

# ECO EMERGING



1<sup>er</sup> trimestre 2022

## ÉDITORIAL

### 2 Secousses ottomanes

Les pays émergents terminent l'année 2021 avec une détérioration de la balance perspectives/risques. Pour 2022, le ralentissement de la croissance sera plus important que prévu avec éventuellement un risque d'instabilité sociale à l'image des soubresauts au Kazakhstan. Au cours des trois derniers mois, la Turquie s'est illustrée par une mini-crise financière. La politique monétaire et de change mise sur les exportations et l'investissement pour soutenir la croissance et rétablir les grands équilibres à moyen terme mais au prix d'une forte instabilité financière à court terme. C'est un pari osé qui pourrait contraindre les autorités à recourir à un véritable contrôle des changes au lieu des mesures incitatives prises jusqu'à présent.



CHINE

4

Ébranlée par la crise de l'immobilier et le variant Omicron



INDE

6

Croissance contrainte à court et moyen terme



VIETNAM

8

Un choc sanitaire bien plus sévère en 2021 qu'en 2020



THAÏLANDE

10

La vie sans touristes



BRÉSIL

12

Une reprise en perte de vitesse



ARGENTINE

14

Le temps presse



CHILI

16

Programme chargé



RUSSIE

18

L'inflation et les risques géopolitiques pèseront sur la croissance



UKRAINE

20

Croissance bridée



ISRAËL

22

Perspectives favorables



GHANA

24

Sous pression



ARABIE SAOUDITE

26

Une période favorable pour accélérer les réformes

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## SECOURSSES OTTOMANES

Les pays émergents terminent l'année 2021 avec une détérioration de la balance perspectives/risques. Pour 2022, le ralentissement de la croissance sera plus important que prévu avec éventuellement un risque d'instabilité sociale à l'image des soubresauts au Kazakhstan. Au cours des trois derniers mois, la Turquie s'est illustrée par une mini-crise financière. La politique monétaire et de change mise sur les exportations et l'investissement pour soutenir la croissance et rétablir les grands équilibres à moyen terme mais au prix d'une forte instabilité financière à court terme. C'est un pari osé qui pourrait contraindre les autorités à recourir à un véritable contrôle des changes au lieu des mesures incitatives prises jusqu'à présent.

Les risques sur la croissance étaient en hausse à la fin de l'année 2021 pour les pays émergents : ralentissement de la croissance et crise du secteur immobilier en Chine, accélération générale de l'inflation au-delà de l'effet des prix des matières premières et extension du durcissement des politiques monétaires, sorties d'investissements non-résidents des marchés obligataires locaux (Chine exceptée), tensions géopolitiques, apparition de nouvelles vagues de contamination au variant Omicron. Pour 2022, il faut donc s'attendre à un ralentissement de la croissance plus important que prévu, éventuellement couplé à de l'instabilité sociale, à l'image des soubresauts récents au Kazakhstan.

Au cours des trois derniers mois, c'est surtout la Turquie qui a retenu l'attention avec une nouvelle mini-crise financière. Depuis la mi-novembre, la livre s'est dépréciée de 28% vis-à-vis du panier euro-dollar, le rendement des obligations d'État en monnaie locale s'est tendu de 18,5% à 24% et les primes de CDS à 5 ans se sont élargies de 440 à 560 points de base.

## TURQUIE : SURPRISES ET TREMBLEMENTS

La Turquie surprend autant qu'elle inquiète. Elle surprend car jusqu'à présent, la croissance a fait preuve d'une grande résistance en 2021 y compris pendant le choc financier de fin d'année. Les indices PMI de Markit et de la MUSIAD se sont ainsi maintenus au-dessus de 50 jusqu'en décembre. Le déficit courant ne devrait pas avoir dépassé 2% du PIB en 2021, malgré la hausse des prix du pétrole, et le déficit budgétaire 2,5% en dépit d'une accélération des dépenses primaires supérieure à celle de l'inflation sur la deuxième partie de l'année.

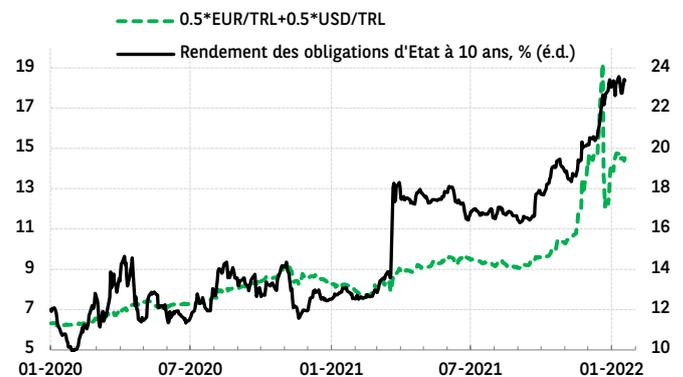
Elle inquiète car l'inflation dérive dangereusement ; entre octobre et décembre, le taux d'inflation est passé de 21,3% à 36,1% soit une hausse plus rapide que ce qu'aurait dû induire la relation usuelle entre l'évolution du taux de change et celle des prix. Même si la banque centrale (TCMB) a limité ses interventions, les réserves de change ont baissé de USD 17 mds depuis la mi-novembre et la dollarisation des dépôts s'est accélérée jusqu'à la fin de l'année.

La Turquie inquiète également car, confrontée aux sorties de devises, les autorités ont annoncé une série de mesures d'urgence pour i/ protéger les ménages et les entreprises et les inciter à conserver ou accroître leurs actifs en livres (TRL), ii/ attirer les investissements étrangers<sup>1</sup>. D'autres mesures relèvent même d'un contrôle des changes soft (obligation faite aux entreprises de rapatrier et de convertir 25% de leurs revenus en dollar US, euro ou livres sterling, surveillance accrue de la banque centrale sur les achats importants de devises par les entreprises) bien que le président Erdogan ait exclu des mesures de contrôle strict des capitaux.

<sup>1</sup> Introduction d'un mécanisme d'indexation sur l'évolution du USDTRL des dépôts et des fonds de participation pour les particuliers et les entreprises, mise en place d'un instrument de change à terme pour les exportateurs et les importateurs (avec compensation des pertes éventuelles en TRL par la TCMB), suppression temporaire de la retenue à la source sur les revenus des titres d'État en TRL, attribution de la nationalité turque aux non-résidents qui s'engagent à investir dans l'immobilier ou sur un support financier en TRL et à conserver cet investissement au minimum 3 ans.

<sup>2</sup> Elles sont même largement négatives si on ne tient pas compte des swaps en devises entre les banques et la banque centrale qui sont un passif pour cette dernière.

## TURQUIE : TAUX DE CHANGE ET RENDEMENTS OBLIGATAIRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Depuis la dernière semaine de décembre, les tensions sur le change, les taux et les réserves de change de la TCMB se sont un peu calmées. Mi-janvier, les réserves étaient estimées à USD 109 mds dont environ USD 70 mds en devises. Le mouvement de dollarisation se serait même inversé d'après le suivi hebdomadaire de la TCMB (après correction des effets de change, les dépôts en devises des particuliers et entreprises ont diminué de près de USD 5 mds). À la mi-janvier, le ministre des Finances indiquait qu'environ USD 9,7 mds de dépôts étaient couverts par le mécanisme d'indexation. Par ailleurs, les positions des non-résidents sur le marché des swaps *offshore* étaient estimées à seulement USD 2 mds au 9 janvier contre encore USD 7 mds à la mi-novembre, et USD 21 mds début 2021.

Toutefois, cette dé-dollarisation très récente est loin d'être acquise car le mécanisme d'indexation aurait principalement attiré les dépôts en TRL et marginalement ceux en dollars. Surtout, les réserves officielles de change sont faibles en termes nets (c'est-à-dire après déduction des devises des banques mises en réserve auprès de la TCMB) à seulement USD 15 mds<sup>2</sup>. Au 9 janvier, le montant des bons du Trésor en monnaie locale et des actions détenus par les non-résidents étaient encore de USD 22 mds contre USD 28 mds mi-novembre.

## LES RISQUES DE LA NOUVELLE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Cette instabilité financière est assumée par les autorités dont la stratégie est de soutenir la croissance par les exportations grâce à un taux de change faible, et stimuler l'investissement grâce à un assouplissement volontariste de la politique monétaire pour soutenir le crédit domestique (le principal taux d'intérêt directeur de la TCMB a été ramené de 19% en septembre à 14% actuellement, soit un taux réel largement négatif).

En stimulant la compétitivité, le rétablissement durable du compte courant permettrait ensuite de stabiliser le taux de change et de réduire indirectement l'inflation. Dans l'intervalle, les États du Golfe pourraient soutenir les réserves de changes en cas de pressions trop fortes.

Cette stratégie est risquée à plusieurs titres. Avec l'accélération de l'inflation, la confiance des ménages est historiquement au plus bas malgré les mesures prises pour compenser les pertes de pouvoir d'achat (comme l'augmentation exceptionnelle de 50% du salaire minimum au 1<sup>er</sup> janvier qui sera très probablement doublée d'un second relèvement au deuxième semestre).

L'impact des évolutions du taux de change sur le compte courant est certes significatif : entre +0,5 et +1 point de PIB d'amélioration du solde courant sous-jacent (i.e. hors énergie et or) pour une dépréciation réelle de 10%. Mais le gain est rogné par le renchérissement direct des importations nettes d'énergie (5% du PIB en 2021) et des importations nettes d'or qui servent de protection contre l'inflation. Surtout, des doses de plus en plus fortes de dépréciation nominale seront nécessaires pour maintenir les gains de compétitivité-change en termes réels.

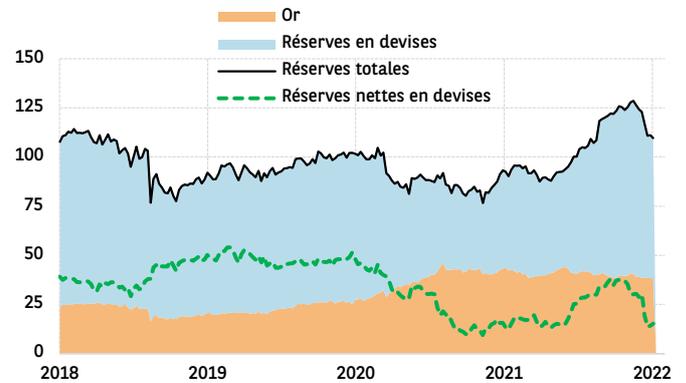
## IMPACT BILANCIEL DE LA DÉPRÉCIATION

Par ailleurs, la dépréciation du change a potentiellement des effets bilanciaux pour les banques et les entreprises

Le risque direct de change pour les banques est limité. Ces dernières ont comme obligation d'équilibrer leur position bilancielle débitrice par une position créditrice hors bilan, principalement sous la forme de swaps de devises. De plus, les contreparties de ces swaps ont changé. Depuis fin 2019, les non-résidents se sont retirés et la banque centrale a pris le relais. De ce fait, la position en hors-bilan est *a priori* plus stable. Par ailleurs, les dépôts bancaires en devises des résidents et des non-résidents (USD 261 mds début janvier) sont couverts à hauteur de 37% par les devises mises en réserve et le montant des swaps de change avec la TCMB (USD 96 mds au total).

En revanche, la position de change des entreprises, qui est largement débitrice (à hauteur de USD 166 mds en octobre 2021), soulève plus d'inquiétudes. Le ratio d'endettement des entreprises exportatrices, que l'on peut approximer en rapportant la dette externe (y compris les prêts à l'importation) aux recettes d'exportations de biens et services, a tendanciellement augmenté au cours de la décennie passée et atteint 93%. Seul élément rassurant, du moins à court terme, la position de change à moins d'un an est créditrice (USD 63 mds) grâce, notamment, au taux de dollarisation élevé des dépôts (66%). Le taux de renouvellement des prêts à long terme était encore supérieur à 100% jusqu'en novembre. Enfin, la dette domestique en devises est stable (autour de 20% du PIB depuis 2015).

### TURQUIE : RÉSERVES DE CHANGE DE LA BANQUE CENTRALE (MDS USD)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TCMB, BNP PARIBAS

L'exposition de l'État au risque de change est également très élevée, la dette libellée en devises représentant les deux tiers de la dette totale. Heureusement, l'endettement de l'État est encore modéré, à 40% du PIB.

En résumé, la stratégie des autorités turques repose principalement sur les gains de parts de marché à l'exportation comme moteur principal de la croissance (de fait, en 2021, les exportations de marchandises ont progressé de 30% en dollars, soit environ le double de la performance moyenne des principaux pays d'Europe centrale). Mais il incombe aux entreprises d'investir et aux ménages de maintenir leur consommation, aidés en cela par des taux d'intérêt réels fortement négatifs et des mesures d'indexation de l'épargne et des salaires.

Le président Erdogan fait aussi appel au patriotisme économique. En termes économiques, cette stratégie fait le pari d'un ajustement incertain par les flux (principalement les exportations) quand l'analyse des stocks (réserves de change, dette en devises des entreprises et de l'État, dépôts bancaires majoritairement en dollars) met en évidence des sources de risque importantes. La crainte est que l'ajustement soit finalement subi, sous la forme d'une récession temporaire, voire d'un véritable contrôle des changes, plutôt que choisi.

Achevé de rédiger le 19 janvier 2022

**François Faure**

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

## ÉBRANLÉE PAR LA CRISE DE L'IMMOBILIER ET LE VARIANT OMICRON

Les indicateurs d'activité du dernier trimestre 2021 le confirment : la crise des secteurs de l'immobilier et de la construction, le maintien de la stratégie zéro covid face aux résurgences de l'épidémie, et la fragilité persistante de la consommation des ménages pèsent lourdement sur la croissance économique chinoise. L'industrie exportatrice reste très dynamique, mais elle pourrait s'essouffler à très court terme à cause d'un moindre dynamisme de la demande mondiale et des répercussions de la vague Omicron sur l'activité des usines et le transport des marchandises. Les autorités renforcent progressivement leurs mesures de soutien monétaire et budgétaire. Elles devraient dans le même temps poursuivre l'assainissement du marché immobilier, la réduction des risques financiers et le resserrement réglementaire.

### LE SECTEUR EXPORTATEUR, UN SOLIDE MOTEUR DE CROISSANCE

La croissance économique a marqué le pas au second semestre 2021. Après la période de très fort rebond qui a suivi le choc de la Covid-19, la croissance a ralenti de 7,9% en glissement annuel (g.a.) au T2 2021 à 4,9% au T3 et 4% au T4. Le Bureau statistique national (NBS) estime qu'en rythme trimestriel corrigé des variations saisonnières, la croissance du PIB réel est passée de 1,3% au T2 à 0,7% au T3 puis à 1,6% au T4. La réaccélération au dernier trimestre s'expliquerait essentiellement par l'amélioration de la situation dans l'industrie après les difficultés de l'été.

L'activité industrielle a en effet souffert, à partir de la mi-2021, de contraintes d'offre liées aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnement (avec notamment des pénuries de puces électroniques dans le secteur automobile et des congestions dans les ports) et, surtout, à des coupures d'électricité affectant les usines en septembre et début octobre. Les autorités ont rapidement réagi. Elles ont demandé aux mines de charbon d'augmenter leur production et autorisé les producteurs d'énergie à élever leurs prix de vente aux consommateurs jusqu'à 20% au-dessus du tarif réglementé. La croissance industrielle s'est alors redressée progressivement après son ralentissement au cours du T3, passant de 3,1% en g.a. en septembre à 4,3% en décembre (graphique 1).

Sur l'ensemble de 2021, le secteur manufacturier a affiché une croissance de 9,8%. Son activité a notamment été soutenue par la performance toujours très solide des exportations. Selon les données de l'Administration générale des douanes, les exportations ont encore progressé de 22,9% en g.a. en dollars au T4, et de 29,7% sur l'ensemble de l'année (contre +4% en 2020). En 2021, le total des importations a augmenté de 30% (après -0,4% en 2020), largement tirée par la hausse des prix des matières premières, et l'excédent commercial a atteint un niveau record de USD 689 milliards (soit +30% par rapport à 2020).

À très court terme, les exportations devraient subir les effets de la nouvelle vague de Covid-19 sur l'activité de production et le transport des marchandises, dans un contexte de demande mondiale un peu moins dynamique. La croissance industrielle pourrait de fait à nouveau fléchir au T1 2022 en raison des perturbations dans les usines d'un grand nombre de régions, causées par les mesures de confinement introduites pour freiner la propagation du variant Omicron.

D'ici la fin 2022, en supposant la normalisation de la production de biens dans le reste du monde et la baisse des tensions dans les chaînes d'approvisionnement, la Chine devrait voir ses parts de marché diminuer légèrement après les gains importants des deux dernières années (la Chine représentait 15% des exportations mondiales de marchandises en 2020 et sur les neuf premiers mois de 2021, contre 13,3% en 2019).

### PRÉVISIONS

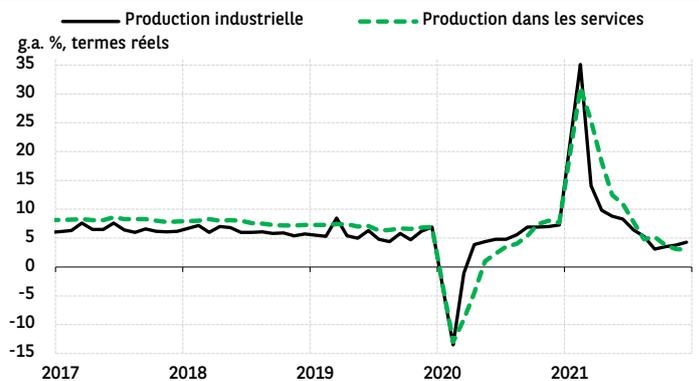
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6.0	2.2	8.1	5.0	5.5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	0.9	2.1	2.5
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.7	-3.2	-3.0	-3.0
Dette du gouvernement central, % du PIB	17.0	20.6	21.0	22.6	23.9
Balance courante, % du PIB	0.7	1.9	1.9	1.8	1.8
Dette externe totale, % du PIB	14.5	16.3	15.7	15.5	15.5
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 310	3 360
Réserves de change, en mois d'imports	14.9	16.3	13.1	12.3	11.7

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

### RALENTISSEMENT



GRAPHIQUE 1

SOURCE : NBS

### PROLONGEMENT ET DIFFUSION DE LA CRISE DE L'IMMOBILIER

Dans le secteur des services, la croissance a atteint 8,2% en 2021, mais là aussi, ce taux élevé cache un fort ralentissement au second semestre. La croissance de la production de services est passée de 10,9% en g.a. en juin 2021 à 3% en décembre (graphique 1). L'activité a d'abord été pénalisée par le durcissement réglementaire dans un grand nombre de secteurs considérés comme sensibles par Pékin, comme les plateformes de services numériques, les jeux vidéo et le soutien scolaire.

Ensuite, dans de nombreuses régions, les services ont été affectés par les vagues successives de Covid-19 et de restrictions à la mobilité mises en place depuis l'été. Ces dernières semaines, la plus forte vague liée au variant Omicron a eu des conséquences particulièrement sévères, les autorités maintenant leur politique de tolérance zéro face à l'épidémie.

Enfin, la crise de l'immobilier s'est poursuivie et diffusée à l'économie au second semestre 2021. Le resserrement des règles prudentielles et des conditions de crédit s'imposant aux promoteurs a provoqué une très forte correction sur le marché immobilier et dans le secteur de la construction. Les promoteurs ont rencontré des problèmes croissants de trésorerie et de financement (le total de leurs prêts bancaires était estimé en légère baisse au S2). L'investissement immobilier s'est contracté (de -3% à -5% en g.a. en septembre et octobre, puis de -14% en décembre). Les projets en construction, les projets nouvellement démarrés et les transactions immobilières se sont effondrés depuis juillet (en décembre, leurs baisses en g.a. atteignaient, respectivement, -35%, -31% et -16%). Les prix moyens des logements ont entamé une baisse, qui devrait se poursuivre à court terme (graphique 2).

