

ECO EMERGING



2^e trimestre 2022

ÉDITORIAL

2 Les émergents plient mais ne rompent pas

Alors même que la reprise post-pandémique reste fragile, les pays émergents sont maintenant confrontés à une autre crise majeure : le conflit en Ukraine et ses effets globalement négatifs sur le commerce extérieur, les flux de capitaux et, surtout, l'inflation. L'effet indirect de la hausse des prix des matières premières sur l'inflation et le pouvoir d'achat des populations pourrait être particulièrement sévère, et toucher en premier lieu les pays à faible revenu d'Afrique, d'Europe centrale et des Balkans. En dépit de cet environnement, nous n'anticipons pas de dégradation généralisée de la solvabilité publique et externe des pays émergents à court terme. Quelques gouvernements, notamment en Afrique et au Moyen-Orient, pourraient toutefois rapidement faire face à des difficultés de paiement.



CHINE

4

Nouveau coup de frein



INDE

6

Nouvelles turbulences



HONG KONG

8

Les chocs se succèdent



MALAISIE

10

Reprise à peine déstabilisée



BRÉSIL

12

Dissonance



MEXIQUE

14

Reprise sans dynamisme



POLOGNE

16

L'homme fort d'Europe centrale



ROUMANIE

18

Du difficile dosage des politiques économiques



SERBIE

20

Secousses passagères



AFRIQUE DU SUD

22

Une situation budgétaire fragile



EGYPTE

24

Liquidité extérieure en sursis



MAROC

26

Cap maintenu pour le *policy mix*

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES ÉMERGENTS PLIENT MAIS NE ROMPENT PAS

Alors même que la reprise post-pandémique reste fragile, les pays émergents sont maintenant confrontés à une autre crise majeure : le conflit en Ukraine et ses effets globalement négatifs sur le commerce extérieur, les flux de capitaux et, surtout, l'inflation. L'effet indirect de la hausse des prix des matières premières sur l'inflation et le pouvoir d'achat des populations pourrait être particulièrement sévère, et toucher en premier lieu les pays à faible revenu d'Afrique, d'Europe centrale et des Balkans. En dépit de cet environnement, nous n'anticipons pas de dégradation généralisée de la solvabilité publique et externe des pays émergents à court terme. Quelques gouvernements, notamment en Afrique et au Moyen-Orient, pourraient toutefois rapidement faire face à des difficultés de paiement.

RISQUES INFLATIONNISTES

Avant la confrontation militaire en Ukraine, nous étions d'un optimisme prudent pour les marchés émergents. L'activité avait retrouvé son niveau du T4 2019 dans une majorité de pays. En janvier-février, l'économie mondiale était sur la voie du redressement, après des retards temporaires liés au variant Omicron, et les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement s'atténaient. Néanmoins, notre prudence était justifiée par l'accélération générale de l'inflation et la nouvelle détérioration de la courbe épidémique en Europe, en Asie et, plus inquiétant encore, dans certaines régions industrielles de Chine.

Après la crise de la Covid-19 de 2020-2021, les marchés émergents sont maintenant confrontés à une deuxième crise majeure, alors même que la reprise post-pandémique reste fragile, en particulier pour les pays à faible revenu (PFR). Le conflit en Ukraine constitue un choc d'offre qui affectera les pays émergents à travers différents canaux (commerce extérieur, flux de capitaux, inflation).

Jusqu'à présent, l'impact financier global sur les pays émergents a été modéré. Les taux de change sont restés stables ou ont été réévalués pour les exportateurs de matières premières. Les spreads sur les titres de dette en devises n'ont augmenté que pour les emprunteurs non-investissement grade. Les marchés actions ont été résilients, non seulement en Asie (à l'exclusion de la Chine) et en Amérique latine, mais aussi dans la région EMEA (hors Russie), pourtant considérée comme la plus touchée. Enfin, les banques des pays émergents ont une exposition très limitée à la Russie, et ce même dans les pays d'Europe centrale et en Turquie, qui sont pourtant plus exposés.

L'effet direct de la forte contraction attendue des importations en provenance de Russie et d'Ukraine (effet demande) ne devrait pas être très sévère, sauf évidemment dans les pays de la CEI et, dans une moindre mesure, les pays d'Europe centrale et des Balkans (PECB) et en Turquie.

L'effet indirect de la flambée des prix des matières premières sur l'inflation sera plus préjudiciable. En effet, elle aura de graves répercussions sur le pouvoir d'achat de la population de l'ensemble des régions. Le choc sur les prix des matières premières est comparable aux chocs précédents et s'étend à tous les secteurs (énergie, métaux et alimentation). Il touchera en premier lieu les PFR africains (qu'ils soient exportateurs de matières premières ou non), car la moitié d'entre eux dépendent des céréales importées pour près de 50% ou plus de leurs besoins. Pour les pays exportateurs de matières premières, notamment en Amérique latine, l'effet négatif de l'inflation sur la consommation des ménages devrait être compensé par les gains exceptionnels des termes de l'échange. Cela nécessite néanmoins une politique proactive de redistribution par les gouvernements.

Concernant les importateurs de matières premières, les PECB et la Turquie devraient être plus touchés que les pays asiatiques, car leurs parts d'importations de matières premières agricoles, combustibles et métaux depuis la Russie et l'Ukraine sont beaucoup plus importantes. Par conséquent, les producteurs seront à la fois confrontés à des contraintes d'approvisionnement et à la hausse des prix des matières premières. Les ménages seront aussi comparativement plus touchés, car le poids de l'énergie dans l'IPC y est plus élevé que dans les pays asiatiques. Par conséquent, le resserrement des politiques monétaires des PECB va se poursuivre.

RISQUE SOUVERAIN : PEU DE PAYS CONCERNÉS

Malgré ces perspectives plus sombres, nous maintenons une approche prudente et sélective de notre évaluation des risques souverains. Premièrement, la plupart des pays émergents font face au nouveau choc avec une liquidité externe généralement saine, et même une solvabilité externe souvent intacte par rapport à fin 2019 – à l'exception notable de l'Argentine, de l'Égypte et de la Turquie. Pour les importateurs de matières premières, l'effet de la flambée des prix sur les comptes extérieurs sera évidemment négatif. Mais compte tenu du ralentissement attendu des volumes d'importations, les déficits courants ne devraient pas dépasser 5% du PIB en 2022, sauf pour l'Égypte, le Maroc, la Roumanie, la Tunisie et le Sénégal. En Égypte, la dégradation du déficit courant, la forte dépendance aux importations de céréales et le souvenir des émeutes du pain de 1977 et des tensions sociales de 2008 ont provoqué d'importantes sorties de capitaux, avec notamment la vente de titres par les investisseurs étrangers sur le marché local de la dette souveraine. Les autorités monétaires ont été contraintes de dévaluer la livre égyptienne et le gouvernement a demandé le soutien du FMI.

Deuxièmement, au-delà de l'augmentation généralisée de l'endettement public entre 2019 et 2021 (avec une hausse moyenne et médiane de +10 pp de PIB), les principaux indicateurs utilisés pour évaluer la solvabilité des souverains sont restés satisfaisants ou se sont moins détériorés que prévu. Les ratios intérêts/revenus budgétaires ont légèrement augmenté (hausse médiane d'environ 1%), et la part de la dette libellée en devises, ainsi que celle en monnaie locale détenue par des non-résidents ont diminué. Les pays dont les indicateurs de solvabilité et de liquidité sont les plus fragiles et/ou qui se sont le plus détériorés depuis 2019 se trouvent presque exclusivement au Moyen-Orient et en Afrique. L'Argentine reste très fragile, avec un ratio d'endettement public inchangé et majoritairement en devises, mais le pays a obtenu le rééchelonnement de sa dette auprès du FMI et son excédent courant devrait se consolider.



Troisièmement, malgré la hausse des rendements des obligations d'État en monnaie locale et/ou des spreads sur les emprunts en devises, l'écart entre le taux d'intérêt sur la dette et la croissance du PIB (l'effet « boule de neige ») restera négatif, c'est-à-dire favorable à la dynamique de la dette – sauf pour l'Égypte, la Russie, l'Afrique du Sud et, dans une moindre mesure, le Brésil. La Turquie apparaît comme un cas particulier, et dans une position plus favorable, car, malgré la flambée des taux et la dépréciation de la monnaie, l'effet boule de neige sera encore plus négatif si toutefois le pays évite la récession et que le taux de change ne se déprécie pas plus que l'inflation.

À court terme, l'indicateur clé pour évaluer le risque souverain reste le ratio entre, d'une part, les remboursements des obligations et prêts internationaux souverains et quasi-souverains et, d'autre part, les réserves de change ou les actifs étrangers nets du gouvernement (s'ils sont supérieurs aux réserves de change). Sur la base de ce ratio, les pays à surveiller de près sont Bahreïn, l'Angola, la Croatie, l'Égypte, Oman et la Turquie. Pour ces pays, les remboursements représentent au moins 50% des réserves/actifs en devises du souverain. Un deuxième groupe de pays qui mérite une attention particulière est celui dont le ratio varie entre 20% et 30% (Argentine, Indonésie, Ghana, Roumanie, Tunisie et Ukraine).

L'Angola, l'Argentine, Bahreïn, le Ghana, l'Indonésie et Oman devraient pouvoir honorer les remboursements sur leur dette, aidés par la hausse des prix des matières premières. La Croatie, l'Indonésie et la Roumanie bénéficient toujours du coût raisonnable de leurs emprunts extérieurs. La Turquie et l'Égypte ont réussi à obtenir des financements des États du Golfe (lignes de crédit pour l'Égypte, émissions de Sukuk pour la Turquie), mais les financements de marché sont désormais très coûteux. La Tunisie se trouve dans la position la plus délicate, le soutien des institutions financières internationales ayant été suspendu dans l'attente d'un accord avec le FMI.

Achévé de rédiger le 15 avril 2022

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



CHINE

4

NOUVEAU COUP DE FREIN

Après un bon début d'année 2022, la croissance économique chinoise a ralenti en mars. Les freins à la croissance vont persister à très court terme. D'abord, la forte hausse du nombre de cas de Covid-19 a conduit de nombreuses régions à imposer de sévères restrictions à la mobilité. Ensuite, la correction dans le secteur immobilier se poursuit. Enfin, les effets de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières et le commerce mondial vont pénaliser les producteurs et les exportations. Dans ce contexte, l'objectif de croissance fixé par Pékin à 5,5% pour 2022 semble très ambitieux. Les autorités accélèrent l'assouplissement de leurs politiques budgétaire et monétaire.

Après une amélioration au cours des deux premiers mois de 2022, la croissance chinoise a de nouveau ralenti. Les indices des directeurs d'achat (PMI) publiés fin mars signalaient un affaiblissement de l'activité dans les secteurs manufacturier et non manufacturier et une détérioration des anticipations de la demande intérieure et internationale. Les indices et sous-indices correspondants ont tous chuté et sont passés sous la barre des 50. Ce ralentissement devrait se poursuivre à très court terme, en raison, sur le plan interne, de la nouvelle vague d'épidémie de Covid et de la correction dans le secteur immobilier et, sur le plan externe, des répercussions de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières et le commerce mondial.

RECRUESCENCE DE L'ÉPIDÉMIE ET CONFINEMENTS

Au début de l'année, l'activité dans les services avait commencé à se renforcer (+4,2% en glissement annuel en janvier-février contre +3,3% au T4 2021), de même que les volumes de ventes au détail (+4,9% en glissement annuel en janvier-février contre moins de 2% au T4). Mais cette reprise s'est brutalement interrompue en mars, avec une baisse de 0,9% en g.a. de la production de services et de près de 5% des volumes de ventes au détail.

De nombreuses provinces ont en effet introduit des restrictions face à la forte hausse du nombre de cas de Covid-19, conformément à la stratégie zéro Covid et compte tenu de l'insuffisance de la couverture vaccinale des personnes âgées (86% de la population avait reçu deux doses de vaccin à fin mars, mais le taux tombe à 82% pour les 70-79 ans et 51% pour les 80 ans et plus). La première semaine d'avril 2022, les villes et leurs régions concernées par un confinement total ou très strict (notamment Shanghai et Jilin) représentaient environ 12% du PIB chinois et celles touchées par des restrictions moins sévères plus de 50% du PIB (contre 30% deux semaines auparavant). Bien que les autorités devraient tenter de limiter les effets des restrictions sur l'activité des usines, certains sites de production connaissent actuellement d'importantes perturbations. Surtout, le transport des marchandises et de nombreux secteurs de services (loisirs, commerce de détail, mobilités, etc.) sont fortement pénalisés et pourraient le rester encore plusieurs semaines.

La situation sanitaire n'aide pas le marché immobilier. Sa correction s'était un peu atténuée en janvier-février avec le léger assouplissement des conditions de financement, mais elle prend à nouveau de l'ampleur. Le prix moyen des logements baisse lentement (-2% environ depuis juillet 2021 pour les 70 principales villes) et le volume de transactions continue de chuter (-17% en g.a. en mars après -10% en janvier-février), aggravant les difficultés des promoteurs immobiliers.

La croissance industrielle, qui avait réaccélééré depuis octobre (+7,5% en g.a. en janvier-février contre 3,9% au T4 2021), a marqué le pas (+5% en mars). Elle devrait rester freinée par les mesures anti-Covid et la faiblesse de la demande intérieure, ainsi que par les nouvelles perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et le ralentissement

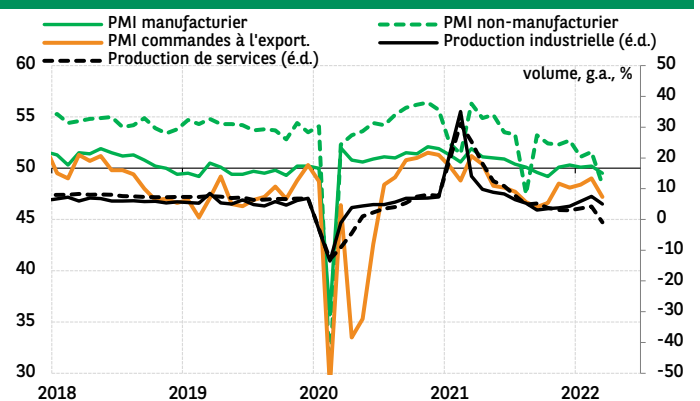
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	6.0	2.2	8.1	4.8	5.1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	2.5	0.9	2.4	2.7
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2.8	-3.7	-3.1	-2.8	-3.0
Dette officielle du gouv. général, % du PIB	38.6	45.9	46.9	49.8	52.2
Solde courant, % du PIB	0.7	1.9	1.8	0.5	0.8
Dette externe, % du PIB	14.5	16.3	15.5	16.1	16.3
Réserves de change, mds USD	3 108	3 217	3 250	3 210	3 230
Réserves de change, en mois d'imports	14.9	16.3	12.6	10.6	10.0

TABLEAU 1

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

CHINE : NOUVEAU RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EN MARS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : NBS

de la demande mondiale provoqués par la guerre en Ukraine. Après leur performance extrêmement solide en 2020 et 2021, les exportations vont ralentir fortement en 2022. Les prix élevés des matières premières alourdiront la facture des importations, et les excédents commerciaux et courants de la Chine devraient donc se réduire assez rapidement.

RÉPERCUSSIONS DE LA GUERRE EN UKRAINE

Les répercussions directes de la guerre en Ukraine sur l'activité en Chine devraient être limitées. D'une part, les exportations de la Chine vers la Russie et l'Ukraine représentent seulement 2,3% de ses exportations totales, et ses achats en provenance de ces deux pays



seulement 3% de ses importations. Les liens commerciaux et financiers entre la Russie et la Chine ont augmenté au cours de la dernière décennie dans un contexte de sanctions américaines et européennes contre Moscou. En 2020, près de 20% de leurs échanges commerciaux étaient réglés en RMB. Ces liens sont actuellement maintenus, mais il est peu probable qu'ils se renforcent beaucoup à court terme. La capacité de la Chine à accroître ses importations de biens russes est limitée, d'abord par son ralentissement économique en cours, ensuite par des contraintes logistiques (manque de pipelines, coût du transport des marchandises). Par ailleurs, les institutions chinoises devraient respecter les sanctions internationales contre Moscou, en dépit des discours officiels les dénonçant, par crainte de sanctions secondaires de la part de ses principaux partenaires commerciaux (les États-Unis et l'UE absorbent 33% des exportations chinoises).

D'autre part, l'effet à court terme de la flambée des cours mondiaux des matières premières sur l'indice des prix à la consommation (IPC) et le pouvoir d'achat des ménages devrait être modéré, notamment du fait de l'existence de contrôles partiels sur les prix de l'énergie et des céréales. La Chine peut également puiser dans ses réserves de céréales, jugés très confortables (à fin 2021, il était estimé que les stocks de blé couvraient au moins un an de consommation locale). Par ailleurs, la baisse des prix de la viande entretient depuis environ une année des pressions déflationnistes sur les prix alimentaires (-3,1% en g.a. au T1 2022). L'inflation IPC s'est établie à seulement 1,5% en mars (contre 0,9% en janvier et février) et restera inférieure à 3% en moyenne en 2022.

En revanche, l'inflation des prix à la production devrait rester élevée (elle s'est établie à 8,7% en g.a. au T1), ce qui pèsera sur l'activité industrielle. Certains secteurs pourraient également faire face à des problèmes d'approvisionnement, en provenance d'Ukraine tout au moins. La Chine est surtout dépendante de ce pays pour son approvisionnement en maïs (plus de 50% de ses importations totales de maïs), orge (26%) et huile de tournesol (59%). Les importations venant de Russie devraient quant à elles continuer plus normalement. Environ la moitié est constituée de pétrole (soit 14% des importations totales de pétrole de la Chine en 2020). La Chine dépend également de la Russie pour son approvisionnement en bois (19% de ses importations totales de bois), fertilisants (22%) et métaux industriels (environ 7%).

SOUTIEN IMMÉDIAT À LA CROISSANCE

Les autorités ont défini leurs objectifs macroéconomiques pour 2022 lors de la session annuelle du Parlement début mars. La cible de croissance, fixée à 5,5%, semble très ambitieuse dans le contexte actuel et après un premier trimestre 2022 mitigé (le PIB réel a progressé de 4,8% en g.a., résultat de deux premiers mois solides suivis du coup de frein en mars). L'assouplissement du policy mix, en cours depuis le dernier trimestre 2021, devrait accélérer dans les prochaines semaines.

Pékin a établi son objectif de « déficit budgétaire officiel »¹ à 2,8% du PIB pour 2022, contre 3,1% en 2021. Cette réduction n'annonce pas pour autant un resserrement budgétaire, mais peut être davantage considérée comme un signal de prudence de la part des autorités, qui souhaitent contenir le dérapage des comptes publics. En fait, d'importantes mesures sont envisagées pour soutenir l'activité. Elles seront notamment financées grâce au report de ressources budgétées mais non utilisées en 2021 et, comme souvent en Chine, par les « fonds gouvernementaux »² et d'autres entités quasi- et extra-budgétaires.

¹ Pour une définition des soldes budgétaires, voir « Chine : le maquis des finances publiques », Eco Conjoncture, BNP Paribas, Sept. 2021.

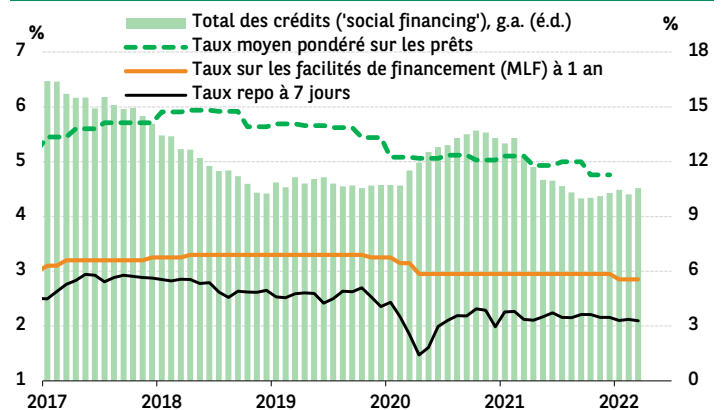
² Ces fonds sont gérés hors du budget « général », essentiellement par les collectivités locales, et principalement financés par les recettes foncières et l'émission d'obligations spéciales.

