, la banque centrale a repris ses achats de dollars à partir du 15 janvier. D'autres facteurs plus structurels comme la révision des accords fiscaux avec les centres offshore (notamment Chypre) ou la diversification de l'épargne financière des ménages aisés pour des supports libellés en devises pourraient également limiter le potentiel de réappréciation.

## RISQUE DE CRÉDIT GÉRABLE POUR LE SYSTÈME BANCAIRE

D'après la BCR, la dette des entreprises a augmenté de 9,3 points de PIB depuis le début de la crise en raison de la récession et l'effet mécanique de la dépréciation du rouble. À 62,6% du PIB, elle reste inférieure à son pic de la fin 2015 (70,8%). Les entreprises du secteur des services et les PME sont évidemment les plus affectées (notamment le transport aérien mais qui bénéficie du soutien de l'État). Les secteurs du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration représentent cependant une faible part de l'ensemble des crédits bancaires (1,1%). Les quotas de production et la baisse des prix du pétrole ont fragilisé le secteur des hydrocarbures mais le fardeau de la dette est resté modéré et la situation financière des entreprises du secteur est stable. La hausse des prix du pétrole et, plus marginalement, de la production devrait la consolider.

Malgré la récession, le taux de prêts en défaut (*loss loans*) et à risque (*problem loans*) est resté pratiquement inchangé entre mars et octobre (10,7%). Mais, dans le même temps, les banques ont restructuré RUB 6,6 trillions de prêts (environ 9% de l'ensemble des prêts) dont RUB 5 trillions sur le segment des grandes entreprises, 0,8 trillion sur les PME et 0,8 sur les ménages. Les prêts restructurés sont concentrés dans le secteur pétrolier et gazier (14%), la métallurgie (13%), l'immobilier commercial (12%) et les PME tous secteurs confondus (13%).

Les besoins en provisions supplémentaires dépendent de la classification des prêts restructurés avant leur restructuration. Pour l'instant, la BCR a permis aux banques de reporter ces besoins pour l'ensemble des prêts (y compris pour les prêts restructurés) jusqu'au 1<sup>er</sup> avril pour les prêts aux grandes entreprises et jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet pour les prêts aux PME et aux ménages.

En appliquant le taux de provisionnement moyen observé sur les prêts à risque (52%) et en supposant que ces derniers et ceux de la catégorie juste supérieure aient été restructurés, le besoin de provisionnement serait de RUB 1,6 trillion (soit 2,2% de l'ensemble des prêts)<sup>1</sup>. La charge de provisionnement va probablement continuer d'augmenter mais le rythme de progression des prêts restructurés s'est très sensiblement ralenti au S2 tant pour les entreprises que pour les ménages.

De plus, d'après la BCR, les banques disposent de réserves macro prudentielles qui représentent 9% de l'ensemble des prêts, donc largement suffisantes pour absorber les pertes.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

**François Faure**

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> L'estimation maximum étant de EUR 3,3 trillions si tous les prêts restructurés ne donnaient pas lieu à provisionnement auparavant.



# POLOGNE

19

## UNE ÉCONOMIE RÉSILIENTE

Le pays a connu une vague de contaminations à la Covid-19 plus sévère au 4<sup>e</sup> trimestre 2020 qu'au 2<sup>e</sup>. A contrario, la croissance du PIB a été nettement moins affectée, la production comme la demande (exportations et consommation des ménages) ayant bien résisté. La politique de relance des autorités, ainsi qu'une industrie dont la compétitivité a été peu touchée par la pandémie ont soutenu l'activité, tandis que l'excédent extérieur s'est fortement accru. Dans ce contexte, la faiblesse relative du zloty provient davantage d'une stratégie visant à soutenir la croissance que de fondamentaux dégradés. L'accord sur le budget européen fera de la Pologne l'un des principaux bénéficiaires du plan de relance, ce qui devrait constituer un soutien additionnel à la croissance.

## UNE 2<sup>E</sup> VAGUE DE CONTAMINATIONS PLUS FORTE

La courbe des infections à la Covid-19 et celle des décès se sont brutalement dégradées en octobre, avec près de 25 000 infections par jour, ce qui a conduit les autorités polonaises à décider d'un nouveau confinement dès novembre dernier.

Toutefois, ce confinement, qui a principalement affecté les commerces, n'a pas empêché la production manufacturière de poursuivre sa croissance au mois de novembre (5,1% en g.a.), désormais supérieure de 3% à son niveau d'avant-Covid. Cette performance a été principalement tirée par la production automobile et celle de l'ensemble des secteurs sous-traitants (plastiques, métaux, équipements électriques).

La dichotomie entre des services en sous-activité et une industrie en croissance devrait persister. En effet, la circulation du virus reste active et de nouvelles restrictions (la fermeture des écoles pour un mois notamment) ont été mises en œuvre en janvier 2021. De plus, la stratégie vaccinale se fera par étapes (les professions médicales seront les premières à en bénéficier) et n'augure pas d'une immunité collective avant, au mieux, la mi-2022 selon le calendrier établi, laissant anticiper une sous-activité des secteurs les plus exposés dans les prochains trimestres.

## UNE SURPERFORMANCE DE LA CROISSANCE AU 4E TRIMESTRE

Les indicateurs conjoncturels se sont révélés plutôt résilients. En termes de demande, les exportations semblent avoir été le premier soutien à la croissance au 4<sup>e</sup> trimestre (+9% en g.a. en septembre et en octobre), notamment grâce à la filière automobile. C'est une performance remarquable, puisque les exportations mondiales de marchandises hors Chine stagnaient dans le même temps. Cette bonne tenue s'explique notamment par l'attractivité de la Pologne pour les investisseurs étrangers ces dernières années, tant pour son potentiel à exporter que pour la taille de son marché domestique.

En conséquence, l'excédent courant a largement augmenté (4% du PIB en 2020). Le pays a traversé l'année 2020 sans à-coup particulier sur les flux de capitaux (avec même un maintien relatif des investissements directs étrangers) et a pu consolider ses réserves de change, facilitant la mise en œuvre d'une politique monétaire très accommodante.