Dans ce contexte, la consommation privée est restée très déprimée. Les volumes de ventes au détail ont progressé de moins de 2% en g.a. sur la période août-octobre et de 0,5% en novembre. Elles ont probablement stagné en g.a. en décembre. Les pressions inflationnistes ne pèsent pas particulièrement sur les dépenses des ménages : l'inflation des prix à la consommation n'a accéléré que légèrement en 2021 et reste faible. Elle a même ralenti en fin d'année, atteignant +1,5% en g.a. en décembre. La consommation privée est en revanche très fortement contrainte par des facteurs qui devraient persister à court terme : le maintien de la stratégie « zéro covid », le ralentissement des ventes d'équipements et d'appareils ménagers avec le recul des ventes de logements, des effets de richesse négatifs liés à la correction des prix immobiliers, et les inquiétudes des ménages face au risque sanitaire et à la nouvelle dégradation du marché du travail. En effet, les pertes d'emplois dans les entreprises de l'immobilier et de la construction et certaines entreprises de services (en particulier les PME et l'industrie numérique) ont freiné la hausse des revenus des ménages au S2 2021.

Les créations d'emplois dans les zones urbaines ont ainsi atteint un niveau historiquement faible au T4 2021 (elles étaient 12% inférieures au niveau du T4 2019). Le taux de chômage établi par le NBS sur la base de sondages est remonté à 5,1% en décembre, contre 4,9% en septembre et octobre (ce qui était le taux le plus bas depuis le début de la crise de la Covid-19). Le taux de chômage reste en ligne avec les moyennes annuelles de 2018-2019, mais sa hausse est symptomatique des fragilités actuelles du marché du travail. En particulier, le chômage des jeunes reste élevé (14,3% fin 2021, contre 12,2% fin 2019).

## ASSOUPLISSEMENT BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE EN COURS

Le ralentissement de la croissance au S2 2021 s'explique en grande partie par le durcissement de la politique économique, de l'environnement réglementaire et du cadre prudentiel dans le secteur immobilier. Ces mesures s'inscrivent dans la stratégie de moyen terme de Pékin. Celle-ci vise à rendre le modèle de croissance chinois plus soutenable, moins dépendant du crédit, plus vert et plus inclusif, ainsi qu'à promouvoir la « prospérité commune » sous le contrôle du gouvernement. Les objectifs des politiques mises en œuvre ces derniers mois ont donc été multiples : désendetter les entreprises et réduire les risques financiers, assainir le marché immobilier et modérer le coût du logement, accroître le contrôle des activités liées à des enjeux sociétaux (tels que l'éducation ou la répartition des richesses) et des sociétés (numériques) collectant des données, et contenir l'expansion

### CRISE DE L'IMMOBILIER ET DE LA CONSTRUCTION

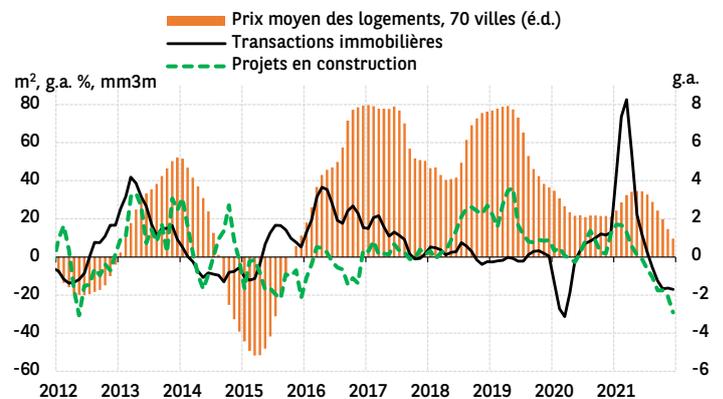


CHART 2

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

des entreprises digitales bénéficiant d'une position trop dominante sur leur marché.

Ce cap et ces objectifs de moyen terme devraient être maintenus en 2022, en dépit de leurs conséquences à court terme sur la croissance économique. Cependant, les autorités assouplissent progressivement leur *policy mix* afin d'atténuer ces effets et soutenir la demande intérieure. Du côté de la politique budgétaire, les émissions obligataires des collectivités locales ont fortement accéléré depuis octobre, et l'investissement public dans les projets d'infrastructure a enfin montré des signes de redressement en fin d'année. Cette tendance devrait se renforcer dans les prochains mois, même s'il est probable que les collectivités locales resteront prudentes.

Dans le secteur immobilier, sans changer les limites prudentielles imposées aux promoteurs, les autorités ont procédé à des ajustements afin d'éviter un effondrement dévastateur du marché. Les conditions sur les prêts hypothécaires et l'accès des promoteurs à certains financements de court terme ont été assouplis ces dernières semaines. La croissance des prêts bancaires immobiliers (prêts aux promoteurs et prêts hypothécaires) s'est d'ailleurs stabilisée (à 5,3% en g.a.) au T4 2021.

Surtout, la banque centrale a multiplié les mesures d'assouplissement des conditions monétaires et de crédit depuis le mois de décembre. Elle a d'abord introduit quelques mesures ciblées (avec notamment des programmes de prêts dédiés aux PME, à l'agriculture et visant à accompagner les efforts de réduction des émissions carbone). Puis elle a réduit les coefficients de réserves obligatoires (de 12% à 11,5% pour les plus grandes banques) et abaissé le taux préférentiel sur les prêts à un an le 20 décembre dernier (de 5 points de base à 3,8%). Le 17 janvier, la banque centrale a annoncé une baisse du taux directeur MLF (*medium-term loan facility*) de 2,95% à 2,85% (contre 3,25% à la veille de la crise sanitaire fin 2019), soit la première baisse depuis avril 2020. La croissance de l'ensemble des crédits à l'économie, qui avait ralenti depuis la fin 2020 jusqu'en septembre 2021, s'est à peine redressée au T4 (elle a atteint 10,3% en g.a. en décembre). Elle devrait se renforcer progressivement à court terme, d'autant que d'autres baisses de taux d'intérêt sont attendues.

Achevé de rédiger le 19 janvier 2022

**Christine PELTIER**

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



## CROISSANCE CONTRAINTE À COURT ET MOYEN TERME

La croissance économique reste vulnérable à une nouvelle vague épidémique alors que moins de 50% de la population indienne est vaccinée. Déjà en perte de vitesse au mois de décembre, l'activité pourrait être à nouveau freinée par la vague qui touche le pays depuis janvier, alors même que les conditions sur le marché de l'emploi restent dégradées. L'inflation constitue un autre risque pour la reprise. En plus de réduire le pouvoir d'achat des ménages, elle pourrait contraindre les autorités monétaires à relever leurs taux d'intérêt. Les entreprises, déjà réticentes à accroître leurs investissements en raison de l'incertitude qui prévaut, retarderaient alors encore davantage leurs projets, même si leur situation financière s'est sensiblement améliorée et que les banques sont en capacité d'accroître leur offre de crédit. À plus long terme, l'abandon de la réforme agricole et les effets de la crise en termes de développement humain sont autant de facteurs qui pèseront sur la croissance potentielle.

## INFLATION ET FRAGILITÉ DE L'EMPLOI PÈSENT SUR LA REPRISE

Au T3 2021, le PIB réel indien affichait un niveau supérieur à celui qui prévalait au T3 2019. Néanmoins, après avoir fortement rebondi après la deuxième vague épidémique, la reprise semble avoir marqué le pas à partir du mois de novembre. La demande d'électricité, les ventes de tracteurs et d'automobiles, et la production des industries de base ont ralenti par rapport aux mois de septembre et octobre. Ce ralentissement s'est traduit par une hausse du taux de chômage de 0,9 point de pourcentage (pp) à 7,9% en décembre 2021.

En outre, les données d'emploi sont préoccupantes. Depuis la fin de la deuxième vague épidémique, le taux d'emploi est resté relativement stable en dépit du rebond de croissance. Il n'était que de 37,3% en novembre, soit un niveau inférieur de 2,5 pp au niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19. Par ailleurs, bien que le taux de chômage a diminué au cours des derniers mois, les créations d'emplois ont principalement été enregistrées dans le secteur rural où les salaires sont inférieurs à ceux des emplois urbains.

Le début de l'année 2022 devrait être marqué par une nouvelle décélération de la croissance, en particulier dans les services, dans un contexte de reprise de l'épidémie. Le gouvernement a déjà annoncé l'adoption de nouvelles mesures pour limiter la propagation du virus, seulement 44% de la population étant entièrement vaccinée fin décembre 2021. Hormis l'épidémie, l'autre risque qui pèse sur la croissance est l'inflation qui a de nouveau accéléré à partir d'octobre 2021 pour s'élever à 5,6% en décembre. Bien que le rythme de croissance des prix reste inférieur à la cible d'inflation fixée par les autorités monétaires (4% +/- 2pp), la banque centrale pourrait augmenter ses taux directeurs dans le courant de l'année 2022 conjointement au durcissement monétaire américain. Cela pourrait, une fois encore, peser sur la reprise des investissements privés. Le FMI a révisé à la baisse ses prévisions de croissance à moyen terme de 7,3 à 6%. La pandémie devrait avoir affecté durablement le capital disponible (baisse des investissements privés) ainsi que le volume et la qualité de l'emploi (hausse de la pauvreté, baisse du niveau d'éducation, sortie du marché du travail par de nombreux actifs). Par ailleurs, l'organisme international redoute que le secteur bancaire et financier ne soit pas en mesure de soutenir la reprise. Néanmoins, la bonne résistance des banques (y compris des banques publiques) à la crise est rassurante. En revanche, la situation de certaines sociétés financières non bancaires est plus préoccupante.

## LES GRANDES ENTREPRISES PLUS SOLIDES QU'AVANT-CRISE

En dépit de la récession, les entreprises indiennes ont consolidé leur situation financière. En 2020, elles ont bénéficié d'une forte baisse des coûts salariaux. Les profits des entreprises cotées ont atteint des

### PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	4.2	-7.2	8.9	8.7	6.0
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	4.8	6.1	5.4	5.7	5.0
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-7.3	-13.7	-10.6	-9.0	-8.5
Dette du gouv. et des adm. (1) / PIB (%)	73.7	84.2	83.9	81.9	81.8
Solde courant(1) / PIB (%)	-0.9	0.9	-1.8	-2.7	-1.3
Dette extérieure(1) / PIB (%)	19.9	21.6	20.0	20.4	20.6
Réserves de change, mds USD	457	580	633	670	695
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	9.2	9.0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

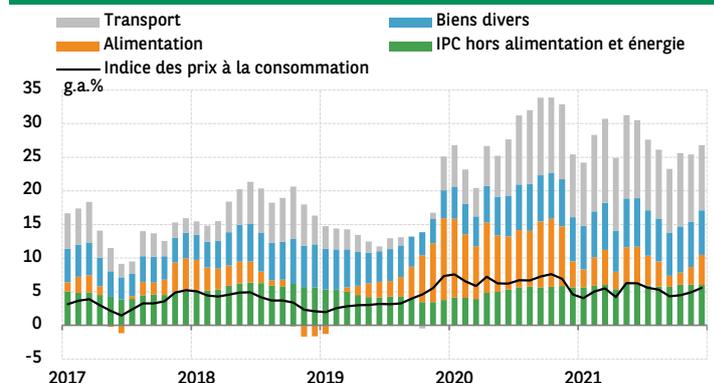
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

### TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

niveaux inédits depuis l'année budgétaire 2015. Dans un contexte économique peu porteur marqué par une très forte incertitude, elles ont accéléré leur processus de désendettement engagé depuis 2018. Au T3 2021, leurs profits avant impôts couvraient 5,3 fois leurs charges d'intérêts, un ratio qui n'avait pas été atteint depuis 2010. Néanmoins, en dépit de conditions monétaires favorables (les taux d'intérêt moyen sur les crédits nouvellement accordés ont baissé de plus de 120 points de base entre fin 2019 et fin 2021), les entreprises sont réticentes à investir. Les taux d'utilisation des capacités de production restent encore inférieurs à leur moyenne de long terme.

## SECTEUR BANCAIRE : LES RISQUES DE CRÉDIT SEMBLENT MAÎTRISÉS

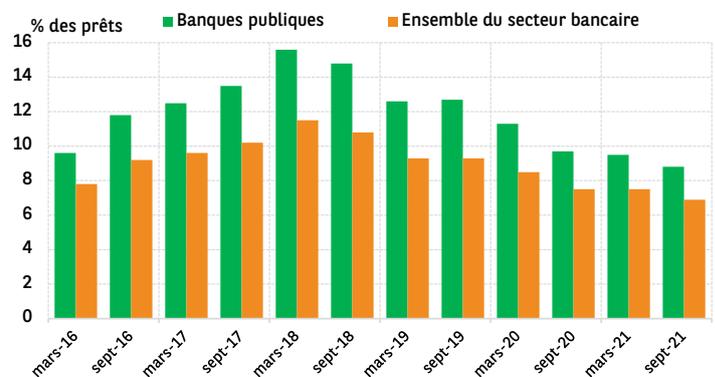
Dans son dernier rapport sur la stabilité financière publié fin décembre 2021, la banque centrale (RBI) a confirmé la consolidation du secteur bancaire entre mars et septembre 2021. Même si l'analyse faite est encore biaisée par les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises les plus fragiles, adoptées depuis mars 2020 et en vigueur jusqu'en mars 2022, le secteur bancaire devrait être en mesure de faire face à une hausse attendue des risques de crédit lorsque les agents économiques ne bénéficieront plus des prêts garantis par l'État. Globalement, la qualité des actifs, la solvabilité, et la profitabilité des banques (y compris des banques publiques considérées comme étant les plus fragiles) se sont améliorées depuis 2018 et la crise de la Covid-19 n'a pas altéré cette consolidation. En septembre 2021, le ratio des créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire s'élevait à 6,9% (vs. 8,5% en mars 2020). En outre, bien que la qualité des actifs des banques publiques reste beaucoup plus fragile que celle des banques privées, elle s'est améliorée. En effet, la part des créances douteuses dans le total des crédits s'est réduite de 11,3% en mars 2020 à 8,8% en septembre 2021.

La qualité des actifs dans le secteur de la construction reste médiocre, bien qu'en légère amélioration depuis mars 2020. La banque centrale estimait qu'en mars 2020, 20% des crédits étaient douteux. En revanche, la situation s'est consolidée dans l'industrie et les services ; elle est restée relativement stable dans l'agriculture alors que la qualité des prêts aux ménages s'est dégradée (la part des créances douteuses a augmenté de 0,4 pp entre mars et septembre 2021 pour atteindre 2,5%). Les crédits aux ménages les plus risqués sont les prêts automobiles et immobiliers. L'impact sur le secteur bancaire dans son ensemble reste néanmoins modeste car les crédits aux ménages ne constituent que 10,5% de l'ensemble des prêts du secteur bancaire.

Selon les prévisions de la banque centrale, la qualité des actifs devrait se dégrader entre mars et septembre 2022. La part des créances douteuses pourrait augmenter de 1,2 pp à 8,1% (+1,7 pp pour les banques publiques). Celles-ci restent insuffisamment provisionnées. Le ratio des provisions rapportées aux actifs risqués ne s'élevait qu'à 68,1% en septembre 2021 dans l'ensemble du secteur bancaire et à 66,5% pour les banques publiques. Les ratios de solvabilité se sont améliorés entre mars et septembre 2021, conjointement à la recapitalisation de banques publiques les plus fragiles par le gouvernement et aux augmentations de capital par les banques privées mais aussi par les banques publiques les plus solides. Dans l'ensemble du secteur bancaire, le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) s'élevait à 16,6% en septembre 2021 (vs. 16,3% en mars 2021). En outre, même si la RBI prévoit une légère diminution du ratio à 15,4% d'ici septembre 2022, toutes les banques devraient être en mesure de respecter le ratio réglementaire de 9%, même dans le cas d'un choc particulièrement sévère, ce qui n'était pas le cas il y a un an. Finalement, la profitabilité des banques s'est sensiblement améliorée, même si elle reste modeste.

En septembre 2021, le rendement par actif (*Return on Assets*) et la rentabilité des capitaux propres (*Return on Equity*) s'élevaient à 0,8% et 9,2% respectivement. Les banques publiques qui ne parvenaient pas à dégager de profits en mars 2020 affichaient pour leur part un ROA et un ROE de 0,5% et 7,7% en septembre 2021. Un rebond du crédit bancaire a été enregistré depuis le mois de juillet. Le rythme de croissance des prêts a renoué avec des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis la mi-2019, bien qu'ils restent encore extrêmement modestes (+3,5% en moyenne sur les trois derniers mois dans l'industrie).

### CRÉANCES DOUTEUSES DANS LE SECTEUR BANCAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCE: RBI

Ce rebond est particulièrement marqué pour le crédit aux très petites et petites entreprises depuis le mois de juillet.

## SOCIÉTÉS FINANCIÈRES NON BANCAIRES : GRANDES DISPARITÉS

La situation financière des sociétés financières non bancaires (NBFC) reste fragile. Globalement, elle s'est légèrement améliorée depuis mars 2020 mais les disparités entre institutions restent importantes.

Selon la RBI, les crédits octroyés par les NBFC équivalaient à 12,6% du PIB en septembre 2021 (vs. 76,3% du PIB pour le crédit bancaire). La qualité des actifs bancaires des NBFC s'est légèrement dégradée entre mars et septembre 2021 même si elle est plus solide qu'en mars 2020. En septembre 2021, le ratio de créances douteuses s'élevait à 6,5% des prêts totaux (+0,1 pp par rapport à mars 2021). Les créances douteuses atteignaient 11,5% des prêts dans l'agriculture, 11% dans les services et 7,9% dans l'industrie (40% des crédits octroyés par les NBFC). Globalement, les ratios de solvabilité restaient confortables. Le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) s'élevait en moyenne à 26,3% en septembre 2021 (vs. 23,7% en mars 2020). Mais dix institutions (dont les actifs représentent 4,6% des actifs totaux des NBFC) sur les 191 analysées par la RBI ne respectaient pas le ratio réglementaire fixé à 15%, soit trois organismes de plus qu'en mars 2021.

## ABANDON DE LA RÉFORME AGRICOLE

À l'automne 2020, le gouvernement de Narendra Modi avait adopté plusieurs réformes majeures pour stimuler la croissance à moyen terme. Parmi elles, celle sur l'agriculture. Cette réforme avait pour but d'augmenter la productivité du secteur, lequel emploie une part importante de la population active. Or, en novembre dernier, le gouvernement a finalement décidé de retirer cette réforme tant décriée par les agriculteurs. Un tel abandon pourrait permettre au parti de Narendra Modi de remporter davantage de sièges lors des élections régionales dans l'Uttar Pradesh prévues en début d'année. Mais cela jette un doute la capacité du gouvernement à mettre en place des réformes pourtant indispensables.

Achevé de rédiger le 12 janvier 2022

Johanna MELKA

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde qui  
change

## VIETNAM

8

## UN CHOC SANITAIRE BIEN PLUS SÉVÈRE EN 2021 QU'EN 2020

Alors que le Vietnam a traversé la crise sanitaire de 2020 sans forte vague d'infections, sans contraction du PIB ni dégradation notable des fondamentaux macroéconomiques, la situation a été plus compliquée en 2021. Au T3, la flambée du nombre de cas de Covid-19 et le confinement strict ont conduit à un arrêt de l'activité. Au T4, la courbe épidémique s'est encore dégradée, mais l'activité a redémarré grâce au progrès de la vaccination et à l'ajustement de la stratégie « zéro Covid ». La production et les exportations du secteur manufacturier ont rebondi et leurs perspectives de croissance restent solides. En revanche, la consommation privée et les services sont affaiblis. Le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre pour renforcer son soutien budgétaire.

