

ECO EMERGING

Eco
EMERGING

by BNP PARIBAS

3^e trimestre 2020

EDITORIAL

2

Depuis la mi-avril, le calme est revenu sur les places financières des pays émergents. Pour la plupart des pays, les taux de change se sont réappréciés. Par ailleurs, les taux d'intérêt monétaires et obligataires se sont réduits grâce à la détente générale des taux directeurs et une utilisation plus large de l'assouplissement quantitatif par les banques centrales nationales, mais aussi grâce au soutien financier extérieur...



CHINE

3

Au-delà du rattrapage



INDE

5

Désillusion



BRÉSIL

7

Frappé de plein fouet



RUSSIE

9

Mieux armée pour faire face au choc



POLOGNE

11

Trou d'air passager



UKRAINE

13

On récolte ce que l'on sème



SLOVÉNIE

15

Des atouts pour rebondir



MEXIQUE

17

Sur la défensive



THAÏLANDE

19

Vers un rattrapage progressif



CCG

21

Conséquences de la crise sur l'emploi des expatriés



AFRIQUE DU SUD

23

De mal en pis



NIGÉRIA

25

Double choc pour une économie fragile

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

EMBALLEMENT PRÉMATURÉ

Depuis la mi-avril, le calme est revenu sur les places financières des pays émergents. Pour la plupart des pays, les taux de change se sont réappréciés. Par ailleurs, les taux d'intérêt monétaires et obligataires se sont réduits grâce à la détente générale des taux directeurs et une utilisation plus large de l'assouplissement quantitatif par les banques centrales nationales, mais aussi grâce au soutien financier extérieur (lignes de financement des institutions financières internationales, accords de swap de change avec les banques centrales) et au retour des investissements de portefeuille. Comme souvent, les marchés boursiers ont salué cette normalisation de façon excessive et prématurée. La reprise d'activité, qui semble se confirmer, reste en effet très fragile.

Depuis la mi-avril, les tensions financières dans les pays émergents se sont apaisées. À la faveur d'un retour encore progressif des investissements de portefeuille, les taux de change se sont stabilisés. Ainsi, depuis la mi-mai, les entrées nettes cumulées d'investissements de portefeuille de non-résidents sur les marchés obligataires et d'actions se sont élevées à USD 22 mds¹ alors que les sorties nettes cumulées avaient atteint USD 100 mds entre la fin février et la mi-mai. En conséquence, les devises émergentes ont regagné un peu du terrain qu'elles avaient perdu sur les 3-4 premiers mois de l'année (+1,6% en moyenne depuis la fin mars contre -6% au cours du T1). En revanche, les cours des actions ont effacé une bonne partie des pertes (+17% en moyenne depuis la fin mars après -20% au T1). Cette normalisation, déjà très avancée sur les marchés d'actions, est-elle justifiée?

UNE LECTURE PRUDENTE DES INDICATEURS DE REPRISE S'IMPOSE

L'activité économique redémarre effectivement, Chine en tête, depuis le mois de mars avec le déconfinement (reprise technique) et l'accélération des projets publics d'investissement. Hors Chine, le redémarrage est également très perceptible depuis avril-mai. Pour une large majorité des principaux pays émergents, les indices de diffusion PMI de Markit, tirés des enquêtes auprès des entreprises, affichent même des progressions comprises entre 10 et 20 points par rapport au point bas d'avril. Seuls quelques pays où l'État a fait défaut, et dont l'activité est paralysée par les restrictions de devises ou le renforcement du contrôle des changes (Argentine, Liban), ont continué de s'enfoncer dans la récession. À en croire les sous-indices des PMI, la reprise d'activité est notamment tirée par les échanges extérieurs. De fait, bien que sur un échantillon encore limité, les exportations de certains pays enregistrent en mai ou en juin, et par rapport à la même période de 2019, un rebond ou une évolution moins négative.

La lecture des indices de diffusion peut cependant être trompeuse dans cette période très exceptionnelle. En effet, ces indices restent, pour une très large majorité de pays, encore en dessous du seuil de 50, ce qui signifie que, même si l'activité a fortement rebondi, elle ne s'est pas totalement normalisée. Certes, l'interprétation est plus positive si l'on considère que la période de référence pour les directeurs d'achat ou les chefs d'entreprise interrogés (sur l'évolution de leur chiffre d'affaires, des carnets de commandes, des stocks, des effectifs employés, etc.) est le même mois de l'année précédente (même si le questionnaire de Markit fait référence à l'évolution sur le mois passé). La référence à la même période de l'année précédente est « naturelle » dans ce type d'enquêtes et se traduit, de fait, par une meilleure corrélation des indices de diffusion avec le glissement annuel des variables concernées

qu'avec les variations trimestrielles. Un indice proche de 50 indiquerait alors une normalisation par rapport au printemps 2019, autrement dit un quasi rattrapage. Mais ce n'est guère vraisemblable sur une période aussi courte.