La consommation des ménages se révèle très résiliente. Elle s'est stabilisée en octobre et novembre à un niveau proche de celui de septembre, malgré la fermeture de certains commerces. La Pologne devrait être l'un des rares pays à avoir connu au 4<sup>e</sup> trimestre 2020 un niveau de consommation supérieur à l'avant-Covid. L'enquête de la Commission européenne sur l'opportunité de réaliser des achats importants montre d'ailleurs que les ménages polonais ont l'intention de dépenser davantage que ceux de la plupart des autres pays de l'UE.

### PRÉVISIONS

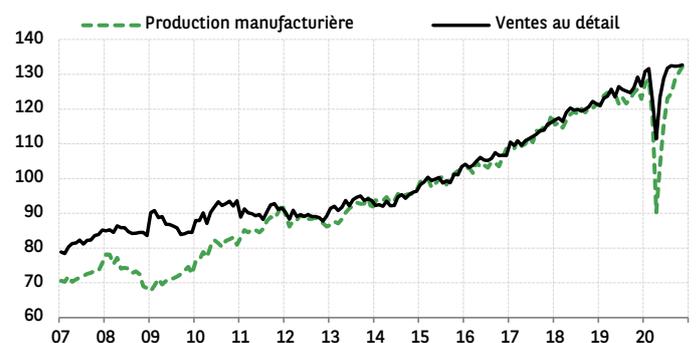
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	4.1	-3.3	4.9	4.3
Inflation moyenne (IPC, %)	2.4	3.4	2.4	2.7
Solde budgétaire / PIB (%)	-0.7	-9.0	-5.0	-2.8
Dettes publique / PIB (%)	46.0	58.0	60.0	58.0
Solde courant / PIB (%)	0.5	4.0	2.1	1.5
Dettes extérieure / PIB (%)	59.4	56.8	50.0	46.0
Réserves de change, mds EUR	114.5	127.1	133.3	137.0
Réserves de change, en mois d'imports	5.1	6.5	6.5	6.2
Taux de change EURPLN (fin d'année)	4.3	4.6	4.3	4.3

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### PRODUCTION MANUFACTURIÈRE ET VENTES AU DÉTAIL (NIVEAUX)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

La relative bonne tenue du marché du travail est un soutien majeur à la demande des ménages, avec un taux de chômage qui est resté contenu (6,1%, contre 5,4% avant la Covid) et une progression des salaires. Les coûts salariaux unitaires ont par conséquent affiché une forte hausse au 2<sup>e</sup> trimestre (+10% en g.a.) qui s'est depuis atténuée mais reste significative (+5,4% au 3<sup>e</sup> trimestre). Les coûts des transports et de la logistique ont par la suite augmenté du fait de la pandémie. Le niveau record de l'indice correspondant au prix des intrants dans le PMI manufacturier de décembre témoigne de fortes tensions sur les coûts. Le cours relativement bas du pétrole depuis mars dernier les compense en partie.



## LE POLICY MIX PEUT ET DEVRAIT RESTER ACCOMMODANT

La Pologne est entrée dans la crise de la Covid-19 avec un niveau de dette publique modéré (46% du PIB en 2019). Celui-ci permettra de maintenir un effort de soutien à l'économie à court terme, qui devrait toutefois être moindre que ce qui a été mis en œuvre au printemps 2020. La différence s'explique par des conséquences plus modestes de la vague épidémique sur l'activité à l'automne 2020 qu'au printemps (notamment grâce aux usines restées ouvertes). Le premier plan de soutien à l'économie avait compris des mesures strictement budgétaires, équivalentes à 4,5 points de PIB, et un cumul de près de 7 points de prêts subventionnés ou garantis octroyés par le fonds de développement polonais, ainsi que par la banque publique BGK. Tout cela a porté la dette publique à 58% du PIB en 2020.

Les mesures complémentaires mises en œuvre à partir de décembre totalisent un montant proche de 1,5% du PIB et se limitent aux secteurs les plus affectés par le confinement, comme par exemple le transport. Il s'agit d'exemptions de charges, de prêts subventionnés et de compensations liés à la sous-activité (chômage partiel, aides aux ménages ayant perdu leur emploi). Ce coût plus limité pour les finances publiques, ainsi qu'une croissance nominale du PIB positive devraient permettre de contenir l'augmentation de la dette publique à 60% du PIB en 2021.

De plus, la mise en œuvre du plan de relance européen promet le décaissement de près de EUR 19 mds sur 2021-2022 (dans la partie subventions), selon l'hypothèse retenue par la Commission européenne. La clause dite de « *rule of law* » n'est pas applicable tant que la Cour de justice européenne (CJEU) n'a pas statué sur un recours de la Hongrie et de la Pologne. Compte tenu des délais de traitement habituels de la Cour, cela ne devrait pas perturber les premiers décaissements.

La banque centrale (NBP) ne prévoit pas de nouveau programme d'achat de dette publique. Le premier a permis d'acquiescer l'équivalent de 4,7% du PIB (soit plus de 15% de l'actif de la banque centrale), et de diminuer le taux à 10 ans de plus de 2% avant la crise sanitaire à 1,25% début 2021. En parallèle, la banque centrale n'a plus touché à ses taux directeurs depuis les assouplissements du printemps 2020 (qui ont conduit le taux principal à 0,1%). Toutefois, un biais à l'assouplissement persiste, avec un objectif implicite de maintenir le zloty au niveau relativement bas atteint actuellement (4,6 PLN par EUR), nonobstant l'ampleur de l'excédent courant qui aurait pu justifier une appréciation.

## LE RISQUE DE CRÉDIT RESTE CONTENU, MAIS DEVRAIT CROÎTRE DE FAÇON MAÎTRISABLE

La croissance du crédit bancaire au secteur privé non financier a largement diminué depuis le début de la pandémie de Covid-19. Ces crédits représentent 50,7% du PIB. La croissance des prêts délivrés au secteur privé (pour près de 7 points de PIB) provient d'institutions financières étatiques (fonds de développement polonais, BGK) et n'a donc pas aggravé l'exposition du secteur bancaire.

Un premier moratoire de 6 mois sur les remboursements des prêts aux banques a été mis en œuvre à partir de mars 2020 et a pris fin en septembre. À la fin du 1<sup>er</sup> semestre, 12,3% des prêts aux entreprises et 8,4% aux ménages étaient éligibles selon la NBP, cette éligibilité dépendant d'un examen au cas par cas par les banques. Ces proportions ont nettement baissé par la suite, notamment pour les ménages, dont la crainte d'une recrudescence du chômage a fortement baissé.