## RECU INÉDIT DE L'ACTIVITÉ AU T3 2021

En 2020, l'épidémie de Covid-19 est restée contenue au Vietnam et n'a conduit qu'à une dégradation très modérée de sa performance macroéconomique. En 2021, les nouvelles vagues d'infections et leurs conséquences ont été beaucoup plus importantes. Le nombre de cas de Covid a augmenté à partir de mai ; il a ensuite grimpé en juillet-août, conduisant les autorités à imposer des restrictions à la mobilité et des mesures de quarantaine extrêmement strictes pendant l'été (graphique 1). L'activité s'est alors effondrée dans l'ensemble des secteurs. Le PIB réel s'est contracté de 6% en glissement annuel (g.a.) au T3 2021 (après une hausse de 5,7% au premier semestre), soit sa plus mauvaise performance depuis le début des années 2000.

La situation sanitaire reste fragile : après une baisse en septembre-octobre, le nombre de nouvelles infections est remonté en flèche depuis novembre avec la réouverture de l'économie. Toutefois, même si les indices de mobilité étaient, en décembre, encore inférieurs à leurs niveaux de début d'année, ils ont continué de s'améliorer lentement au cours des dernières semaines en dépit de la nouvelle hausse de la courbe épidémique. Les autorités semblent s'éloigner d'une stratégie stricte du « zéro Covid », ce qui est notamment permis par l'avancée, récente mais très rapide, de la campagne vaccinale. Au 7 janvier, 80% de la population étaient partiellement ou totalement vaccinés, contre moins de 5% fin juin.

## REBOND DÉSÉQUILIBRÉ AU T4 2021

Dans ce contexte, l'activité de production et d'exportation du secteur manufacturier s'est redressée dès le T4 2021. La production industrielle a rebondi de 4,2% en g.a. au T4 après une contraction de 3,7% au T3 (et une hausse de 10% au S1 2021). La croissance des exportations a réaccélééré rapidement (de 3,2% en g.a. au T3 à 19,1% au T4), tirée par la demande mondiale toujours forte de téléphones, ordinateurs et autres biens électroniques, ainsi que de biens à plus faible valeur ajoutée tels que textiles et chaussures.

En revanche, l'activité dans les services garde les traces des dernières vagues épidémiques. Elle reste pénalisée par la prudence des consommateurs, le maintien de certaines restrictions et l'absence des touristes étrangers (la contribution directe du tourisme à l'activité était estimée à 6% du PIB en 2019). Le volume des ventes au détail était encore en baisse de 9% en g.a. au T4 après s'être effondré de 32% au T3. L'activité dans les services d'hôtellerie, de restauration, de transports et de loisirs a également continué de se contracter au T4 2021.

Au final, la croissance du PIB réel a rebondi à 5,2% en g.a. au T4 et s'est établie à 2,6% en moyenne en 2021. En supposant l'absence de nouveaux épisodes de confinement strict, la croissance économique devrait continuer d'accélérer et dépasser 7% en 2022, comme en 2018

## PRÉVISIONS

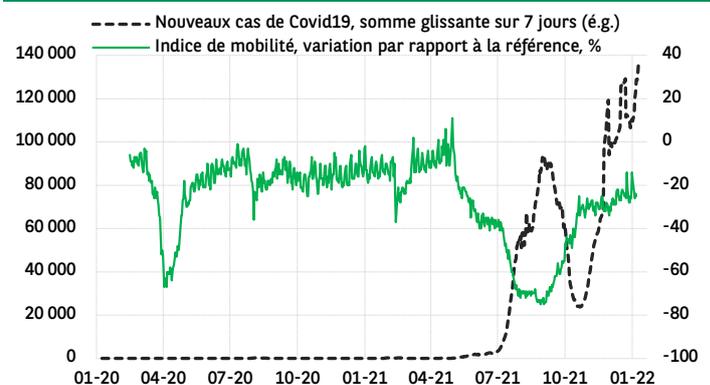
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	7.2	2.9	2.6	7.3	7.0
Inflation IPC, moyenne, variation annuelle, %	3.8	3.2	1.8	2.9	3.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.3	-3.9	-4.7	-5.0	-4.6
Dette publique, % du PIB	43.6	46.3	49.0	49.5	49.4
Balance courante, % du PIB	3.7	4.3	-0.8	2.9	2.7
Dette externe, % du PIB	35.8	36.4	36.7	35.6	34.0
Réserves de change, mds USD	78.3	94.8	107.0	110.0	115.0
Réserves de change, en mois d'imports	3.6	4.2	4.0	3.7	3.7

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## D'IMPORTANTES VAGUES DE COVID-19 DEPUIS L'ÉTÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OMS, GOOGLE

et 2019. Elle devrait être tirée par le redressement progressif de la demande interne et par la poursuite du développement du secteur manufacturier exportateur. L'expansion et la montée en gamme des exportations devraient de fait rester largement soutenues par les investissements directs étrangers (IDE).

## RETOUR TEMPORAIRE À UN DÉFICIT COURANT

Le Vietnam a bénéficié d'une forte amélioration de ses comptes externes au cours des quelques années précédant la pandémie de Covid-19, avec d'importantes entrées d'IDE, un renforcement durable de la base



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde qui  
change

d'exportations et des excédents courants, une hausse des réserves de change, et une stabilisation des ratios d'endettement extérieur à un niveau modéré.

En 2020, ces dynamiques n'ont pas été remises en question (graphique 2). Le secteur exportateur a été en mesure de répondre à l'évolution de la demande mondiale au lendemain du choc sanitaire, et il a augmenté ses parts de marché (le Vietnam représentait 1,6% du total des exportations mondiales en 2020 contre 1,4% en 2019). L'excédent courant s'est renforcé pour dépasser 4% du PIB en 2020, grâce à la hausse de l'excédent commercial et en dépit de la détérioration du déficit de la balance des services liée à l'arrêt de l'activité touristique. Les entrées d'IDE n'ont que légèrement fléchi ; les réserves de change ont continué d'augmenter ; et le ratio de dette externe sur PIB est resté proche de 36%.

En revanche, en 2021, la balance courante s'est fortement dégradée, affichant un déficit estimé proche de 1% du PIB sur l'ensemble de l'année. Ce déficit courant n'est toutefois pas considéré comme une source majeure de vulnérabilité.

Premièrement parce qu'il est temporaire. Si le déficit de la balance des services a continué de se creuser en 2021, le déficit courant a surtout résulté de la détérioration – importante mais transitoire – du solde commercial, devenu déficitaire aux T2 et T3 2021. Alors que la hausse des importations est restée forte, les exportations ont été ralenties par les mesures de confinement, les difficultés d'approvisionnement de biens intermédiaires et les perturbations dans les transports de marchandises. Avec le redémarrage du moteur exportateur à partir d'octobre, les soldes commercial et courant étaient de nouveau excédentaires au T4. Ces améliorations devraient se poursuivre à très court terme, même si elles restent freinées par les pénuries qui persistent dans les industries de la région.

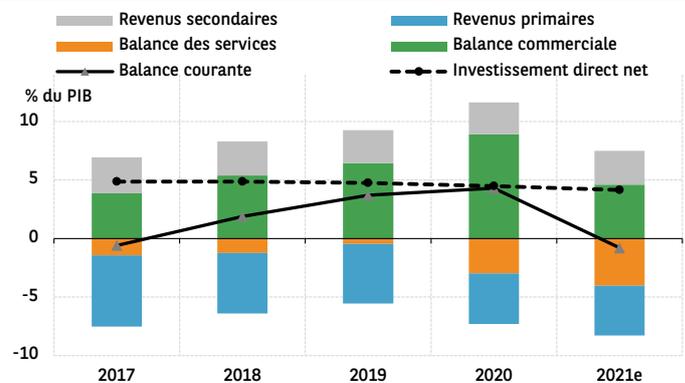
Deuxièmement, les IDE résistent. En 2021, les entrées nettes enregistrées dans la balance des paiements ont continué de diminuer légèrement, restant proches de 4% du PIB (estimation). Ainsi, le Vietnam a conservé une « balance de base » (compte courant + IDE) positive lui permettant de ne pas accroître son recours à l'endettement extérieur. Il a également continué d'accumuler des réserves de change, qui dépassent dorénavant USD 100 milliards et couvrent quatre mois d'importations. Ces dynamiques ont également contribué à une légère appréciation du dong contre le dollar. Le Vietnam reste bien positionné pour continuer d'attirer les investisseurs étrangers et d'étendre sa base d'exportations à court et moyen terme. Ses excédents courants, sa liquidité et sa solvabilité extérieures devraient donc se consolider.

## SOUTIEN BUDGÉTAIRE NÉCESSAIRE

Les autorités devraient renforcer les mesures de soutien budgétaire à très court terme. Le redressement de l'activité tournée vers le marché intérieur reste en effet difficile et des aides vont être proposées aux ménages et aux entreprises les plus fragiles. Le gouvernement dispose d'une certaine marge de manœuvre pour assouplir sa politique budgétaire : le Vietnam a abordé la crise sanitaire après plusieurs années de consolidation des finances publiques, et les plans de relance depuis 2020 ont été limités.

Le déficit budgétaire atteindrait 4,7% du PIB en 2021, contre 3,9% en 2020 et 3,3% en 2019 (sur la base des données du FMI). La dette du gouvernement est restée modérée, estimée à 49% du PIB fin 2021, contre 43,6% en 2019. En 2022, en supposant une hausse du déficit budgétaire à 5% du PIB dans un contexte de fort rebond de l'activité, le ratio de dette publique/PIB devrait à peine augmenter.

### DÉTÉRIORATION DU COMPTE COURANT EN 2021



GRAPHIQUE 2

SOURCES : STATE BANK OF VIETNAM, BNP PARIBAS

En outre, le gouvernement a couvert ses besoins de financement sans difficulté depuis deux ans, principalement sur le marché obligataire local (la dette libellée en dong représente maintenant 60% de sa dette totale). Le taux sur les bons du Trésor à 10 ans (maturité résiduelle) est ainsi descendu progressivement à 1,9% en moyenne au T4 2021 contre 2,2% au T4 2020 et 3,6% au T4 2019.

En revanche, la marge de manœuvre monétaire devrait se réduire en 2022. D'abord parce que les pressions inflationnistes vont augmenter. L'inflation des prix à la consommation, qui avait ralenti en 2020, a ré-accélééré en 2021, passant de 0,3% en g.a. au T1 à 2,7% en moyenne sur la période avril-août. Elle a fléchi au T4 (à 1,9%) mais devrait remonter à court terme, tirée par le redressement de la demande intérieure et la hausse des coûts logistiques et de transports. Avant d'atteindre la cible de 4% fixée par la banque centrale, la plus forte inflation pourrait conduire à des hausses de taux directeurs d'ici la fin 2022 (le taux directeur a été maintenu à 4% depuis octobre 2020, contre 6% à fin 2019).

Ensuite, l'endettement excessif de l'économie vietnamienne devrait inciter la banque centrale à davantage de prudence. Les conditions monétaires sont restées très accommodantes depuis le début de la crise sanitaire (baisse des taux d'intérêt, injections de liquidités, allègement des règles macro-prudentielles, réaménagements de prêts). La croissance du crédit bancaire a ré-accélééré à partir de la mi-2020 jusqu'à la mi-2021 (passant de 10% en g.a. environ à 15%), pour ensuite fléchir, puis se stabiliser à un rythme toujours élevé proche de 14% en g.a. au T4. En conséquence, les crédits à l'économie représentaient 139% du PIB en 2021, contre 121% en 2019 (sur la base du PIB nominal annuel révisé de +25% par les autorités statistiques). Les autorités doivent agir pour ralentir la hausse de l'endettement. En même temps, les difficultés de certaines entreprises depuis le choc sanitaire et la fragilité de certaines banques (toujours insuffisamment capitalisées) ne permettent pas un resserrement trop rapide des conditions monétaires, qui pourrait conduire à une hausse dangereuse des risques de crédit.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2022

**Christine Peltier**

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



## THAÏLANDE

10

## LA VIE SANS TOURISTES

Les perspectives de croissance à court et moyen terme sont limitées en Thaïlande. La consommation privée et le secteur du tourisme, principaux moteurs de la croissance du PIB, resteront durablement affaiblis. Dans le secteur du tourisme particulièrement, il est peu probable que le niveau d'activité enregistré en 2019 soit atteint avant 2024. Par ailleurs, les faiblesses structurelles de l'économie (manque d'investissement, d'infrastructures) ont été exacerbées par la crise et pèseront sur la reprise, notamment des exportations. Cela dit, la vulnérabilité extérieure du pays a augmenté au cours des deux dernières années, mais reste pour le moment très modérée.

## CROISSANCE MODÉRÉE EN 2021

Après une récession de près de 7% en 2020, le PIB thaïlandais n'a rebondi que très modestement en 2021. Déjà assez peu dynamique au premier semestre (+2,5% en g.a.), la croissance a été freinée au deuxième semestre par les restrictions appliquées après la nouvelle vague de cas de Covid-19. Le PIB a reculé de 0,3% en g.a. au T3 et on s'attend à un nouveau recul au T4.

Compte tenu des débuts difficiles de la campagne de vaccination (retards accumulés dans les commandes de vaccins, puis difficultés d'approvisionnement et de mise en place), un très faible pourcentage de la population était vacciné au début du mois de juillet 2021, au moment de la montée rapide du nombre de cas (14% de la population avaient reçu une dose, et moins de 5% deux doses). Les restrictions mises en place par le gouvernement se sont par conséquent avérées très strictes, pesant lourdement sur le secteur des services, la consommation privée et l'investissement, en dépit de nouvelles mesures de soutien des autorités (notamment une hausse conséquente de l'investissement public). Dans le même temps, la réouverture des frontières, prévue au moins pour les régions les plus touristiques, a été repoussée au mois de novembre.

Les exportations nettes ont également contribué négativement à la croissance au deuxième semestre : les importations (de biens d'équipement principalement) ont poursuivi leur progression, alors que la Thaïlande a relativement moins bénéficié que d'autres pays de la région du dynamisme de la demande de produits électroniques. Le pays a par ailleurs souffert de la hausse du prix du pétrole. Les ruptures d'approvisionnement dans les chaînes de valeur, y compris les fermetures temporaires d'usines (en Malaisie par exemple), la pénurie de semi-conducteurs au niveau mondial et l'engorgement dans les transports ont également pesé sur les exportations. Au total, on s'attend à une croissance du PIB de moins de 1% pour l'année 2021.

## REPRISE COMPROMISE

Alors que le nombre de cas de Covid-19 remonte de nouveau à un rythme rapide depuis le début du mois de janvier, les perspectives d'une reprise dynamique de la croissance sont sérieusement compromises.

Bien que l'objectif de vaccination fixé par le gouvernement ait quasiment été atteint (près de 68,5% de la population avait reçu deux doses de vaccin à la fin du mois de décembre, pour un objectif de 70%), une nouvelle vague de restrictions a été annoncée par le gouvernement le 6 janvier dernier.

Le niveau 4 d'alerte (sur 5) est de nouveau en vigueur : le télétravail est très fortement encouragé, de nombreux sites identifiés comme « présentant un risque élevé de propagation » pourront être fermés, tandis que les sites restés ouverts seront soumis à une réglementation stricte, et les rassemblements de plus de 500 personnes sont interdits.

## PRÉVISIONS

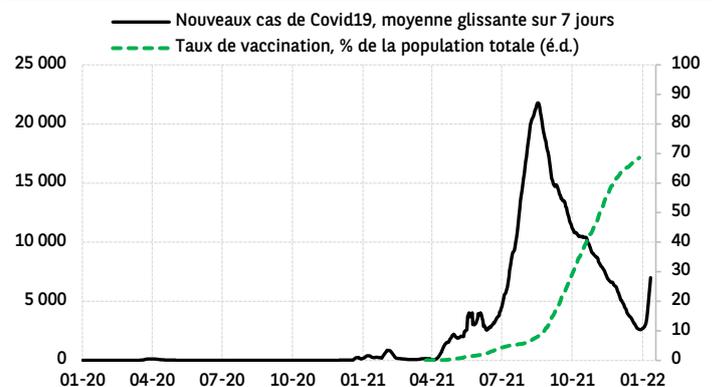
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	3.7	-6.8	0.9	3.3	3.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	1.3	-0.8	1.2	1.4	1.3
Solde budgétaire, % du PIB	-2.3	-5.1	-7.2	-4.5	-2.8
Dette des adm. publiques, % du PIB	41.1	49.4	58.8	62.2	61.5
Balance courante, % du PIB	7.3	3.3	-3.4	0.8	1.9
Dette externe, % du PIB	31.5	38.1	36.2	36.1	36.0
Réserves de change, mds USD	224	258	246	233	221
Réserves de change, en mois d'imports	9.0	15.0	11.0	9.0	9.3

TABLEAU 1

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## NOUVEAUX CAS DE COVID ET VACCINATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MINISTÈRE DE LA SANTÉ

À l'exception des 8 provinces les plus touristiques (nommées « zones pilotes »), toutes les provinces sont repassées en « zone orange ».

Dans ce cadre, et alors que de nouvelles mesures plus restrictives ne sont pas à exclure à court terme (le niveau 5 d'alerte permettrait l'instauration d'un couvre-feu et l'interdiction des rassemblements de plus de cinq personnes), les autorités devraient continuer de soutenir l'économie. Le budget 2023 soumis au Parlement en décembre 2021 comprenait déjà une composante « Covid-19 » et la banque centrale a laissé son taux directeur à 0,5% lors de sa dernière réunion (taux inchangé depuis mai 2020), compte tenu de pressions inflationnistes limitées (l'inflation est ressortie à 2,2% en g.a. en décembre, soit une



moyenne annuelle de 1,2%). La banque centrale estime également que l'écart de production négatif devrait perdurer au moins jusqu'en 2023. Ces mesures ne suffiront probablement pas à dynamiser la demande interne, qui devrait rester atone au moins au premier trimestre, avant de rebondir progressivement. De même, les exportations pourraient être pénalisées par le ralentissement de la demande mondiale en début d'année. Au total, la croissance du PIB ne devrait pas dépasser 3,5% en 2022.

## LE RETOUR DES TOURISTES ENCORE DIFFÉRÉ

Même dans ce scénario peu optimiste, les risques pesant sur la croissance à court et moyen terme restent orientés à la baisse. Les faiblesses structurelles de l'économie thaïlandaise (manque d'investissement et d'infrastructures, risque politique très élevé) atténueront l'ampleur du redressement. Alors qu'elle était supérieure à 3,5% avant la crise, la croissance potentielle est à présent estimée autour de 2%.

Concernant le secteur du tourisme (représentant au sens large près de 20% du PIB en Thaïlande), le retour à un niveau comparable à celui enregistré en 2019 semble encore devoir être décalé de plusieurs années, ce qui pèse sur la croissance et l'excédent courant.

D'une part, plusieurs pays de la région, dont la Chine (les touristes chinois représentaient près de 30% du total en 2019), imposent encore des conditions de quarantaine très strictes pour les voyageurs de retour d'un pays étranger. D'autre part, en réouvrant partiellement les frontières en novembre dernier, le gouvernement souhaitait amorcer le retour graduel des touristes. Les visiteurs en provenance d'une liste de 63 pays (qui représentaient en 2019 plus de 90% du total des arrivées), dont le schéma vaccinal était complet, pouvaient entrer sur le territoire sans effectuer de quarantaine.

Ces conditions ont été révisées dès le 22 décembre dernier : même les visiteurs disposant d'un schéma vaccinal complet doivent à présent s'isoler pendant sept jours dans un hôtel certifié par le gouvernement, et fournir deux tests PCR négatifs avant de pouvoir circuler sur le territoire thaïlandais (y compris dans les zones pilotes).