³ Déficit du gouvernement général (gouvernement central + collectivités locales), avant transferts d'autres comptes publics.

⁴ Gouvernement général + fonds gouvernementaux + fonds financé par des versements de bénéfices des sociétés publiques + caisses de sécurité sociale.

⁵ Les chiffres du rapport sur le budget ne tiennent pas compte des opérations extrabudgétaires notamment prises en charge par les véhicules de financement des collectivités locales.

CHINE : LÉGER ASSOULISSEMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : PBOC

Dans son rapport sur le budget 2022, le ministre des Finances table sur un déficit général³ de 4,7% du PIB (contre un déficit réalisé en 2021 de 3,8%), un déficit des fonds gouvernementaux de 3,4% (contre 1,4% en 2021), et un déficit consolidé de l'ensemble des administrations publiques⁴ de 7,3% (contre 4,4% en 2021). Ces chiffres donnent une idée plus exacte (mais toujours incomplète⁵) de l'ampleur considérable de la relance envisagée en 2022. Les principales mesures consisteront en de nouveaux investissements publics dans les infrastructures (en particulier dans les transports, la conservation de l'eau, l'irrigation et le numérique) et d'importantes aides et réductions d'impôts visant notamment à soutenir les petites et moyennes entreprises et l'industrie manufacturière. Des mesures d'aide aux ménages sont également évoquées dans le rapport sur le budget.

La politique monétaire et les conditions de crédit ont été assouplies progressivement depuis le T4 2021, via des mesures ciblées (programmes de prêts pour soutenir les PME, le monde rural ou l'innovation), la réduction des coefficients de réserves obligatoires (passés en décembre de 12% à 11,5% pour les grandes banques) et la baisse des taux d'intérêt. Les conditions de prêts hypothécaires et d'accès des promoteurs immobiliers aux financements de court terme ont également été légèrement assouplies. Le but principal est d'aider les promoteurs à achever les chantiers en cours et de rassurer les ménages envisageant des achats résidentiels afin de contenir la crise du secteur. De nouvelles baisses de taux sont attendues au T2 2022. La croissance du total des financements à l'économie, qui avait ralenti au cours des trois premiers trimestres 2021, s'est à peine redressée depuis octobre.

Enfin, après des mois de resserrement réglementaire dans le secteur des services numériques, les autorités ont annoncé mi-mars des ajustements. Cela a rassuré les investisseurs et pourrait permettre de lever certains des freins qui avaient pesé sur la croissance en 2021.

Achévé de rédiger le 19 avril 2022

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



NOUVELLES TURBULENCES

L'environnement économique et financier international n'est pas favorable à l'économie indienne. Même si le pays produit et exporte du blé, il sera pénalisé par l'envolée des prix des matières premières. Dans un contexte de ralentissement de la croissance, la consolidation budgétaire annoncée devrait être fragilisée. Le gouvernement sera contraint d'augmenter sensiblement ses subventions sur les engrais s'il veut contenir la hausse des prix alimentaires, lesquels constituent près de 46% du panier de consommation des ménages. Par ailleurs, l'Inde n'échappera pas à une dégradation significative de son déficit courant, induite par la hausse des prix du pétrole et les pressions à la baisse sur la roupie, surtout si les récentes sorties d'investissement de portefeuille se poursuivent. Les résultats des dernières élections régionales devraient assurer une certaine stabilité politique au moins jusqu'aux élections générales de 2024.

DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE AVANT LE CONFLIT EN UKRAINE

Au troisième trimestre de l'année budgétaire 2021/2022 (septembre-décembre 2021), la croissance de l'économie indienne s'est essouffée. Le PIB réel a augmenté de seulement 5,4% en glissement annuel (g.a.) contre 8,5% le trimestre précédent. Sur l'année calendaire 2021, même si la croissance a rebondi de 8,1% par rapport à 2020, la hausse reste modeste par rapport à l'année 2019 (+1%).

Les prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année budgétaire (achevée au 31/03/2022) restent favorables, mais elle ont été révisées à la baisse compte tenu du contexte géopolitique international et des tensions sur les prix des matières premières. En outre, les indicateurs d'activité pour le début de l'année 2022 restent mitigés. L'activité aurait commencé à ralentir bien avant le début du conflit en Ukraine.

La consommation des ménages reste particulièrement fragile. Les ventes automobiles ont affiché depuis le mois de novembre 2021 des performances inférieures à celles qui prévalaient avant l'épidémie de Covid-19. Le marché du travail peine à retrouver le dynamisme d'avant crise. Mi-avril, le taux de chômage était de 7,8% contre 7,3% en 2019 et le taux d'emploi n'était que de 37,6% en janvier contre près de 40% en 2019. En outre, en dépit du ralentissement de la demande intérieure, les pressions inflationnistes sont restées importantes. En février, la hausse des prix était de 6,1% sur un an alors même que l'augmentation des cours du pétrole n'avait pas encore été répercutée sur les prix de l'essence. La décélération de la demande intérieure est confirmée par une légère baisse des recettes de TVA en janvier et février par rapport aux mois précédents, bien qu'elles soient encore supérieures au niveau d'avant-crise.

En février, la production industrielle a sensiblement décéléré par rapport au mois de janvier, tout comme le rythme de distribution des crédits bancaires, même si ce dernier reste supérieur à son niveau d'avant-crise. Les indices de confiance des entreprises restent favorables (les indices PMI indiquent toujours une accélération de la demande), bien qu'en légère baisse depuis un point haut atteint en novembre 2021.

LE CONFLIT EN UKRAINE AURA UN IMPACT DIRECT LIMITÉ ...

Le conflit en Ukraine aura un impact direct limité sur l'économie indienne dans la mesure où le commerce de l'Inde avec la Russie et l'Ukraine est extrêmement modeste. Les exportations à destination de la Russie et de l'Ukraine ne représentent que 1% des exportations totales, les importations en provenance des deux pays 1,7%.

... MAIS DES RISQUES INDIRECTS MULTIPLES

En revanche, les risques indirects sur l'économie ne sont pas négligeables. L'Inde doit faire face à deux chocs extérieurs : d'une part, la hausse des taux d'intérêt américains et, d'autre part, l'augmentation

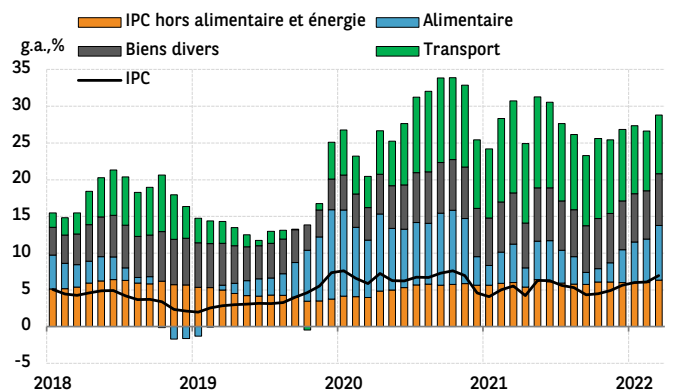
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, % (1)	4.2	-7.2	8.9	7.3	6.0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, % (1)	4.8	6.1	5.5	6.7	5.5
Solde budgétaire gov et adm., % du PIB (1)	-7.3	-13.7	-10.6	-9.3	-8.5
Dette gov. et adm., % du PIB (1)	73.7	84.0	83.6	82.5	82.4
Solde courant, % du PIB (1)	-0.9	0.9	-1.5	-3.6	-2.1
Dette externe, % du PIB (1)	19.9	21.6	19.7	19.4	18.7
Réserves de change, mds USD	457	580	633	650	675
Réserves de change, en mois d'imports	7.7	11.0	9.1	8.8	8.9

TABLEAU 1

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

INDE : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

des prix des matières premières. Fort heureusement, ses comptes extérieurs sont solides et le pays devrait être en mesure de faire face à la dégradation de sa balance des paiements. Ses réserves de change sont aujourd'hui beaucoup plus confortables qu'en 2013. Elles atteignent l'équivalent de 20,1% du PIB (un peu plus de deux fois les besoins de financement à court terme) contre 16,2% du PIB fin 2012 (une fois les besoins de financement).

La hausse des taux d'intérêt américains pourrait générer d'importantes sorties de capitaux et entraîner une dépréciation de la roupie, en particulier si la banque centrale indienne (RBI) continue de maintenir

une politique monétaire accommodante. Entre décembre et février, les sorties nettes d'investissement de portefeuille de la part des investisseurs étrangers ont atteint l'équivalent de 1,5% du PIB annualisé alors que les achats se sont élevés à 1,2% du PIB sur l'ensemble de l'année 2021. Néanmoins, la roupie est restée relativement stable (-1,6% sur la période décembre-février) grâce aux interventions de la banque centrale sur les marchés des changes.

La forte hausse des prix des matières premières induite par le conflit et les sanctions prises à l'encontre de la Russie est un risque plus important.

Sur le plan alimentaire, l'Inde importe l'essentiel de ses céréales et huiles en provenance d'Ukraine (34,3% des céréales et 15,8% des huiles) et ses engrais en provenance de Russie (61%). La forte hausse des prix des céréales devrait toutefois avoir un impact modeste dans la mesure où l'Inde importe peu de céréales (hormis du maïs). Elle produit et exporte du blé et du riz. En revanche, le pays est un gros consommateur et importateur d'huiles animales et végétales. Sur le seul mois de mars 2022, les prix domestiques des huiles ont ainsi augmenté de près de 30% participant ainsi à hauteur de 12 points de base (pb) à la hausse des prix de détail. Enfin et surtout, l'Inde importe des engrais dont la hausse des prix (fortement corrélés à ceux du gaz) pourrait se répercuter sur les prix des produits alimentaires au cours des prochains mois à moins que le gouvernement n'augmente sensiblement ses subventions.

L'Inde est aussi un gros importateur de métaux (notamment de métaux précieux) et surtout de combustibles, qui constituaient en 2019 respectivement 12,3% et 31,9% de ses importations. La hausse des prix de l'énergie (+54,9% sur les trois premiers mois de 2022) et des métaux précieux (+9,3%) devrait entraîner un creusement du déficit courant et une hausse des pressions inflationnistes.

Au cours des trois derniers mois (décembre-février), le déficit commercial de produits pétroliers a enregistré une hausse de près de 30% par rapport à la moyenne annuelle de 2019. Selon les estimations de la RBI, une hausse des prix du pétrole de 10% aurait un impact de -0,2 point de pourcentage (pp) sur la croissance, de +0,3 pp sur l'inflation et de +0,4 pp sur le déficit courant (en % du PIB) si cette hausse se répercutait intégralement sur l'économie.

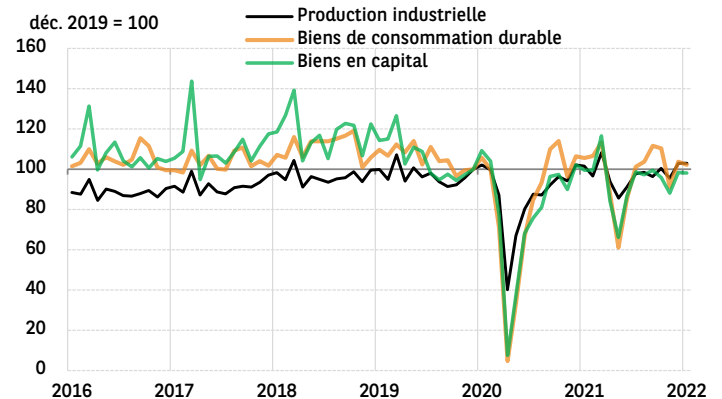
Pour contenir l'impact de la hausse des prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages, le gouvernement pourrait cependant décider de réduire les taxes ou d'accroître les subventions. Les taxes constituent près de 50% du prix de l'essence payé par le consommateur indien. Fin mars, le gouvernement n'avait annoncé aucune mesure de soutien à son économie. En revanche, anticipant la hausse de la facture pétrolière, il a fortement augmenté ses achats de brut à la Russie en février et mars à un prix très avantageux (30 USD en dessous du cours du brut, hors transport et assurance). Mais ces achats (13 millions de barils sur deux mois vs. 16 millions sur l'ensemble de l'année 2021) restent marginaux par rapport aux besoins du pays, dont les importations totales de pétrole ont atteint 4,9 millions de barils par jour en 2021.

En conséquence, en supposant que les prix internationaux des matières premières restent à des niveaux élevés, le supplément d'inflation total, pour l'année 2022/2023, pourrait atteindre 1,5 pp et la hausse du déficit courant pourrait être de 2 points de PIB.

BUDGET À RISQUE POUR L'ANNÉE 2022/2023

Le budget présenté en février pour l'exercice budgétaire 2022/2023 qui s'achèvera au 31/03/2023 est expansionniste. Le gouvernement privilégie un soutien à sa croissance plutôt qu'une consolidation

INDE : PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CEIC

de ses finances publiques. Il prévoit notamment d'augmenter ses investissements (+24,5%).

Le gouvernement anticipe ainsi une réduction modeste de son déficit (hors déficit des États) de 6,9% du PIB (budget révisé pour l'année fiscale 2021/2022) à 6,5% du PIB. Mais ce budget semble optimiste dans les conditions actuelles. Etabli avant le conflit en Ukraine, il prévoyait une forte réduction des subventions (-27%, i.e. l'équivalent de 0,7 point de PIB) par rapport au budget révisé 2021/2022. Ces baisses devaient porter sur le fioul, les engrais et l'alimentaire. Les montants des subventions prévus pour le budget 2022/2023 restaient toutefois légèrement supérieurs aux niveaux d'avant crise.

Les montants des subventions prévus pour le budget 2022/2023 resteraient légèrement supérieurs aux niveaux d'avant-crise. Mais les tensions sur les prix des matières premières et les risques baissiers sur la croissance devraient contraindre le gouvernement à réviser à la hausse ses dépenses de subventions, fragilisant ainsi la consolidation budgétaire annoncée.

VICTOIRE DU BJP AUX ÉLECTIONS RÉGIONALES

Le parti de Narendra Modi, le BJP, est parvenu à garder le contrôle de quatre des cinq États qui tenaient des élections régionales en février-mars. Sa victoire dans l'Uttar Pradesh (UP) est un signal positif pour le premier ministre dans la mesure où cet État le plus peuplé est un bon indicateur des résultats des élections générales, lesquelles auront lieu en 2024. La position du BJP dans l'UP est néanmoins moins confortable qu'elle ne l'était en 2017, le parti ayant remporté 251 sièges contre 312 cinq ans plus tôt.

Le BJP a en revanche perdu le contrôle du Punjab derrière l'Aam Admi Party (AAP) qui remporte pour la première fois un État. Dans les États du Gujarat et de l'Himachal Pradesh, actuellement contrôlés par le BJP, les élections auront lieu en fin d'année. Globalement, les résultats de ces élections devraient assurer une certaine stabilité politique jusqu'aux prochaines élections, voire au-delà.

Achévé de rédiger le 6 avril 2022

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com



HONG KONG

8

LES CHOCS SE SUCCÈDENT

Le redressement de la croissance économique après le choc sanitaire de début 2020 est resté déséquilibré et s'est essoufflé rapidement. Puis il s'est interrompu brutalement au premier trimestre 2022 en raison d'une très forte augmentation des contaminations et des décès liés au variant Omicron. Alors que la vague épidémique commence à refluer, Hong Kong devrait maintenant subir les effets du ralentissement du commerce mondial, de la hausse des prix des matières premières et du resserrement monétaire américain. En dépit de cette conjoncture défavorable, la solvabilité du secteur public reste très solide. Le gouvernement conserve une marge de manœuvre confortable pour maintenir une politique budgétaire expansionniste.

Après deux années de contraction, l'économie hongkongaise a affiché une croissance de 6,4% in 2021. Elle a cependant perdu de l'élan dès le T2 2021 et l'activité a de nouveau été stoppée au T1 2022 en raison d'une très forte vague épidémique. Le PIB réel a retrouvé l'an dernier son niveau de fin 2019 (avant la crise sanitaire), mais il ne devrait pas récupérer son niveau de fin 2018 (avant le début des mouvements de protestation) avant le deuxième semestre 2022.

UNE REPRISE HÉSITANTE EN 2021...

Le choc de la Covid-19 de début 2020 a frappé une économie en récession. Après déjà plusieurs trimestres de contraction, la consommation privée, l'investissement, le tourisme et les exportations de marchandises se sont effondrés au S1 2020. L'activité – hors tourisme – s'est ensuite rapidement redressée, soutenue par un important plan de relance budgétaire, l'assouplissement des conditions monétaires et la forte accélération des échanges commerciaux. Cependant, la reprise est restée déséquilibrée et s'est vite essoufflée, pour finalement s'interrompre brutalement au T1 2022.

Alors que les échanges extérieurs ont bien rebondi après le choc du T1 2020, portés par la très solide performance des exportations chinoises, la demande intérieure est restée à la traîne en dépit du policy mix très accommodant. Le taux d'investissement, qui avait chuté de 21,6% du PIB en 2018 à 17% en 2020, s'est à peine redressé en 2021 (atteignant 17,5%), freiné par la perte d'attractivité et la détérioration des perspectives économiques du territoire. De fortes contraintes ont également pesé sur la consommation privée (65,2% du PIB en 2021, contre 68,4% en 2018), en particulier : la fermeture des frontières (les achats des non-résidents, essentiellement chinois, représentaient près de la moitié des ventes au détail avant la crise sanitaire), un marché du travail dégradé et une confiance des ménages en berne. Le marché de l'emploi n'a en effet pas retrouvé sa situation d'avant les crises de 2019-2020, les secteurs de services les plus fragilisés étant notamment les plus intensifs en main d'œuvre, comme la restauration et l'hôtellerie. Entre le T4 2018 et le T4 2021, les salaires réels ont progressé de moins de 1% et l'emploi total a baissé de 4,8%. La population totale et la population active ont également diminué sur la même période, respectivement de 1,1% et 3,8%. Le taux de chômage, qui avait grimpé de 2,7% en décembre 2018 à un pic de 6,8% en février 2021, est redescendu à 3,5% en janvier 2022, puis est reparti à la hausse (4,2% en février).

... INTERROMPUE PAR LA DÉFERLANTE OMICRON AU T1 2022

Jusqu'à fin 2021, Hong Kong a su contrôler l'épidémie de Covid-19, au prix d'importantes restrictions (notamment à la frontière). Mais la situation sanitaire s'est brutalement dégradée avec l'arrivée du variant

PRÉVISIONS

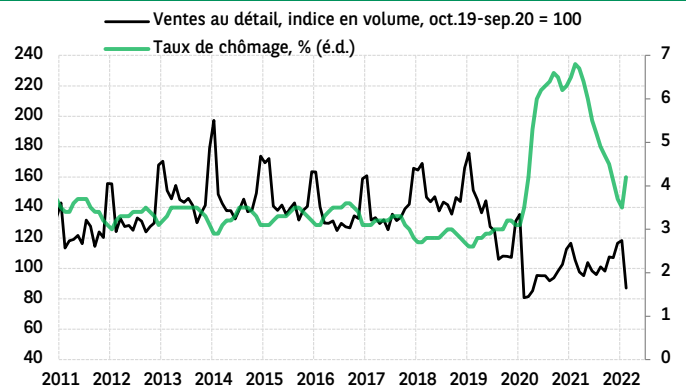
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	-1.7	-6.5	6.4	1.6	3.6
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.9	0.3	1.6	3.0	2.3
Solde budgétaire, % du PIB (1)	-0.6	-9.4	-1.4	-3.5	-2.0
Dette du gouvernement, % du PIB	0.3	1.0	2.1	3.2	4.0
Solde courant, % du PIB	5.8	6.9	11.2	4.2	4.7
Réserves de change, mds USD	441	492	497	500	505
Réserves de change, mois d'import. non réexportées	41	51	44	38	38
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

HONG KONG : DES CONSOMMATEURS ENCORE DÉPRIMÉS



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CSD

Omicron fin décembre. Les contaminations sont devenues hors de contrôle, notamment en raison d'une couverture vaccinale insuffisante. Au 6 avril 2022, 86% de la population avait reçu deux doses de vaccin, contre seulement 65% fin 2021 ; le taux de vaccination n'était que de 61% pour les 70-79 ans et 35% pour les 80 ans et plus. Le nombre de nouvelles infections est passé de moins de 100 la dernière semaine de décembre 2021 à 450 000 la première semaine de mars (pour une population de 7,4 millions d'habitants), et le taux de mortalité est monté en flèche¹.