TAUX À 10 ANS (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

Un nouveau moratoire a été introduit mi-décembre 2020, mais il ne concerne que les entreprises. Il est limité à 3 mois pour les entreprises ayant déjà bénéficié du premier moratoire, à 6 mois pour les autres.

Par nature, la part des prêts remboursés avec retard n'a pas évolué (5,7% des prêts remboursés avec un retard supérieur à 30 jours), malgré des difficultés plus fortes dans les secteurs les plus pénalisés par la pandémie. La hausse du risque de crédit s'est matérialisée au travers de l'accroissement de la part des prêts sous observation (de 8 à 13% pour les prêts aux entreprises), pour lesquels un provisionnement est nécessaire, ce qui affecte mécaniquement la rentabilité des banques. Le ROA (*return on assets*) a ainsi diminué de 0,7% fin 2019 à 0,45% à la fin du premier semestre 2020. Le sujet de la restructuration des prêts anciennement accordés en francs suisses (CHF) aux ménages a également contribué à cette baisse de la rentabilité. En effet, la CJEU a statué en faveur d'une annulation, ce qui a conduit les banques à provisionner à hauteur de 15% de leur profit annuel.

Nonobstant ces éléments, les banques restent bien capitalisées (le ratio CET1 est à 16,9%) et devraient pouvoir faire face au risque de hausse du ratio de créances douteuses (qui reste contenu à 3,8% pour le moment).

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

**Stéphane COLLIAC**

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)



# RÉPUBLIQUE TCHÈQUE

21

## UNE MULTIPLICITÉ DE CHOCS PÈSE SUR LA CROISSANCE

La croissance tchèque a enregistré des évolutions particulièrement marquées au cours de l'année 2020, amplifiées par le poids du commerce extérieur dans le PIB et par la brutalité de la 2<sup>e</sup> vague de Covid-19 à l'automne. Le rebond de l'activité au 3<sup>e</sup> trimestre s'est avéré solide. La production dans l'industrie et les exportations ont notamment affiché une bonne performance, favorisée par un taux de change stable (et des réserves de change élevées). En outre, le gouvernement, aidé par un endettement très modéré, a pu mettre en œuvre un soutien rapide et conséquent à l'économie. Toutefois, le repli de la consommation au mois de novembre souligne la vulnérabilité de la croissance à la pandémie.

## UNE 2<sup>E</sup> VAGUE DE COVID-19 PARMIS LES PLUS SÉVÈRES

La République tchèque a été parmi les premiers pays européens touchés (dès début octobre) et le plus sévèrement (75 000 cas actifs par million d'habitants) par la 2<sup>e</sup> vague de Covid-19. De nouvelles mesures de confinement ont été mises en œuvre, toutefois moins conséquentes qu'au printemps 2020 puisque l'industrie a continué à fonctionner.

Après une légère amélioration, la courbe des infections s'est de nouveau dégradée au tournant de l'année 2021, ce qui augure du maintien de restrictions de circulation et d'accès aux lieux accueillant du public (comme en témoigne la nouvelle fermeture des restaurants à partir du 18 décembre, alors qu'ils avaient rouvert le 3 décembre). Un plan de vaccination a été annoncé. Il prévoit que les professionnels de santé traitant les patients infectés et les personnes de plus de 80 ans soient vaccinés d'ici à fin mars. Puis, toutes les autres personnes pourront s'inscrire pour être vaccinées et le seront dans l'ordre de leur profil de risque.

La stratégie de confinement tchèque est relativement flexible. Elle est destinée à limiter les contacts entre les personnes tout en maintenant le fonctionnement de l'économie. Elle comprend plusieurs niveaux d'alerte permettant de réviser régulièrement la sévérité des restrictions imposées, ce qui a jusqu'ici limité la liste des activités fermées de manière permanente. Toutefois, l'ampleur de la 3<sup>e</sup> vague en cours suggère que ces limitations seront conséquentes au 1<sup>er</sup> trimestre.

## DE NOUVEAUX CHOCS À ATTENDRE EN 2021

L'activité dans l'industrie a donc pu continuer à croître au 4<sup>e</sup> trimestre, le secteur voyant même son PMI manufacturier augmenter à 57 en décembre 2020, soit son plus haut niveau depuis début 2018. Le poids conséquent du secteur automobile a été un élément plutôt positif, puisque ce secteur a vu tant sa production que ses carnets de commande augmenter. Cela tranche nettement avec la situation du printemps 2020, où les usines avaient dû fermer leurs portes. Ainsi, la production manufacturière était en novembre 2020 proche de son niveau d'avant-Covid (+3% pour la production automobile).

La croissance des exportations est l'un des moteurs de cette performance : elles ont augmenté de 5% en g.a. en octobre et même de 9,5% en novembre. A contrario, la consommation des ménages paraît avoir été davantage affectée par la résurgence du risque sanitaire, avec une baisse des ventes au détail de 1,9% (mois sur mois) en octobre et de 5,6% en novembre. En conséquence, alors que la consommation avait retrouvé son niveau d'avant-Covid en août, elle est désormais de 8% inférieure, soulignant une baisse très probable du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre, sous l'effet de la résurgence du risque sanitaire.

### PRÉVISIONS

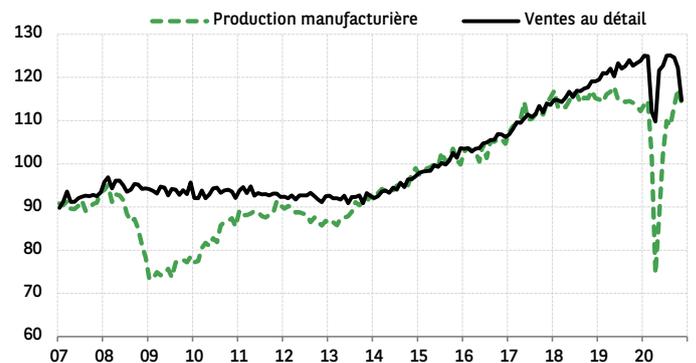
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle (%)	2.4	-6.5	4.5	4.4
Inflation moyenne (IPC, %)	2.8	3.2	2.5	2.4
Solde budgétaire / PIB (%)	0.3	-7.5	-6.5	-3.1
Dettes publique / PIB (%)	30.2	40.0	42.0	41.5
Solde courant / PIB (%)	0.0	1.4	0.5	0.6
Dettes extérieure / PIB (%)	77.3	78.3	68.5	64.4
Réserves de change, mds EUR	113.0	132.0	138.0	142.0
Réserves de change, en mois d'imports	10.3	11.4	11.0	10.9
Taux de change EURCZK (fin d'année)	25.4	26.3	26.3	26.3

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### PRODUCTION MANUFACTURIÈRE ET VENTES AU DÉTAIL (NIVEAUX)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

Un élément notable est que l'industrie tchèque a vu les tensions sur les coûts se renforcer en fin d'année 2020, un phénomène inhérent au retard de livraison des fournisseurs dû aux restrictions de transport, mais également lié à une forte utilisation des capacités de production. Cela s'ajoute à la hausse du coût salarial unitaire déjà absorbée au premier semestre (+9,5% en g.a. au 2<sup>e</sup> trimestre), liée à la fermeture des usines et au fait que le chômage partiel n'a pas totalement compensé la perte d'activité.