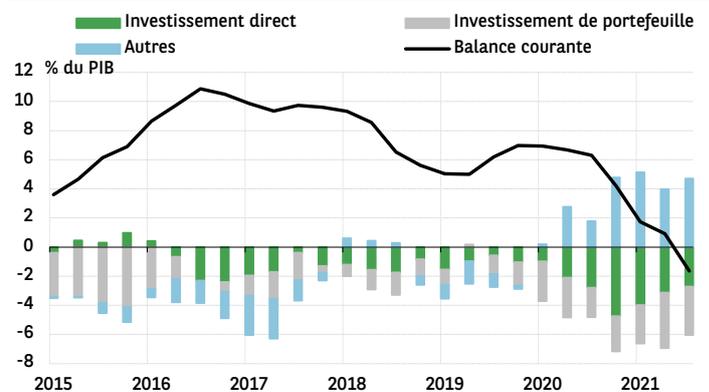
Le nombre de touristes restera très faible à court terme : d'après les estimations gouvernementales, environ 45 000 et 90 000 arrivées ont été enregistrées aux T3 et T4 respectivement, soit le tiers de l'objectif initialement fixé par le gouvernement. En 2019, la moyenne mensuelle était de près de 3,3 millions d'arrivées.

Dans son scénario établi au début du mois de décembre dernier, la Banque mondiale prévoyait une augmentation très progressive du nombre de touristes, soit 7 millions au total pour l'année 2022 (la quasi-totalité des arrivées ayant lieu au deuxième semestre), puis une augmentation plus soutenue en 2023, pour atteindre 20 millions en 2023, soit environ la moitié du nombre d'arrivées enregistré en 2019.

## LA VULNÉRABILITÉ EXTERNE RESTE LIMITÉE

La vulnérabilité externe de la Thaïlande a augmenté au cours des deux dernières années, mais reste relativement faible. Pour la première fois depuis plus de dix ans, le compte courant devrait enregistrer un déficit en 2021. Celui-ci devrait représenter environ 3,5% du PIB (après un excédent de 3,3% en 2020, les importations ayant chuté encore plus brutalement que les exportations et les recettes du tourisme). L'excédent courant représentait plus de 7% du PIB en 2019, et 8% en moyenne en 2014-2018.

### BALANCE DES PAIEMENTS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Les perspectives ne sont pas favorables à court terme : la hausse des prix de l'énergie et du transport, les tensions persistantes sur les chaînes de valeur, le ralentissement des exportations et les très faibles recettes du tourisme ne devraient pas permettre un excédent courant supérieur à 1% et 2% du PIB respectivement en 2022 et 2023.

Le compte de capital est lui aussi resté en déficit, les sorties de capitaux s'étant poursuivies au cours des derniers trimestres. Observées depuis plusieurs années, celles-ci reflètent la préférence des investisseurs thaïs pour des investissements directs et de portefeuille à l'étranger plutôt qu'en Thaïlande.

Cela dit, le niveau très modéré de la dette externe et les réserves de change encore très confortables (USD 246 mds en décembre 2021), accumulées grâce à une décennie de soldes courants excédentaires, continuent de protéger la Thaïlande contre les chocs externes, et notamment contre les effets du resserrement monétaire aux États-Unis.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2022

**Hélène DROUOT**

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

## UNE REPRISE EN PERTE DE VITESSE

Malgré l'accélération de la campagne de vaccination, le raffermissement attendu de la croissance au S2 2021 n'a pas eu lieu. L'économie est tombée en récession technique au T3 et les indicateurs disponibles pour le T4 montrent toujours des signes d'essoufflement. Dans le même temps, le contournement du plafond des dépenses, dans le budget 2022, a accentué la défiance des marchés. Alors que les élections générales se profilent à l'horizon, les perspectives économiques s'assombrissent. L'évolution de l'épidémie, le cycle électoral, les incertitudes sur le plan budgétaire, la permanence de l'inflation et le durcissement des conditions financières sont autant de freins potentiels à la reprise.

### ESOUFFLEMENT DE LA REPRISE

Malgré l'accélération de la campagne de vaccination<sup>1</sup>, la normalisation de l'activité dans les services et la baisse du chômage, l'activité économique au T3 a enregistré un second trimestre consécutif de baisse qui a plongé l'économie brésilienne en récession technique (-0,1% t/t en données cvs au T3 après -0,4% t/t au T2). Le repli du PIB réel au T3 est surtout lié à la chute de la production agricole (-8% t/t) en raison de problèmes climatiques touchant particulièrement les filières du café, du coton, des oranges et du sucre, mais aussi à la suspension des abattages de bétail (cas de vache folle recensés). La hausse de l'activité dans les services et la construction n'a pas suffi à compenser la baisse de la production dans les secteurs minier et manufacturier.

En fin d'année, les freins persistants à la production dans l'industrie (pénuries d'intrants, coûts élevés<sup>2</sup>), combinés à la faiblesse des indicateurs (chute de l'indicateur avancé du PIB de la banque centrale en octobre, baisse des indicateurs de confiance, ralentissement de l'activité dans les services et le secteur manufacturier), font craindre au mieux une stagnation du PIB au T4. Le durcissement de la politique monétaire (hausse de 725 points de base du taux SELIC entre mars et décembre 2021), en réponse à l'accélération de l'inflation (10,7% en novembre, soit plus de 8 points en un an), a conduit à un ralentissement du crédit<sup>3</sup>. La Bourse, qui s'était retournée en juin, a poursuivi sa décrue, perdant 11,9% de sa valeur en 2021.

### BONNE RÉSISTANCE DES COMPTES EXTERNES

En 2021, la faiblesse de la demande interne a tranché avec la bonne tenue des comptes externes grâce à l'amélioration des termes de l'échange et à la faiblesse du taux de change effectif réel. Le compte courant s'est stabilisé à un niveau modéré (1,9% du PIB sur 12 mois en novembre) grâce à un excédent record de la balance commerciale (USD 61 mds), tiré par les exportations du minerai de fer, du soja et du pétrole<sup>4</sup>. Dans le même temps, les flux d'investissements de portefeuille des non-résidents sont repassés en territoire positif pour la première fois depuis début 2018 (USD 32,1 mds cumulés sur 12 mois en novembre), attirés par la remontée des taux d'intérêt et la hausse des émissions sur le marché local de la dette. En outre, la vulnérabilité extérieure ne s'est pas dégradée : les besoins de financements externes (compte courant et amortissement de la dette) sont demeurés en grande partie couverts par les flux nets d'IDE, ce qui a permis de limiter la hausse de la dette externe<sup>5</sup>. Les réserves officielles de change se sont consolidées (USD 362 mds). Seule ombre au tableau : la très forte volatilité du real<sup>6</sup>. Celle-ci a obligé la BCB à intervenir à hauteur

1 Début janvier : 78% de primo-vaccinés, 67% de doubles doses, 10% de doses de rappel.

2 L'indice de prix à la production, IPA-IGP-M, même en repli, restait à près de 20% (g.a.) en décembre.

3 La progression nominale du crédit est restée stable à hauteur d'environ 15% sur l'année mais a ralenti en termes réels (4,9% en g.a. en novembre vs 11,3% en janvier).

4 À noter que l'effet prix a dominé l'effet volume pour les exportations (+28,3% vs. +3,5% respectivement) et inversement pour les importations (+14,2% vs. +21,8%).

5 Le taux de *rollover* sur la dette externe à moyen-long terme était de 128% de janvier à novembre.

6 Le BRL a perdu 6,8% en 2021 contre le dollar après une chute de 22,6% en 2020.

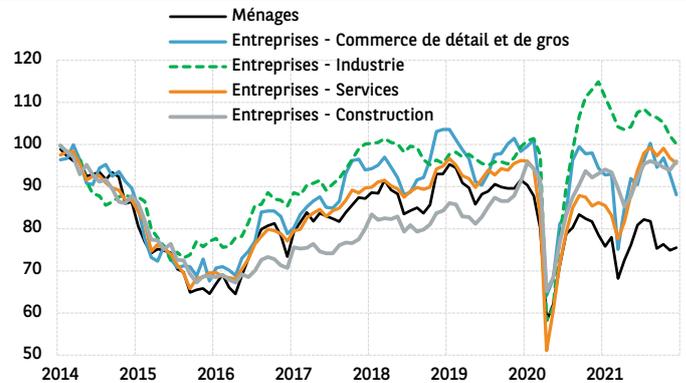
### PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB (croissance %)	1.4	-3.9	4.5	0.3	2.0
Inflation (moyenne annuelle, %)	3.7	3.2	8.3	7.4	4.2
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.8	-13.2	-4.9	-8.0	-7.4
Dette publique, % du PIB	74	89	80	81	84
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-0.5	-1.7	-2.1	-2.5
Dette externe (en % du PIB)	37	45	42	44	44
Réserves de change (USD mds)	357	356	362	356	350
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	16	15	15

TABEAU 1

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

### INDICATEURS DE CONFIANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FGV, BNP PARIBAS

de USD 12 mds sur le marché *spot* et à élargir son portefeuille de *swaps* de devises (*swap cambial*) de près de USD 25 mds pour lisser l'évolution du real et répondre à la demande croissante de couverture de change. La promulgation d'une nouvelle loi (qui entrera en vigueur en décembre 2022), autorisant l'ouverture de comptes en devises au Brésil et en real à l'étranger, devrait permettre, à terme, d'accroître la liquidité sur le marché *spot* et de simplifier les mouvements de capitaux avec l'étranger.

## LA CRÉDIBILITÉ DE LA RÉGLE BUDGÉTAIRE REMISE EN CAUSE

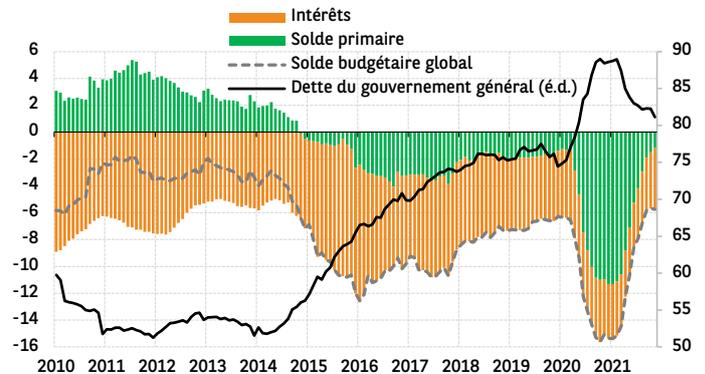
En dépit de l'amélioration du solde primaire<sup>7</sup> et de la baisse des risques de liquidité, les marchés financiers s'inquiètent des nombreux risques qui pèsent sur les finances publiques<sup>8</sup>, surtout concernant le maintien de la règle du plafond des dépenses<sup>9</sup>. Celle-ci a été plusieurs fois contournée en 2021 : i/ extension en mars de soutiens d'urgence à hauteur de 1,4% du PIB (non soumis au plafond des dépenses) ; ii/ changement de la règle de calcul du plafond budgétaire<sup>10</sup> en novembre ; iii/ suspension des paiements d'une partie des *precatórios*<sup>11</sup> dans le but d'autoriser une hausse des dépenses sociales de BRL 89 mds (0,7% du PIB) dans le budget 2022, au titre du nouveau programme social du gouvernement (*Auxilio Brasil*). Les marchés s'inquiètent aussi de la hausse du coût de la dette, de la remontée du SELIC, de l'inflation et des taux longs ayant entraîné une hausse de près de 2 points du taux d'intérêt implicite sur la dette publique en 2021. À cela s'ajoute la crainte d'une baisse des recettes fiscales avec le ralentissement économique anticipé en 2022. Les mécanismes institutionnels encadrant la politique budgétaire devraient continuer d'alimenter l'inquiétude des marchés. Le gouvernement actuel ne cache pas, en effet, son envie de flexibiliser davantage le plafond des dépenses s'il est réélu, tandis que Lula souhaiterait, quant à lui, s'en s'affranchir.

## PERSPECTIVES 2022: DE NOMBREUX FREINS À LA CROISSANCE

Les perspectives de croissance sont très faibles pour 2022 (+0,3%) dans un contexte incertain (le pays est sous la menace depuis quelques semaines du variant Omicron<sup>12</sup> et les élections générales se tiendront en octobre). Cette projection reflète les nombreuses contraintes qui pèsent sur la demande intérieure. Ainsi, malgré les aides sociales<sup>13</sup>, la consommation privée sera freinée par la baisse du pouvoir d'achat des salaires, l'accroissement de la dette des ménages et les nouvelles hausses de taux prévues en 2022 (+150 pb en février déjà annoncé). Les règles électorales vont aussi contraindre une hausse des dépenses du gouvernement. Le durcissement de la politique monétaire et les incertitudes électorales pèseront sur l'investissement des entreprises. La demande externe sera, dans le même temps, freinée par le ralentissement en Chine, aux États-Unis et en Europe (les principaux partenaires commerciaux du pays). L'éventualité d'une sécheresse (comme en 2021) et de grèves liées à l'inflation représentent des risques baissiers qui ne peuvent pas écarter un scénario récessif.<sup>14</sup>

L'inflation devrait décélérer quelque peu en raison de i/ la normalisation des prix de l'électricité (avec la baisse du risque de rationnement), ii/ du resserrement monétaire<sup>15</sup>, iii/ de la faiblesse de la demande intérieure. La hausse de 10% du salaire minimum en janvier pourrait toutefois entretenir la hausse des prix dans les services. La composante alimentaire de l'inflation devrait devenir un enjeu électoral de plus en plus prégnant en raison de son poids dans les budgets des ménages (environ 25%).

## BALANCE BUDGÉTAIRE DU GOUVERNEMENT CENTRAL ET RATIO DE DETTE (CUMUL GLISSANT SUR 12 MOIS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, BCB, BNP PARIBAS

Malgré le ralentissement prévu, quelques secteurs devraient retrouver des couleurs. La production automobile pourrait augmenter de près de 10% selon l'association des constructeurs automobiles Anfavea (la pénurie mondiale de microprocesseurs ayant réduit la production de près de 300 000 véhicules en 2021). Certains segments des services tels que le tourisme, les soins et l'événementiel devraient connaître un rebond grâce à la progression de la vaccination. Les secteurs de l'énergie et des infrastructures devraient bénéficier de plusieurs appels d'offre prévus par le gouvernement pour l'obtention de concessions dans de nombreux projets (solaire, éolien, thermique, 12 ports, 7 autoroutes, 4 aéroports et 1 ligne ferroviaire pour un montant total estimé à BRL 116 mds), à condition que l'engouement des investisseurs étrangers ne soit pas freiné par les échéances électorales.

Avec le démarrage du cycle électoral, d'importants projets de loi actuellement à l'étude au Congrès, tels que la réforme fiscale (destinée à simplifier la fiscalité en fusionnant les taxes fédérales et à réduire la pression fiscale sur les sociétés) et la réforme du secteur public (visant à améliorer l'efficacité des dépenses, contenir la masse salariale et assouplir les règles d'embauche) auront peu de chance d'aboutir. Le risque politique et le resserrement anticipé de la politique monétaire dans certains pays développés devraient entretenir la volatilité sur les marchés.

Achévé de rédiger le 19 janvier 2022

Salim Hammad

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

7 La balance primaire du gouvernement central est passée d'un déficit de -9,9% du PIB fin 2020 à -1,1% du PIB en novembre 2021. Dans le même temps, la dette publique du gouvernement général est passée de 88% du PIB à 81,1% du PIB.

8 Le CDS à 5 ans et l'EMBI+ ont enregistré une hausse de respectivement 60 et 66 points de base sur l'année pour s'établir à 205 pb et 326 pb fin décembre.

9 La revalorisation des dépenses primaires est limitée par l'inflation de l'année précédente.

10 Prise en compte de l'inflation de décembre (+10,06%), plus élevée, plutôt que celle de juin (+8,35%)

11 Ordonnances émises par les tribunaux imposant au gouvernement fédéral de verser des indemnités à la suite de différends contractuels (litiges de pensions, salaires, logements, indemnités d'invalidité ou de décès, expropriations etc.).

12 60% des nouvelles infections début janvier vs. 40% pour le variant Delta.

13 *Auxilio Brasil* va étendre la couverture des ménages à faibles revenus à un total de 17 millions de familles (contre 14,6 millions pour *Bolsa Familia*) atteignant environ 50 millions de Brésiliens. Le paiement de BRL400 au minimum sera versé pour chaque famille éligible jusqu'en décembre 2022.

14 La légère inversion de la courbe des taux (les rendements à 1 an sont plus élevés que ceux à 10 ans) témoigne déjà de cette crainte.

15 Une hausse du SELIC de 100 bps fait baisser l'IPCA de 30 pb dans un an (selon les modèles de la BCB).



## ARGENTINE

14

## LE TEMPS PRESSE

Au-delà du fort rebond de la croissance en 2021, l'économie argentine reste fragile. La production dans les secteurs primaire et secondaire a retrouvé son niveau d'avant la pandémie. Toutefois, l'économie reste contrainte par une inflation élevée, pourtant largement réprimée, qui pèse sur la consommation des ménages et les services. Depuis décembre dernier, la nouvelle vague de contaminations introduit une incertitude supplémentaire. Les élections de mi-mandat ont affaibli la coalition gouvernementale toujours en négociation avec le FMI. La politique monétaire va se durcir et la normalisation du financement du déficit budgétaire implique un tour de vis, même si la consolidation à marche forcée est peu probable. Mais le temps presse. Malgré l'envolée des prix des matières premières agricoles, la dérive du taux de change de marché par rapport au taux officiel s'est accentuée. De plus, les réserves de la banque centrale sont tout juste stabilisées en raison des sorties de capitaux, notamment des résidents. Surtout, une échéance de remboursement très importante est prévue en mars.

## UNE COALITION AFFAIBLIE POUR LES NÉGOCIATIONS AVEC LE FMI

La coalition de centre-gauche du président Alberto Fernandez, *Frente de Todos* (FdT), est sortie perdante des élections législatives partielles de mi-mandat qui se sont tenues en novembre dernier. Sa position s'est affaiblie à la Chambre des députés, de 120 sièges avant les élections à 118 (sur un total de 257). Surtout, FdT a perdu la majorité au Sénat, ne conservant que 34 des 40 sièges précédemment remportés (sur un total de 72). Le gouvernement de A. Fernandez a été sanctionné pour les dissensions au sein même du camp péroniste. On lui reproche sa gestion trop radicale de la pandémie, par ailleurs émaillée de scandales, avec un confinement long dans la capitale et sa région, et son incapacité à juguler l'inflation.

Les négociations avec le FMI traînent en longueur. Elles doivent permettre au pays d'obtenir un rééchelonnement de sa dette vis-à-vis de l'institution multilatérale dans le cadre d'un accord de facilité de financement étendue (EEF). Le revers électoral ne peut que conforter la position du gouvernement de limiter les conditionnalités du FMI. À l'issue des réunions techniques de début décembre 2021, la mission du FMI a indiqué que l'assainissement budgétaire devrait être graduel, durable et permettre des investissements en infrastructure et technologie, et des dépenses sociales ciblées. Il n'y aurait donc pas d'assainissement budgétaire à marche forcée. La déclaration insiste aussi sur le choix d'une stratégie multiple de lutte contre l'inflation. Celle-ci devra combiner réduction du financement monétaire du déficit budgétaire, politique monétaire appropriée avec des taux d'intérêt réels positifs et, dans des termes beaucoup plus vagues, une coordination salaire-prix. C'est en effet l'inflation qui nourrit l'instabilité financière, bride structurellement la croissance et aggrave la pauvreté qui touche plus de 40% de la population.