¹ Le nombre moyen de décès par jour et par million d'habitants, inférieur à 0,1 en 2020-2021, a atteint un record de 38 la 2^e semaine de mars. Il est redescendu à 9 un mois plus tard, ce qui reste le niveau le plus élevé au monde actuellement. A titre de comparaison, le chiffre a atteint un maximum en 2021 de 2,5 à Singapour et 10 aux États-Unis. Le nombre total de décès liés à la Covid-19 à Hong Kong, de 213 à fin 2021, a atteint 9069 le 15 avril.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

De janvier jusqu'à la mi-mars, les autorités ont imposé de très sévères restrictions sur le territoire. Les indicateurs de mobilité, qui étaient revenus à des niveaux d'avant-crise fin 2021, ont chuté et atteint début mars leurs niveaux les plus bas depuis le début de la pandémie. Les ventes au détail se sont à nouveau effondrées. Depuis mi-mars, la vague épidémique reflue et les conditions de mobilité ont commencé à s'améliorer. Elles devraient se normaliser très progressivement dans les prochains mois compte tenu de la dureté des mesures de contrôle sanitaire.

L'ENVIRONNEMENT EXTERNE SE DÉGRADE

Hong Kong fait maintenant face à d'autres défis, liés à la dégradation de l'environnement international. En premier lieu, Hong Kong va subir des répercussions indirectes de la guerre en Ukraine via ses effets sur le commerce mondial et les prix des matières premières. Ses échanges commerciaux avec la Russie et l'Ukraine sont très réduits (respectivement 0,2% et 0,7% de ses importations et exportations totales). Néanmoins, de par son rôle de hub commercial régional, Hong Kong est vulnérable au ralentissement attendu de la demande mondiale et aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnement. Celles-ci seront exacerbées dans les prochaines semaines par les conséquences de la vague épidémique sur la production industrielle et le transport des marchandises en Chine. À la fragilité de la demande intérieure de Hong Kong devrait donc s'ajouter à court terme le ralentissement de ses exportations (dont 98% sont des ré-exportations).

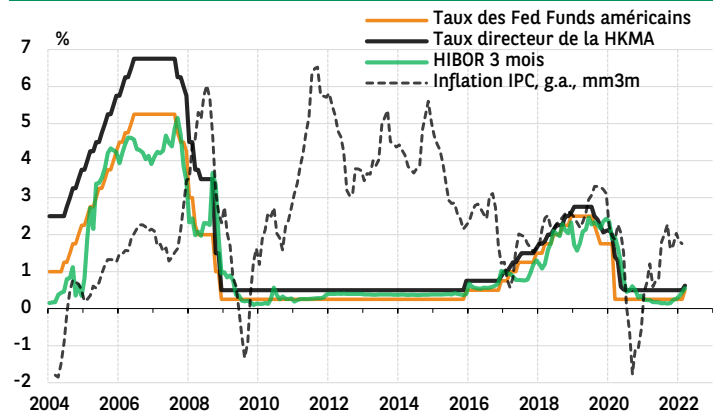
Par ailleurs, l'inflation des prix à la consommation (IPC) devrait accélérer, attisée par la hausse des cours mondiaux des matières premières ainsi que par des difficultés d'approvisionnement. Des tensions sur les prix des denrées alimentaires (qui constituent 27,4% du panier de consommation des ménages) sont récemment apparues (+3,1% en g.a. en moyenne en décembre-février, contre 2,2% sur les six mois précédents). Toutefois, l'inflation IPC devrait rester modérée, proche de 3% en moyenne en 2022 (contre 1,6% en 2021). Elle sera contenue par l'absence de tensions sur les salaires, la fragilité de la demande intérieure et une hausse des loyers qui devrait rester très faible (les loyers représentent 40,3% de l'indice IPC). En outre, des subventions publiques sur les coûts de transport et les factures d'électricité, encore prévues cette année, devraient limiter les pertes de pouvoir d'achat des ménages.

L'accélération du resserrement monétaire aux États-Unis est un autre facteur de risque pesant sur la croissance à court terme. En raison de son régime de *Currency Board*, la politique monétaire de Hong Kong suit les décisions de la Réserve fédérale américaine. Or, le resserrement monétaire aux États-Unis devrait se poursuivre à un rythme soutenu en réponse à l'envolée de l'inflation. Le principal taux directeur américain, qui avait été maintenu à 0,25% depuis le choc de la Covid-19 début 2020, a été augmenté à 0,5% le 16 mars et devrait s'approcher de 2% à fin 2022. Le taux de base de Hong Kong suivra donc, il est déjà passé de 0,5% à 0,75% en mars. Les niveaux d'inflation et les positions dans le cycle des deux économies sont cependant différents. À Hong Kong, l'accélération de l'inflation ne devrait pas compenser la hausse attendue des taux d'intérêt nominaux en 2022, contribuant à un resserrement plus important des conditions monétaires.

LA MARGE DE MANOEUVRE BUDGÉTAIRE RESTE IMPORTANTE

En revanche, la politique budgétaire va continuer de soutenir l'activité en 2022. Les récessions de 2019 et 2020 et la crise sanitaire ont conduit à une dégradation rapide des soldes budgétaires. Néanmoins, la solvabilité du secteur public et la position financière extérieure de Hong Kong restent très solides.

HONG KONG : HAUSSE DE L'INFLATION, HAUSSE DES TAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CSD, HKMA, RÉSERVE FÉDÉRALE

Le solde budgétaire est négatif sur l'exercice budgétaire 2019/20 (qui s'étend d'avril 2019 à mars 2020) pour la première fois en quinze ans. Le déficit a ensuite bondi en 2020/21 pour atteindre 9,4% du PIB, avec un plan de relance budgétaire équivalant à 12,3% du PIB. En 2021/22, les mesures de soutien ont été partiellement reconduites (représentant 3% du PIB environ). Le déficit s'est réduit rapidement (attendu à moins de 2% du PIB), aidé par le rebond de l'activité. Pour 2022/23, le gouvernement maintient sa politique expansionniste. Son nouveau budget, annoncé au plus fort de la vague de Covid-19 fin février, table sur un plan de soutien estimé à 6% du PIB environ. Le déficit devrait augmenter à nouveau et dépasser 3% du PIB en 2022/23.

Le gouvernement a eu recours à des mesures telles que l'augmentation des dépenses de santé et de vaccination (1% du PIB en 2020/21, 0,2% en 2021/22 et plus de 2% en 2022/23), ainsi que le soutien à l'emploi (3,4% du PIB en 2020) et aux créations d'emplois temporaires (0,2% du PIB en 2021). Il a également introduit des aides directes aux entreprises (subventions, aides aux PME et secteurs en crise comme le tourisme, réductions fiscales) et aux ménages, telles que des versements en espèces aux résidents en 2020/21 (2,6% du PIB) puis la distribution de bons d'achat (1,3% du PIB en 2021/22 et environ 2% du PIB attendu en 2022/23), et des allègements divers (tarifs des services publics, loyers, etc.). Le gouvernement prévoit également le développement de projets d'infrastructures. À moyen terme, des politiques publiques de nature structurelle restent nécessaires, notamment pour améliorer le système de protection sociale et l'accès au logement, afin de renforcer la confiance et la demande des ménages hongkongais.

Le gouvernement dispose d'une marge de manoeuvre confortable pour mettre en oeuvre ces politiques. Il a utilisé ses réserves pour financer les déficits depuis 2020 et devrait continuer à le faire. Les réserves ont chuté de HKD 1190 mds en mars 2020 (soit 43% du PIB et 23 mois de dépenses budgétaires) à HKD 862 mds fin 2021. Mais cela n'a pas altéré la solvabilité du gouvernement : les réserves représentent encore 30% du PIB et peuvent couvrir 16 mois de dépenses. En outre, l'endettement du gouvernement est très limité (et négatif en termes nets) et seule une infime portion est utilisée pour couvrir son budget (1% du PIB en 2020).

Achévé de rédiger le 14 avril 2022

Christine PELTIERchristine.peltier@bnpparibas.com

MALAISIE

10

REPRISE À PEINE DÉSTABILISÉE

Après avoir enregistré une croissance modeste en 2021, l'activité économique en Malaisie devrait rebondir plus sensiblement en 2022. Elle sera soutenue par le dynamisme de la demande intérieure, une politique budgétaire toujours expansionniste et la réouverture des frontières aux touristes. Exportateur de matières premières (pétrole, huile de palme principalement), le pays devrait profiter de la hausse des prix internationaux sans pour autant être affecté directement par le conflit en Ukraine. Grâce au supplément de revenus généré par la hausse des prix du pétrole, le gouvernement devrait être en mesure de prendre à sa charge en grande partie la hausse des prix, pour ne pas fragiliser les ménages déjà appauvris par la crise de 2020. Dans cet environnement déjà incertain, une grosse inconnue persiste : la durée et l'ampleur du confinement en Chine qui pourrait peser sur les exportations de la Malaisie.

ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN 2022

En 2021, le PIB réel a progressé de seulement 3,1% après s'être contracté de 5,6% en 2020. À prix constants, le PIB de la Malaisie était donc toujours 2,7% en deçà du niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19. Ce modeste rebond de 2021 s'explique notamment par les différentes vagues épidémiques enregistrées dans le courant de l'année qui ont fortement pesé sur la demande intérieure.

En 2022, l'activité économique devrait rebondir sensiblement. Elle sera soutenue par le dynamisme de la demande intérieure, favorisée par une i) hausse des investissements publics, ii) un allègement des contraintes sanitaires (80% de la population était totalement vaccinée début avril), iii) la consolidation du marché du travail (encore dégradé par rapport à 2019 mais en nette amélioration depuis la fin 2021) et iv) la ré-ouverture du pays aux touristes à partir du 1^{er} avril 2022 (les revenus du tourisme s'élevaient en moyenne à 6% du PIB avant la pandémie). Par ailleurs, la Malaisie devrait bénéficier de la hausse des prix des matières premières, surtout si le gouvernement limite les répercussions négatives pour les ménages.

Les principales matières premières exportées (hydrocarbures, huile de palme) représentent 19% des exportations du pays. L'augmentation des cours mondiaux, induite par le conflit en Ukraine et les sanctions imposées à la Russie, va générer un surplus de revenus pour les entreprises exportatrices et le gouvernement. Selon une étude publiée par AMRO, une hausse des prix du pétrole de 10% aurait un impact positif de 0,4 point de pourcentage sur la croissance de la Malaisie.

Cependant, à ces facteurs de soutien à la croissance s'opposent les contraintes générées par le conflit en Ukraine qui se sont déjà traduites par une baisse de l'indice de confiance des entrepreneurs au mois de mars (l'indice PMI dans le secteur manufacturier a baissé à 49,6).

L'impact direct du conflit sera limité pour la Malaisie car ses relations commerciales et financières avec l'Ukraine et la Russie sont limitées. En revanche, la Malaisie sera indirectement impactée par les nouvelles perturbations dans l'approvisionnement des chaînes de valeur mondiales, en particulier sur le marché des semi-conducteurs (qui constituent près de 22% des exportations de la Malaisie). En effet, le palladium et le gaz néon, tous deux essentiels à la production des puces, sont produits principalement en Russie et en Ukraine.

Par ailleurs, la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 en Chine en mars-avril et les confinements qui en résultent devraient peser sur les exportations de la Malaisie (15,5% sont à destination de la Chine) et perturber les approvisionnements mondiaux.

Pour finir, si les entreprises exportatrices et le gouvernement devraient bénéficier de la hausse des prix des matières premières, ce ne sera pas

PRÉVISIONS

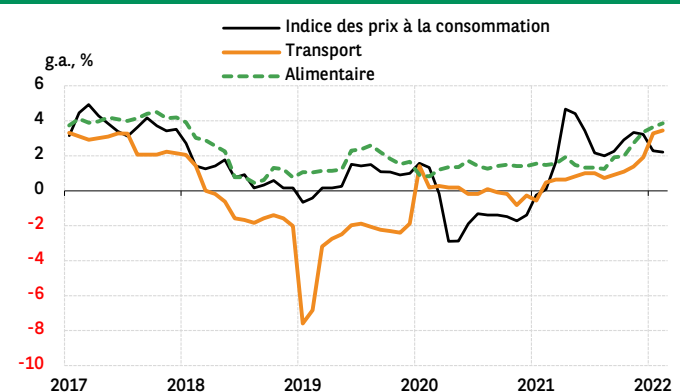
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4.4	-5.6	3.1	5.8	5.9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0.9	-1.2	2.5	2.9	2.3
Solde budgétaire, % du PIB	-3.4	-6.2	-6.4	-5.4	-4.5
Dette du gouvernement % du PIB	52.4	62.1	63.5	61.2	58.9
Solde courant, % du PIB	3.5	4.2	3.5	4.1	4.0
Dette externe, % du PIB	62.6	67.6	69.3	71.5	73.0
Réserves de change, mds USD	100	100	104	106	109
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	6.2	5.7	5.6	5.7

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

MALAISIE : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CEIC

le cas des ménages. On redoute en particulier l'impact de la hausse des prix alimentaires sur les ménages les plus fragilisés par la crise de 2020. Le taux de pauvreté a augmenté de 5,6% en 2019 à 8,4% en 2020. Par ailleurs, en février 2022, le marché du travail n'avait pas encore retrouvé sa situation d'avant crise (le taux de chômage s'établissait à 4,1% vs. 3,3% en 2019). En outre, la progression nominale des salaires dans le secteur privé n'a pas été suffisante en 2021 (+0,4% après une contraction de 2,4% en 2020) pour permettre aux ménages de faire face à un nouveau choc inflationniste.



LE GOUVERNEMENT DEVRAIT CONTENIR LE RISQUE INFLATIONNISTE

En février 2022, l'inflation globale est restée contenue à seulement 2,2% en glissement annuel (g.a). Néanmoins des tensions sur les prix des produits alimentaires et des transports ont été enregistrées depuis la fin de l'année 2021.

La Malaisie importe des produits alimentaires (céréales, viande, fruits et végétaux) et des engrais. Même si ses importations de céréales restent modestes (l'équivalent de 0,6% du PIB en 2021), la hausse des prix alimentaires provoquée par le conflit en Ukraine pourrait générer une augmentation générale des prix estimée à 22 points de base (pb) en 2022, sans parler de l'effet induit par la hausse des prix des engrais sur les prix de 2023. On estime, en effet, que l'élasticité des prix alimentaires aux prix internationaux est de 0,6 alors que l'alimentaire constitue 28,4% du panier de consommation des ménages. Mais pour les ménages les plus pauvres, les produits alimentaires représentent 38,5% de leur consommation. En outre, ces prix ont déjà augmenté de 3,9% en g.a. en février vs. 1,5% à la même époque l'année dernière.

L'augmentation des prix du pétrole pourrait quant à elle générer une hausse des prix domestiques de 60pb si elle était intégralement répercutée. À ce jour, le gouvernement a maintenu inchangés les prix des principaux carburants (diesel et sans-plomb 95) afin de protéger les ménages déjà fortement fragilisés par la crise sanitaire.

En outre, l'augmentation des recettes budgétaires (induite par la hausse des prix du pétrole), pourrait permettre au gouvernement de prendre à sa charge l'intégralité de la hausse des prix internationaux du pétrole sans fragiliser ses finances publiques. Le budget du gouvernement a été établi avec un prix moyen du pétrole de 67 USD par baril. Le gouvernement prévoyait alors d'encaisser RM 43,9 mds (2,7% du PIB) de revenus issus du pétrole (sous la forme de taxes directes et indirectes mais aussi de dividendes versés par Petronas). Avec la hausse des prix du pétrole portés à 102 USD le baril en moyenne sur les trois premiers mois de l'année 2022 (+52% par rapport au budget prévisionnel du gouvernement), les recettes pétrolières pourraient s'élever à RM 85 mds (5,2% du PIB), générant ainsi un surplus de RM 41,1 mds par rapport au budget initial. Le gouvernement estime par ailleurs que le surcoût en termes de subventions sur le prix au détail de l'essence, pour le maintenir inchangé, serait de RM 17 mds par rapport à 2021. Même en supportant l'intégralité de la hausse des prix du pétrole, le gouvernement disposerait encore d'un excès de recettes par rapport à son budget prévisionnel, équivalent à 1,4% du PIB.

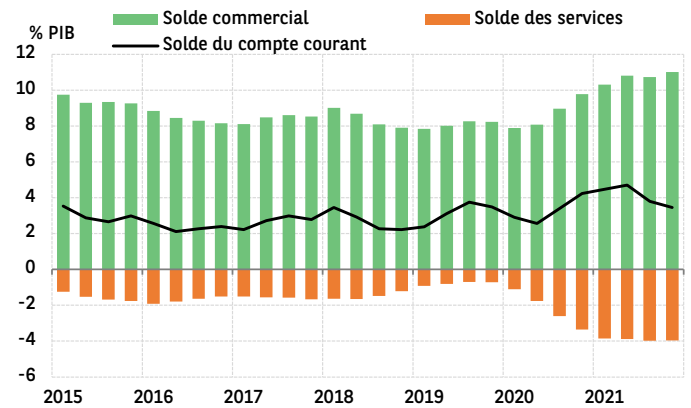
Dans ces conditions, même si aucune annonce n'a encore été faite concernant l'adoption de subventions, il apparaît probable que le gouvernement mette en place une politique de soutien, *a minima* pour les ménages les plus fragiles, et ce d'autant plus que des élections pourraient avoir lieu au S2 2022. Le gouvernement et les partis d'opposition se sont accordés en septembre 2021 pour assurer une certaine stabilité politique jusqu'en juillet 2022.

LES COMPTES EXTÉRIEURS SONT SOUTENUS PAR LA HAUSSE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

La balance des paiements est solide. En 2021, pour la deuxième année consécutive, la position extérieure nette du pays a enregistré un solde créditeur équivalent à 5,9% du PIB. En février les réserves de change s'élevaient à USD 103 mds, l'équivalent de 4,9 mois d'importations de biens et services.

Le pays a un excédent structurel de son compte courant. En 2021, cet excédent s'est légèrement réduit (-0,7pp à 3,5% du PIB) en raison de

MALAISIE : SOLDE DU COMPTE COURANT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CEIC

la hausse du déficit du compte des services (due à l'effondrement des recettes de tourisme) mais son surplus commercial a atteint 11% du PIB. La Malaisie a bénéficié de la hausse des prix des matières premières et du rebond du commerce mondial. Par ailleurs, les investissements directs étrangers ont sensiblement accéléré pour atteindre 4,7% du PIB alors qu'ils s'élevaient à seulement 2,7% du PIB en moyenne sur les cinq années précédant la crise de la Covid-19.

Les comptes extérieurs devraient rester solides en 2022, soutenus, d'une part, par les prix élevés des matières premières et, d'autre part, par la réouverture des frontières aux touristes (le déficit du compte des services a atteint 4% du PIB en 2021 contre seulement 1,4% en moyenne sur la période 2015-2019). Sur les deux premiers mois de 2022, les exportations ont enregistré une croissance très solide (+20,2% corrigée des variations saisonnières) contribuant à accroître le surplus commercial. Les combustibles ainsi que les huiles végétales et animales ont enregistré les hausses les plus fortes.