Le profil de croissance heurté de 2020 devrait se poursuivre en 2021 avec néanmoins des variations moins extrêmes. Cela devrait retarder le retour au PIB d'avant-Covid, avec une croissance qui devrait être de 4,5% en 2021 (après -6,5% en 2020). La perspective d'une pénurie mondiale de semi-conducteurs dans l'industrie automobile début 2021 devrait également pénaliser la croissance.

## LES MARGES DE MANŒVRE DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE RESTENT CONSÉQUENTES

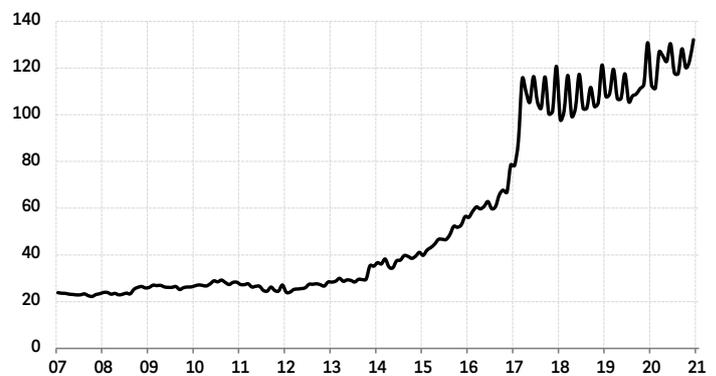
La République tchèque fait partie des pays européens avec un niveau de dette publique particulièrement faible (30,2% du PIB en 2019). En 2020, le jeu des stabilisateurs automatiques et la mise en œuvre d'un plan de relance à hauteur de 5,5 points de PIB n'ont pas remis en cause cette situation, avec une dette encore largement inférieure au seuil des 60% (40% fin 2020).

Le plan de relance s'est focalisé en premier lieu sur l'emploi, au travers de deux mécanismes, l'un fondé sur le paiement des salaires des employés en chômage partiel (prolongé jusqu'à fin février 2021), l'autre (au 3<sup>e</sup> trimestre 2020) sur la suspension du paiement des cotisations sociales des PME. D'autres mesures ont été mises en œuvre, telles que la baisse de la TVA sur les secteurs les plus impactés par la Covid-19 ou un mécanisme de suramortissement sur les investissements effectués en 2020 et 2021 (permettant d'anticiper la dépréciation des actifs et donc de réduire le résultat net et l'impôt sur les sociétés). Le plan de relance européen devrait aider au financement de ces efforts de soutien de l'activité, le décaissement initial devant atteindre EUR 3,3 mds. Par ailleurs, le gouvernement a octroyé pour près de 9 points de PIB de garanties potentielles sur des prêts du secteur privé en 2020 (programme qui sera prorogé en 2021), tandis que la période pendant laquelle cette garantie prévaudra a été prorogée jusqu'en avril 2026.

Eu égard au niveau relativement limité de la dette publique, la banque centrale n'a pas eu à introduire de programme d'achat de dette publique, sans que cela ne se traduise par une tension sur le rendement des obligations souveraines. Ainsi, le taux à 10 ans reste aux alentours de 1,25% début 2021, légèrement en deçà des niveaux d'avant-Covid. Le stimulus monétaire s'est donc concentré sur des mesures conventionnelles, avec des baisses du taux directeur au printemps 2020 (de 2,25% à 0,25%). L'autre pilier de la stratégie de la banque centrale a consisté en un relâchement des ratios macroprudentiels visant à soutenir le crédit (hausse du *loan to value ratio*, suppression du *debt to income ratio* pour les ménages).

Les indicateurs de dette (publique ou externe) et de liquidité (réserves de change) se sont maintenus à des niveaux confortables malgré la crise en 2020, ce qui a permis de limiter les tensions financières. L'accroissement de l'excédent courant et la poursuite des entrées nettes de capitaux ont ainsi soutenu les réserves de change. La baisse du ratio de dette externe, interrompue en 2020 par la baisse du PIB nominal, devrait reprendre à partir de 2021. Tout cela milite pour une stabilité du taux de change de la couronne au regard de l'euro.

### RÉSERVES DE CHANGE (MILLIARDS D'EUROS)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

## DES BANQUES BIEN CAPITALISÉES AU REGARD DE LA MONTÉE PRÉVISIBLE DU RISQUE DE CRÉDIT

La croissance des prêts du secteur bancaire aux ménages s'est maintenue en 2020 à un rythme de 6% proche de celui observé en 2019, tandis que la croissance des prêts aux entreprises a ralenti à 3% (avec une stagnation relative à partir du mois de mai).

Les autorités tchèques ont accordé un moratoire de 6 mois sur les remboursements des prêts concédés au secteur privé (la mesure a pris fin en octobre 2020). Au final, près de 16% des prêts aux entreprises non financières en ont bénéficié, contre 15% des prêts aux ménages. Les autorités n'ont pas adopté de nouveau moratoire pour le moment, eu égard à l'ampleur des moratoires déjà accordés en 2020.

Les banques ont estimé qu'une partie des prêts ayant bénéficié de ce moratoire deviendrait des créances douteuses dans les prochains mois, avec un impact de 2 points de pourcentage sur le ratio des créances douteuses, qui s'élevait à 2,7% du volume total des prêts à fin septembre 2020. Le risque le plus élevé concernerait les entreprises non financières, pour lesquelles la banque centrale anticipe un ratio de 8,7% de créances douteuses à fin 2021. Par ailleurs, selon la banque centrale, les ménages ayant utilisé le moratoire tendaient à avoir les niveaux de dette et de ratio de service sur la dette sur revenu parmi les plus élevés. La hausse attendue des risques de crédit a engendré un accroissement du provisionnement et une chute de la rentabilité (ROA) de 1,2% fin 2019 à 0,6% au 3<sup>e</sup> trimestre 2020.