## REPRISE FRAGILE ET INFLATION RÉPRIMÉE

La reprise économique s'est consolidée au S2 2021 mais reste fragile. Le PIB réel a rebondi de 4,1% t/t au T3 après -0,9% au T2 mais il s'est de nouveau contracté en octobre (il reste supérieur de 2% à son niveau pré-pandémique). D'un côté, la reprise de l'activité dans la construction est soutenue et explique le fort rattrapage de l'investissement, composante de la demande la plus dynamique (+13% par rapport au niveau de 2019). D'un autre côté, la production industrielle faiblit depuis juillet 2021 même si elle dépasse de 8% son niveau pré-pandémique (cf. graphique). Mais la plupart des secteurs des services, à l'exception de la santé et de l'éducation, n'ont pas retrouvé leur niveau de la fin 2019, *a fortiori* ni ceux de la fin 2017, qui marque le début de la récession dans ce pays. Au T3, la consommation des ménages était encore 5% inférieure à son niveau du T4 2019 avec des salaires réels en recul, sur

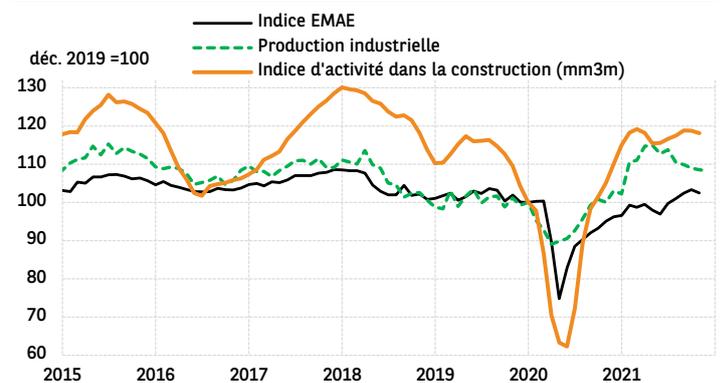
## PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	-2.0	-9.9	8.0	1.5	2.0
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	53.5	42.0	48.4	59.3	43.0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-4.7	-8.9	-5.0	-4.5	-4.0
Dette publique (en % du PIB)	90.1	104.3	85.4	80.1	78.2
Solde courant (en % du PIB)	-0.8	0.9	1.3	0.8	0.5
Dette externe (% PIB)	62.7	69.9	58.6	51.5	49.5
Réserves de change (USD Mds)	44.8	39.4	39.6	43.3	47.8
Réserves de change (mois d'import.)	8.1	9.1	7.2	7.6	8.0

TABLEAU 1

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

## INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : INDEC, ISAC

la même période, de 6% dans le secteur privé et 9,5% dans le secteur public. La consommation publique a pour partie compensé la faiblesse de la consommation privée, surtout depuis la mi-2021.

La nouvelle vague de Covid-19 introduit une incertitude supplémentaire sur la reprise. Depuis la mi-décembre, le nombre de nouveaux cas a très fortement augmenté avec la circulation du variant Omicron. L'Argentine est de loin la plus touchée en Amérique latine avec un peu plus de 110 milliers de cas par jour à la mi-janvier, soit un taux de 2 500 par million d'habitants (contre 680 en moyenne pour les principaux pays latino-américains).



Cette reprise épidémique coïncide avec la levée mi-octobre des restrictions aux touristes étrangers pour la période estivale. Pour l'instant, la mortalité reste très faible et le nombre d'hospitalisations en soins intensifs est moindre que lors des vagues précédentes.

Même si l'activité recule de nouveau au T4 2021, le PIB enregistrera un très fort rebond sur l'ensemble de l'année compte tenu des effets d'acquis. Mais, en 2022, la croissance devrait fortement ralentir en raison : 1/ de l'accélération attendue de l'inflation et du durcissement de la politique monétaire (la BCRA a déjà relevé son taux directeur de 38% à 40%) ; 2/ du choc transitoire de la dévaluation anticipée du taux de change officiel, condition nécessaire pour l'alignement des différents taux de change dont l'écart a continué de s'élargir<sup>1</sup>, et la levée progressive du contrôle des changes ; 3/ d'une normalisation du financement du déficit budgétaire qui devrait impliquer un ralentissement des dépenses courantes.

Le taux d'inflation mensuel s'est réduit d'environ 4% en moyenne d'octobre 2020 à avril 2021, à 3,2% de mai à décembre 2021. Mais ce ralentissement est provisoire. La dépréciation du taux de change officiel a certes été ramenée à 1% par mois depuis juillet contre 3% au S1 2021. Mais l'écart entre le taux de marché et le taux officiel dépasse largement le seuil de 40% au-delà duquel l'effet de diffusion du change sur les prix est multiplié par deux. Par ailleurs, le ralentissement a été obtenu au prix d'un contrôle des prix (et même d'un gel temporaire entre octobre 2021 et début janvier 2022) dont la couverture, déjà large, devrait être étendue<sup>2</sup>. L'inflation ainsi réprimée est estimée à environ 10 points de pourcentage pour un taux d'inflation sur un an de 51% en Décembre.

Le rattrapage des augmentations gelées et la revalorisation des tarifs règlementés font craindre une réaccélération au S2 2022 qui pourrait amener le taux d'inflation jusqu'à 60% mi-2022. À cela peut s'ajouter un impact défavorable de la politique monétaire et de change à venir si les effets négatifs (dévaluation du taux de change officiel, augmentation de son taux de dépréciation cible pour permettre à la banque centrale de reconstituer ses réserves de change) l'emportent sur les effets positifs (durcissement monétaire, réduction de l'écart entre le taux de change de marché et le taux officiel).

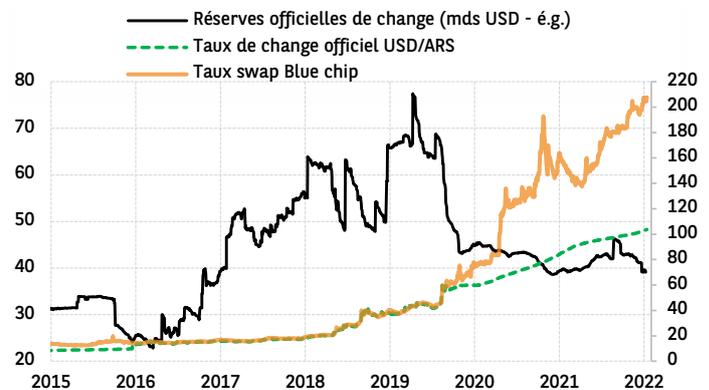
## DES COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLICS EN DEMI-TEINTE

À première vue, le déficit budgétaire s'est nettement réduit en 2021. Il a atteint à seulement -3,1% du PIB (-2,2% hors intérêts) en novembre et en cumul sur 12 mois, après respectivement -8,5% et -6,5% en 2020. Toutefois, la performance est bien moindre si l'on tient compte du transfert de l'allocation de DTS (1% du PIB) et des revenus exceptionnels tirés de la taxe extraordinaire sur les gains boursiers (0,6% du PIB). De plus, les intérêts payés par la banque centrale sur sa dette (Leliq et swaps), qui représentait fin décembre environ 100% de la base monétaire (contre 80% en 2020), ne sont pas inclus dans le budget du gouvernement central. Pourtant, ils constituent le coût de stérilisation du financement monétaire du déficit budgétaire. Ces intérêts se sont élevés à 2,6% du PIB, comme en 2020, malgré la baisse des avances directes de la BCRA au Trésor (de 7% du PIB en 2020 à 2,7% points de PIB en 2021).

<sup>1</sup> Le taux de marché du dollar contre ARS (le *blue chip swap rate*) est actuellement le double du taux officiel. Depuis avril, il s'est apprécié beaucoup plus fortement (4,5% par mois en moyenne contre 1,3% pour le taux officiel). Il évolue en effet de pair avec le ratio base monétaire/réserves de change qui est un bon proxy du taux de change dans les économies à régime d'inflation très élevée.

<sup>2</sup> Le 15 octobre 2021, le gouvernement avait obtenu un accord de principe des acteurs de la grande distribution et des industriels et/ou leurs représentants concernés pour un gel des prix d'environ 1 200 produits jusqu'au 7 janvier. Un contrôle des prix existe déjà dans le cadre du programme *Precios Cuidados* sur plus de 700 produits. A l'issue de la période de gel temporaire, le gouvernement espère obtenir une extension de la couverture de *Precios Cuidados* à environ 1 300 produits. Il s'agirait d'un accord sur la base du volontariat limitant les hausses à 2% en cas de révision mensuelle et 6% en cas de révision trimestrielle.

### TAUX ET RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BCRA, BNP PARIBAS

Au total, le déficit budgétaire corrigé des transferts de la banque centrale, mais incluant le coût de stérilisation, s'est élevé à 6,4% du PIB, ce qui donne une image plus juste du déséquilibre des finances publiques. Fin décembre, le budget pour 2022 n'avait toujours pas été adopté après un rejet par le Sénat. Le gouvernement devra le réviser et le faire voter rapidement, son adoption étant un préalable pour le FMI.

La liquidité extérieure reste faible. L'excédent commercial s'est pourtant élargi et va probablement dépasser USD 15 mds en 2021 grâce au rebond très fort des cours des principales matières premières agricoles exportées (+47% pour le soja, 38% pour le maïs et 16% pour le blé). La balance de base (balance courante + balance des investissements directs) devrait être excédentaire d'au moins USD 10 mds. Or, les réserves de change, qui s'étaient consolidées à USD 46 mds après l'acquisition des DTS, sont retombées à USD 39 mds, sous leur niveau de la fin 2020. Les sorties nettes d'investissements de portefeuille se sont élevées à 5 milliards sur les neuf premiers mois de 2021 et les achats nets de devises du secteur privé non financier ont repris au deuxième semestre.

D'après les estimations de *Global Source partners*, le service de la dette extérieure (intérêts et principal) s'élèvera à environ USD 25 mds en 2022 (USD 22 mds pour le FMI), et USD 29 mds en 2023 (USD 23 mds au FMI). Un accord de rééchelonnement doit absolument être conclu avant la prochaine échéance importante de mars (plus de USD 5 mds aux seuls créanciers officiels, principalement le FMI et le Club de Paris).

Achevé de rédiger le 12 janvier 2022

**François Faure**

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



## PROGRAMME CHARGÉ

**Gabriel Boric a remporté le deuxième tour de l'élection présidentielle en décembre dernier. Il prendra ses fonctions à la mi-mars et les défis qu'il affrontera au cours de son mandat seront nombreux. Le nouveau gouvernement devra composer avec une assemblée fragmentée et des attentes populaires très fortes. La croissance économique devrait ralentir avec le retrait progressif des mesures exceptionnelles de soutien. Bien que la population soit très largement vaccinée, l'activité pourrait être fragilisée par de nouvelles vagues de contaminations et les restrictions qui y seraient associées. Enfin, consolider les finances publiques tout en répondant aux promesses de réforme des systèmes d'éducation, de soin et de retraite s'annonce comme la principale difficulté.**

## ÉLECTION SOUS TENSION

Le 19 décembre dernier, Gabriel Boric, candidat de la très large coalition des partis de gauche, a remporté le second tour de l'élection présidentielle face à J. Kast, candidat d'extrême droite. Il a remporté 56% des suffrages exprimés, avec un taux de participation de 55%, un record depuis la fin du vote obligatoire en 2012. Au premier tour, fin novembre, le taux de participation avait été de 46%.

Le nouveau gouvernement entrera en fonction le 11 mars prochain. La tâche s'annonce particulièrement délicate pour le président élu et les difficultés seront amplifiées par l'évolution de la situation sanitaire au niveau mondial. Bien que la population soit largement vaccinée (à ce jour plus de 80% de la population a reçu deux doses de vaccin, et près de 60% a reçu une troisième dose), le pays reste fragilisé par la survenue de potentielles nouvelles vagues de contaminations (qui pèseraient sur la demande interne, le secteur du tourisme, les exportations).

En outre, la stabilité politique et sociale du pays s'est nettement dégradée depuis les violentes manifestations de l'automne 2019. Surprenant par leur ampleur et leur durée, celles-ci ont regroupé un large éventail de revendications, parmi lesquelles la frustration créée par la montée des inégalités et l'opposition aux réformes proposées par le gouvernement Pinera sur l'accès aux soins et le système de retraites.

La crise économique et sanitaire a d'ailleurs exacerbé la fragilité du système de santé et de protection sociale, en grande difficulté malgré le soutien massif apporté par les autorités au cours des deux dernières années. Les attentes populaires ont été renforcées d'autant.

Dans le même temps, le processus de rédaction de la nouvelle constitution (qui devrait s'achever d'ici la fin 2022) et les débats qui lui sont associés, centrés sur les mêmes sujets (éducation, système de santé...), amplifient la pression exercée sur le nouveau gouvernement, avant même son entrée en fonction. L'indépendance de la banque centrale et son mandat (un objectif de croissance et/ou d'emploi pourrait être ajouté à l'inflation, à l'image du mandat de la Fed) feront également l'objet de discussions.

## CONDITIONS PEU FAVORABLES

Enfin, la mise en place de la politique économique et sociale du nouveau gouvernement s'avère déjà délicate. La composition du nouveau Congrès (élu fin novembre, au moment du premier tour de l'élection présidentielle) n'est pas franchement favorable au gouvernement de G.Boric : aucune majorité ne s'est dégagée au Sénat, et la coalition de gauche ne disposera que d'un avantage de deux sièges (sur 155) à la Chambre des députés.

Une telle situation permet certes de prévenir un changement radical de la politique économique, comme le craignaient pourtant certains analystes (le cours de Bourse a perdu plus de 6% le lendemain de

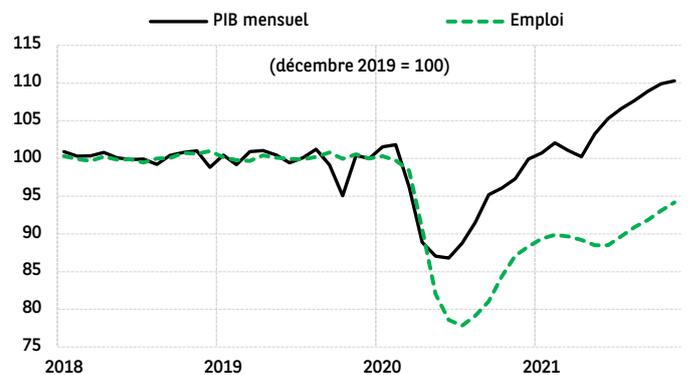
PRÉVISIONS					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1.1	-5.8	10.8	2.5	2.0
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2.8	3.0	4.4	4.9	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-2.8	-6.2	-7.6	-3.8	-3.5
Dette publique, % du PIB	28.1	32.7	35.1	38.7	40.7
Balance courante, % du PIB	-3.6	1.3	-3.2	-3.5	-3.5
Dette externe, % du PIB	70.0	82.6	74.3	72.6	71.0
Réserves de change, mds USD	40.6	39.2	53.8	53.4	52.8
Réserves de change, en mois d'imports	4.8	5.5	5.3	4.8	4.5

TABLEAU 1

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## INDICES D'ACTIVITÉ MENSUELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

l'élection). Mais elle risque de compromettre toute possibilité de réforme structurelle d'ampleur, puisque de nombreuses discussions et très certainement des compromis seront nécessaires au gouvernement pour les faire appliquer. Il est très probable que le climat politique et social reste tendu tout au long du mandat et que les changements soient bien moins radicaux qu'escompté.

Parallèlement la croissance devrait très nettement ralentir. Le PIB devrait avoir progressé de près de 11% en 2021, grâce (outre les effets de base) au soutien massif des autorités (comme en 2020) et la hausse du prix du cuivre. Mais l'autorisation accordée (à trois reprises)

aux bénéficiaires de puiser dans leur épargne retraite a stimulé la consommation de façon artificielle. Le PIB ne devrait progresser « que » de 2,5% cette année, avec le retrait progressif des mesures exceptionnelles de soutien à la croissance et un environnement international incertain.

C'est dans ce contexte difficile que le gouvernement prendra ses fonctions au mois de mars prochain. Les détails de son programme ne sont pas encore connus, mais le nouveau président souhaite trouver un « juste équilibre » entre le besoin de réformes en faveur de plus de justice sociale et le rétablissement de « conditions favorables » à plus d'investissement et de croissance, tout en restant « fiscalement responsable ».

Autrement dit, G.Boric semble vouloir répondre aux fortes attentes de la population et, pour cela, lancer plusieurs réformes de grande ampleur. Mais il lui faut conserver la confiance des investisseurs, des agences de notation et du FMI, confiance mise à mal par la crise politique, les retraits d'épargne retraite et leurs conséquences économiques et fiscales à moyen et long terme.

Pour rappel, le Chili est un des rares pays disposant d'une ligne de crédit modulable auprès du FMI, ce qui lui fournit une garantie précieuse permettant de renforcer la confiance des marchés en période d'accentuation des risques. Le Chili dispose de cette ligne de crédit depuis mai 2020.

## OBJECTIFS TROP AMBITIEUX ?

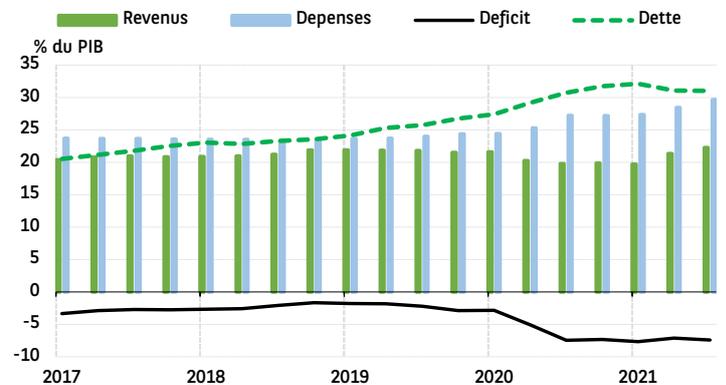
Les nombreuses ambitions du nouveau gouvernement paraissent difficilement réalisables (et compatibles) au regard des contraintes budgétaires. Dès la fin de la campagne, G.Boric a annoncé qu'il souhaitait augmenter fortement les dépenses publiques, avec le double objectif de nettement améliorer le filet de protection sociale et d'entamer une « transition verte » (volontairement « agressive »), tout en mettant en place un processus de consolidation budgétaire.

Le président s'est également engagé à mener une politique « fiscalement responsable », qui permettrait dans un premier temps de ramener le déficit public de 7,6% du PIB en 2021 à moins de 4% du PIB en 2022. Il entend donc respecter l'objectif fixé par la loi de budget 2022 (à 3,9% du PIB) proposé par le gouvernement sortant.

D'après les annonces, la réduction du déficit devrait ensuite se poursuivre tout au long du mandat, pour revenir à un niveau comparable à celui d'avant la crise (entre 2015 et 2019, le déficit public était en moyenne inférieur à 2,5% du PIB). L'objectif est de stabiliser le ratio de dette, encore modéré (35% du PIB fin 2021) mais en hausse continue depuis plus de dix ans, afin de le contenir en deçà de 45% d'ici la fin du mandat.

Poursuivre la consolidation budgétaire, tout en augmentant significativement (et de manière pérenne) les dépenses, nécessitera donc une hausse substantielle et permanente des revenus. Les hypothèses de travail du gouvernement reposent sur une augmentation des revenus de 5 points de pourcentage (pp) du PIB d'ici la fin du mandat, (les revenus représentaient 21,5% du PIB en moyenne entre 2015 et 2019) via des hausses d'impôt sur les entreprises, la mise en place d'un impôt sur la fortune et de nouvelles « taxes vertes », des royalties sur les compagnies minières privées, et une réduction significative de l'évasion fiscale et des exemptions. Or, il paraît peu probable que le gouvernement parvienne à faire adopter les mesures ou réformes nécessaires pour y parvenir (concernant aussi bien les dépenses que les revenus).

## DÉFICIT ET DETTE PUBLICS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DES FINANCES

G. Boris a, en outre, récemment précisé que chaque augmentation de dépense pérenne devrait être précédée par une augmentation de revenus. Michelle Bachelet avait elle-même proposé en 2014 une réforme fiscale projetant une augmentation des revenus de 3 pp au cours de son mandat. En 2018, les revenus avaient finalement augmenté de 1,4 pp (par rapport à 2014).