RESTER VIGILANT

Quoiqu'il en soit, les indicateurs conjoncturels annoncent une reprise au deuxième semestre mais son ampleur et sa généralisation restent très incertaines. Le rebond des bourses locales semble donc un peu excessif et même prématuré.

Au Brésil, en Inde ou encore au Mexique, la pandémie n'est pas maîtrisée et certains pays procèdent même de nouveau à des confinements sélectifs.

Malgré l'envolée des déficits budgétaires, on n'observe pas, pour l'instant, de difficultés de refinancement des dettes publiques. De plus, l'assouplissement monétaire classique (par la baisse des taux d'intérêt directeurs) et/ou quantitatif (via l'élargissement des possibilités de refinancement des banques et, indirectement des entreprises, par les banques centrales, voire un financement monétaire des déficits budgétaires), a permis de contenir le niveau des rendements obligataires (sauf rares exceptions comme l'Afrique du Sud). Mais si la pandémie persiste, ce soutien financier n'empêchera pas la montée des impayés et des prêts non performants.

Enfin, l'augmentation des primes de risque sur les dettes souveraines en monnaie locale renforce l'attrait des opérations de portage, et donc l'afflux de capitaux volatils à un moment où les pays ont, plus que d'ordinaire, besoin de stabilité financière. En effet, l'écart médian de rendements entre une obligation souveraine en monnaie locale et l'obligation de maturité équivalente de la monnaie de financement (le dollar, l'euro ou yen) est resté stable entre la fin décembre 2019 et fin juin 2020 à environ 450 points de base (pb) sur un échantillon de 17 pays émergents. Évidemment, cet écart doit être rapporté à la volatilité du change pour juger de l'attrait de l'arbitrage. Or, après prise en compte des écarts de taux directeurs, et donc de la possibilité d'une couverture de change à court terme des positions (via les marchés à terme ou de swaps de change), l'écart médian de rendements obligataires a presque triplé, passant de 80 pb à 200 pb. Pour des investisseurs prêts à prendre le risque de renouvellement de positions de couverture de change à très court terme, l'écart est donc très attractif.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

¹D'après les données collectées par l'Institute for International Finance (IIF) sur un échantillon d'une vingtaine de pays émergents



AU-DELÀ DU RATTRAPAGE

L'économie se redresse progressivement depuis mars, et le rebond vigoureux du PIB réel au second trimestre 2020 lui a déjà permis de récupérer le terrain perdu au premier trimestre. Cependant, le choc provoqué par l'épidémie et le confinement a fragilisé un grand nombre de secteurs (notamment les industries exportatrices), de sociétés (les micro entreprises et les PME en particulier) et de ménages (notamment ceux à bas revenus). La banque centrale assouplit prudemment les conditions de crédit et le gouvernement a introduit un plan de relance estimé à environ 5 points de PIB pour 2020. L'investissement public dans les infrastructures reste un instrument privilégié, mais les aides destinées aux entreprises et aux ménages devraient également soutenir la demande privée.

Après s'être effondrée pendant la période du confinement le plus strict en février, l'activité économique s'est progressivement redressée à partir de mars. Le PIB réel a affiché une contraction sans précédent au T1 2020 (-10% en rythme trimestriel et -6,8% en glissement annuel) mais son rebond au T2 (+11,5% en rythme trimestriel et +3,2% en glissement annuel) a été suffisamment vigoureux pour permettre une récupération de la totalité du terrain perdu. La Chine se différencie donc sur ce point de la plupart des autres grands pays de la planète.

Le redressement observé depuis quatre mois a été principalement tiré par un rebond en forme de V de la production dans l'industrie et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier. Cependant, le choc subi a été sévère et laisse des traces. Certains secteurs, notamment ceux dépendant du tourisme et de la demande internationale, sont encore loin d'un retour à la normale. Même temporaires, les pertes de chiffres d'affaires des entreprises, les suppressions d'emplois et les pertes de revenus des ménages devraient continuer de peser sur la demande interne, tandis que les perspectives d'exportation sont assombries par les incertitudes sur la reprise dans les pays développés et par le regain de tensions entre la Chine et les États-Unis. Enfin, le risque de nouvelles résurgences de l'épidémie pèse sur les comportements des consommateurs¹.