En parallèle, le niveau de fonds propres des banques s'est encore accru, avec un ratio CET1 qui atteint 20,7% au 3<sup>e</sup> trimestre 2020, témoignant de solides ressources pour amortir le choc.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

**Stéphane COLLIAC**

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)



## ÉTHIOPIE

23

## UN ÉLAN BRISÉ

Le pays devrait enregistrer son taux de croissance du PIB le plus faible depuis 2003. Même si le coronavirus a relativement épargné la population, la conjoncture économique s'est considérablement dégradée : le pays subit à la fois un choc domestique et une baisse des revenus extérieurs qui exerce une pression sur les réserves de change, déjà structurellement faibles. L'aide financière des bailleurs de fonds internationaux limite à court terme le risque de liquidité mais le contexte actuel souligne largement la nécessité de réformes. En parallèle, subsiste un risque politique accru avec l'émergence de tensions socio-politiques dont les enjeux sont significatifs pour la stabilité politique et économique du pays.

## INTERRUPTION DU DYNAMISME ÉCONOMIQUE

La crise de la Covid-19 est venue interrompre une croissance dynamique, de l'ordre de +10% en moyenne chaque année sur la période 2004/2019. Le modèle de croissance, qui repose sur des investissements publics de grande échelle financés par des emprunts, a néanmoins atteint certaines limites et nourrit des déséquilibres importants. Le choc actuel souligne ces vulnérabilités et la nécessité d'accélérer les réformes visant à s'appuyer sur les investissements directs étrangers (IDE), à travers une libéralisation de l'économie. En 2020, la croissance resterait positive mais devrait atteindre son plus bas niveau depuis 2003.

La crise économique se manifeste par un choc à la fois intérieur et extérieur. L'agriculture, qui représente 80% des revenus d'exportations et près de 40% du PIB, est particulièrement affectée par une chute importante des récoltes causée par l'invasion de criquets pèlerins, les conflits au nord du pays et une baisse de la demande. La chute de la demande extérieure et les perturbations dans les chaînes de valeur mondiales ont, par ailleurs, des répercussions majeures sur les exportations de services.

En parallèle, l'inflation a bondi et atteindrait 20% sur l'année 2020. Les mesures fiscales et monétaires de soutien à l'économie, qui ont contribué à la hausse des prix, devraient néanmoins s'estomper dans les mois à venir. En 2021, l'activité économique devrait continuer à ralentir pour atteindre une croissance nulle selon les dernières estimations. La hausse des prix devrait aussi s'atténuer mais rester à un niveau élevé (inflation de 11,5% attendue en 2021). La banque centrale devrait, en effet, continuer d'injecter des montants importants dans l'économie en participant au financement du déficit du gouvernement.

## RÉSURGENCE DES TENSIONS POLITIQUES ET DES CONFLITS

La dégradation des perspectives économiques s'accompagne, par ailleurs, d'une importante détérioration du contexte politique. Ce dernier est marqué par une résurgence des conflits ethniques et rappelle la situation fragile du pays. Avec l'adoption d'une nouvelle constitution en 2010 et l'accord de paix signé avec l'Érythrée en décembre 2018, le contexte socio-politique du pays a connu une certaine période de stabilisation. L'arrivée au pouvoir du Premier ministre Abiy Ahmed en avril 2018 a notamment permis d'amorcer certains progrès de gouvernance.

Néanmoins, depuis quelques mois, on constate une dégradation de l'environnement sociopolitique marqué par un mécontentement croissant envers le gouvernement. Ce dernier a, en effet, suscité d'importantes critiques suite à l'arrestation d'éminents dirigeants de l'opposition, l'instauration d'une loi interdisant l'opposition parmi les

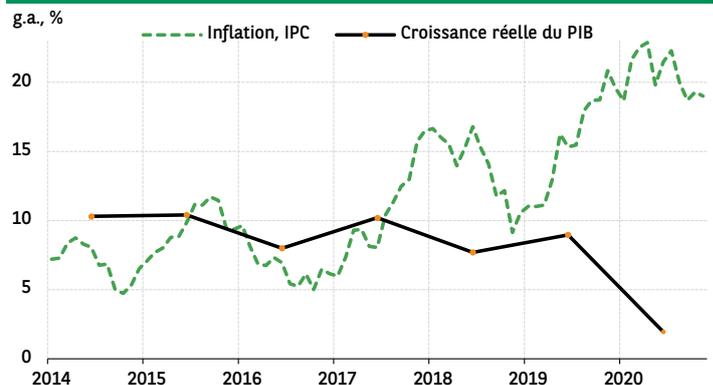
	PRÉVISIONS			
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	9.0	1.9	0.0	8.9
Inflation, IPC, var. annuelle, %	15.8	20.2	11.5	8.0
Solde budgétaire, % du PIB	-2.5	-3.5	-3.1	-1.1
Dette publique, % du PIB	56.9	56.6	55.8	56.9
Balance courante, % du PIB	-5.1	-5.2	-4.6	-3.4
Dette externe, % du PIB	31.1	32.2	34.4	35.8
Réserves de change, mds USD	3.4	3.1	4.7	6.8
Réserves de change, en mois d'imports	2.4	2.1	2.7	3.3
Taux de change USDET/B (fin d'année)	32.0	33.9	35.1	37.0

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## RALENTISSEMENT INÉDIT ET INFLATION GALOPANTE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, OFFICE CENTRAL DE STATISTIQUE, BNP PARIBAS

fonctionnaires, ou encore l'augmentation du pouvoir exécutif dans le contexte d'état d'urgence. Les soulèvements et les manifestations, ainsi que les tensions au sein du gouvernement de coalition, ont témoigné de cette frustration, par ailleurs exacerbée par les difficultés économiques, les restrictions sanitaires et le report des élections générales. Ce report (les élections générales étaient prévues en août) et l'extension des mandats électoraux ont particulièrement cristallisé les tensions. À cet égard, la détérioration de la situation dans la région du Tigré, au nord du pays, est préoccupante. Les autorités locales (Front



de libération du peuple du Tigré, TPLF) ont décidé de défer le report des élections générales en organisant des scrutins en septembre. Cela a exacerbé les hostilités entre les autorités régionales et fédérales qui ont abouti au déploiement de forces armées et à des confrontations. Ces affrontements font courir le risque de conflits dans l'ensemble du pays, avec l'émergence de revendications ethniques dans d'autres régions. Outre les conséquences locales, le conflit est aussi susceptible d'avoir des répercussions régionales étant donné le rôle majeur que joue l'Éthiopie en matière de sécurité dans la région.