Concernant le système de retraites, l'une des réformes les plus attendues, le nouveau gouvernement pourrait (d'après les propositions faites lors de la campagne) chercher à réformer totalement mais progressivement le système existant. Trois grandes étapes sont envisagées. Premièrement améliorer et renforcer le « pilier de solidarité » en créant un minimum retraite universel (d'un montant supérieur de plus de 30% au minimum retraite existant, qui n'est pas universel actuellement). L'augmentation des dépenses correspondante (estimée à un montant équivalent à 2,5% du PIB) devrait être compensée par le supplément de revenus généré par la réforme fiscale.

Deuxièmement, les contributions des employeurs augmenteront progressivement (de 10% du montant du salaire actuellement à 16% à la fin du mandat). Enfin, un nouveau fonds de retraite public devrait être créé pour se substituer progressivement aux fonds de pension privés existants.

Achevé de rédiger le 14 janvier 2022

**Hélène DROUOT**

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

## RUSSIE

18

## L'INFLATION ET LES RISQUES GÉOPOLITIQUES PÈSERONT SUR LA CROISSANCE

Après avoir plutôt bien résisté à la pandémie et à l'effondrement des prix mondiaux du pétrole en 2020, l'économie russe a fortement rebondi en 2021. À ce jour, deux risques majeurs pèsent toutefois sur la croissance : l'inflation et le durcissement des sanctions internationales. Ces dernières peuvent renforcer le risque inflationniste. Le gouvernement dispose toutefois des capacités financières pour soutenir son économie. Les finances publiques restent solides et les risques de refinancement sont faibles. En outre, même dans le cas où un durcissement des sanctions internationales empêcherait les investisseurs étrangers d'accéder au marché secondaire de la dette russe, le gouvernement pourrait se financer sur le marché domestique.

## CROISSANCE ÉCONOMIQUE PÉNALISÉE PAR L'INFLATION EN 2022

Sur les trois premiers trimestres de 2021, la croissance a rebondi de 4,6% par rapport à la même période en 2020. La reprise a été tirée par une très forte accélération de la demande intérieure, et notamment de la consommation des ménages. En revanche, la contribution des échanges extérieurs à la croissance est restée négative en raison d'une forte augmentation concomitante des importations. Cette hausse marquée de la demande intérieure a généré d'importantes pressions sur les capacités de production. Celles-ci ont été utilisées à plus de 85% au troisième trimestre, un niveau jamais atteint. Dans un tel contexte, les entreprises ont augmenté leurs investissements, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies et des activités de service (bancaire, commerce de gros et de détail). Par ailleurs, même si l'activité semble avoir légèrement décéléré au T4 2021, conjointement à la recrudescence épidémique, elle est restée robuste. En novembre dernier, le taux de chômage avait atteint un point bas de seulement 4,2%. Les pressions sur le marché du travail restaient particulièrement fortes, générant une hausse des pressions salariales. Sur l'ensemble de l'année 2021 la croissance pourrait avoir atteint 4,5%.

Les perspectives de croissance pour 2022 sont moins favorables qu'en 2021 mais elles restent supérieures au potentiel. La croissance va mécaniquement ralentir du fait d'un effet de base défavorable. En outre, même si l'économie russe devrait bénéficier de prix du pétrole élevés et d'une hausse de la production, dans le cadre des accords avec l'OPEP, l'activité économique sera pénalisée par une inflation toujours forte, au moins au premier trimestre. En décembre, l'inflation s'élevait à 8,4% en glissement annuel (g.a.) et la hausse des prix hors énergie et alimentaire atteignait 8,9% en g.a. De tels rythmes n'avaient pas été enregistrés depuis 2014-2015.

À court terme, les risques inflationnistes en Russie vont rester élevés pour deux raisons. D'une part, les tensions sur le marché du travail vont persister et, d'autre part, les risques géopolitiques vont rester élevés et peser sur le rouble. Dans son dernier rapport de comité de politique monétaire de décembre 2021, la Banque centrale russe (CBR) estimait que l'inflation pourrait renouer avec la cible de 4% d'ici la fin de l'année. Cependant, la CBR pourrait à nouveau relever ses taux directeurs dès le prochain comité de politique monétaire du mois de février après une hausse substantielle de 425 points de base (pb) en 2021. Ce durcissement monétaire va peser sur les stratégies d'investissement des entreprises. Au T3 2021, 24,4% des crédits aux PME et 42,7% des crédits aux grosses entreprises étaient souscrits à taux variables.

## FINANCES PUBLIQUES : TOUJOURS SOLIDES

Sur l'ensemble de l'année 2021, le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques devrait être légèrement excédentaire alors qu'il affichait un déficit de 4% du PIB en 2020.

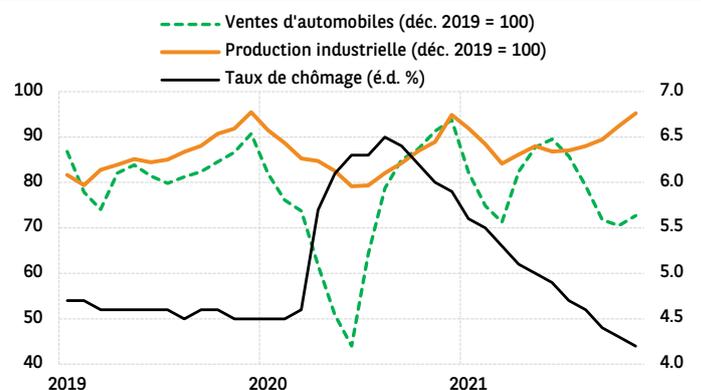
## PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2.0	-3.0	4.5	3.0	1.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4.5	3.4	6.7	6.3	4.1
Solde budg. du gov. et des adm. % PIB	1.9	-4.0	0.2	1.1	0.5
Dette publique, % du PIB	13.8	19.3	18.0	16.2	15.0
Balance courante, % du PIB	3.8	2.3	6.0	5.0	3.2
Dette externe, % du PIB	28.5	31.6	30.8	29.2	29.0
Réserves de change, mds USD	425	445	462	485	499
Réserves de change en mois d'imports	15.1	17.6	17.5	16.5	16.2

TABLEAU 1

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ROSSTAT, BNP PARIBAS

Cette consolidation est le résultat d'une très forte augmentation des recettes budgétaires, lesquelles affichaient sur les onze premiers mois de l'année une hausse de plus de 24% par rapport à l'année 2019. Les finances publiques ont principalement bénéficié de la forte hausse des prix et de la production de pétrole : les revenus issus des activités pétrole et gaz ont constitué plus de 80% des recettes du gouvernement fédéral contre seulement 40% en 2019. Les recettes fiscales ont aussi profité du dynamisme de la consommation des ménages et des hausses des profits des entreprises. Par ailleurs, le gouvernement a réduit de près de 5% ses dépenses par rapport à la même époque en 2020, qui restent néanmoins très supérieures au niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19.



La consolidation des finances publiques devrait se poursuivre en 2022 et 2023. Le gouvernement prévoit notamment qu'au cours des deux prochains exercices le surplus atteigne respectivement 1% et 0,2% du PIB. En 2024, il prévoit un déficit de seulement 0,3% du PIB qui devrait être financé par des émissions obligataires sur le marché domestique.

Hormis une baisse des prix du pétrole, à court terme, le principal risque porte sur une hausse plus forte que prévu de l'inflation alors même que 42% de la population russe est fortement dépendante des aides du gouvernement. Selon l'agence de notation Moody's, toute hausse de l'inflation de 1 point de pourcentage pourrait entraîner une hausse des dépenses publiques de 0,2% du PIB.

Le gouvernement dispose cependant de marges de manœuvre budgétaires confortables pour soutenir son économie en cas de choc. En 2021, la bonne tenue des finances publiques et le dynamisme du PIB nominal devraient avoir permis de réduire la dette publique à seulement 18% du PIB (vs. 19,3% du PIB en 2020).

Par ailleurs, la valeur des actifs du fonds souverain (*National Wealth Fund*) reste très confortable. Le fonds permettrait au gouvernement non seulement de financer ses projets de développement mais aussi de faire face à un choc sur les prix du pétrole, comme en 2020. Au 1<sup>er</sup> décembre 2021, il s'élevait à plus de USD 185 mds, soit l'équivalent de 12% du PIB. En 2022, la valeur du fonds devrait être augmentée de plus de USD 41 mds (2,5% du PIB). Ce montant correspond aux achats d'actifs effectués en 2021 par la banque centrale pour le compte du ministère des Finances conformément à la règle fiscale en vigueur selon laquelle le gouvernement doit épargner les excès de recettes pétrolières dès lors que le prix du pétrole excède USD 40 le baril.

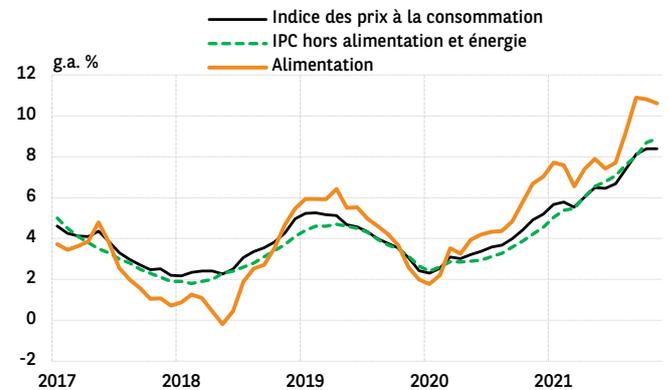
Un autre risque à ne pas négliger est celui d'un durcissement des sanctions internationales. Il pourrait non seulement peser sur les coûts de financement du gouvernement mais aussi le contraindre à se financer exclusivement sur le marché domestique. Néanmoins, à horizon des trois prochaines années, les besoins de financement du gouvernement sont modestes. Sur la période 2022-2024, les obligations arrivant à échéance constituent l'équivalent de seulement 2,8% du PIB, dont l'essentiel est constitué d'obligations domestiques (les eurobonds à échéances 2022 et 2023 s'élèvent à USD 5 mds, soit 0,3% du PIB). En outre, la part de la dette détenue par les étrangers est faible (moins de 14% de la dette totale) et l'épargne domestique est suffisante pour faire face à de nouvelles sanctions qui contraindraient les achats de dette publique par les investisseurs étrangers sur le marché secondaire. Fin novembre 2021, les non-résidents détenaient 20,5% des obligations domestiques. Par ailleurs, le gouvernement et la CBR ont cherché à réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar. Le ministère des Finances a émis davantage d'eurobonds en euros et la CBR a réduit la part des réserves de change détenues en dollars (elle s'élevait à seulement 16,4% au T2 2021 vs 22,2% un an plus tôt).

## SECTEUR BANCAIRE : BONNE RÉSISTANCE À LA CRISE

Le secteur bancaire a bien résisté à la crise induite par l'épidémie de la Covid-19. La profitabilité a augmenté, les ratios de solvabilité sont restés satisfaisants et la qualité des actifs, bien que toujours fragile, s'est légèrement améliorée.

Les profits des banques étaient en hausse de plus de 20% sur les onze premiers mois de l'année 2021 par rapport à la même époque en 2019. Au T3 2021, le rendement par actif et le rendement des capitaux propres s'élevaient à 2,2% et 21,5% respectivement (vs. 1,6% et 18,6% avant la crise). Ce bon résultat était principalement dû à la baisse des provisions, en excès.

### TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CBR, BNP PARIBAS

Pourtant, après avoir bénéficié d'une souplesse pendant la crise de la Covid-19, les banques ont dû reporter l'intégralité de leurs créances douteuses à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2021. Néanmoins, les restructurations des crédits des ménages et PME les plus fragiles étaient encore possibles. Fin septembre 2021, la CBR estimait que 15,2% des prêts aux grandes entreprises, 14,4% des prêts aux PME et 4,2% des prêts aux ménages avaient été restructurés depuis mars 2020. Elle considérait qu'entre 20 et 30% des prêts restructurés pourraient faire défaut.

Néanmoins, les dernières données publiées par les banques sont encourageantes. Grâce aux mesures de soutien adoptées par le gouvernement et la banque centrale, la qualité des actifs ne s'est pas dégradée. Fin novembre 2021, la part des actifs considérés comme risqués s'élevait à 16,8% (des crédits totaux), un niveau inférieur de 0,8 pp à celui qui prévalait avant la pandémie. Le FMI estimait pour sa part que la part des seules créances douteuses avait baissé de 10% fin 2019 à 7,5% au T3 2021.

Au total, les ratios de solvabilité sont restés acceptables : le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) atteignait en moyenne 12,4% au T3 2021, soit un niveau supérieur au seuil réglementaire de 9%. À noter que le degré de dollarisation a légèrement baissé. La part des dépôts et des crédits bancaires libellés en devises s'élevait à 23,5% et 15,4% respectivement en octobre 2021. La légère amélioration de la qualité des actifs bancaire reflète en partie la consolidation de la situation financière des entreprises. Leur dette est restée contenue (41,4% du PIB en novembre 2021) et leur EBITDA couvrait 6,8 fois le paiement de leurs intérêts fin 2021.

En revanche, la situation financière des ménages a continué de se fragiliser conjointement à la hausse de leur endettement (+4 pp depuis la crise en dépit des mesures prises par les autorités pour freiner le crédit aux ménages). Leur dette, bien que toujours contenue, s'élevait à 20,9% du PIB en novembre 2021. Au T2 2021, la CBR estimait ainsi que le remboursement des prêts aux ménages représentait en moyenne 10,2% de leur revenu disponible, un niveau jamais atteint jusque là. Bien que l'essentiel du crédit aux ménages soit constitué de prêts hypothécaires, les risques portent davantage sur les crédits non garantis, dont la valeur par emprunteur a augmenté selon la CBR.

Johanna MELKA

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



## UKRAINE

20

## CROISSANCE BRIDÉE

L'économie ukrainienne a subi une accumulation de chocs externes et domestiques : la pandémie (avec une population encore peu vaccinée), le risque géopolitique et les tensions politiques locales. À ces éléments s'ajoute l'accélération de l'inflation depuis un an. La crise de l'épidémie de Covid-19 a toutefois été nettement mieux absorbée que les crises de 2008 ou 2014. Le solde courant s'est temporairement redressé et les réserves de change se sont accrues grâce, notamment, à la hausse du cours des matières premières (céréales, métaux). Le versement de l'aide internationale (FMI, Union européenne principalement) a apporté le complément nécessaire pour financer, notamment, le soutien budgétaire à l'économie. Toutefois, le pays reste exposé à des arrêts brutaux des entrées de capitaux. Ce risque rend l'Ukraine encore et toujours dépendante des financements des institutions financières internationales.

## FREINS À LA REPRISE

La croissance ukrainienne aura déçu tout au long de l'année 2021, avec une récession inattendue au 1<sup>er</sup> semestre et un rebond ultérieur relativement modéré (graphique 1). Pourtant, le pays est parvenu à faire face à la période de Covid-19 sans crise financière, au contraire de 2008 et 2014. Une différence notable tient dans la hausse du prix des matières premières exportées (contre une baisse en 2008 ou 2014) qui a largement contribué à l'amélioration de la balance courante, malgré une baisse de la production agricole constatée en 2020 et au 1<sup>er</sup> semestre 2021. Conjointement au soutien des bailleurs internationaux (FMI, UE principalement), cela a permis de soutenir les réserves de change et de stabiliser le taux de change et *in fine* d'assurer la solvabilité du pays. Pour autant, les flux de capitaux privés se sont taris. Leur caractère inconstant altère, de fait, le financement de la croissance dont le potentiel reste limité.

Le contexte économique local a été difficile. La production industrielle n'a jamais retrouvé son niveau d'avant-Covid ; elle lui reste inférieure de près de 6% en novembre 2021. L'accélération de l'inflation dès la fin 2020 (avec une hausse du prix de l'énergie, notamment en raison d'une hausse de la fiscalité) a pesé sur la consommation des ménages. Heureusement, la production et les exportations de produits agricoles devraient avoir rebondi au 2<sup>e</sup> semestre 2021 grâce à de bonnes récoltes de céréales.

Le risque sanitaire reste élevé. La dernière vague de contaminations à l'automne 2021 a été la plus marquée, tant en nombre de cas (25 000 quotidiens au pic) qu'en termes de décès (700 quotidiens au pic). La population reste encore peu vaccinée (un tiers seulement), ce qui a conduit au maintien de restrictions sévères.

Enfin, le risque politique au sens large reste important. Il prend deux formes : une difficulté à mettre en œuvre les réformes, notamment judiciaires (auxquelles l'aide extérieure est conditionnée), et le différend avec la Russie (tensions en mars 2021 et à nouveau en fin d'année). Le maintien de ces risques a généré un gel des investissements, malgré une loi adoptée début 2021 destinée à inciter l'investissement étranger.

## POLITIQUE ÉCONOMIQUE SOUS CONTRAINTE

Dans un premier temps, la *policy mix* a soutenu l'économie ukrainienne. L'aide internationale l'a facilité en finançant directement le budget au lieu d'un décaissement versé à la banque centrale dans un programme d'aide classique. La stabilité du change et l'inflation faible au moment du déclenchement de la pandémie ont permis à la banque centrale de réduire son taux directeur. Le choc de la pandémie a pu être atténué et la récession a été relativement modeste en 2020.

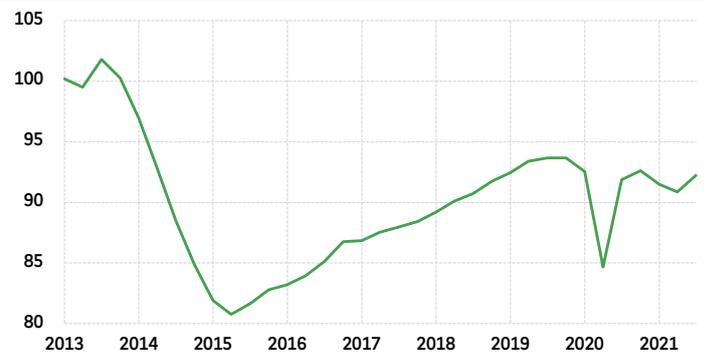
## PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	3.2	-4.0	2.0	2.8	2.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	7.9	2.7	9.3	9.0	6.2
Solde budgétaire, % du PIB	-2.0	-6.0	-4.5	-4.0	-3.0
Dettes des adm. publiques, % du PIB	50.5	60.8	62.0	63.0	63.0
Balance courante, % du PIB	-2.8	4.0	-0.8	-2.5	-3.0
Dettes externes, % du PIB	79.1	84.0	80.0	76.0	74.0
Réserves de change, mds USD	25.3	29.1	30.9	27.5	26.5
Réserves de change, en mois d'imports	4.0	5.6	5.0	4.3	4.1

TABLEAU 1

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

## PIB EN VOLUME, CORRIGÉ DES VARIATIONS SAISONNIÈRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Toutefois, le soutien budgétaire est resté plus modéré que dans d'autres pays émergents, avec un déficit public primaire (hors charge d'intérêts) qui est ressorti à 3,1% du PIB en 2020 et à 1,2% du PIB en 2021 en Ukraine (contre 7,5% et 4,7% respectivement dans la moyenne des pays émergents). Cette différence s'explique par des marges de manœuvre plus étroites. Le pays a en effet connu un défaut de paiement en 2014 et la charge d'intérêts a augmenté jusqu'à atteindre 3,3% du PIB en 2021.



Surtout, le soutien monétaire a été temporaire. L'accélération de l'inflation (de 2,6% en octobre 2020 à 6,1% trois mois plus tard et 10,9% un an plus tard) a conduit la banque centrale à agir dès le début de l'année 2021 (plus de 6 mois avant les autres pays émergents). Au total, le taux directeur a été relevé de 300 points de base à 9% fin 2021. Cette exposition de l'Ukraine au risque inflationniste est structurelle puisqu'elle a été supérieure à 10% un mois sur deux depuis 2014. L'imperfection des canaux de transmission de la politique monétaire réduit le degré de contrôle de la banque centrale sur ces évolutions.