Les risques sur le compte courant ne sont pour autant pas nuls. L'ampleur du choc inflationniste mondial et du choc épidémique en Chine vont peser sur la demande mondiale. Par ailleurs, l'afflux de touristes sera contraint par l'absence de visiteurs chinois (dont les recettes constituaient près de 18% des recettes touristiques de la Malaisie avant la crise de la Covid-19) et par la perte de pouvoir d'achat des consommateurs de tous les pays d'Asie (l'ASEAN représente 50,8% des touristes).

Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt américains pourrait générer des sorties de capitaux, surtout si la banque centrale de Malaisie maintient une politique monétaire accommodante. Cependant, en février et mars, le pays a continué d'enregistrer des entrées nettes d'investissements de portefeuille (selon les données de l'IIF). La Malaisie, comme la majorité des pays exportateurs de matières premières, a en effet bénéficié d'un regain de confiance des investisseurs. Contrairement aux monnaies des autres pays de l'ASEAN, le ringgit (RM) est resté relativement stable face au dollar depuis le début de l'année.

Achévé de rédiger le 11 avril 2022

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

DISSONANCE

Le Brésil a terminé l'année 2021 sur des bases plus solides qu'attendu mais le tableau économique reste fragile. L'activité progresse par à-coups, marquée par des freins internes (vague Omicron, aléas climatiques, élections) et un contexte extérieur plus dégradé (guerre en Ukraine, ralentissement des partenaires commerciaux, etc.). Dans le même temps, les pressions inflationnistes se renforcent et laissent craindre un prolongement du resserrement monétaire. Depuis le début de l'année, l'amélioration des termes de l'échange et les différentiels de taux avec les pays développés alimentent le rebond de la Bourse et la forte appréciation du real.

UNE PROGRESSION DE L'ACTIVITÉ EN DENTS-DE-SCIE

Une tendance claire peine à se dégager du cycle d'activité brésilien. Au T4 2021, l'économie s'est redressée après deux trimestres de baisse. La croissance du PIB en volume (+0,5% t/t), a été tirée par le rebond du secteur agricole (affecté précédemment par des problèmes climatiques) et la progression dans les services. Mais c'est pour l'essentiel le rebond du S2 2020 prolongé au T1 2021 qui a permis à l'économie d'afficher une croissance de 4,6% l'année dernière. En dépit d'une forte sous-évaluation de la monnaie, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance annuelle a été étonnamment négative à hauteur de 0,8 point de pourcentage (pp). L'acquis de croissance pour 2022 est faible (+0,3%).

Depuis le début de 2022, l'économie est confrontée à plusieurs chocs. Ceux-ci se sont traduits, entre autres, par un fort ralentissement de l'activité en janvier et une érosion de la confiance. La production minière et les récoltes ont souffert de pluies importantes dans le sud du pays tandis que la forte résurgence de cas de Covid-19, liée au variant Omicron, a freiné l'activité dans les services (bars, restaurants, etc.) et provoqué une chute de la production automobile (hausse de l'absentéisme). Les effets de la guerre en Ukraine commencent à se faire ressentir. Dans l'industrie, les surcoûts induits par la hausse du prix des matières premières et du transport viennent s'ajouter aux problèmes persistants de disponibilité des intrants – conséquence durable de la crise de Covid-19. Ce nouveau choc d'offre, bien qu'atténué cette fois-ci par l'appréciation du real, affecte particulièrement l'activité (et la confiance) dans le secteur manufacturier. Le fort ralentissement du crédit aux entreprises, lié à la fin des programmes d'urgence, le durcissement monétaire, le besoin limité des entreprises de reconstituer les stocks (contrairement à la fin 2020), l'accélération de l'inflation ainsi que la dégradation du scénario extérieur (décélération économique en Europe, reconfinements et ralentissement en Chine, accélération généralisée de l'inflation, hausse des tensions géopolitiques) sont autant de freins qui pèsent sur les perspectives de croissance à court terme.

Pour autant, des éléments positifs méritent d'être soulignés. Les risques liés à l'approvisionnement en électricité ont fortement diminué (des pluies abondantes ont renfloué les réservoirs). La hausse du prix des matières premières, outre ses effets positifs sur les recettes budgétaires (redevances et dividendes), est favorable aux revenus du secteur agricole et des industries extractives, et devraient impulser une hausse des dépenses d'investissement en machine et équipement lorsque les chocs d'incertitude se seront dissipés. L'embellie dans les services au mois de mars (seul secteur où la confiance a progressé) pourrait par ailleurs aider à compenser des pertes d'activité dans certains segments de l'industrie. Les services ont connu en effet un fort rebond en mars, aidé par l'amélioration notable de la situation sanitaire¹ et la levée des restrictions à la mobilité. Les données d'enquêtes montrent une forte hausse des embauches dans le secteur et une volonté d'étendre les ca-

¹ Le pays a connu un pic épidémique fin janvier mais les cas de contamination et les hospitalisations ont fortement baissé depuis (avec une légère remontée pendant le carnaval). Début avril, on recensait 86% de primo-vaccinés ; 76% de la population avait reçu deux doses et environ 36% avait effectué son rappel.

² Les salaires réels avaient connu une forte baisse au S2-2021. Malgré la baisse du revenu disponible, la consommation avait continué de progresser, alimentée par l'épargne.

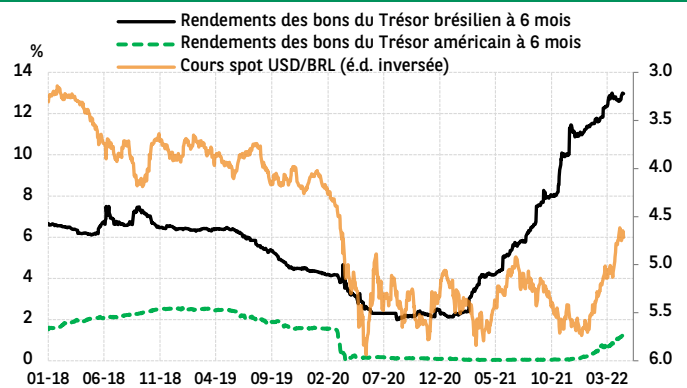
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1.2	-3.9	4.6	0.3	1.1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3.7	3.2	8.3	9.0	5.6
Solde budgétaire, % du PIB	-5.8	-13.2	-4.4	-8.3	-8.6
Dette publique, % du PIB	74	88	82	83	87
Solde courant, % du PIB	-3.5	-1.7	-1.8	-1.2	-0.9
Dette externe, % du PIB	37	45	43	40	38
Réserves de change, mds USD	357	356	362	356	350
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	16	15	15

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

TAUX DE CHANGE ET DIFFÉRENTIEL DE TAUX D'INTÉRÊT
(BRÉSIL / ÉTATS-UNIS)

GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, ANBIMA, TRÉSOR AMÉRICAIN

pacités de production à court terme. Aussi, même si la hausse des taux commence à peser sur les achats de biens de consommation durables, la progression du crédit aux ménages n'a pas encore fléchi et reste soutenue (+11,1% en termes réels en janvier contre 6,3% un an plus tôt). Enfin, les autorités ont annoncé, début mars, un plan de soutien pour atténuer les effets du choc inflationniste sur le pouvoir d'achat des ménages (plan d'environ BRL 150 mds, 1,7% du PIB). Ces mesures conjuguées à la progression depuis le début de l'année des salaires réels², au recul du chômage et à la hausse des dépenses des États fédérés pourraient offrir un biais haussier aux prévisions de croissance.

EXPOSITION DU SECTEUR AGRICOLE À LA RUSSIE

L'exposition commerciale du Brésil à la Russie et à l'Ukraine est limitée mais n'est pour autant pas négligeable du fait de la forte concentration de certains produits dans les échanges. La part combinée de la Russie et de l'Ukraine dans les importations et exportations totales du Brésil ne représente qu'un peu moins de 3% et 1% respectivement. Les plus fortes dépendances, mesurées en part du produit importé dans le pourcentage des importations totales de ce produit, se retrouvent dans le charbon (14,9%), les métaux précieux (13,8%), l'aluminium (10,1%) et les engrais (23%, lesquels proviennent exclusivement de Russie). À noter que les engrais concentrent à eux seuls environ 60% des importations totales en provenance de la zone³. Inquiet d'éventuels problèmes d'approvisionnement⁴ du fait des sanctions, le secteur agricole (qui dépend aussi des engrais biolorusses à hauteur de 7%) s'est rapproché du Canada et du Maroc, entre autres, afin de sécuriser des stocks plus importants au cours des prochains trimestres (les données d'importations affichent déjà une forte hausse en mars).

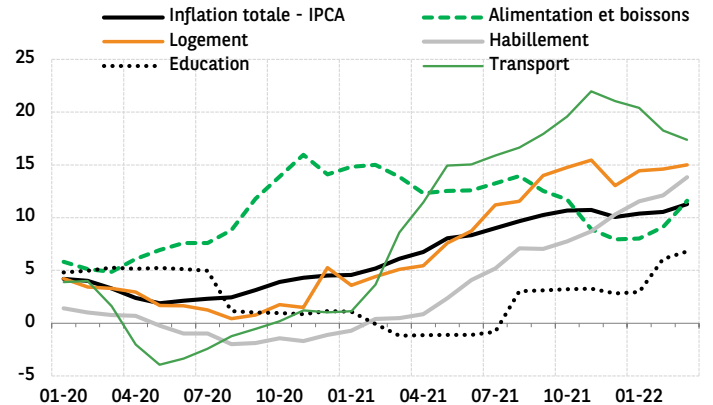
UN CHOC FINANCIER POSITIF JUSQU'À PRÉSENT

D'un point de vue financier, la dépendance du pays vis-à-vis des investissements ukrainiens et russes est quasi-nulle. Toutefois, le conflit, en impulsant un rééquilibrage des portefeuilles d'investissement à l'échelle mondiale et en alimentant la hausse du prix des matières premières, contribue à soutenir les actifs brésiliens. La Bourse, constituée à près de 70% de valeurs liées aux matières premières (énergie, matériaux) et aux valeurs bancaires profitent de l'amélioration des termes de l'échange et de la forte remontée des taux. Par rapport à d'autres pays exportateurs nets de matières premières, le Brésil se distingue notamment par le fait qu'il propose aux investisseurs des taux d'intérêts réels positifs⁵. Les différentiels de taux importants entre le Brésil et les principales économies développées incitent en effet à emprunter là où le coût du crédit est bas et à réaliser des placements là où les rendements réels sont intéressants (opérations de portage). La bonne dynamique des flux d'investissement de portefeuille⁶ ont permis, entre autres, à la monnaie de s'apprécier fortement au premier trimestre (+20% environ). À court terme, des écarts de taux toujours importants avec les pays développés et l'amélioration attendue des comptes externes – projection d'un excédent commercial record de plus USD 70 mds et baisse anticipée du déficit courant en 2022 – devraient continuer de soutenir la monnaie. Le real devrait toutefois perdre en vigueur et gagner en volatilité à l'approche des élections d'octobre. Le président sortant reste à la traîne dans les sondages (derrière Lula), mais les écarts se resserrent (à noter que l'ex-président a choisi un colistier de centre-droit, Geraldo Alckmin, ancien gouverneur de Sao Paulo et ancien candidat à la présidentielle). Sergio Moro (ancien ministre de la Justice sous Bolsonaro et juge qui avait condamné Lula), jusqu'alors 3^e dans les sondages, a annoncé à demi-mot vouloir se retirer de la course électorale.

... MAIS ACCOMPAGNÉ DE RISQUES INFLATIONNISTES

Malgré l'appréciation du real et la baisse des tensions sur le réseau électrique, l'inflation reste sous pression, exacerbée par les effets dérivés du conflit en Ukraine (tensions sur les prix des biens industriels liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, hausse du prix de l'énergie et de l'alimentation). L'indice des prix à la

BRÉSIL : ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

consommation (IPCA) a ainsi atteint 11,3% (g.a.) en mars – un sommet depuis octobre 2003. Les augmentations de prix sont généralisées mais touchent particulièrement le prix des biens alimentaires⁷ (soit 24% du panier de consommation des ménages), en raison de la hausse des coûts du fret et des engrais mais aussi des effets de facteurs climatiques (sécheresse en 2021, fortes pluies début 2022). La hausse récente du prix de l'énergie (10% du panier de consommation) n'est pas encore entièrement visible du fait d'une répercussion plus tardive (et souvent partielle) des prix internationaux sur les prix intérieurs. Toutefois, elle ne saurait tarder. La compagnie pétrolière nationale Petrobras a annoncé courant mars une augmentation de 19% du prix de l'essence et d'environ 25% de celui du diesel – la première hausse depuis plus de deux mois. En 2021, le carburant avait contribué pour un tiers à la hausse de 10,06% de l'IPCA et, d'après les calculs de la banque centrale (BCB), une augmentation de 10% du prix du pétrole en monnaie locale devrait avoir un impact sur l'IPCA en 2022 compris entre 0,31 pp et 0,43 pp. L'inflation sous-jacente accélère aussi sous l'effet : i/ du relâchement des prix plafonnés pendant la crise de Covid-19 dans la santé (produits pharmaceutiques) et l'éducation (frais de scolarité), ii/ des effets d'inertie lié aux mécanismes d'indexation (les salaires mais aussi les loyers résidentiels), iii/ la répercussion de la hausse des coûts sur le prix des services afin de protéger les marges.

Face à la persistance de l'inflation et au léger désancrage des anticipations d'inflation par rapport à la cible à horizon 2023-2024, les hausses de taux pourraient se poursuivre cette année. La BCB avait initialement annoncé son intention d'interrompre son cycle de resserrement monétaire en mai après une dernière remontée du taux de référence, le SELIC, de 100 points de base (pb) à 12,75%. À noter qu'une hausse de 100 pb du taux SELIC augmente le coût d'emprunt moyen du souverain de 45 à 55 pb, d'après Moody's. Pour l'agence, la charge d'intérêt sur la dette pourrait dépasser 7% du PIB en 2022, soit son plus haut niveau depuis 2015.

Achévé de rédiger le 14 avril 2022

Salim HAMDAD

salim.hammad@bnpparibas.com

³ Le Brésil est le 4^e plus gros consommateur d'engrais au monde. Son approvisionnement dépend à 85% du marché externe. 1/4 des engrais est utilisé pour la production de soja (1^{er} exportation du pays).

⁴ Le Brésil pourrait manquer d'engrais d'ici octobre si des mesures compensatrices ne sont pas prises, d'après la ministre de l'Agriculture, Tereza Cristina.

⁵ Taux directeur retranché des anticipations d'inflation à douze mois.

⁶ En 2021, les flux nets de la part des non-résidents étaient positifs pour la première fois depuis 2015.

⁷ La farine, le pain et les huiles sont particulièrement touchés au même titre que les fruits et les légumes (+46% pour les carottes, +15% pour les tomates et +6,3% pour les fruits en mars).



MEXIQUE

14

REPRISE SANS DYNAMISME

Les conséquences directes sur l'économie mexicaine du conflit en Ukraine devraient rester limitées, les liens commerciaux avec les deux belligérants étant quasi-inexistants. En revanche, les conséquences indirectes pourraient avoir un effet significatif sur une économie déjà fragilisée par la crise de la Covid-19. La hausse des prix des matières premières accentuera les pressions sur les prix et aggravera le déficit courant (le Mexique est un importateur net d'énergie depuis 2015). En outre, la désorganisation des chaînes de valeur liée au conflit ou à de nouvelles vagues épidémiques pourrait peser sur le secteur exportateur. Les perspectives d'investissement continuent de se détériorer, à mesure qu'avancent les débats sur la réforme du secteur de l'énergie.

FAIBLE CROISSANCE EN 2022

Le rebond de croissance du PIB enregistré en 2021 (+5,4%, après un recul de 8,3% en 2020) n'a pas permis au Mexique de retrouver le niveau d'activité pré-crise, et les perspectives de croissance à court terme sont relativement faibles. Le gouvernement et la banque centrale ont d'ailleurs récemment revu leurs prévisions pour l'année 2022 à la baisse, respectivement à 3,4% (4,1% en 2021) et 2,4% (3,2% en 2021). Ces prévisions nous paraissent toutefois encore trop optimistes. Nous attendons une croissance du PIB de 1,2% et 1,4% en 2022 et 2023 respectivement. À ce rythme, le niveau d'activité de la fin de l'année 2019 ne devrait pas être atteint avant la fin de l'année 2023.

Les conséquences directes du conflit en Ukraine devraient rester relativement limitées. Les exportations (ou importations) à destination (ou en provenance) de la Russie et l'Ukraine ne représentaient respectivement que 0,1% et 0,3% des exportations (importations) totales du pays. Les exportations à destination de l'Europe ont progressé au cours des dix dernières années, mais restent relativement limitées (à 5% du total en 2021). L'économie mexicaine est relativement plus ouverte que les autres pays d'Amérique latine (suivie du Chili), mais la base d'exportations est majoritairement composée de produits manufacturés (à plus de 80%) et à destination des États-Unis (plus de 75%).

Mais les risques restent fortement baissiers. D'une part, bien que le taux de vaccination ait progressé (62% de la population totale avait reçu deux doses de vaccin à la fin du mois de mars), le pays reste vulnérable à de potentielles nouvelles vagues de contamination. Au niveau global, la résurgence du nombre de contaminations en Chine et les mesures associées pourraient retarder davantage le rétablissement des chaînes de valeur. D'autre part, l'augmentation du prix des matières premières s'est significativement accélérée depuis la fin du mois de février, ce qui constitue un nouveau choc d'offre négatif potentiellement générateur de volatilité financière pour les pays émergents. L'économie mexicaine est très intégrée financièrement et donc vulnérable à un changement brutal du sentiment des investisseurs, nationaux comme étrangers. En outre, le Mexique est devenu un importateur net d'énergie depuis 2015, ce qui signifie que le solde de la balance courante devrait se dégrader (au moins) en 2022.

INÉVITABLE HAUSSE DE L'INFLATION

L'inflation avait déjà accéléré significativement avant la matérialisation du conflit en Ukraine. En cause, plusieurs chocs liés à la pandémie : ruptures d'approvisionnement, retards dans la production industrielle et les chaînes de valeur, hausse du prix de certaines matières premières, rebond de la consommation privée. Après 5,7% en moyenne en 2021, l'inflation s'est établie à plus de 7% en moyenne sur les trois premiers mois de 2022.

PRÉVISIONS

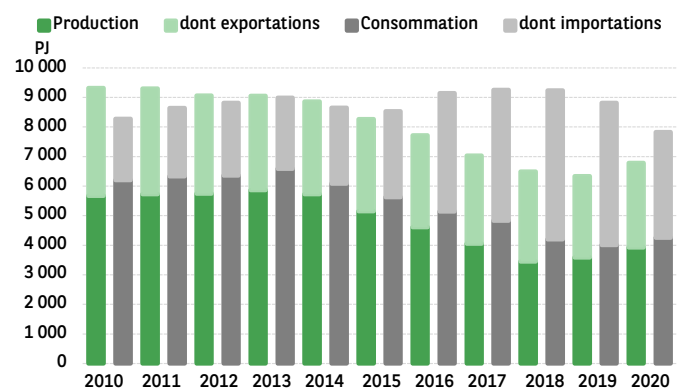
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0.1	-8.3	5.4	1.2	1.4
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3.7	3.4	5.7	7.1	5.3
Solde budgétaire, % du PIB	-1.7	-2.3	-2.8	-4.1	-4.5
Dette publique, % du PIB	46.4	50.8	50.8	50.5	50.6
Solde courant, % du PIB	-0.2	2.4	-0.4	-0.7	-0.7
Dette externe, % du PIB	37.7	43.1	39.4	39.1	38.5
Réserves de change, mds USD	180.0	195.0	202.4	208.1	206.5
Réserves de change, en mois d'imports	3.5	5.3	5.1	4.8	4.4

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

MEXIQUE : PRODUCTION ET CONSOMMATION D'ÉNERGIE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MINISTÈRE DE L'ÉNERGIE

Les pressions inflationnistes devraient perdurer au moins au cours des prochains mois en raison des ruptures d'approvisionnement. Les subventions gouvernementales destinées à compenser l'effet de la hausse du prix des matières premières ne seront pas suffisantes pour absorber la totalité du choc. En moyenne, l'inflation devrait atteindre 7,1% en 2022 et nous anticipons de nouvelles hausses de taux à court terme. La banque centrale a déjà relevé son principal taux directeur à cinq reprises en 2021 et une fois en février dernier, à 6,0%.