Ces tensions viennent par ailleurs s'ajouter aux désaccords diplomatiques observés avec le Soudan et l'Égypte concernant la finalisation du grand barrage de la renaissance éthiopienne (GERD). En effet, l'Égypte et le Soudan accusent Addis-Abeba de menacer leur approvisionnement en eau, déjà irrégulier car exposé aux aléas climatiques. Des pourparlers sont toujours en cours sur la question du remplissage du barrage et sont susceptibles de retarder l'aboutissement du projet prévu en 2023.

Actuellement, ces éléments entament l'optimisme quant aux progrès vers une réelle transition économique. Le contexte est en effet susceptible de ralentir certaines réformes. L'accroissement des tensions pourrait aussi amener certains investissements et projets de privatisation à être reportés, en raison de craintes de la part des investisseurs étrangers.

## UNE PRESSION ACCRUE SUR LES FINANCES EXTÉRIEURES

Le report des investissements étrangers pourrait être particulièrement dommageable à l'économie éthiopienne. En effet, le pays souffre d'un manque structurel de devises, qui constitue sa principale source de vulnérabilité. La base d'exportation, faible et volatile, est largement pénalisée par la surévaluation du taux de change et s'est accompagnée d'une demande croissante d'importations ces dernières années. Ainsi, les revenus en devises se sont réduits et le risque de liquidité s'est accru.

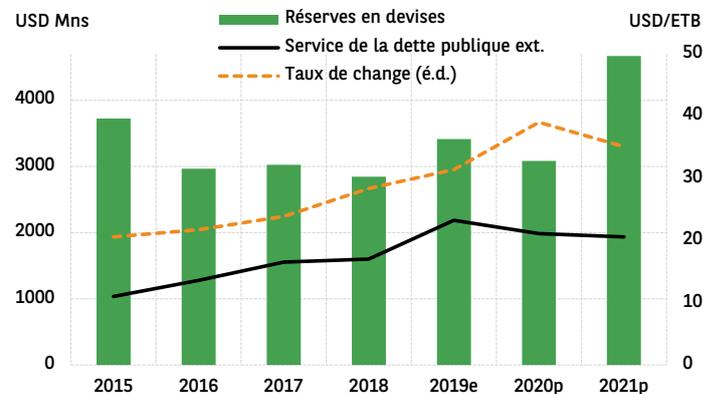
Dans la situation actuelle, les niveaux demeurent insuffisants pour permettre aux autorités un ajustement face au choc. Avec la crise, le déficit du compte courant devrait continuer d'enregistrer des niveaux de l'ordre de -5% du PIB. En effet, malgré une baisse des importations de biens et services et une amélioration des termes de l'échange (grâce notamment à la baisse du cours du pétrole), les exportations ne devraient couvrir que 18% des importations sur l'année 2020. Aussi, les exportations de services devraient fortement se contracter (-24% attendu en 2020) étant donné la baisse des revenus du tourisme qui représentent le principal poste.

Une détérioration de la balance des capitaux est attendue en 2020 en raison, en outre, de l'aversion au risque des investisseurs et du manque d'entrées de capitaux étrangers. Les IDE nets connaissent en effet une diminution et ne devraient couvrir que 40% du déficit du compte courant en 2020 (contre plus de 60% en moyenne en 2015/2019).

Le besoin de financement est estimé à USD 6,2 milliards en 2020. L'initiative de suspension du service de la dette dont le pays bénéficie (non pris en compte dans cette donnée) permettrait de réduire partiellement ce montant ainsi que le besoin de financement pour 2021. Néanmoins, le très faible niveau des réserves, estimé à 2 mois d'importations, laisse peu de marge de manœuvre aux autorités.

Malgré les efforts initiés pour développer la base à l'exportation à court terme, les importations devraient croître plus rapidement que les exportations et donc creuser le déficit de la balance commerciale.

### UN FAIBLE NIVEAU DE LIQUIDITÉ LIÉ AU RÉGIME DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE NATIONALE D'ETHIOPIE, FMI, BNP PARIBAS

Le stock total de dette extérieure est estimé à 30% du PIB en 2020 (60% détenu par le gouvernement central). Bien que son niveau demeure limité, son coût devient de plus en plus important. La charge de la dette extérieure devrait atteindre un tiers des exportations, ce qui constitue un niveau d'alerte. La surévaluation de la devise locale limite l'ajustement face au choc. La persistance des déficits courants, les faibles réserves de change et l'augmentation des remboursements de la dette extérieure présentent donc un risque pour la solvabilité de la dette extérieure.

Heureusement, les accords de reprofilage de la dette, dernièrement conclus avec la Chine, et l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD) par le Club de Paris permettent à court terme d'atténuer les pressions financières. Les lignes de liquidités d'urgence fournies par le FMI et la Banque mondiale représentent également une aide non négligeable. Néanmoins, étant donnée la part importante de la dette détenue par des créanciers non officiels et obligataires, le risque souverain en devises étrangères reste très élevé car la dette extérieure atteint plus de la moitié (59% du total) de la dette publique totale et son service représente près de 65% des réserves en 2020. Les remboursements de la dette extérieure publique devraient augmenter au cours des prochaines années en raison du refinancement de l'euro-obligation (USD 1 milliard) arrivant à échéance en 2024.

Le programme du FMI conclu fin 2019 est donc déterminant pour renforcer la solvabilité du pays et amorcer les réformes structurelles nécessaires pour assurer l'attractivité de l'économie et donc la soutenabilité de la dette. L'ajustement du taux de change figure notamment parmi les mesures-clefs à court terme. Néanmoins, une telle réforme implique une dégradation de la balance commerciale, un risque inflationniste et un alourdissement du fardeau de la dette. Le pays est financièrement soutenu mais reste sur une ligne de crête.