De plus, le soutien international se heurte à des failles persistantes en termes de gouvernance. L'indicateur *government effectiveness* de la Banque mondiale est parmi les plus bas de la sphère émergente, ce qui implique qu'une réforme du gouvernement ne se traduit pas toujours dans les faits (problématiques de mise en application, de respect de la loi notamment).

La réforme judiciaire que le gouvernement a mise en œuvre est destinée notamment à réduire le risque que les fonds investis ou prêtés (par les banques ou par les bailleurs internationaux) soient mal utilisés. Le niveau élevé des créances douteuses (30,1% du total des prêts fin 2021) témoigne de l'ampleur de ce risque.

Or, les conflits politiques internes, notamment entre la présidence du pays et la Cour constitutionnelle, ont perturbé l'adoption des réformes. Ils sont le symptôme de l'existence de groupes d'intérêts qui retardent les nécessaires changements structurels.

Les nombreuses limites au soutien de la politique économique expliquent pourquoi le rebond de l'activité en 2021 a été décevant.

## FILETS DE SÉCURITÉ LIMITÉS EN CAS DE CHOC SUR LA LIQUIDITÉ EXTÉRIEURE

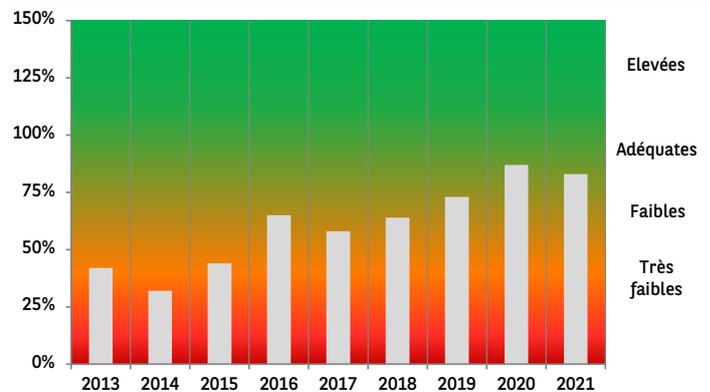
Dans une économie largement dollarisée, telle que l'Ukraine, l'interruption des entrées de devises est un risque à surveiller de près. Une pénurie, qu'elle provienne d'un choc sur les exportations d'acier ou des flux de capitaux, affecte le fonctionnement de l'économie. Leur répétition pèse sur la croissance et le rattrapage du niveau de vie.

À court terme, le risque est également que les réserves de change ne suffisent pas à couvrir les sorties nettes de devises.

Les réserves de change ont augmenté depuis quelques années, avec le passage du solde courant d'un déficit de USD 4,2 mds en 2019 à un excédent de 6,2 mds en 2020, et à un déficit modéré de USD 1,5 md en 2021. Une partie de l'amélioration paraît structurelle avec la hausse des transferts de migrants. Une autre, liée aux exportations nettes de matières premières, est vulnérable à un retournement. L'effet volume devrait à court terme devenir plus favorable (bonnes récoltes de céréales, forte demande en métaux), mais l'effet prix s'est lui largement étioilé avec la hausse du prix des hydrocarbures importés depuis l'été 2021.

L'aide internationale a nettement contribué à la hausse des réserves de change. Toutefois, les prêts octroyés devront être remboursés. Les réserves nettes (c'est-à-dire soustraction faite des remboursements à venir) sont nettement plus réduites que les réserves brutes dans le cas ukrainien. Cela souligne l'importance du maintien du soutien des institutions internationales, tant qu'un financement pérenne (IDE notamment) ne prendra pas le relais.

### RÉSERVES DE CHANGE EN % D'UN MÉTRIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Pour juger du niveau suffisant de réserves de change, il convient de quantifier les risques potentiels qu'elles doivent couvrir, présentés comme suit<sup>1</sup> : une baisse brutale des exportations (estimée en pourcentage potentiel de baisse), des sorties de capitaux potentielles (en pourcentage de baisse des avoirs bruts des non-résidents) et une conversion subite des dépôts de la population en USD (en pourcentage de la masse monétaire M2). Les deux premiers pourcentages potentiels de baisse sont évalués au regard du choc de 2014 et le pourcentage de conversion à 5% de M2 (convention utilisée pour une devise dont le taux de change est flottant). Leur addition donne une métrique qui correspond aux risques que les réserves de change doivent couvrir (graphique 2). Or, les réserves ukrainiennes restent inférieures à cette métrique, malgré une nette augmentation par rapport à la crise de 2014. La vulnérabilité extérieure reste donc élevée en cas de choc interne ou externe, comme ceux observés en 2008 puis en 2014. Le soutien des institutions financières internationales reste nécessaire au regard de ce risque de liquidité.

Achevé de rédiger le 14 janvier 2022

Stéphane COLLIAC

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

<sup>1</sup> Méthode proche de celle du FMI, *Assessing Reserve Adequacy, Policy Paper* (2011).

## PERSPECTIVES FAVORABLES

L'économie israélienne aborde l'année 2022 dans une position favorable. Après un fort rebond en 2021, la croissance du PIB devrait rester soutenue par la consommation des ménages et les exportations. Bien qu'en hausse, l'inflation reste maîtrisée, ce qui devrait permettre la poursuite d'une politique monétaire accommodante. Les fondamentaux macroéconomiques sont toujours très favorables au shekel, mais le resserrement monétaire aux États-Unis et une éventuelle correction du marché boursier américain pourraient freiner son appréciation. La vulnérabilité des finances publiques à une hausse des taux d'intérêt demeure limitée. En effet, le financement du déficit budgétaire est essentiellement intérieur et le risque d'un resserrement monétaire important à court terme est faible.

## REPRISE ÉCONOMIQUE SOUTENUE

L'activité économique israélienne a bien résisté aux conséquences de la crise sanitaire. En 2020, le repli du PIB (-2,2%) avait été l'un des plus faibles parmi les pays de l'OCDE et en 2021, la reprise a été forte. La croissance du PIB réel devrait atteindre 6,7% sur l'ensemble de l'année. La consommation privée et l'investissement ont été les principaux moteurs de la reprise économique. L'efficacité de la campagne vaccinale (au moins durant les trois premiers trimestres) a permis une levée des restrictions de mobilité. Le pouvoir d'achat des ménages est soutenu par la modération de l'inflation et la réduction du chômage au cours de l'année. Le taux de chômage selon la définition élargie (inclut les personnes privées d'emploi, même temporairement en raison de la pandémie) a atteint 6,3% fin 2021 contre 13,2% un an auparavant, tandis que le taux d'emploi a pratiquement retrouvé son niveau pré-pandémique. Concernant l'investissement (+14% en g.a. au Q3 2021 après +16% au Q2), l'immobilier résidentiel comme l'investissement productif industriel contribuent à son dynamisme. *A contrario*, même si les exportations, notamment de services de haute technologie, restent un important facteur de soutien (+13% en g.a. en moyenne au cours des trois premiers trimestres), la reprise de la demande intérieure favorise les importations (+20% en g.a. en moyenne au cours des trois premiers trimestres), et implique donc une contribution négative du commerce extérieur net à la croissance.

À court terme, l'activité devrait rester soutenue et atteindre 5% en 2022. Néanmoins, la résurgence de l'épidémie avec le variant omicron pourrait remettre en cause cette prévision. Ce variant se répand en Israël avec un certain retard par rapport à l'Europe et le gouvernement a pour le moment choisi de privilégier la mobilité en levant au maximum les restrictions. Néanmoins, les contaminations augmentent très rapidement, et certains indicateurs incitent à la prudence. Les indicateurs de mobilité sont de nouveau orientés à la baisse depuis le début de l'année et sont largement inférieurs à leur niveau de fin 2019. Selon la banque centrale (BoI), les achats avec carte de crédit perdent en dynamisme depuis fin 2021. La capacité de la consommation des ménages à continuer de soutenir la croissance pourrait donc se réduire, au moins à court terme. Par ailleurs, les mesures de soutien gouvernementales à destination des ménages et des entreprises sont progressivement réduites. Du côté de l'offre, de nombreux secteurs souffrent de difficultés de recrutement, notamment dans les services, tandis que l'industrie et la construction souffrent de difficultés d'approvisionnement concernant les matériaux et certains biens d'équipement.

À moyen terme, les perspectives de croissance sont favorables, en raison notamment de la compétitivité de certains secteurs, notamment dans la haute technologie. La faible récession économique enregistrée en 2020 par rapport aux autres membres de l'OCDE témoigne de la solidité de l'économie israélienne.

### PRÉVISIONS

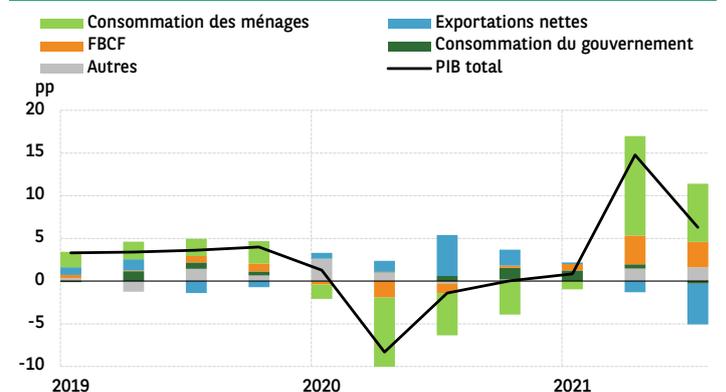
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	3.4	-2.2	6.7	5.0	3.5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	0.8	-0.6	1.5	1.7	1.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.6	-11.4	-4.5	-3.6	-3.4
Dette du gov. central, % du PIB	60	73	68	67	67
Balance courante, % du PIB	3.4	4.9	4.3	4.2	4.0
Dette externe, % du PIB	26	33	31	30	30
Réserves de change, mds USD	126	173	210	230	240
Réserves de change, en mois d'imports	14	22	23	23	21

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

### CROISSANCE DU PIB RÉEL (CONTRIBUTIONS)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Néanmoins, certaines faiblesses structurelles demeurent et pourraient peser sur le potentiel de croissance. La croissance des inégalités reste une fragilité majeure. Elle est notamment alimentée par la poursuite de la hausse des prix immobiliers. Le rebond des prix de l'immobilier résidentiel a été soutenu au cours de l'année 2021. Ils ont crû de 10,3% en g.a. en octobre dernier, soit la plus forte hausse depuis mi-2011. Par ailleurs, l'OCDE souligne la faiblesse de la productivité du travail qui est inférieure de 35% à celle des pays de l'OCDE les plus performants. Cela est notamment dû à la forte disparité entre les secteurs de haute technologie et ceux de l'économie plus traditionnelle, orientés vers le marché intérieur.

## INFLATION SOUS CONTRÔLE

L'inflation des prix à la consommation a accéléré au cours de l'année 2021, mais reste très inférieure à la moyenne des pays de l'OCDE. Elle a atteint 2,4% en g.a. en novembre 2021 contre 5,8% en moyenne pour les pays de l'OCDE. L'inflation sous jacente atteignait 2,5%, confirmant la modération des pressions inflationnistes. Les dépenses liées à l'habitat (dont l'énergie) et au transport sont les principaux contributeurs à l'accélération de l'inflation, alors que l'appréciation continue du shekel contribue à sa modération. Plus structurellement, la progression de l'autosuffisance énergétique permise par l'exploitation des ressources gazières nationales réduit la vulnérabilité à la hausse des prix internationaux de l'énergie. Pour l'ensemble de l'année 2021, l'inflation a atteint en moyenne 1,5%. En 2022, l'inflation devrait légèrement accélérer à 1,7% avec la mise en place de certaines taxes, une moindre appréciation du shekel et la persistance de tensions sur les circuits d'approvisionnement internationaux. L'inflation salariale reste relativement contenue pour le moment, mais certains secteurs enregistrent des hausses du salaire moyen supérieures à 13% depuis fin 2019 (construction et secteur de l'information et des communications).

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTE ACCOMMODANTE

D'après les conclusions de la dernière réunion de politique monétaire (le 3 janvier 2022), celle-ci devrait rester accommodante. D'abord parce que des incertitudes continuent de peser sur la reprise économique. Ensuite, les prévisions d'inflation restent dans la zone cible de la banque centrale (1%-3%). Le taux d'intérêt directeur est stable à 0,1% depuis la mi-2020. Si un durcissement est possible en 2022, il devrait être limité. Par ailleurs, les mesures de soutien à la liquidité liées à la pandémie sont en net ralentissement depuis mi-2021. Les prises en pension collatéralisées par des obligations ne concernaient plus qu'un montant résiduel à fin 2021 (NIS 0,1 md). Les achats d'obligations gouvernementales ont progressé jusqu'en décembre dernier pour atteindre NIS 85 mds (5,6% du PIB), soit l'objectif fixé par la Bol à la mise en place du programme en 2020.

Concernant la politique de change, la banque centrale n'a pour le moment pas annoncé un montant précis d'achat de devises pour l'année 2022 (USD 30 mds en 2021). Les réserves de change de la Bol atteignent un niveau record (USD 209 mds en novembre 2021, équivalant à pratiquement deux années d'importations de biens et services). Après avoir atteint un plus haut contre le dollar depuis plus de vingt ans en novembre dernier, le shekel a été plus volatil depuis et n'a pas pris une orientation claire. D'un côté, les fondamentaux macroéconomiques (excédents courants et flux soutenus d'investissements directs étrangers) continuent d'être des puissants facteurs de soutien du shekel. Malgré la forte progression des importations en 2021, l'excédent courant est resté important (4,3% du PIB estimé), notamment grâce au dynamisme des exportations de services. Il devrait rester supérieur à 4% du PIB en 2022. En outre, les fonds levés par les entreprises technologiques en 2021 (73% provenant de non-résidents) ont encore atteint un niveau record à USD 26 mds (+40% par rapport à 2020 et 2019 réunis). D'un autre côté, des facteurs financiers pourraient freiner l'appréciation du shekel en 2022. À court terme, celle-ci dépendra du rythme du durcissement monétaire de la Fed (*a priori* désynchronisé par rapport à celui de la Bol) ainsi que des performances du marché boursier américain, qui influe notamment sur les performances, et donc sur la position en devises des fonds d'investissement israéliens.

## ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE USD/ILS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE D'ISRAËL

## CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Le déficit budgétaire s'est fortement réduit en 2021 (4,5% du PIB) après le niveau record atteint en 2020 (11,3% du PIB). Cela est dû à la fois à la réduction des dépenses liées au Covid (une baisse équivalant à 0,9% du PIB) qui a permis une quasi stabilité des dépenses budgétaires totales (+0,6% en g.a.), et surtout à une augmentation significative des recettes (+30%), notamment les taxes sur l'immobilier et la TVA. Le paiement des intérêts sur la dette a rapidement augmenté (+36%), mais reste inférieur à 7% des revenus budgétaires totaux.

Le nouveau gouvernement élu en juin dernier a adopté en novembre 2021 le budget des années 2021 et 2022. L'exercice budgétaire 2022 ne prévoit pas de réformes significatives et mettra l'accent sur les dépenses liées au capital humain (notamment l'accès au marché du travail pour les catégories de population marginalisées) et aux infrastructures (transport). En 2022 et 2023, le déficit budgétaire devrait continuer de se réduire (respectivement 3,6% et 3,4% du PIB selon les prévisions du gouvernement), mais sans revenir au niveau pré-crise (2,3% du PIB en moyenne entre 2015 et 2019).

Après un plus haut atteint en 2020 (73% du PIB), la dette du gouvernement est estimée à 68% du PIB en 2021. Elle devrait se stabiliser à environ 67% du PIB en 2022 et 2023. Malgré un niveau de dette gouvernementale relativement élevé, la sensibilité à une hausse des taux d'intérêt est contenue à court terme. La dette du gouvernement étant essentiellement domestique (84% de la dette totale), ce sont les conditions financières locales qui en sont les principaux déterminants. Le programme d'assouplissement quantitatif de la Bol a permis de maintenir les taux à dix ans à un niveau assez bas. Par ailleurs, avec plus de 45% de la dette obligataire intérieure indexée à l'évolution de l'inflation, le niveau modéré des pressions inflationnistes à court terme réduit le risque d'une forte hausse du coût de l'endettement pour le gouvernement.

Achevé de rédiger le 18 janvier 2022

Pascal Devaux

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

## GHANA

24

## SOUS PRESSION

Les signaux d'alarme se multiplient. Alors que la croissance résiste plutôt bien, la dégradation importante des finances publiques sur fond de forte poussée inflationniste inquiète les investisseurs et menace les perspectives. Si la Banque centrale a déjà réagi en relevant son taux directeur, les autorités devront avant tout rassurer sur leur capacité à réduire le déficit budgétaire. Pour l'instant, elles n'y sont pas parvenues. Mais la contrainte financière forte et une dette dangereusement élevée pourraient les pousser à faire des ajustements.

L'économie ghanéenne est entrée dans une zone de turbulences qui risquent de peser sur des perspectives de croissance plutôt bien orientées jusqu'à peu. En plus du risque sanitaire potentiel (seulement 7% de la population est entièrement vaccinée), le Ghana fait désormais face à une défiance sévère des investisseurs. Contrairement à la plupart de ses pairs régionaux, les *spreads* souverains ghanéens se sont en effet écartés brutalement de 430 points de base (pb) depuis octobre pour dépasser les 1 100 pb (graphique 1).

À ce niveau de prime de risque, l'accès aux marchés financiers internationaux est prohibitif et, de fait, actuellement fermé au pays. De même, le cedi s'est retrouvé sous pression ces derniers mois. La monnaie ghanéenne a clôturé l'année 2021 en baisse de 6% par rapport au dollar US, soit l'une des plus mauvaises performances des monnaies africaines. Or, cette recrudescence des tensions financières intervient dans un contexte de poussée inflationniste.

À 12,2% en novembre, le taux d'inflation a ainsi touché son niveau le plus haut depuis plus de quatre ans, poussant la banque centrale à relever son taux directeur de 100 pb (14,5%). D'autres hausses de taux pourraient suivre en 2022. Mais les effets d'un resserrement de la politique monétaire sur la stabilité macroéconomique risquent d'être limités s'ils ne s'accompagnent pas de progrès tangibles en matière de consolidation budgétaire. Le défi sera d'envergure.

## CONSOLIDATION FRAGILE DES FINANCES PUBLIQUES

Avec un déficit budgétaire total encore estimé à plus de 12% du PIB en 2021, en raison des effets de la pandémie, et une dette à 80% du PIB, le programme de consolidation budgétaire présenté en novembre 2021 était attendu. Il n'a pas convaincu malgré des objectifs ambitieux. Le gouvernement envisage une réduction du déficit à 7,4% du PIB en 2022, puis 5,5% en 2023, avant de le ramener sous la barre des 5% à partir de 2024. Le solde primaire redevenirait positif dès 2022 après un déficit de plus de 5% du PIB en 2021. Néanmoins, les moyens pour y parvenir soulèvent beaucoup de questions.

De fait, les revenus sont censés croître de 43% en 2022, soit un rythme trois fois supérieur à celui du PIB nominal. Cela suppose à la fois l'introduction de nouvelles taxes et une amélioration substantielle de la collecte fiscale. Or, avec des ressources budgétaires hors dons qui plafonnent entre 14-15% du PIB depuis une décennie, la base fiscale du Ghana est l'une des plus étroites en Afrique subsaharienne.

De plus, la principale mesure du budget (taxe de 1,75% sur les transactions numériques, censée contribuer à hauteur de 35% aux recettes supplémentaires anticipées par le gouvernement) n'a toujours pas pu être votée en raison d'un profond désaccord avec l'opposition qui dispose du même nombre de sièges au Parlement que le parti présidentiel.