PEU D'EFFET SUR LE DÉFICIT PUBLIC À COURT TERME

Le déficit et la dette publics sont restés modérés au cours des deux dernières années. D'une part, les mesures de soutien à l'économie ont représenté 1,1% du PIB en 2020, l'une des parts les plus faibles parmi les économies émergentes ; d'autre part, le gouvernement a puisé dans le fonds de souverain de stabilisation (FEIP) pour se financer. Il a ainsi réduit les actifs du fonds à environ 0,1% du PIB à la fin de l'année 2020, alors qu'ils représentaient près de 2% à la fin de l'année 2019. Le déficit public s'est élevé à seulement 2,8% du PIB en 2021 (après 2,3% en 2020) et la dette est restée contenue à 50,8% du PIB en 2020 et 2021. L'augmentation des prix des matières premières devrait avoir un effet limité sur les finances publiques en 2022. Le budget prévoit que les subventions sur le gasoil (le gouvernement s'est engagé à limiter la hausse à 5% pour les consommateurs) soient compensées par les recettes supplémentaires générées par les royalties versées par l'entreprise nationale pétrolière PEMEX. D'après les annonces du gouvernement, le surplus de recettes devrait être utilisé pour renflouer le fonds souverain FEIP.

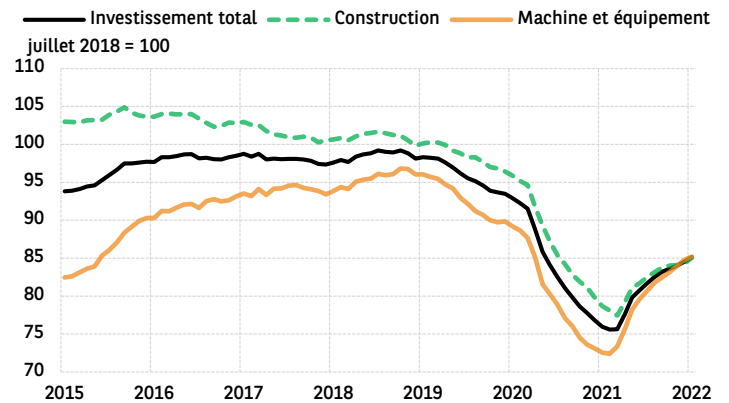
Pour autant, l'évolution des finances publiques à moyen et long terme reste une source d'inquiétude. En dépit de l'engagement du président à poursuivre sa politique de consolidation budgétaire, les dépenses devraient significativement augmenter dans les années à venir. De plus, les comptes de PEMEX ont continué de se détériorer et, malgré la hausse des prix du pétrole, leur assainissement nécessitera un soutien financier gouvernemental important et pérenne.

LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT CONTINUENT DE SE DÉTÉRIORER

Enfin, les perspectives d'investissement restent relativement faibles à court et moyen terme. En nette baisse depuis le milieu de l'année 2018, l'investissement restait au cours des premiers mois de 2022 à un niveau significativement inférieur au niveau de décembre 2019, avant le choc lié à la pandémie (graphique 2). Le manque de lisibilité de la politique économique, l'absence de soutien gouvernemental au cours des deux dernières années et le débat en cours sur la réforme de l'énergie ont pesé sur la confiance des investisseurs, et continuera au moins jusqu'à la fin du mandat, prévu en 2024¹.

La réforme du secteur de l'énergie (proposée par le gouvernement en mars 2021) est de nouveau d'actualité. Sa philosophie devrait fortement influencer sur le sentiment des investisseurs à court et moyen terme. Dans les grandes lignes, le président a proposé une refonte du secteur de l'électricité (qui figurait dans son programme de campagne). Selon la proposition de loi de mars 2021, l'entreprise publique d'électricité CFE fournirait 54% de l'électricité (contre moins de 40% aujourd'hui) au détriment des acteurs privés du secteur. La proposition inclut également l'annulation de contrats de production et de fourniture d'électricité par des acteurs privés, ainsi que d'autres portant sur la production d'énergies renouvelables. En outre, le président entend supprimer la gouvernance d'entreprise pour la CFE et PEMEX et donner au gouvernement seul le pouvoir de décision.

MEXIQUE : INDICE D'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : INSTITUT NATIONAL DE STATISTIQUE ET DE GÉOGRAPHIE

Dans les prochains mois, de nombreux débats autour de cette réforme doivent encore se dérouler au Congrès. En particulier, le Sénat et la Cour suprême doivent statuer sur la proposition du président, formulée en octobre 2021, de modifier les articles de la constitution évoquant la participation du secteur privé dans le secteur de l'énergie. Il semble peu probable que ce projet de loi soit adopté dans sa forme actuelle, et l'ampleur des modifications apportées reste incertaine. L'approbation d'un projet qui ne modifierait qu'à la marge celui défendu par le président augmenterait les risques dans plusieurs domaines : un « risque de réputation », si les contrats privés déjà signés étaient annulés (et dans le même temps un risque juridique au niveau national et international), une baisse de l'investissement privé (domestique et étranger) à long terme, et, au-delà du secteur de l'énergie, un risque pour les finances publiques si les dépenses consacrées à CFE et PEMEX devaient de nouveau augmenter de manière significative.

Achévé de rédiger le 13 Avril 2022

Hélène DROUOT

helene.drouot@bnpparibas.com

¹ Le président a organisé mi-avril un référendum valant validation pour mener son mandat à terme. La question posée était la suivante « Etes-vous d'accord pour révoquer le mandat du président pour perte de confiance, ou pour qu'il continue à la présidence de la République jusqu'à la fin de son terme? ». Plus de 90% des votants ont répondu « oui » à la 2^e question, mais le taux de participation était particulièrement faible (moins de 20%).

POLOGNE

16

L'HOMME FORT D'EUROPE CENTRALE

La Pologne est bien armée pour affronter les conséquences économiques du conflit en Ukraine. Fin 2021, le choc de la Covid-19 a été absorbé. Le niveau d'activité a dépassé de 5% celui de fin 2019, la reprise est équilibrée dans ses composantes et le taux de chômage est revenu à un niveau frictionnel. De plus, le déficit budgétaire a été fortement réduit en 2021 et le ratio de dette publique reste en deçà de la norme maastrichienne grâce à un écart substantiel entre la croissance et les taux d'intérêt. Le solde courant est de nouveau déficitaire mais reste largement couvert par des sources de financement non génératrices de dette. Seule ombre au tableau, l'accélération de l'inflation a conduit la banque centrale à durcir sa politique monétaire de façon plus incisive depuis l'automne 2021. Pour 2022, une décelération de la croissance est inévitable. Mais à partir d'un niveau élevé et le biais est plutôt haussier compte tenu des capacités de résistance de cette économie.

UNE REPRISE SOUTENUE ET ÉQUILIBRÉE

Avant le choc du conflit entre la Russie et l'Ukraine, la reprise économique s'est poursuivie sur un rythme soutenu. La croissance du PIB réel a légèrement accéléré au S2 2021 (+2% par trimestre) contre 1,7% au S1. Le choc récessif de la Covid-19 a été largement effacé, le niveau d'activité au T4 2021 étant supérieur de 5% à ce qu'il était deux ans auparavant. En termes de rattrapage, l'économie polonaise s'adjuge la tête du peloton des pays d'Europe centrale et orientale.

En 2021, la croissance a reposé essentiellement sur la demande intérieure, la contribution des exportations nettes de biens et services étant devenue fortement négative. Les performances des exportations ne sont pas en cause, ces dernières progressant bien plus fortement que les importations des pays de l'Union européenne (UE), principaux partenaires commerciaux de la Pologne (+12% contre +9%). Les importations ont simplement progressé en ligne avec la demande intérieure (l'élasticité apparente a été de 2).

La reprise a été équilibrée avec une croissance équivalente de la consommation des ménages et de l'investissement total (respectivement +6% et +7%), mais aussi de l'investissement en équipement (hors matériel de transport) et l'investissement en construction (+6% chacun). De plus, la progression de la consommation publique est restée modérée (2%). Autre indice positif, le crédit aux ménages s'est redressé mais ne s'est pas emballé (5,2% sur un an en février 2022, contre 6% fin 2019). La dynamique des prêts à la consommation (+2,1% sur un an en février 2022) est même particulièrement faible au regard de la croissance des salaires (+10% fin 2021) et d'un marché du travail en situation de quasi plein emploi (à seulement 3%, le taux de chômage est revenu à son niveau de la fin 2019, sans baisse de la population active).

LES DÉFICITS JUMEAUX N'INQUIÈTENT PLUS

La vigueur de la croissance a permis de réduire le déficit du budget du gouvernement central de 3,7% du PIB en 2020 à seulement 1% en 2021, la baisse des dépenses y contribuant à hauteur des deux-tiers. Le déficit des administrations publiques (État central, organismes de sécurité sociale, collectivités locales) a augmenté, ces deux dernières années, de 3,5 points de PIB car une partie des mesures du plan de soutien massif (EUR 74,5 mds budgétés soit 14,5% du PIB) a été financé hors budget, notamment via le fonds de développement (PFR). Fin 2021, le ratio de dette du gouvernement central était presque revenu à son niveau d'avant-crise (43,7% du PIB contre 42,4% fin 2019). En revanche, selon les normes européennes (i.e. au sens de Maastricht), la dette des administrations publiques a augmenté, selon l'OCDE, de 11,4 points de PIB pour atteindre 57% fin 2021. L'écart s'explique par la dette des col-

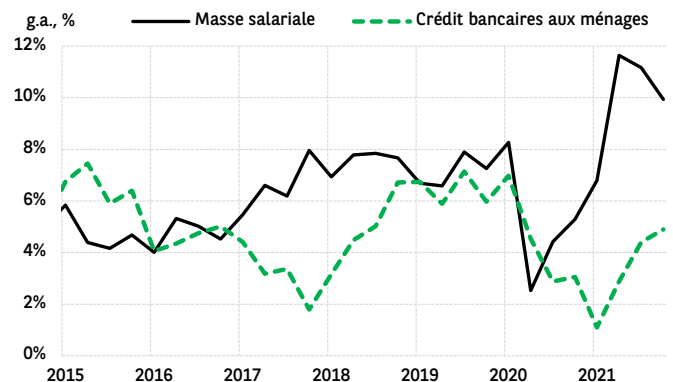
	PRÉVISIONS				
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4.7	-2.4	5.6	3.6	2.5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2.1	3.4	5.1	10.0	8.0
Solde budgétaire, % du PIB	-0.7	-7.1	-4.6	-2.5	-2.0
Dette publique, % du PIB	45.6	57.4	57.0	53.4	50.3
Solde courant, % du PIB	0.5	3.4	-1.0	-1.7	-1.5
Dette externe, % du PIB	59.3	61.9	57.0	52.0	50.0
Réserves de change, mds EUR	114.5	125.6	146.9	148.0	150.0
Réserves de change, en mois d'imports	5.1	5.9	6.0	5.8	5.6

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

POLOGNE : MASSE SALARIALE ET CRÉDITS AUX MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INS, NBP, BNP PARIBAS

lectivités locales (3,5% du PIB) et, depuis 2020, les émissions de dette du PFR. Pour autant, la hausse du ratio de dette sur PIB reste maîtrisée grâce à l'écart très largement positif entre la croissance nominale et les rendements des obligations souveraines. Il permet de réduire, à budget primaire équilibré, le ratio d'au moins 2 points de pourcentage (pp) par an.

La balance courante est redevenue déficitaire avec l'accélération des importations en volume et l'envolée des prix des matières premières. Au S2 2021, le déficit a atteint 3,2% du PIB. Mais le déficit était encore très largement couvert par les entrées nettes d'IDE (2,6% du PIB au


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

S2 2021) et les financements de l'UE (annuellement, l'équivalent de 2,5% du PIB). Les réserves de la banque centrale se sont consolidées sans augmentation de l'endettement. La dette extérieure a même diminué en 2021 tant en termes absolus qu'en termes relatifs (i.e. en pourcentage du PIB et des exportations).

Seule ombre au tableau, l'inflation a réaccélééré de 650 points de base (pb) tout au long de 2021 passant de 2,3% en décembre 2020 à 8,8% en décembre 2021. L'énergie et l'alimentation y ont contribué à hauteur de 440 pb, l'inflation sous-jacente officielle (dont le champ est légèrement différent de l'inflation hors énergie & alimentation) n'ayant accéléré que de 160 pb. L'accélération plus modérée de l'inflation sous-jacente témoigne d'une interaction prix-salaires encore contenue au regard de la progression à deux chiffres des seconds et du très faible niveau du chômage. La banque centrale a d'ailleurs tardé à relever ses taux directeurs, ne les augmentant qu'au dernier trimestre 2021 (165 pb en cumul sur l'ensemble de l'année).

DE FORTES CAPACITÉS DE RÉSISTANCE AU CHOC UKRAINIEN

Fin 2021, le tableau de l'économie polonaise était donc plutôt flatteur, avec une croissance forte et des déséquilibres contenus. En janvier-février 2022, les indicateurs conjoncturels (indice PMI, production industrielle, exportations, ventes au détail) sont restés très bien orientés. Seule la confiance des ménages s'est érodée avec la reprise des cas de contamination, l'accélération de l'inflation et le durcissement beaucoup plus incisif de la politique monétaire (le taux de la banque centrale a été porté à 4,5% soit 275 points de base supplémentaires depuis le 31/12/2021).

Le déclenchement du conflit et les menaces russes adressées à l'ensemble de la communauté internationale en cas d'entrave à l'invasion de l'Ukraine ont entamé la confiance des entreprises et ménages polonais. Le zloty s'est déprécié de 3% contre euro depuis la mi-février. Toutefois, jusqu'à présent, le marché obligataire a bien résisté compte tenu i/ de l'ampleur du resserrement monétaire (depuis la mi-février, le ratio entre la hausse des rendements obligataires et la hausse des taux d'intérêt directeurs a été de 1,1 contre 2 ou plus pour les pays émergents comparables et ayant retardé le plus possible le durcissement monétaire) et ii/ le fait que la Pologne, comme la plupart des pays de l'ancien bloc soviétique, est considérée comme étant vulnérable à ce nouveau choc externe.

L'activité industrielle devrait subir un choc d'offre, sinon par les ruptures ou difficultés d'approvisionnement, du moins par la hausse des prix des consommations intermédiaires. La Pologne dépend, comme les autres pays d'Europe centrale, de la Russie et de l'Ukraine pour ses importations de pétrole, gaz, produits agricoles et engrais. Fin mars, le gouvernement polonais a exhorté ses partenaires européens à imposer un embargo à l'importation sur le pétrole, le gaz et même le charbon, dont la Russie est le premier fournisseur (à hauteur de 75%), une source d'énergie importante pour l'économie polonaise (20% de ses besoins). Pour l'instant, seul l'embargo sur le charbon a été décidé par l'UE.

Les ménages subiront une nouvelle poussée d'inflation car l'alimentation et l'énergie représentent 40% du panier de consommation. Toutefois les ménages ont accumulé des gains de pouvoir d'achat très substantiels au cours des dernières années, y compris en 2020 et 2021. Entre 2015 et 2021, la progression des salaires réels a été de 4% par an en moyenne. De plus, depuis janvier, les ménages bénéficient de mesures fiscales redistributives, avec un relèvement du plafond de non imposition à l'IRPP et des exemptions pour les retraités et les familles nombreuses, et de la baisse (jusqu'en juillet) de la TVA sur l'énergie et les produits alimentaires. L'inflation s'est d'ailleurs stabilisée à 9% depuis janvier.

Selon le consensus, la guerre en Ukraine entamerait la croissance polonaise de 1 à 1,5 point pour 2022. C'est probablement une hypothèse conservatrice car le soutien budgétaire pour les ménages devrait compenser les pertes de pouvoir d'achat et ces derniers peuvent puiser dans leur épargne accumulée. De plus, le financement de l'accueil des réfugiés (4 millions selon le UNHCR depuis le début du conflit) est compris dans une fourchette de EUR 2,2 mds (estimation officielle) et 5,2 mds (estimation de la banque Pekao) soit entre 0,4% et 1% du PIB. La consommation des ménages pourrait donc ne pas ralentir. De plus, le budget de la défense a été revu à la hausse, même si l'effet de ce surcroît de demande publique sur l'activité se fera davantage ressentir en 2023 qu'en 2022.

Le frein à la croissance devrait venir principalement des exportations (et indirectement de l'investissement). En effet, les ventes à destination de la Russie et de l'Ukraine représentent 3,4% des exportations totales. Mais l'économie polonaise dépend moins des échanges extérieurs que ses voisins (son taux d'ouverture, c'est-à-dire la demi-somme des exportations et importations, rapportée au PIB, était de 52% du PIB en 2019 contre 80% pour la Rép. tchèque, 95% pour la Hongrie et la Slovaquie). L'impact négatif d'un choc sur les exportations est potentiellement important mais sous réserve d'hypothèses extrêmement conservatrices. En supposant un arrêt total des exportations vers les pays belligérants, il faudrait de surcroît une réduction d'un tiers de la croissance des exportations vers la zone euro et le reste du monde hors Russie et Ukraine pour que l'effet multiplicateur (négatif) atteigne -2 points pourcentage de PIB. De plus, cet impact pourrait être atténué par des gains de parts de marché. En effet, depuis 2015, le pays affiche des performances à l'exportation bien supérieures à celles de ses concurrents proches (y compris la Turquie), tant sur le marché européen que sur les autres zones géographiques. Une des raisons tient à la progression plus modérée des coûts salariaux unitaires grâce à des gains de productivité soutenus (4% en moyenne par an entre 2015 et 2020).

Achévé de rédiger le 12/04/2022

François FAURE

francois.faure@bnpparibas.com

ROUMANIE

18

DU DIFFICILE DOSAGE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

L'économie roumaine a fortement ralenti au S2 2021, l'accélération de l'inflation ayant entraîné une baisse du pouvoir d'achat des salariés pour la première fois depuis 2010. Pour autant, la croissance est restée déséquilibrée et l'endettement public et privé s'est alourdi entre 2019 et 2021. Le resserrement monétaire est intervenu trop tardivement en 2021 et demeure très mesuré depuis le début de l'année. Le choc externe du conflit en Ukraine ne peut qu'accentuer le ralentissement de la croissance. Le coût de l'accueil des réfugiés retardera l'assainissement budgétaire. C'est à la politique monétaire qu'il incombe de veiller à la stabilité financière dans les circonstances exceptionnelles actuelles.

A CROISSANCE S'ESOUFFLE ET RESTE DÉSEQUILBRÉE

La reprise de l'économie roumaine marque le pas. Après un rebond de la mi-2020 à la mi-2021, le PIB a nettement ralenti au T3 pour stagner au T4. Contrairement aux autres pays d'Europe centrale membres de l'Union européenne, la demande domestique s'est affaiblie. La contribution des échanges extérieurs est redevenue positive en raison principalement d'une contraction des importations. En termes de contribution, le freinage de la consommation des ménages est la cause principale du ralentissement. D'une part, la progression des salaires a été modérée (de 8,1% en g.a. fin 2020 à 7,1% fin 2021) quand, dans le même temps, l'inflation accélérera violemment (de 2,1% en décembre 2020 à 8,2% en décembre 2021). La forte augmentation des cas de contaminations de janvier à septembre a également affecté la confiance des ménages.