Achévé de rédiger le 11 janvier 2021

**Perrine GUERIN**

[perrine.guerin@bnpparibas.com](mailto:perrine.guerin@bnpparibas.com)



## TUNISIE

25

## UNE NOUVELLE ANNÉE À HAUT RISQUE

Avec une contraction de 8,5% du PIB en 2020, l'économie tunisienne a été l'une des plus sévèrement touchées de la région. Les perspectives de reprise sont très incertaines. L'économie est de nouveau menacée par la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 et le gouvernement ne dispose pas des mêmes marges de manœuvre qu'en 2020. L'envolée du déficit budgétaire et de la dette publique à des niveaux inquiétants appelle une difficile consolidation des finances publiques. Les réserves de change sont restées stables mais la vulnérabilité extérieure s'accroît. Le choc de la pandémie a aggravé une détérioration tendancielle des fondamentaux. Ses conséquences pourraient être durables.

Depuis un peu plus d'un an, la Tunisie fait face à une triple crise : politique, sanitaire et économique. Depuis les élections législatives d'octobre 2019, le pays a déjà connu trois Premiers ministres. Le cabinet en place depuis le 2 septembre 2020 seulement vient d'être largement remanié et doit désormais recevoir l'aval du Parlement. Sa capacité à gouverner face à une classe politique morcelée reste à démontrer. Il y a pourtant urgence à agir. La pandémie a aggravé dangereusement les grands équilibres macroéconomiques déjà très fragiles. Un accord de financement triennal avec le Fonds monétaire international apparaît désormais indispensable mais la paralysie politique a retardé sa signature qui pourrait intervenir au T1. Les incertitudes demeurent néanmoins fortes alors que le précédent plan signé en 2017 n'était pas arrivé à son terme et avait dû être remplacé par une assistance financière d'urgence lorsque la crise de la Covid a éclaté.

## FINANCES PUBLIQUES : PRESSION ACCRUE

La dérive des finances publiques est inquiétante. Initialement attendu à 3% du PIB, le déficit budgétaire hors dons devrait au final atteindre plus de 12% du PIB en 2020. Environ deux tiers du choc a résulté de la contraction des ressources budgétaires (5,5% du PIB), tandis que les dépenses ont augmenté en grande partie du fait du remboursement d'arriérés de l'État à des entreprises publiques et d'un nouveau gonflement de la masse salariale des employés de la fonction publique (+15% par rapport à 2019), déjà en hausse structurelle depuis plusieurs années. Elle a absorbé 67% des ressources budgétaires en 2020 et l'objectif de maintenir sa croissance en deçà de 5% pour 2021 risque d'être difficile à tenir au regard de la forte pression sociale. D'autres facteurs vont continuer de peser sur l'exécution budgétaire en 2021, à commencer par les effets persistants de la récession de 2020 sur les ressources fiscales. En outre, le gouvernement compte sur le retrait de plusieurs mesures de soutien, mises en place lors de la pandémie, pour ramener le déficit budgétaire à hauteur de 6-7% du PIB. Or, la situation est encore loin d'être stabilisée. Même sans dérapage, la couverture des besoins de financements sera compliquée.

En plus d'un déficit budgétaire élevé, l'État devra faire face à d'importantes tombées de dette (voir graphique 1). Le plan de financement table sur un montant total d'emprunts de plus de 16% du PIB, dont 70% d'origine externe, soit l'équivalent de 11,5% de PIB. C'est 4 points supérieur à la moyenne des 5 dernières années alors que la Tunisie ne bénéficie pas pour le moment de l'assistance du FMI sans laquelle il sera difficile de mobiliser l'appui des bailleurs de fonds (plus de la moitié des financements extérieurs depuis 2015), voire de retourner sur les marchés financiers internationaux. La contrainte de financement est également domestique. Pour la première fois, l'État a dû solliciter en 2020 la banque centrale pour financer directement une partie du déficit budgétaire. Si le montant est resté modeste (2,5%

## PRÉVISIONS

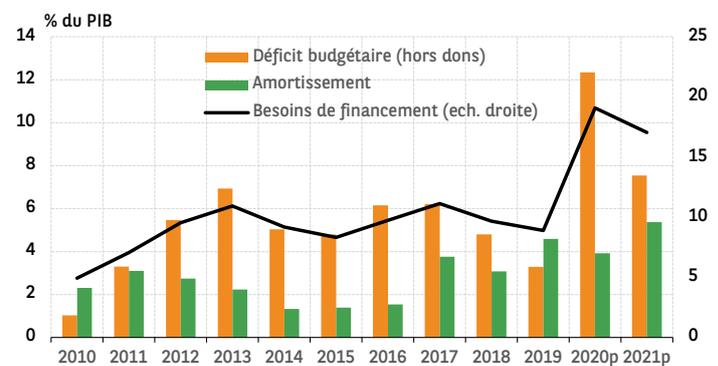
	2019	2020e	2021e	2022e
PIB réel, variation annuelle, %	1.0	-8.5	4.0	2.6
Inflation, IPC, var. annuelle, %	6.7	5.7	5.4	5.0
Solde budgétaire, % du PIB	-3.3	-12.3	-7.5	-5.6
Dette du gouv. central, % du PIB	72.5	88.6	93.0	95.0
Balance courante, % du PIB	-8.8	-7.2	-8.1	-7.4
Dette externe, % du PIB	97.1	106.8	109.6	113.6
Réserves de change, mds USD	7.4	8.0	8.2	8.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.8	4.8	4.4	3.9
Taux de change USDTND (fin d'année)	2.80	2.71	2.90	3.05

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## BESOIN DE FINANCEMENT DU GOUVERNEMENT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

du PIB), cette stratégie est difficilement reconvertible sous peine de fragiliser les gains récents en matière de stabilisation monétaire obtenus ces deux dernières années. Cela pourrait aussi constituer un point d'achoppement dans les négociations avec le FMI.

En outre, un recours accru au financement de marché aggraverait une dynamique d'endettement de plus en plus préoccupante. La dette du gouvernement est attendue à 93% du PIB cette année, soit 20 points de plus qu'en 2019. Malgré un stock de dette encore détenu à 45% par des créanciers officiels, le poids de la charge d'intérêts dans le



budget augmente rapidement. Elle a absorbé 15% des recettes du gouvernement en 2020, contre 10% en 2019, et elle ne peut que s'alourdir dans les années à venir. De plus, avec les deux tiers du stock de la dette libellés en devise étrangère, la trajectoire de la dette est également vulnérable au risque de change.