Même si elle venait à être introduite, le rendement de cette mesure demeure incertain. Le budget 2022 est également expansionniste avec une hausse programmée de 25% des dépenses ; elles atteindraient

## PRÉVISIONS

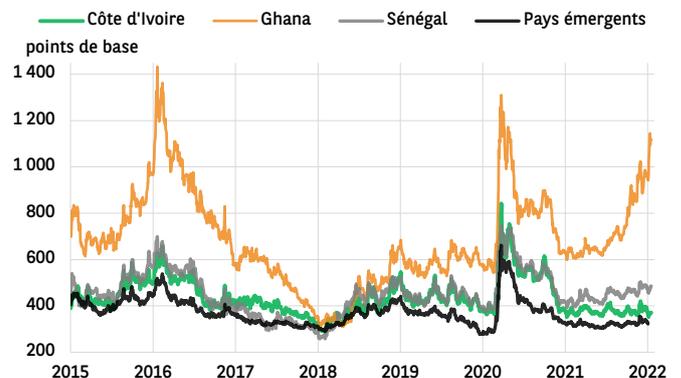
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6.5	0.4	5.2	4.7	4.5
Inflation (officielle, moyenne annuelle)	8.6	9.9	10.0	9.0	8.8
Solde budgétaire (en % du PIB)	-5.6	-13.8	-12.6	-9.4	-8.0
Dette publique (en % du PIB)	61.1	76.4	80.3	83.5	84.1
Solde courant (en % du PIB)	-2.7	-3.1	-3.7	-3.5	-3.4
Dette externe (% PIB)	38.9	45.5	47.0	46.9	47.5
Réserves de change (USD Mds)	6.6	7.0	8.5	8.1	8.3
Réserves de change (mois d'import)	2.9	3.4	3.9	3.6	3.6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## SPREADS SUR LES EURO-OBLIGATIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : JP MORGAN

27% du PIB, soit 8 points de plus qu'en 2019 (pré-pandémie). Le ralentissement prévu des dépenses à partir de 2023 se ferait donc à partir d'un niveau historiquement élevé.

De plus, des dérapages ne sont pas à exclure compte tenu de l'accélération de l'inflation, en particulier les salaires des employés de la fonction publique qui absorbent déjà 40% des ressources budgétaires. En outre, il existe toujours un risque de passif contingent, même si ce dernier tend à diminuer depuis que la restructuration du secteur bancaire est arrivée à son terme (environ 8 points de PIB au total entre 2017 et 2021). Les déficiences du secteur de l'énergie peuvent en effet générer jusqu'à 2 points de PIB de surcoûts à l'État par an.



## DETTE DANGEREUSEMENT ÉLEVÉE

La probabilité que les autorités n'atteignent pas leur cible budgétaire de court et moyen terme est donc élevée, à moins qu'elles y soient contraintes. En se basant sur des déficits plus importants (9,4% du PIB en 2022, 8% en 2023 ; cf. graphique 2) que ceux anticipés par le gouvernement, l'on estime en effet que les ratios d'endettement vont continuer de se détériorer au moins sur les deux prochaines années. À 84% du PIB à fin 2023, la dette publique se situerait ainsi à des niveaux dangereusement élevés. De plus, sa structure la rend vulnérable à de multiples chocs tels qu'un ralentissement plus fort que prévu dans les pays émergents, notamment en Chine, ou, surtout, un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis.

À la mi-2021, les investisseurs non résidents détenaient presque 20% de la dette domestique, soit l'équivalent de USD 5,8 mds pour des réserves de change inférieures à USD 9 mds. Malgré un déficit courant modéré et une base d'exportations, dont l'évolution des cours est rarement synchronisée (or : 47% des exportations en 2020 ; pétrole : 20%, cacao : 16%), le Ghana reste donc exposé à d'importantes sorties de capitaux avec de potentielles fortes pressions sur le taux de change. Or, près de la moitié de la dette publique est libellée en devise. Le ratio d'endettement augmente mécaniquement de 4 points de PIB en cas de dépréciation de 10% du cedi.

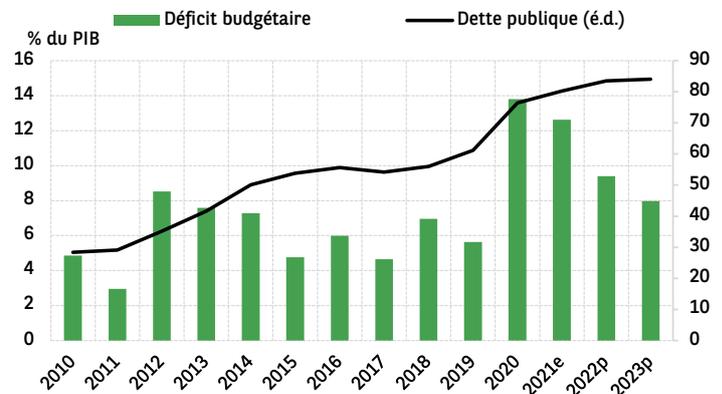
Une dégradation des conditions de financement extérieur ne se limiterait pas à des pressions sur la liquidité extérieure. Le gouvernement prévoit de couvrir 80% de ses besoins sur le marché domestique. Mais avec des actifs bancaires totaux à 40% du PIB, le marché financier est de taille modeste. De plus, l'exposition des banques au risque souverain est déjà très importante. À fin juin 2021, les encours du gouvernement représentaient 46,5% des actifs du système bancaire contre 37,5% à fin 2019.

En l'absence de solution alternative aux financements de marché internationaux, les autorités pourraient ainsi se tourner une nouvelle fois vers la banque centrale. En 2020, un programme de monétisation, équivalant à 2,6% du PIB, avait permis de couvrir un quart du financement domestique de l'État. Or, le relèvement du taux directeur de la banque centrale en novembre semble indiquer que la stabilité monétaire est de nouveau prioritaire et risque de renchérir un peu plus des conditions d'emprunts de l'État, déjà très onéreuses. Les taux sur les bons du Trésor oscillent entre 16% et 19% sur des maturités de 1 à 3 ans alors que les charges d'intérêts absorbent déjà presque la moitié des ressources budgétaires, dont 80% pour le paiement de la dette émise localement. La marge de manœuvre pour le gouvernement est d'autant plus étroite qu'il lui faudra refinancer 42% de la dette domestique dans les trois prochaines années. Heureusement, la prochaine tombée importante de dette euro-obligataire n'interviendra pas avant 2025.

## RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EN VUE

Jusqu'à présent, l'activité a plutôt bien résisté. L'économie a échappé à la récession en 2020 et les chiffres des neuf premiers mois de 2021 ont surpris favorablement avec une croissance moyenne de 5,3% grâce à un fort rebond du secteur des services. Selon toute vraisemblance, la prévision de 4,4% faite par le gouvernement lors de l'élaboration du budget sera dépassée.

### INDICATEURS DES FINANCES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINEFI, BNP PARIBAS

En revanche, la prévision officielle de 5,8% pour 2022 semble très optimiste. La croissance devrait au contraire ralentir à 4,7% en raison du durcissement des conditions de financement et de la politique monétaire.

Les autorités prévoient notamment une hausse de 29% investissements publics en 2022 mais il y a de fortes chances qu'ils servent de variable d'ajustement. La persistance de déficits budgétaires significatifs pose une autre contrainte. Le taux de couverture des créances à l'économie par les dépôts est tombé à un niveau historiquement bas de 52%, soit presque 10 points de moins que fin 2019. Dans un environnement économique fragile, les banques ghanéennes privilégieraient ainsi les titres d'État considérés plus sûrs. Or, avec un taux de créances non performantes de 16,4% en novembre (14,3% à fin 2019), le risque de crédit est toujours élevé. En outre, le durcissement de la politique monétaire va encore dégrader les conditions de prêts et peser un peu plus sur la croissance des crédits bancaires au secteur privé, qui était déjà négative en termes réels à fin novembre (-0,8%).

Au-delà de la dynamique de croissance, c'est surtout le risque d'un nouveau stress macro-financier qui inquiète. En 2015, la chute de presque 50% de la valeur du cedi en deux ans avait poussé les autorités à signer un programme de financement avec le FMI. Pour l'instant, elles considèrent qu'elles n'en ont pas besoin mais les signaux d'alarme se multiplient.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2022

**Stéphane Alby**

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



## ARABIE SAOUDITE

26

## UNE PÉRIODE FAVORABLE POUR ACCÉLÉRER LES RÉFORMES

La reprise économique devrait être forte en 2022 grâce à une consommation dynamique des ménages saoudiens et à la progression du PIB pétrolier. La réforme du marché du travail a un effet positif sur la demande intérieure avec notamment la hausse importante du taux de participation féminin. Le risque inflationniste reste modéré, même si la pression salariale a récemment accéléré. Avec l'augmentation des prix et de la production de pétrole, le solde budgétaire devrait à nouveau être en excédent dès cette année. Il se maintiendrait grâce notamment aux progrès de la diversification des revenus. Le niveau plus élevé des prix du pétrole sera un test de la volonté du gouvernement de poursuivre le processus de consolidation budgétaire. Malgré les ambitieux plans de développement, la diversification de l'économie n'a pour le moment que marginalement progressé, notamment en raison de la faiblesse de l'investissement direct étranger. À moyen terme, l'énergie restera un domaine majeur d'investissement.

## REPRISE PLUS ÉQUILBRÉE EN 2022

La reprise économique s'est accélérée depuis mi-2021 grâce à la conjugaison d'une production pétrolière en hausse et du rebond de la consommation des ménages saoudiens. Cependant, sur l'ensemble de l'année, le PIB ne devrait progresser que de 2,8% en raison de la baisse du PIB pétrolier (-0,9% attendu). En effet, en lien avec la politique des pays membres de l'OPEP+ (OPEP et Russie principalement), la production de pétrole brut a décliné jusqu'en avril 2021. La reprise de la demande mondiale et la position dominante de l'OPEP+ sur le marché du pétrole a permis aux pays membres d'augmenter de nouveau leur production à partir de mi-2021 (environ 400 000 barils par jour supplémentaires par mois). Depuis son plus bas en avril, la production saoudienne a augmenté de 21% pour atteindre 9,9 b/j en novembre 2021. Le PIB non pétrolier, quant à lui, devrait croître de 5,2% en 2021 grâce au rebond de la consommation des ménages et de l'investissement qui ont progressé chacun d'environ 11% en moyenne durant les trois premiers trimestres de 2021.

La croissance devrait se rééquilibrer, accélérer et atteindre 5,7% en 2022. La hausse de la production de pétrole, si elle est maintenue, devrait faire progresser le PIB pétrolier de 8,8% sur l'ensemble de l'année. La consommation des ménages et l'investissement seront les principaux moteurs de la croissance du PIB non pétrolier (3,7% attendu). La politique de saoudisation de l'emploi dans certains secteurs et un meilleur accès des femmes au marché du travail ont un effet positif sur le revenu disponible des ménages. Si le taux de participation des hommes est quasi stable depuis deux ans (environ 65%), celui des femmes a significativement augmenté pour atteindre 34% en septembre 2021 (contre 20% fin 2018). Parallèlement à ces changements sur le marché de l'emploi, le nombre de travailleurs expatriés est en diminution depuis 2020. Néanmoins, ces derniers restent dominants puisqu'ils représentaient encore 76% de la population active totale en 2020.

L'inflation des prix à la consommation devrait se modérer légèrement cette année (3% attendu contre 3,5% estimé en 2021), en l'absence de nouvelle hausse de TVA. L'accélération de la hausse des salaires observée depuis mi-2021 (supérieure à 5% en g.a. en T2 et T3 2021), devrait soutenir la consommation à court terme. Les pressions salariales pourraient cependant attiser l'inflation sous-jacente.

La propagation récente du variant omicron reste une source d'incertitude notable. Pour le moment, les indicateurs de mobilité n'indiquent pas de freinage de la consommation. En revanche, les dépenses budgétaires ne devraient pas soutenir la croissance.

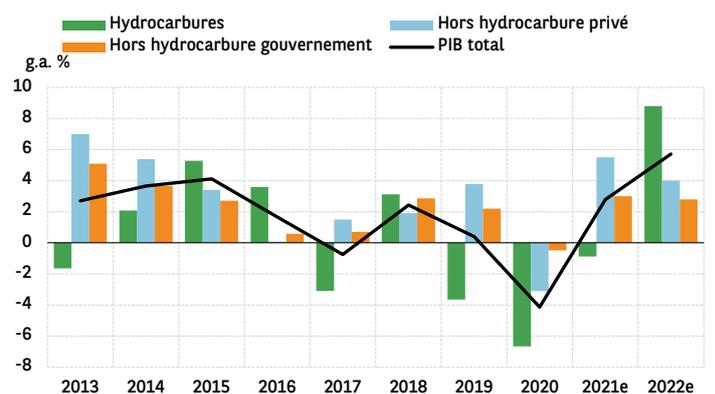
## PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0.4	-4.1	2.8	5.7	2.3
Inflation, IPC, var. annuelle, %	-1.2	3.4	3.1	3.0	1.7
Solde budgétaire, % du PIB	-4.5	-11.2	-1.4	3.6	2.5
Dette du gov. central, % du PIB	23	33	29	25	23
Balance courante, % du PIB	4.8	-2.8	3.8	6.8	2.5
Dette externe, % du PIB	24	34	30	30	29
Réserves de change, mds USD	500	454	470	503	507
Réserves de change, en mois d'imports	27	30	28	28	26

TABLEAU 1

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## PIB RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Le projet de budget pour 2022 a prévu une quasi-stabilité des dépenses courantes et une baisse significative de l'investissement, celui-ci étant transféré vers le fonds souverain PIF (*Public Investment Fund*). Le PIF prévoit d'investir environ USD 40 mds par an (environ 5% du PIB) dans l'économie nationale. Cependant, la capacité d'absorption de l'économie saoudienne est limitée et le fonds n'est parvenu qu'à dépenser la moitié de cette somme en 2021.



En 2023, la croissance devrait mécaniquement ralentir à 2,2% avec la stabilisation de la production de pétrole. L'investissement public demeurerait un élément moteur, mais le royaume reste peu attractif pour les investisseurs internationaux. Les investissements directs étrangers (IDE) entrants ont été équivalents à 0,7% du PIB en moyenne entre 2016 et 2020. Le niveau exceptionnellement élevé enregistré durant les trois premiers trimestres de 2021 (USD 17,4 mds, soit 2,1% du PIB) est dû à la cession de 49% de sa branche oléoduc par Aramco (la compagnie pétrolière nationale) à un consortium d'investisseurs internationaux. La même opération concernant cette fois le réseau de gazoduc (signé fin 2021) devrait générer un montant légèrement supérieur au cours de l'année 2022. Ces opérations financières, si elles accroissent significativement les flux d'IDE, n'ont pas de conséquences directes sur l'investissement productif dans le royaume. Parmi les nombreux programmes d'investissements annoncés depuis quelques années, afin de transformer l'économie saoudienne, ceux du secteur énergétique au sens large paraissent pour le moment les plus prometteurs.

D'un point de vue plus structurel, la diversification du tissu productif ne progresse que très lentement. Au cours de la dernière décennie, si la part de l'extraction énergétique a perdu 7,5 points pour représenter 35% du PIB total, aucun autre secteur n'a significativement accru son poids dans l'économie. Seuls les services financiers (+2,2) et ceux liés au secteur immobilier (+1,6) ont légèrement progressé.

## DES INVESTISSEMENTS MASSIFS DANS L'ÉNERGIE

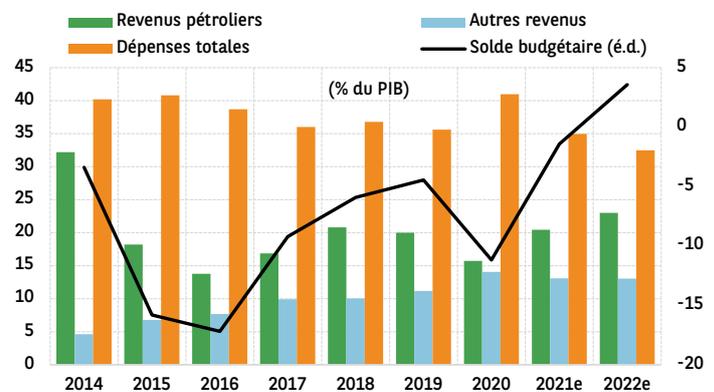
Les cessions d'actifs réalisées par Aramco doivent contribuer à la réalisation de son ambitieux plan d'investissement. Bénéficiant d'un avantage comparatif important en termes de coût de production et de bas niveau d'émission de carbone par baril de pétrole extrait, la capacité de production pétrolière pourrait augmenter d'1 million de barils par jour (mb/j) pour atteindre 13 mb/j à moyen terme.

Dans un paysage mondial du secteur de l'énergie en mutation rapide, avec notamment des changements stratégiques significatifs de la part de certaines compagnies pétrolières privées, Aramco ambitionne de rester un acteur énergétique incontournable à moyen et long terme, et de participer à la mutation du mix énergétique saoudien vers une génération d'énergie moins carbonée. Actuellement, la production nationale est assurée par le pétrole (42%) et le gaz (57%). L'objectif des autorités est de parvenir à une répartition 50/50 entre gaz et énergies renouvelables. Des investissements significatifs sont prévus afin d'augmenter la capacité de production gazière et d'électricité d'origine solaire. À plus long terme, les vastes ressources en hydrocarbure pourraient alimenter la production d'hydrogène bleu.

## RETOUR À L'EXCÉDENT BUDGÉTAIRE

En 2020, la baisse conjuguée des prix et de la production de pétrole avait entraîné le déficit budgétaire à un niveau record (11,2% du PIB). Cela a obligé le gouvernement à poursuivre la consolidation des finances publiques en triplant le taux de TVA. Ces changements de la fiscalité ont permis de réduire la dépendance des recettes budgétaires au revenu pétrolier. Les revenus non pétroliers sont actuellement équivalents à environ 35-40% des revenus totaux contre 10% en 2013. Cela a pour conséquence positive une baisse du prix du baril de pétrole qui équilibre le budget. Ce point mort budgétaire devrait être inférieur à 70 USD/b en 2022 alors qu'il équivalait à 84 USD/b en moyenne entre 2015 et 2019.

### SOLDE BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Les prix du baril de pétrole (équivalent Brent) devant rester supérieurs à 73 USD le baril d'ici 2023, le retour à l'excédent budgétaire est attendu à partir de 2022 (respectivement 3,6% et 2,5% du PIB en 2022 et 2023). Les recettes hors-pétrole devraient également progresser au cours des deux prochaines années grâce notamment à une consommation dynamique des ménages. Du côté des dépenses, la tendance est moins claire. La poursuite du transfert des dépenses d'investissement vers le PIF devrait partiellement compenser la hausse attendue des dépenses courantes.

Avec le retour des excédents budgétaires, la dette du gouvernement continuerait de baisser pour atteindre 23% du PIB en 2023. Néanmoins, les émissions obligataires sur les marchés internationaux se poursuivront, ne serait-ce que pour honorer les importantes tombées de dette. Les actifs du gouvernement logés auprès de la banque centrale (les plus liquides) continueraient de progresser. En 2021, ils ont augmenté de USD 20 mds pour atteindre USD 173 mds en novembre dernier (21% du PIB). Néanmoins, ce montant reste historiquement bas puisque ces actifs étaient supérieurs à 50% du PIB jusqu'en 2014. En parallèle, le montant des actifs gérés par le PIF vont s'étoffer grâce à des cessions d'actifs publics, le recours à l'endettement et le réinvestissement des bénéficiaires. Il atteint actuellement environ USD 450 mds, soit 54% du PIB. Si on ne prend en compte que les actifs les plus liquides (donc hors PIF), la position nette du gouvernement reste légèrement négative (-8% du PIB à fin 2021).

Achevé de rédiger le 18 janvier 2022

Pascal Devaux  
[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – France, zone euro

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

Guillaume Derrien  
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Stéphane Colliac  
France

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

Raymond Van Der Putten  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites,  
croissance long terme

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Stéphane Colliac  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

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

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde qui  
change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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