Le ralentissement masque cependant une croissance qui reste déséquilibrée, avec un recul des exportations et de l'investissement en partie compensé par la consommation privée et les dépenses courantes des administrations publiques. L'endettement, privé et surtout public, s'est alourdi. En 2021, les crédits aux particuliers ont progressé sensiblement plus vite que les salaires nominaux (11% contre 7%) et l'écart entre la croissance des crédits aux entreprises et la croissance nominale du PIB est encore plus important (21% contre 10%). Heureusement, au cours de la période 2015-2020, ces écarts étaient largement inversés de sorte que les taux d'endettement avaient sensiblement baissé.

En revanche, le ratio de dette publique est bien plus élevé qu'il ne l'était au milieu des années 2010. Certes, la récession et le plan de soutien de 2020 en sont largement responsables. Néanmoins, en 2021, le déficit du budget des administrations publiques était trop élevé pour stabiliser le ratio de dette malgré un écart positif entre la croissance nominale et les rendements des obligations souveraines. Par ailleurs, le déficit du compte courant, que l'épisode récessif de 2021 n'avait même pas permis de réduire, a continué de se dégrader pour atteindre près de 8% du PIB au S2 2021.

Fin 2021, les déficits jumeaux dépassaient donc largement les seuils d'alerte. Leur couverture est pour l'instant assurée grâce à un surcroît d'épargne domestique (le ratio de dépôts sur les crédits dans les banques était de 109% en septembre 2021 contre 104% fin 2019, ce qui correspond à des ressources supplémentaires de 2% du PIB entre les deux dates), ainsi qu'aux financements de l'UE et aux investissements directs étrangers (3% du PIB chacun). La liquidité extérieure n'est pas une source d'inquiétude car les métriques usuelles (ratios de couverture des importations et de la dette extérieure à court terme par les réserves de change) restent satisfaisantes. Toutefois, la dette extérieure des administrations publiques a très sensiblement augmenté depuis 2019 (de EUR 39,8 mds à 47,6 mds entre décembre 2019 et septembre

PRÉVISIONS

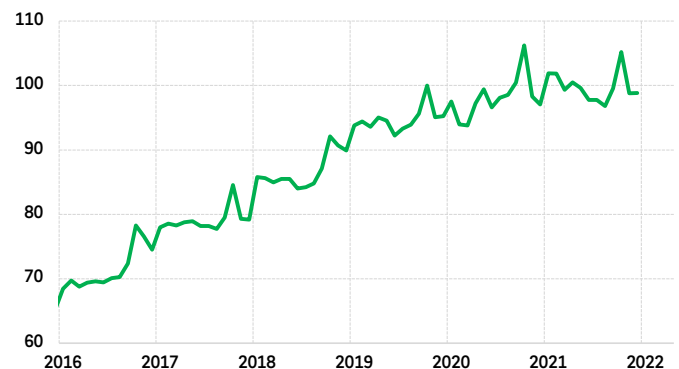
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4.1	-3.4	5.8	1.5	3.0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3.8	2.6	5.0	10.0	5.0
Solde budgétaire, % du PIB	-4.4	-9.3	-8.0	-6.9	-6.6
Dette publique, % du PIB	35.3	47.3	50.5	53.0	55.6
Solde courant, % du PIB	-4.6	-5.2	-6.2	-7.0	-6.5
Dette externe, % du PIB	49.2	57.7	56.0	55.0	52.0
Réserves de change, mds EUR	31.7	36.2	37.1	36.0	36.0
Réserves de change, en mois d'imports	4.5	5.6	4.9	4.2	4.0

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

TABLEAU 1

ROUMANIE : RATIO ENTRE SALAIRE NET MOYEN ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : INS

2021) pour financer les déficits budgétaires. Elle représente environ 45% de la dette publique totale contre environ 40% fin 2019.

LES FREINS À LA CROISSANCE VONT PERSISTER

La guerre en Ukraine n'a pas eu d'impact négatif sur le taux de change, le lei (RON) étant resté pratiquement stable contre l'euro depuis la mi-février 2022. En revanche, les rendements des obligations souveraines en monnaie locale se sont tendus de 140 points pour atteindre 6,8% sur les maturités à 10 ans. La hausse est 2,7 fois supérieure à celle des taux directeurs, reflet à la fois de la présence des investisseurs



non-résidents sur la dette domestique roumaine et de leur plus forte sélectivité en cas de stress.

Comme pour la plupart des pays d'Europe centrale et des Balkans, l'effet direct du conflit en Ukraine par le canal du commerce extérieur devrait être plus important que pour la moyenne des pays émergents. Sauf à imaginer des effets de contagion massifs au sein de l'UE, l'impact sur l'activité pourrait néanmoins être limité car les exportations à destination de la Russie et l'Ukraine ne représentent que 3% du total des exportations roumaines.

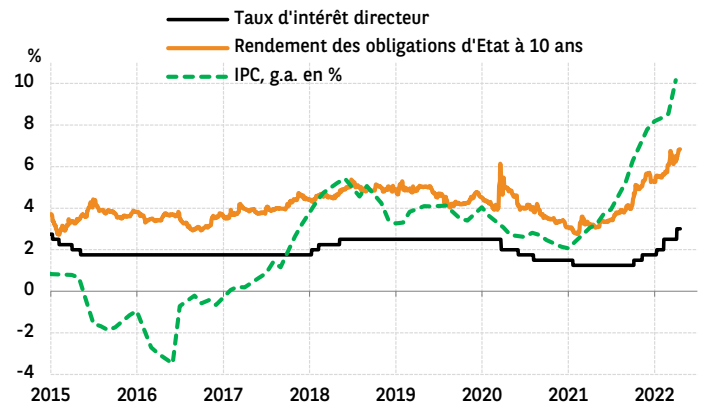
Le ralentissement par le canal de l'inflation devrait se prolonger, l'inflation ayant continué d'accélérer pour atteindre 10,2% en mars 2022. Mais le taux de chômage a atteint un niveau historiquement bas (2,7% en mars 2022) de sorte qu'une spirale prix-salaires pourrait se réenclencher. La banque centrale n'a relevé son taux directeur que début octobre 2021 et de seulement 175 points de base (pb) alors que l'accélération de l'inflation a été de 810 pb depuis la fin 2020.

ATTENTISME NON JUSTIFIÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La difficulté pour le gouvernement et les autorités monétaires est de trouver le bon dosage de politique économique pour consolider la croissance, réduire le déficit courant, contenir celui du budget de l'État et stabiliser ainsi le ratio de dette publique sur PIB. Les enseignements des modèles standards d'économie ouverte en régime de change flexible militent en faveur d'une politique monétaire accommodante. En effet, elle permet de stimuler la croissance tout en limitant la dégradation des comptes extérieurs grâce à l'effet de la dépréciation du change sur le solde commercial en volume (le taux d'ouverture du pays est relativement élevé, de 57%). Mais, à court terme, une telle politique monétaire doit s'accompagner d'un resserrement budgétaire pour contenir la consommation stimulée par les taux d'intérêt réels bas, voire négatifs, et ainsi atténuer le renchérissement immédiat des importations engendré par la dépréciation du change et la hausse des prix de l'énergie.

Dans le cas de la Roumanie, la situation tendue du marché du travail autorise une telle politique budgétaire compensatoire même dans le contexte actuel de ralentissement de la croissance mondiale. Par ailleurs, l'endettement en devises non seulement de l'État mais aussi des entreprises et des ménages (respectivement 32% et 17% des crédits bancaires) requiert une stabilité du taux de change. Finalement, la marge de manoeuvre en faveur d'une politique monétaire accommodante est très faible, voire même potentiellement néfaste pour la solvabilité financière de l'ensemble des agents économiques.

ROUMANIE : TAUX D'INTÉRÊT ET INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INS, BNR, MACROBOND

L'attentisme monétaire est encore moins justifié si l'on tient compte des orientations budgétaires annoncées et des dépenses exceptionnelles engendrées par le conflit. Avant son déclenchement, les orientations et prévisions budgétaires témoignaient d'une timide modération ; en novembre 2021, la Commission européenne prévoyait un déficit des administrations publiques de 6,9% du PIB en 2022 (6,3% dans la loi de Finances roumaine) et encore 6,3% en 2023. Or, entre 70000 et 100000 Ukrainiens, majoritairement des femmes et des enfants, ont trouvé refuge dans le pays. L'État roumain devra nécessairement prendre à sa charge les coûts afférents (hébergements, fourniture de produits de première nécessité, assistance médicale, scolarisation des enfants) au moins transitoirement, le temps que les EUR 17 mds de fonds de l'UE pour l'aide d'urgence aux réfugiés¹ soient effectivement versés aux pays en « première ligne » (Pologne, Roumanie notamment). Si l'indulgence des investisseurs dans la dette souveraine roumaine est requise cette année encore, une consolidation budgétaire devra intervenir en 2023. D'ici là, c'est avant tout à la politique monétaire qu'il incombe de veiller à la stabilité financière du pays dans les circonstances exceptionnelles actuelles.

Achévé de rédiger le 19/04/2022

François FAURE

francois.faure@bnpparibas.com

¹ Prise en charge exceptionnelle à 100% (contre les 85% habituels) des fonds de cohésion jusqu'en juin 2022, déblocage de ceux prévus dans le budget pour 2014-2020 mais non utilisés, réallocation d'autres fonds dédiés (FEDER, REACT-EU).

SERBIE

20

SECOURSSES PASSAGÈRES

Les conséquences de la guerre en Ukraine sur l'économie serbe devraient rester modérées. Elles auront néanmoins un effet négatif sur l'ensemble des indicateurs macroéconomiques. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse en raison de la forte hausse de l'inflation, de l'exposition commerciale à la Russie et d'une conjoncture européenne moins porteuse. Envisageant une poussée inflationniste de courte durée, la banque centrale a durci modérément sa politique monétaire pour le moment. Les comptes extérieurs devraient se détériorer en raison du creusement du déficit courant et d'un possible ralentissement des flux d'investissements directs étrangers, mais la banque centrale devrait conserver les moyens de défendre la stabilité du dinar. C'est un élément clé de la stabilité macroéconomique serbe étant donné l'euroisation d'une grande partie des bilans bancaires et de la dette du gouvernement. Dans cet environnement, le rétablissement des comptes publics sera retardé, mais la hausse de la dette publique devrait rester modérée.

BAISSE DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

L'économie serbe connaît une croissance vigoureuse depuis plusieurs années et n'a été que modérément affectée par les conséquences de la pandémie. En effet, le PIB ne s'est replié que de 0,9% en termes réels en 2020. Le fort rebond de 2021 (7,5%) est principalement dû au dynamisme de la demande interne. La consommation des ménages (+7,7%) a bénéficié de la hausse des salaires réels (+4,6%), de la baisse du chômage (9,8% à fin 2021 contre 12,8% en mars 2021) et de la croissance du crédit (+11% pour le crédit aux ménages). Le gouvernement a maintenu certaines mesures de soutien direct aux ménages et aux entreprises (environ 2,3% du PIB en 2021). Par ailleurs, le rebond de l'investissement a été significatif (+12,8%), grâce notamment au secteur de la construction.

Pour 2022, nous avons revu à la baisse notre prévision de croissance à 3,5%. Les conséquences directes de la guerre en Ukraine sur l'activité devraient être modérées. La principale dépendance de la Serbie vis-à-vis de la Russie est énergétique puisqu'un quart de ses importations de pétrole, deux-tiers de ses importations de gaz et 10% de ses achats de charbon viennent de Russie, avec des conditions tarifaires favorables. Le mix énergétique serbe est fortement dépendant des énergies fossiles (87% contre 72% en moyenne dans l'UE), et notamment du charbon qui contribue pour moitié à l'énergie consommée dans le pays. Pour le moment, le gouvernement serbe ne s'est pas joint aux sanctions contre la Russie et son approvisionnement énergétique n'est pas perturbé. Du côté des exportations, l'Ukraine et la Russie représentent 6,5% des exportations serbes, principalement des produits alimentaires et des biens d'équipement. Elles pourraient être affectées par le conflit, au moins à court terme.

Les conséquences indirectes de la guerre en Ukraine pourraient être plus significatives. La forte hausse de l'inflation devrait freiner la progression du pouvoir d'achat des ménages et la celle des prix des matériaux de construction devrait affecter le secteur de la construction. Les exportations subiraient le ralentissement de la croissance européenne (premier partenaire commercial), et plus particulièrement les difficultés du secteur automobile qui représente environ 10% des exportations totales. L'ampleur de la reprise de l'activité en 2023 sera largement déterminée par celle des pressions inflationnistes. Notre scénario central table sur une réduction progressive de ces pressions au second semestre 2022. Cela devrait contribuer à une légère accélération de la croissance du PIB à 4% en 2023.

PRÉVISIONS

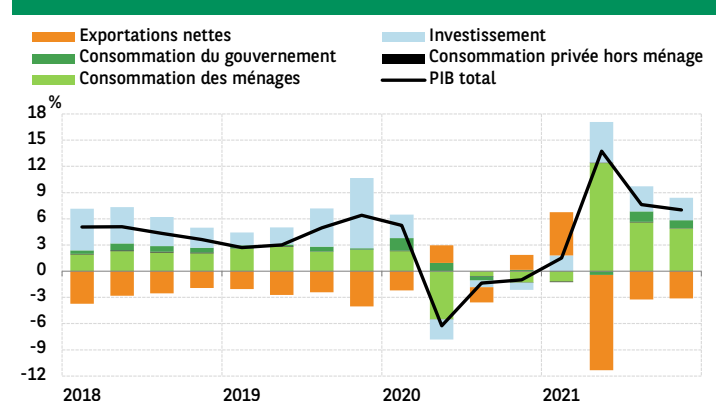
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	4.3	-0.9	7.5	3.5	4.0
Inflation, HICP, moyenne annuelle, %	1.9	1.6	4.1	10.3	4.0
Solde budgétaire, % du PIB	-0.2	-8.1	-4.3	-4.6	-3.2
Dette du gouvernement, % du PIB	52	57	57	56	55
Solde courant, % du PIB	-6.9	-4.1	-4.5	-6.9	-3.9
Dette externe, % du PIB	66	71	71	68	65
Réserves de change, mds EUR	13.4	13.5	16.5	16.6	17.8
Réserves de change, en mois d'imports	5.7	6.1	6.0	5.6	5.9

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

SERBIE : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OFFICE STATISTIQUE, BNPPARIBAS

DURCISSEMENT MODÉRÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation des prix à la consommation accélère depuis un semestre (+9,1% en g.a. en mars), principalement en raison de la hausse des prix des biens alimentaires et de l'énergie. Par ailleurs, les prix à la production connaissent actuellement une hausse très forte (+17% en g.a. en mars), qui devrait alimenter la hausse des prix à la consommation



dans les prochains mois. Néanmoins, l'évolution de l'inflation sous-jacente reste pour le moment modérée (+4,4% en mars). La banque centrale s'attend à une modération des pressions inflationnistes sur le reste de l'année, notamment grâce à la stabilité du taux de change et à l'effet déflationniste de la production agricole nationale sur les prix alimentaires. Nous estimons cependant que les pressions inflationnistes sur les matières premières vont persister sur l'ensemble de l'année 2022. Concernant les produits agricoles produits localement, le niveau élevé des prix des carburants et des engrais (produits notamment à partir de gaz naturel) entretiendra l'inflation des prix alimentaires. Par ailleurs, la production agricole serbe est vulnérable au stress hydrique, et une nouvelle année de sécheresse (comme en 2021) aurait des effets inflationnistes importants. En 2022, l'inflation des prix à la consommation devrait atteindre 10,3% en moyenne.

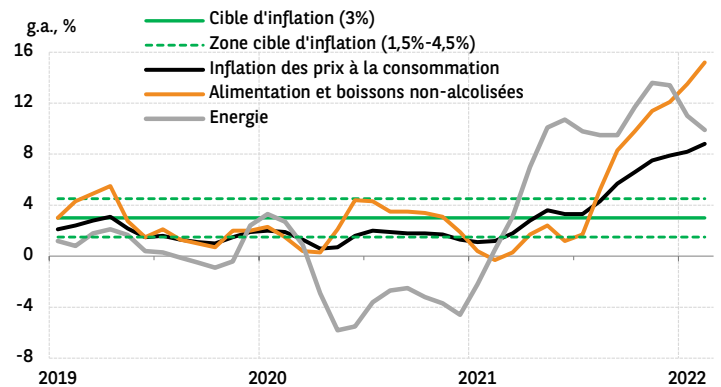
La borne haute de la zone cible d'inflation (1,5%-4,5%) étant largement dépassée, la banque centrale a commencé à durcir sa politique monétaire. Elle a augmenté le taux directeur de 50 points de base (pb) à 1,5% en avril et a plus que doublé le montant de ses opérations d'open-market depuis le début de l'année. Cette politique d'absorption de liquidité était équivalente à 7% de l'agrégat monétaire M2 en mars 2022 contre 2,5% en décembre 2021. Par ailleurs, la hausse du taux directeur accroît l'écart par rapport au taux directeur de la Banque centrale européenne (l'écart par rapport au taux sur les facilités de dépôt de la BCE est passé de 1,5% à 2,0%). Ce sera un élément de soutien au dinar dans un contexte de détérioration attendue des comptes extérieurs. Étant donné l'euroisation d'une large partie de l'économie serbe (plus de 60% des bilans bancaires) et de la dette du gouvernement (58% de la dette totale), le maintien d'un taux de change stable vis-à-vis de l'euro est un objectif important de la banque centrale serbe. Le durcissement monétaire devrait être poursuivi à court terme, mais il resterait modéré.

DÉTÉRIORATION DES COMPTES EXTÉRIEURS

Le déficit courant devrait augmenter assez fortement cette année et atteindre 6,9% du PIB. En effet, même si le prix de certaines matières premières devraient rester stable (notamment les importations de gaz russe à un prix plus favorable que celui du marché au moins durant le premier semestre de 2022), les prix des importations alimentaires, de matériaux bruts, de métaux et de produits chimiques (environ 35% des importations totales) devraient connaître des augmentations significatives. Du côté des exportations, le ralentissement conjoncturel européen et une possible réduction des exportations vers la Russie et l'Ukraine (6,4% des exportations totales en 2020) devraient peser sur les revenus du pays. Traditionnellement, le déficit du compte courant est couvert par les investissements directs étrangers (IDE) et les émissions de dette souveraine en devises. Jusqu'à maintenant, la hausse des tensions géopolitiques ne s'est pas traduite par une forte augmentation de l'aversion au risque vis-à-vis des actifs serbes. La prime de risque sur les Eurobonds a augmenté modérément de 50 points de base depuis fin février.

Les IDE nets ont atteint 4% du PIB en moyenne au cours des cinq dernières années et ils se tasseraient cette année (autour de 3% du PIB) en raison d'un environnement régional moins favorable. Les émissions souveraines devraient rester soutenues par la persistance d'un déficit budgétaire (modéré). Les comptes extérieurs sont assez peu exposés aux capitaux volatils puisqu'on estime que la dette gouvernementale en dinar de court terme, détenue par les investisseurs étrangers, est équivalente à environ EUR 2 mds, soit 13% des réserves de change de

SERBIE : INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNPPARIBAS

la banque centrale fin 2021. Nous prévoyons une très faible progression des réserves de change qui devraient atteindre EUR 16,6 mds fin 2022, équivalent à 5,6 mois d'importations de biens et services. Cela devrait aider à maintenir la stabilité du dinar par rapport à l'euro. Le principal risque pesant sur ce scénario est celui d'une nouvelle forte hausse des prix des matières premières, qui creuserait le déficit courant et entraînerait une baisse des réserves de change.