## COMPTES EXTÉRIEURS : UNE STABILITÉ PRÉCAIRE

Pour l'instant, la chute significative des importations, induite par la contraction de l'activité économique et la baisse des cours du pétrole, a permis d'absorber le choc externe. Malgré l'effondrement des recettes touristiques et, dans une moindre mesure, des exportations manufacturières, le déficit des comptes courants s'est résorbé, les réserves de changes se sont reconstituées et le dinar est resté stable face à l'euro, s'appréciant donc légèrement contre le dollar US. Avec des réserves de change de USD 8,2 mds pour un besoin de financement extérieur estimé à un peu plus de 6 mds en 2021 (dont 1 milliard d'Eurobond sur 2 tranches avec une garantie américaine), le risque d'un défaut imminent de l'État sur sa dette obligataire internationale est faible.

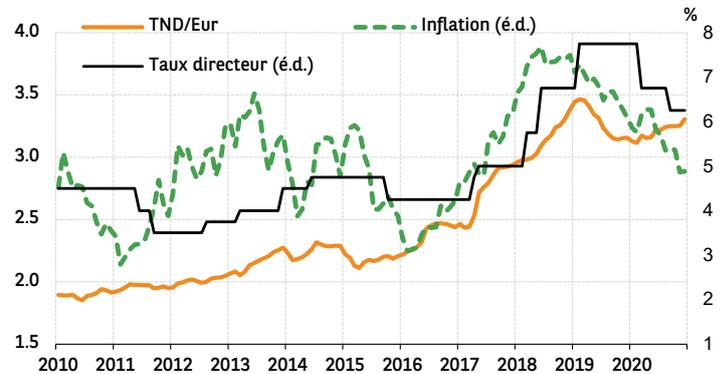
Néanmoins, l'équilibre reste fragile. Même en diminution par rapport à son niveau de pré-crise, le déficit des comptes courants demeure élevé (autour de 7-8% du PIB) alors que l'évolution de la pandémie continue de peser, directement ou indirectement, sur les principaux secteurs pourvoyeurs de devises. En outre, le rebond attendu de l'économie tunisienne, bien que timide, va générer une demande accrue d'importations. À cela s'ajoutent des pressions baissières sur les investissements directs étrangers qui ne devraient pas excéder 2% de PIB cette année, soit moins de 25% du déficit courant attendu. L'écart à combler reste donc significatif, ce qui pourrait se traduire par de nouvelles tensions sur les réserves de change et sur le dinar si l'assistance financière des bailleurs étaient insuffisantes. La persistance des déséquilibres extérieurs va aussi continuer d'alimenter l'endettement extérieur qui devrait s'approcher de 110% du PIB fin 2021, soit un niveau de moins en moins soutenable.

## CROISSANCE : DES EFFETS PROBABLEMENT DURABLES

La capacité de l'économie à se redresser est très incertaine. L'année 2020 avait déjà mal commencé avec une baisse du PIB de 2% en glissement annuel au T1. L'activité s'est violemment contractée de 21% au T2 sous l'effet combiné d'un confinement strict, de l'effondrement du secteur touristique et de la chute de la demande européenne (75% des exportations tunisiennes). Malgré une reprise au T3, en particulier du secteur manufacturier, la Tunisie a affiché une des plus sévères récessions de la région (-9,6% en moyenne sur les 9 premiers mois de l'année). De plus, l'économie est de nouveau menacée par la recrudescence de l'épidémie aussi bien localement (entre 1000 et 1500 cas quotidiens depuis la mi-octobre contre moins de 50 cas lors de la première vague) que chez les principaux partenaires commerciaux du pays. Des efforts importants ont été déployés pour sécuriser l'approvisionnement en vaccins, notamment grâce à l'initiative « Covax » de l'Organisation mondiale de la santé. Néanmoins, la campagne de vaccination ne devrait démarrer qu'au début du T2.

Face à cela, les marges de manœuvre sur le plan budgétaire sont inexistantes. Les dépenses en investissement programmées dans la loi de finances 2021 dépassent à peine 3% du PIB, soit plus de deux points de moins qu'en 2019, et il est à craindre qu'elles ne servent de variable d'ajustement en cas de tensions de trésorerie. À titre de comparaison,

### ENVIRONNEMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INS, BANQUE CENTRALE

la masse salariale des employés de la fonction publique est attendue à 16,6% du PIB cette année.

La politique monétaire est également contrainte. La baisse continue du taux d'inflation grâce à la bonne tenue du dinar a certes permis à la banque centrale de baisser son taux directeur de 150 points de base à 6,25% (voir graphique 2), mais l'approche reste prudente car les taux réels sont encore positifs. En outre, l'assouplissement monétaire n'améliore qu'à la marge la mauvaise santé du secteur bancaire. Avec un taux de créances non-performantes de 14% fin 2019 provisionnées à 55%, la qualité du portefeuille des banques était déjà dégradée avant la crise, en particulier au sein des banques publiques (un tiers du système). Le moratoire sur le remboursement des prêts a permis de contenir l'impact jusqu'à présent. Néanmoins, la pression sur le système bancaire va s'intensifier en raison de sa forte exposition aux secteurs les plus vulnérables (industries manufacturières : 23% des encours fin 2019 ; commerce : 16,7% ; tourisme : 4,8%).

Le rebond attendu de la croissance en 2021 (4% après une récession estimée à 8,5% en 2020) reste très hypothétique. Même s'il se confirme, le PIB réel resterait inférieur de 4,8% à son niveau de 2019. Le choc de l'épidémie risque d'être durable car il frappe une économie fragilisée par une décennie de croissance molle (1,6% en moyenne entre 2011 et 2019), conséquence d'un effort d'investissement privé tendanciellement en baisse (de 17,5% en moyenne sur la période 2000-2010 à 15,2% de 2011 à 2019) et de la dégradation de ses fondamentaux. En particulier, la nécessité de consolider les finances publiques va imposer de trouver de nouveaux relais de croissance pour résorber un chômage qui atteint désormais à 16,2%.

Achévé de rédiger le 18 janvier 2021

**Stéphane ALBY**

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE 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

+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)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

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



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

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



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

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

OU TWITTER

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



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

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change