REPORT DE LA RÉDUCTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Le déficit budgétaire s'est réduit en 2021 grâce au rebond de l'activité et à la forte progression des recettes fiscales (+20% en g.a.). Celles-ci ont notamment été portées par la hausse des recettes de TVA (+20% en g.a.) qui représentent un quart des revenus du gouvernement. Le déficit budgétaire est toutefois resté assez élevé, à 4,3% du PIB en 2021, en raison du maintien des dépenses exceptionnelles liées à la pandémie. L'important ralentissement de la croissance économique devrait empêcher la réduction du déficit en 2022 (attendu à 4,6% du PIB).

La dette du gouvernement était estimée à 57% en 2021 et devrait décliner très légèrement en 2022 et 2023. La charge de la dette reste modérée (le paiement des intérêts a représenté 4% des revenus budgétaires en 2021). Cependant la composition de la dette est une source de vulnérabilité puisque 71% est libellé en devises étrangères, dont 14% dans une devise autre que l'euro. La consolidation des comptes publics est donc étroitement liée à la capacité de la banque centrale à limiter la volatilité du taux de change.

Achévé de rédiger le 11 avril 2022

Pascal DEVAUX

pascal.devau@bnpparibas.com

AFRIQUE DU SUD

22

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE FRAGILE

Fin 2021, l'économie sud-africaine n'avait pas retrouvé son niveau d'activité d'avant-Covid. La hausse des prix des matières premières que le pays exporte représente une bouffée d'air à court terme, en attestent les dernières prévisions budgétaires plus optimistes que celles publiées fin 2021. Pour autant, les vulnérabilités structurelles, exacerbées pendant la crise, demeurent. Même si l'économie affiche peu de liens commerciaux avec l'Ukraine et la Russie, elle subit, comme les autres économies émergentes, une poussée inflationniste qui va peser sur la demande. L'augmentation de la masse salariale du secteur public et le soutien financier aux entreprises d'État freinent la baisse du déficit budgétaire. Quand bien même le solde primaire était ramené à l'équilibre à l'horizon 2023-2024, le ratio d'endettement continuerait de progresser. Cela pourrait, par effet d'éviction, pénaliser la croissance alors que l'économie était déjà en proie à la stagnation avant les deux chocs récessifs.

Fin 2021, contrairement à la plupart des autres pays émergents, l'économie sud-africaine n'avait pas retrouvé son niveau d'activité d'avant Covid-19. C'est donc dans un contexte de reprise inachevée et fragile que le pays doit faire face au choc du conflit en Ukraine. Ce dernier accroît l'incertitude bien que les liens économiques directs avec les deux pays belligérants soient limités. L'Afrique du Sud bénéficiera certes d'une légère hausse de ses revenus d'exportation, mais l'impact économique sera néanmoins négatif. La hausse des prix des matières premières, les ruptures dans les chaînes de valeurs et l'incertitude accrue sont susceptibles d'infléchir les perspectives économiques du pays.

LA FRAGILITÉ DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE EXACÉRBEÉ PAR LA PANDÉMIE

Les finances publiques de l'Afrique du Sud se sont très largement dégradées au cours des dernières années sur fond de croissance anémique, de baisse de la productivité et d'augmentation continue des dépenses publiques. Ces éléments ont creusé le déficit, passé de -4,1% du PIB sur l'exercice 2014/15 à -6,1% en 2019/20. Les espoirs de redressement budgétaire en 2018, avec l'arrivée du gouvernement Ramaphosa, se sont rapidement dissipés. La situation n'a cessé de se dégrader avec notamment une progression continue du service de la dette (+12,5% par an) et des salaires du secteur public (+6,5% par an entre 2014/15 et 2019/20).

Le dérapage budgétaire s'est encore accéléré au cours des trois années passées. En 2019, le plan de soutien à Eskom, la société publique de fourniture d'électricité (près de ZAR 60 mds soit 1% du PIB), creuse davantage le déficit. En 2020, confrontées à une récession économique sans précédent, les autorités ont maintenu et accentué la politique expansionniste à travers un vaste plan de relance. Estimées à ZAR 500 milliards (USD 27 mds ou 10% du PIB), les mesures d'urgence ont augmenté considérablement les dépenses (+9% en moyenne annuel sur 2019/20 et 2020/21 par rapport à l'exercice fiscal précédent). Dans le même temps, les revenus ont marqué un recul moyen de -4%, alimentant les inquiétudes sur le dérapage budgétaire et la dynamique de la dette.

Le déficit a atteint -9,9% du PIB en 2020/21 dont la dette publique représente près de 71%. Le soutien accru des créanciers officiels via des lignes de créances à taux d'intérêt faible et le recours accru à l'émission de bons du Trésor sur le marché domestique ont permis de financer le déficit à un coût encore raisonnable. En 2021, dans un contexte de reprise, le déficit a pu se réduire légèrement mais le ratio de dette publique a lui continué d'augmenter.

PRÉVISIONS

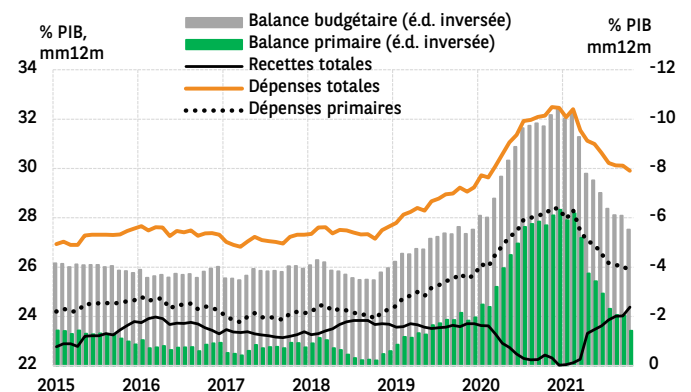
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0.1	-6.4	4.6	1.3	1.2
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	4.1	3.3	4.5	6.5	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-3.9	-6.1	-9.9	-5.2	-4.2
Dette du gouv. central, % du PIB	51.5	57.4	70.7	72.4	78.4
Solde courant, % du PIB	-2.6	1.8	3.8	1.3	0.8
Dette externe, % du PIB	42.6	47.8	55.8	45.8	40.8
Réserves de change, mds USD	55.1	55.5	57.6	58.0	57.3
Réserves de change, en mois d'imports	8.4	6.6	5.9	5.6	5.2

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

IMPORTANT DÉFICIT BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : STATISTIQUES AFRIQUE DU SUD, BNP PARIBAS

DES PRÉVISIONS BUDGÉTAIRES OPTIMISTES, À MODÉRER

Pour l'année fiscale à venir, le gouvernement a publié fin février des perspectives sensiblement plus favorables que celles de fin 2021. Néanmoins, l'optimisme est alimenté principalement par des facteurs cycliques et les fragilités structurelles demeurent.

Le déficit pour l'année fiscale 2021/2022 a été révisé à la baisse grâce à une croissance plus rapide que prévu des recettes fiscales, tirée par le cycle haussier des prix du secteur minier.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Pour l'année fiscale 2022/23, les prix élevés des principales exportations (aluminium, or et diamants) devraient continuer d'accroître les retombées fiscales. En revanche, et de manière inédite, les taxes sur le carburant ne devraient pas être augmentées, le gouvernement veillant à contenir les prix à la pompe.

Du côté des dépenses, le projet de maîtrise des dépenses courantes est maintenu avec une hausse de 4% par rapport à 2021. Cette augmentation est en ligne avec la hausse des programmes sociaux, et notamment l'extension de l'allocation sociale exceptionnelle mise en place pendant la pandémie. La subvention de 350 ZAR a été prolongée jusqu'à mars 2023, pour un coût total estimé à ZAR 44 mds, soit 0,7 % du PIB. La stratégie de consolidation des dépenses repose principalement sur la maîtrise des salaires dans la fonction publique (près de 35% des dépenses courantes totales) et l'absence de soutiens supplémentaires aux entreprises publiques. Le coût du service de la dette reste le poste de dépenses qui augmente le plus (+12% par an en moyenne sur 2022/23 et 2023/24), soit un rythme bien supérieur à la croissance nominale anticipée. Ainsi, le budget se base sur des projections optimistes de croissance du PIB en termes réels de 1,9% sur 2022/23 et 1,7% sur 2023/24. Or, le budget ayant été élaboré avant le début du conflit en Ukraine, on estime que la croissance réalisée sera plus faible (respectivement +1,5% et +1% en 2022/23 et 2023/24 selon nos prévisions) principalement à cause d'une baisse de la demande intérieure.

L'escalade du conflit en Ukraine risque en effet d'accroître l'inflation, ce qui pénaliserait la demande intérieure. L'Afrique du Sud a noué peu de liens directs avec l'Ukraine et la Russie (0,8% des importations totales en 2020) mais son statut d'importateur net d'hydrocarbures et de céréales l'expose à l'augmentation générale des prix et aux ruptures dans les chaînes d'approvisionnement. Déjà constatées sous l'effet de la reprise mondiale, via la hausse du prix de l'énergie, les tensions sur les prix commencent à se propager à d'autres postes tels que l'alimentation. En conséquence, nous avons révisé drastiquement notre prévision d'inflation. Elle devrait atteindre +6,5% sur l'année civile 2022 et 4,5% en 2023.

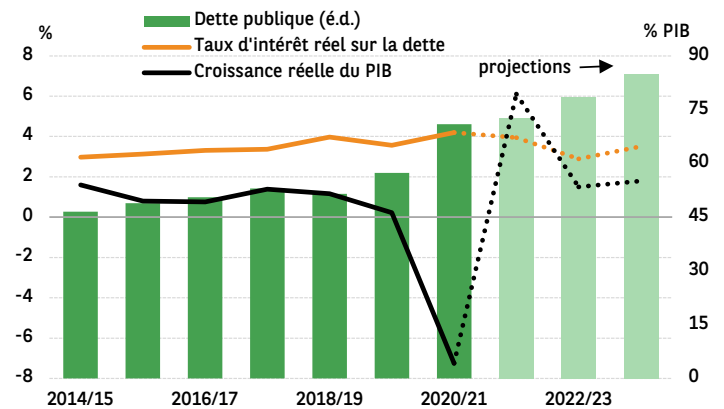
Malgré l'accélération de l'inflation, le ratio d'endettement atteindrait plus de 72% du PIB selon nos estimations. Un tel niveau d'endettement rend difficile sa stabilisation même si le déficit budgétaire hors intérêts est modéré et que les prévisions tablent sur un retour à l'équilibre en 2023/2024 ; l'écart significatif entre taux d'intérêt réel et croissance du PIB nourrit un effet boule de neige (cf. Graphique 2). Ainsi, le service de la dette représente près de 15% des dépenses totales (plus de 4% du PIB). De plus, le coût d'emprunt pour l'État pourrait augmenter dans un contexte de resserrement monétaire.

Pour l'instant, la structure de la dette (une maturité moyenne de 12 ans dont seulement 10% libellé en devise étrangère et une part des non-résidents sur la dette en monnaie locale réduite de 37% à 28% depuis 2019) amortit l'impact de la hausse des taux et la dépréciation du change, et limite le risque de refinancement. Néanmoins, l'environnement international ne peut qu'accroître l'aversion au risque et contraindre le gouvernement de se refinancer à court terme.

LES DÉFIS

Outre les répercussions diverses du conflit en Ukraine, trois sources de pressions peuvent contrecarrer les plans d'assainissement budgétaire. Premièrement, l'insatisfaction croissante de la population face à la hausse des prix dans un contexte social déjà tendu. Compte tenu des pressions exercées par des inégalités de revenus et un chômage histo-

TRAJECTOIRE PÉRILLEUSE DE LA DETTE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TRÉSOR NATIONAL, BNP PARIBAS

riquement élevé (plus de 35% fin 2021), il est possible que la subvention exceptionnelle versée aux ménages devienne permanente et que d'autres subventions soient mises en place. Pour l'instant, seule une baisse de la taxe sur le carburant (-40%) a été décidée. Son effet sur le budget devrait être nul car cela repose sur la vente de réserves de pétroles stratégiques.

Deuxièmement, le contexte pourrait amener le gouvernement à revoir à la baisse son ambition de maîtriser la masse salariale du secteur public. Les syndicats ont soumis au gouvernement une proposition de hausse nominale annuelle du salaire de près de 8% (correspondant au taux d'inflation augmenté de 2 points de pourcentage) contre un peu plus de 2,6% prévu dans le budget pour 2022/23. Bien que le gouvernement dispose d'une certaine flexibilité pour accorder une augmentation nominale légèrement supérieure, la hausse souhaitée par les syndicats nécessiterait des mesures supplémentaires pour contenir les dépenses et/ou des réductions d'effectifs. Les négociations en cours seront décisives.

Enfin, la situation financière dégradée et les mauvaises performances des entreprises publiques pourraient nécessiter de nouveaux renflouements de la part de l'État. Le passif des entreprises publiques pèse sur le budget, les garanties accordées représentant plus de 9% du PIB. À titre d'illustration, la potentielle reprise de la dette d'Eskom représente ZAR 329 mds (USD 25,8 mds). Les décisions concernant sa restructuration ne cessent d'être retardées et l'augmentation tarifaire de 9,6% en 2022/23 (bien en deçà de 20,5% demandés) continuera de peser sur les difficultés financières de l'entreprise.

En sortie de crise, les perspectives budgétaires de l'Afrique du Sud demeurent donc extrêmement fragiles. À court terme, la hausse temporaire des revenus pourrait être contrecarrée par une croissance plus faible qu'anticipé et des ajustements budgétaires qui creuseront le déficit. À moyen terme, l'effet d'éviction des déséquilibres budgétaires sur les dépenses d'investissement pourrait donc persister et continuer de peser sur la croissance. Dans ce contexte, les perspectives économiques de l'Afrique du Sud semblent structurellement orientées à la baisse.

Achévé de rédiger le 11/04/2022

Perrine GUERIN

perrine.guerin@bnpparibas.com



ÉGYPTTE

24

LIQUIDITÉ EXTÉRIEURE EN SURSIS

Les perspectives économiques de l'Égypte se sont brusquement dégradées avec le déclenchement de la guerre en Ukraine et ses conséquences sur les prix des matières premières. Leur hausse généralisée va entraîner une chute du pouvoir d'achat des ménages et donc gripper le principal moteur de l'activité. L'érosion de la liquidité en devises s'est accélérée depuis un mois avec des sorties massives de capitaux. En outre, le déficit courant devrait se creuser en raison de la difficile compression des importations, la fréquentation touristique pourrait baisser et l'effet de la dépréciation de la livre sur les exportations devrait être limité. Ces difficultés soulignent la persistance de la vulnérabilité de l'économie aux chocs externes et la nécessité de soutiens extérieurs. Celui, déjà en place, des pays du Golfe et le soutien attendu du FMI permettront de gagner du temps, mais les investisseurs étrangers resteront prudents dans un contexte de dégradation des perspectives des comptes publics.

Malgré le fort rebond de l'activité enregistré durant le premier semestre de l'année budgétaire (a.b.)¹ 2022 (supérieur à 8% en g.a.), la croissance du PIB devrait être en deçà des attentes sur l'ensemble de l'année. Principal moteur de l'activité économique, la consommation des ménages devrait être particulièrement affectée par les conséquences de la guerre en Ukraine. Si certains prix alimentaires (dont le pain, l'aliment de base de la majorité de la population) devraient rester sous contrôle grâce au soutien des subventions budgétaires, la hausse du prix des matières premières sur les marchés mondiaux entraîne l'ensemble des prix à la hausse et va éroder un peu plus le pouvoir d'achat des ménages. L'investissement pourrait ralentir lui aussi avec la hausse des prix de matériaux de construction.

Les conséquences sur le commerce extérieur (en volume) sont plus ambivalentes. Les bénéfices de la hausse de la demande européenne de gaz et de la dépréciation récente de la livre sur les exportations de produits manufacturés seront contraints par les capacités réduites d'exportations supplémentaires de gaz, après le fort rebond de 2021, et la compétitivité limitée des exportations hors hydrocarbures. Par ailleurs, les exportations de certains produits alimentaires et de matériaux industriels sont interdites pendant au moins un semestre pour éviter des ruptures d'approvisionnement. De plus, la reprise de l'activité touristique est compromise à court terme, les touristes russes et ukrainiens représentant environ 30% de la fréquentation totale. L'ensemble de ces éléments, liés à la crise ukrainienne, devrait surtout affecter le dernier trimestre de l'année budgétaire en cours.

Grâce à un rebond au cours de la première partie de l'année, la croissance devrait atteindre 5,5% au cours de l'a.b. 2022. Mais l'activité va ralentir au cours du premier semestre de l'année calendaire en cours et nous n'anticipons qu'une très modeste progression durant l'année budgétaire 2023. Notre scénario central est celui d'un maintien du prix des matières énergétiques et agricoles à un niveau élevé au moins jusqu'à fin 2022. La consommation des ménages resterait donc pénalisée par le niveau élevé des prix durant la première moitié de l'a.b. 2023. Par ailleurs, la contrainte que représentent les dépenses non ou peu compressibles (salaires, charges d'intérêt) devrait limiter les possibilités d'un soutien gouvernemental à l'activité économique. Même dans l'hypothèse d'un rebond de l'activité au cours du second semestre, la croissance du PIB ne devrait atteindre que 3,9% au cours de l'a.b. 2023.

FORTE POUSSÉE INFLATIONNISTE

L'inflation des prix à la consommation a fortement accéléré depuis le début de l'année. En glissement sur un an, l'inflation a augmenté de 6% en décembre 2021, à 10,5% en mars 2022, et l'inflation sous-jacente (10,1% en mars) enregistre la même accélération. L'impact de la dépréciation de la livre sur le prix des biens importés ne devrait être que

¹ L'année budgétaire N s'étend de juillet de l'année N-1 à juin de l'année N.

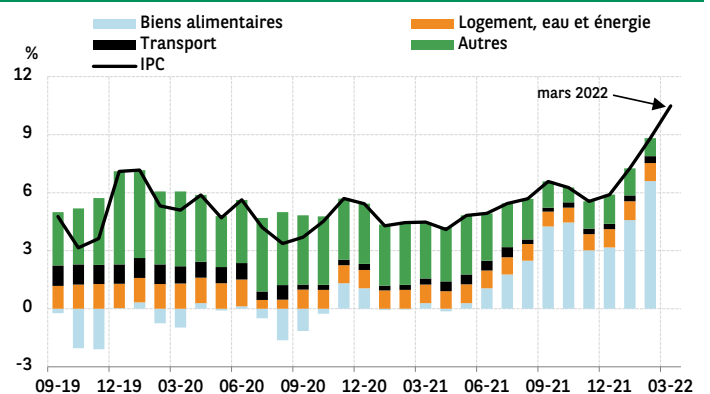
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	5,6	3,5	3,3	5,5	3,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	11,0	10,2	7,2	8,2	10,1
Solde budgétaire, % du PIB	-8,0	-8,0	-7,4	-7,9	-8,6
Dette du gouv. central, % du PIB	84	90	95	95	97
Solde courant, % du PIB	-3,6	-3,1	-4,5	-5,1	-5,0
Dette externe, % du PIB	36	34	35	37	40
Réserves de change (or exclu), mds USD	42	34	36	32	30
Réserves de change, en mois d'imports	6,4	5,4	5,4	4,2	4,6

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE
(1): ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER JUILLET DE L'ANNÉE T AU 30 JUIN DE L'ANNÉE T+1
E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION, CONTRIBUTIONS À L'INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTTE, BNP PARIBAS

partiellement atténué par la fixation d'un taux de change particulier (EGP/USD 16) s'appliquant à certains biens de première nécessité. L'effet de change s'ajoute au niveau élevé des prix des matières premières sur les marchés internationaux, et nous anticipons une accélération jusqu'à atteindre 13% en g.a. au mois d'avril. Le mois du ramadan est traditionnellement associé à une poussée inflationniste. En moyenne, elle devrait être de 8,2% au cours de l'a.b. 2022. Dans l'hypothèse d'un maintien des cours des matières premières à un niveau élevé jusqu'à



la fin de l'année 2022, l'inflation des prix à la consommation devrait atteindre en moyenne 10,1% en a.b. 2023.

Dans ce contexte, la cible d'inflation des autorités monétaires (7% +/- 2% en moyenne au cours du T4 2022) risque d'être largement dépassée. Le relèvement du taux d'intérêt directeur de la banque centrale (CBE), initié en mars, devrait donc se poursuivre au cours de l'année 2022.

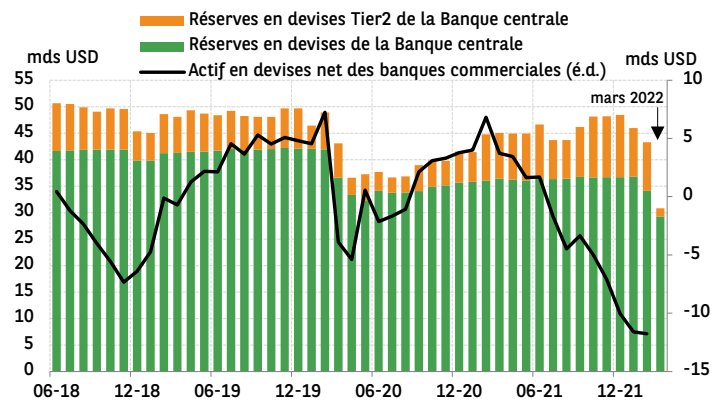
DÉGRADATION DES COMPTES EXTÉRIEURS

En cours depuis mi-2021, l'érosion de la liquidité en devises s'est accélérée avec le déclenchement de la guerre en Ukraine. Au cours du second semestre 2021, le creusement du déficit des comptes courants et la prudence des investisseurs étrangers (les primes de risque sur les emprunts souverains en devises ont doublé entre septembre et décembre 2021) ont entraîné une détérioration de la balance des paiements. Si les réserves de change de la CBE sont restées pratiquement stables en 2021 à environ USD 36 mds (or exclu), la dette extérieure nette des banques commerciales a bondi, atteignant USD 11,5 mds fin 2021, alors qu'elle était nulle six mois auparavant. La vulnérabilité de l'économie égyptienne aux conséquences du conflit en Ukraine a entraîné d'importantes sorties de capitaux. Au cours du mois de mars 2022, les réserves de change de la CBE ont baissé de USD 4,8 mds tandis que les réserves tier 2 (destinées à faire face aux sorties de capitaux volatils) se sont réduites de USD 7,4 mds.

Dans ce contexte, la CBE a laissé la livre se déprécier d'environ 15% par rapport au dollar US et des discussions officielles avec le FMI se sont ouvertes. Parallèlement, l'Arabie saoudite a augmenté de USD 5 mds ses dépôts auprès de la CBE et un des fonds souverains émiratis a acquis environ USD 2 mds d'actifs sur le marché actions égyptien (équivalent à environ 5% de la capitalisation totale). Ce soutien important et celui probable du FMI devraient contenir les pressions à la baisse sur les réserves à très court terme.

Néanmoins, nous restons prudents quant aux perspectives à court et moyen terme. En effet, la crise ukrainienne montre une nouvelle fois la fragilité de la balance des paiements égyptienne aux chocs externes, et l'importance d'un soutien extérieur significatif dans une telle situation. Nous prévoyons en effet un creusement du déficit courant en 2022 et 2023. Même si les volumes d'importations ralentissent fortement, le gain sera compensé par la hausse des prix des matières premières. Le pays est importateur net de pétrole depuis 2015 et le déficit des comptes extérieurs d'hydrocarbures devrait atteindre environ USD 1 md en 2022 et 2023 (contre USD 0,4 md en moyenne les trois années précédentes). Concernant les importations de produits alimentaires, même si le niveau des stocks de blé et le début de la campagne de récolte de la production nationale (environ un 25% de la consommation) peuvent contenir les importations pendant quelques mois, les difficultés d'acheminement de la production de blé russe et ukrainienne (80% des importations égyptiennes) et les prix élevés sur l'ensemble de la chaîne de valeur (engrais, énergie, transport) devraient maintenir la pression à la hausse sur le prix du blé au moins jusqu'à la fin 2022. Du côté des exportations, les gains de compétitivité escomptés avec la dépréciation de la livre sont très incertains en raison de l'interdiction d'exportations de certaines catégories de biens et du ralentissement attendu du commerce mondial. Au total, le déficit commercial pourrait dépasser pour la première fois USD 50 mds en a.b. 2023 (11% du PIB). Les recettes du canal de Suez devraient continuer de progresser, notamment grâce à la hausse des droits de péage, mais elles ne représentent que 6% environ des recettes courantes totales. Le rebond de l'activité touristique attendu devrait être retardé de plusieurs mois. Seul point réellement positif, les transferts des expatriés égyptiens (un

ÉGYPTE : AVOIRS EN DEVISES DU SYSTÈME BANCAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE D'ÉGYPTE, BNP PARIBAS

tiers des recettes courantes) devraient rester soutenus en raison de la conjoncture économique porteuse dans les pays du Golfe et l'attractivité des taux sur les certificats de dépôts en livres proposés par les deux principales banques publiques (18% sur un an). Au cours de l'année budgétaire 2023, le besoin de financement total (déficit courant et amortissement de la dette en devises) approcherait des USD 30 mds. Les financements multilatéraux (FMI) et bilatéraux (notamment pays du Golfe) devraient couvrir une partie de ce besoin de financement. En revanche, les flux d'investissement de portefeuille sont plus incertains et plus coûteux. En effet, les primes de risque sur les obligations souveraines ont augmenté de 150 points depuis un an.

LE DÉFICIT BUDGÉTAIRE REPART À LA HAUSSE

Les efforts d'assainissement budgétaire observés depuis 2015 vont s'interrompre. En raison notamment de la hausse des subventions alimentaires et d'une collecte fiscale ralentie, le déficit budgétaire devrait atteindre 7,9% du PIB cette année et le solde primaire rester positif, équivalent à 0,1% du PIB. La détérioration des perspectives économiques depuis le début de l'année a incité le gouvernement à revoir son projet de budget pour 2023. Les mesures annoncées concernent une augmentation générale des dépenses sociales, des salaires et des retraites du secteur public, ainsi qu'une réduction des taxes sur les transactions financières qui devrait notamment bénéficier aux investisseurs étrangers. Selon nos estimations, ces mesures pourraient atteindre environ 5% du PIB. Parallèlement, la combinaison de la hausse des taux d'intérêt à court terme de la banque centrale et de la persistance des pressions inflationnistes devrait accroître les taux de financement du gouvernement sur l'ensemble des maturités. Au total, nous anticipons en a.b. 2023 un solde budgétaire primaire négatif (-0,4% du PIB) et une hausse de la charge d'intérêt (51% des revenus en a.b. 2021).

Achévé de rédiger le 11/04/2022

Pascal DEVAUX

pascal.devaux@bnpparibas.com

CAP MAINTENU POUR LE POLICY MIX

En raison de sa forte dépendance aux importations de pétrole et de blé, le Maroc va souffrir des conséquences de la guerre en Ukraine. Néanmoins, des réserves de change confortables vont permettre d'absorber le choc commercial. De plus, l'orientation expansionniste de la politique budgétaire n'est pas remise en cause par la hausse des subventions énergétiques et alimentaires et la banque centrale compte maintenir son biais accommodant en dépit de pressions inflationnistes fortes. Le soutien de la puissance publique demeure en effet crucial au moment où l'économie doit aussi faire face à une chute significative de la production agricole, et donc de sa croissance. À court terme, la solvabilité budgétaire et la liquidité extérieure ne sont pas menacées. Mais les incertitudes sur l'amplitude du choc et sa durée sont élevées.

VULNÉRABILITÉ ÉLEVÉE AU CHOC DES MATIÈRES PREMIÈRES

Le Maroc va ressentir durement les conséquences indirectes du conflit en Ukraine. Les relations commerciales sont limitées avec les pays belligérants, la Russie et l'Ukraine comptant pour seulement 3% des échanges internationaux du Royaume, voire sont quasi-inexistantes sur le plan du tourisme et des investissements. Néanmoins, environ 20% des importations de céréales proviennent de ces deux pays, ce qui implique de trouver de nouvelles sources d'approvisionnement au moment où les cours mondiaux s'envolent et où la production nationale va chuter dramatiquement en raison d'une grave sécheresse durant l'hiver. Le Maroc dépend à presque 60% de l'approvisionnement extérieur pour couvrir ses besoins. En outre, le poids de l'alimentation dans l'indice du panier de consommation est élevé (37,5%). Malgré des réserves de blé relativement importantes (5 mois), la pression générée par l'alourdissement de la facture céréalière sur les comptes extérieurs et l'inflation s'annonce forte. Le choc énergétique risque d'être encore plus important. Avec des importations d'hydrocarbures supérieures à 6% du PIB sur les cinq dernières années, l'économie marocaine est en effet l'une des plus sensibles aux fluctuations des cours du pétrole de la région MENA. Néanmoins, c'est aussi celle qui est parmi les plus solides pour y faire face.

LIQUIDITÉ EXTÉRIÈRE : DES FILETS DE SÉCURITÉ IMPORTANTS

La stabilité extérieure n'est pas menacée. Si les importations sont attendues en forte progression (chaque hausse de 10 dollars du cours du Brent génère une hausse des importations énergétiques équivalant à un point de PIB), les exportations vont aussi enregistrer de solides performances grâce notamment à la bonne tenue des cours mondiaux du phosphate (20 à 25% des exportations du Maroc). Ils ont augmenté de 67% en 2021 (un plus haut depuis fin 2012), et les perspectives sont favorablement orientées dans le sillage des prix des produits agricoles. Le Maroc, cinquième exportateur mondial d'engrais, pourrait même gagner des parts de marché. D'autres facteurs sont à prendre en considération, à commencer par la reprise de l'activité touristique. Le risque sanitaire n'est toujours pas écarté, mais les progrès de la vaccination, aussi bien au Maroc qu'en Europe, laissent néanmoins espérer un début de normalisation après deux saisons difficiles. Une hausse de 50 à 60% des recettes est ainsi espérée cette année avant de se rapprocher de leur niveau pré-pandémique en 2023. Elles en étaient encore inférieures de 56% en 2021. En outre, les transferts financiers de la diaspora marocaine vont continuer de jouer leur rôle d'amortisseur même s'ils pourraient refluer après avoir atteint le niveau record de MAD 93,2 mds (10,7% du PIB) en 2021.

PRÉVISIONS

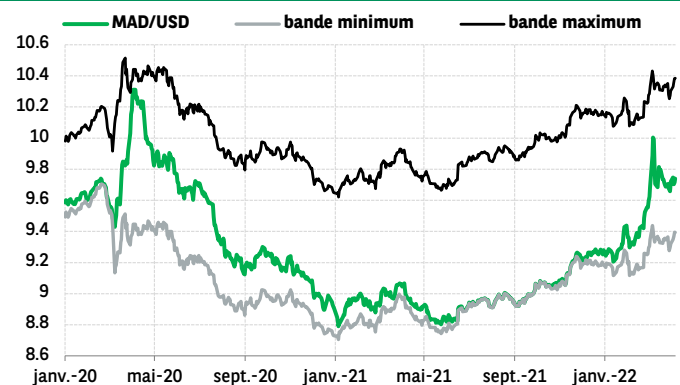
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2.6	-6.3	7.1	0.7	4.5
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	0.2	0.6	1.4	4.6	2.1
Solde budgétaire, % du PIB	-4.0	-7.6	-6.4	-6.3	-5.5
Dette du gouv. central, % du PIB	64.8	76.4	74.5	76.6	76.7
Solde courant, % du PIB	-4.1	-1.5	-2.5	-5.7	-4.8
Dette externe, % du PIB	45.6	57.1	49.2	50.4	50.7
Réserves de change, mds USD	25.3	34.7	34.3	32.4	31.4
Réserves de change, en mois d'imports	5.5	9.0	7.1	5.8	5.5

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

MAROC : TAUX DE CHANGE NOMINAL



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE CENTRALE

Dans ce contexte, le creusement du déficit courant sera significatif (5,7% du PIB en 2022) puis se contracterait à 4,8% en 2023. Malgré un écartement des spreads sur les obligations souveraines en devises relativement contenu à 260 points de base (pb), contre 350 pb pour la moyenne des pays émergents, les conditions de financement extérieur devraient aussi être moins favorables que lors des deux dernières années. Néanmoins, l'économie marocaine dispose d'importants filets de sécurité. Les réserves de change couvrent actuellement sept mois d'importations de biens et services. La faible exposition de l'économie aux flux d'investissements de portefeuille est également un facteur de

stabilité dans un tel environnement. En outre, les autorités n'excluent pas de demander au FMI une nouvelle ligne de précaution de liquidité en devises en cas de pressions trop fortes sur la balance des paiements. Pour l'instant, elles apparaissent gérables. L'évolution du dirham ne reflète pas de tensions particulières (graphique 1). Le décrochage du MAD contre le dollar US juste après le déclenchement du conflit est en grande partie lié à celui de l'euro face au dollar. De plus, le MAD continue d'évoluer à l'intérieur des bandes de fluctuations, et les taux forward traduisent un risque de change limité à ce stade.

PAS DE CHANGEMENT DE CAP SUR LE PLAN BUDGÉTAIRE...

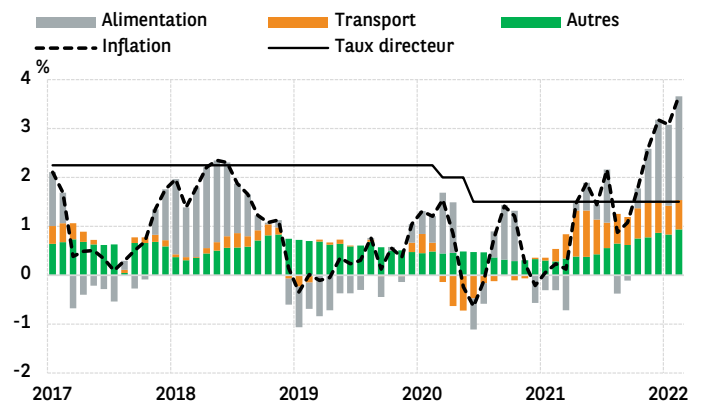
La situation des finances publiques offre également des marges de manœuvre, du moins à court terme. Contrairement à d'autres pays de la région, l'État marocain ne subventionne plus les prix de l'essence depuis 2015. Des mesures ciblées pour soutenir les professionnels du transport ont été annoncées mais le montant reste pour l'instant limité à 0,2% du PIB. En revanche, les subventions pour le gaz butane et la farine de blé vont gonfler fortement. Selon les dernières estimations, elles devraient atteindre 2,4% du PIB cette année contre 1,4% initialement budgété, un surcoût qui s'ajoutera aux différentes mesures de soutien sectoriels (tourisme, agriculture). Face à cela, le gouvernement compte mobiliser des ressources supplémentaires grâce notamment aux excellents résultats de la compagnie publique des phosphates, l'OCP.

La cible budgétaire reste inchangée avec un déficit de 6,3% du PIB en 2022 (5,9% en incluant les recettes de privatisations). Si certaines hypothèses sont encore fragiles, les autorités ont annoncé qu'elles n'auraient pas besoin de recourir à une loi de finances rectificative. Aucune réallocation de dépenses n'est envisagée alors que le budget 2022 table sur un montant d'investissement public record de plus de 20 points de PIB (entreprises publiques, collectivités territoriales et fonds stratégique Mohammed VI inclus) et que démarre le chantier de l'extension de la protection sociale, dont le coût est estimé à 1,5% du PIB par an sur les cinq prochaines années. Le fait que les autorités n'envisagent pas d'utiliser les droits de tirage spéciaux (0,9% du PIB) alloués par le FMI en août 2021 constitue un autre signe de confiance. Quoi qu'il en soit, elles pourront toujours s'appuyer sur un marché domestique liquide et captif pour continuer à se financer à des conditions avantageuses. Malgré une dette élevée à 75% du PIB, la charge d'intérêt n'absorbe que 12% des recettes en raison d'un taux d'intérêt apparent parmi les plus faibles de la région, de 3,3%. De plus, la structure de la dette est favorable. Libellée à 77% en monnaie locale et détenue par des résidents nationaux, elle est peu sensible aux chocs exogènes.

...NI MONÉTAIRE POUR L'INSTANT

En décidant de laisser son taux directeur inchangé à 1,5%, la Banque centrale marocaine s'est aussi voulue rassurante. Comme partout dans le monde, l'inflation accélère mais la poussée est récente et encore contenue (graphique 2). En 2021, la hausse des prix à la consommation a atteint seulement 1,4% en moyenne annuelle. Elle était de 3,6% en glissement sur un an en février et la situation va s'aggraver dans les mois à venir compte tenu des tensions sur les marchés mondiaux des matières premières et de la chute de la production agricole. Les trois-quarts de l'accélération de l'inflation ces derniers mois résulte en effet de celle des prix des produits alimentaires (+5,5% en février 2022) et des transports (+6%), dont l'origine est essentiellement externe. Si l'on exclut ces deux postes, en revanche, la progression est inférieure à 2%. De fait, la pression est limitée sur le plan interne. La croissance nomi-

MAROC : CONTRIBUTION À L'INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, HAUT COMMISSARIAT AU PLAN

nale du salaire moyen dans le secteur privé n'aurait atteint que 1% au T4 2021 et celle des crédits bancaires à l'économie 3,3% (février). Dans les deux cas, elle se situe en dessous de l'inflation. Avec un taux de chômage de 11,9% contre 10,2% au T4 2019, l'économie marocaine n'a pas non plus complètement effacé l'intégralité des pertes d'emplois induites par le choc de la pandémie au moment où la conjoncture se dégrade à nouveau. Malgré une inflation attendue à 4,6% cette année et des risques haussiers élevés, la banque centrale dispose donc d'arguments pour maintenir son biais accommodant.

CROISSANCE : UN COUP D'ARRÊT ET DES MENACES

Après le fort rebond enregistré en 2021, la croissance va subir un coup d'arrêt cette année. La banque centrale vient en effet de ramener sa prévision à seulement 0,7% en raison de la chute de 20% de la valeur ajoutée agricole. Si des pluies tardives pourraient permettre de sauver quelque peu les récoltes, la contre-performance du secteur primaire va dans tous les cas peser sur la croissance compte tenu de son poids significatif dans l'économie (10 à 12% du PIB). En outre, les activités non agricoles risquent de souffrir fortement des aléas de la conjoncture mondiale. Pour l'instant, les révisions sont modestes. Une décélération de la croissance hors secteur agricole est certes attendue en raison de l'impact du regain d'inflation sur la consommation des ménages. Mais elle resterait relativement solide, autour de 3%, grâce au maintien du stimulus monétaire et de l'orientation toujours expansionniste de la politique budgétaire. Sur le plan sectoriel, le rebond espéré du tourisme devrait également soutenir l'activité. Cependant, la visibilité est réduite en raison des incertitudes sur l'amplitude du choc et sa durée. Une chute trop brutale de l'activité en Europe consisterait par exemple un puissant frein au secteur manufacturier marocain dont le rebond a été essentiel en 2021. Surtout, les autorités pourraient être amenées à changer de priorité en cas d'érosion trop forte du pouvoir d'achat ou de pressions persistantes sur les comptes publics. Des réallocations de dépenses, voire un resserrement de la politique monétaire, seraient ainsi à prévoir, fragilisant un peu plus une économie toujours convalescente.

Achévé de rédiger le 13/04/2022

Stéphane ALBY

stephane.alby@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 – Zone euro, Allemagne - Climat

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

Felix Berte

Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - 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

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

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, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@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

Perrine Guérin

Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine

Ukraine, Europe centrale

cynthia.kalasopatan@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaelle.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 Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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 Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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

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