Nos prévisions de croissance à court terme sont donc exposées à des risques baissiers. À l'inverse, elles sont fermement soutenues par les politiques de relance des autorités. Si le plan de soutien initial pouvait paraître relativement modeste, il prend de l'ampleur progressivement et devrait accompagner le redressement de l'activité au-delà du premier rebond.

REBOND DIFFÉRENCIÉ

L'ensemble des indicateurs d'activité attestent d'un redressement continu depuis quatre mois, avec un rebond plus vigoureux de la production industrielle et de l'investissement public que de la demande privée et des services (graphique 1). Ainsi, la production industrielle a renoué avec des taux de croissance positifs en glissement annuel (g.a.) dès le mois d'avril (+3,9% en volume, puis +4,4% en mai et +4,8% en juin). Sur les six premiers mois de 2020, la production industrielle n'était plus que de 1,3% inférieure à ce qu'elle était sur la même période de 2019. La baisse en valeur est plus marquée en raison de la déflation des prix à la production depuis le début de l'année (-1,9% en moyenne en g.a.). Celle-ci a aggravé la détérioration des profits des entreprises industrielles, inférieurs de 19% en janvier-mai 2020 par rapport à la même période en 2019.

¹ Début juin, l'apparition de nouveaux foyers de Covid-19 à Pékin a conduit les autorités à réintroduire des mesures de confinement dans certains quartiers. Les craintes se sont depuis estompées, et le bilan sanitaire officiel montre une épidémie actuellement sous contrôle, avec une courbe des infections aplatie depuis environ deux mois et seulement 58 cas déclarés pour 1 million d'habitants (certains comtés en Chine ont de fait été totalement épargnés).

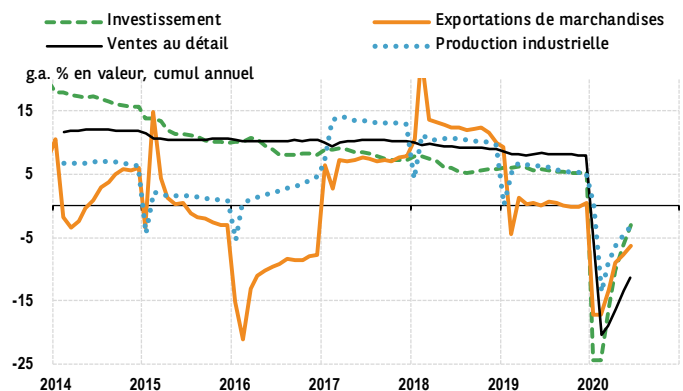
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	6,7	6,1	2,5	8,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	2,9	2,5	2,3
Solde budgétaire officiel, % du PIB	-2,6	-2,8	-3,6	-3,0
Dette du gouvernement central, % du PIB	16,3	17,0	19,6	20,7
Balance courante, % du PIB	0,2	1,0	0,3	0,2

TABLEAU 1

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

REBOND TIRÉ PAR L'OFFRE, VENTES AU DÉTAIL À LA TRAÎNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : NBS, ADMINISTRATION DES DOUANES

Du côté de la demande, l'amélioration depuis mars est tirée par l'investissement, en particulier dans les infrastructures publiques, le secteur de la construction et l'immobilier, qui sont soutenus par les mesures de relance des autorités. L'investissement dans le secteur manufacturier se redresse beaucoup plus lentement, contraint par les difficultés financières des entreprises, notamment des PME. Les entreprises exportatrices restent particulièrement prudentes.

Les données du commerce extérieur montrent, certes, un recul très modéré des ventes de marchandises sur la période allant de mars à juin (-1,6% en moyenne en g.a. en dollars courants) après les fortes perturbations du mois de février (-40%), mais les perspectives d'exportation restent mauvaises à court terme.

La consommation privée repart également difficilement, pénalisée par la dégradation du marché du travail (le taux de chômage est proche de 6% depuis février, contre 5,2% en 2019) et des revenus des ménages (le revenu disponible par tête a baissé de près de 4% en termes réels en g.a. au T1 2020). En juin, les volumes de ventes au détail se contractaient encore en g.a. (-2,9%) en dépit de l'important rebond des ventes automobiles (+11,8%), tandis que les ventes de biens et services par internet se montraient logiquement plus dynamiques (+16%). Les facteurs pesant sur le redressement de la consommation des ménages et les exportations devraient persister à court terme, tandis que les autorités misent d'abord sur les mesures de soutien à l'investissement pour relancer l'économie

STIMULUS BUDGÉTAIRE

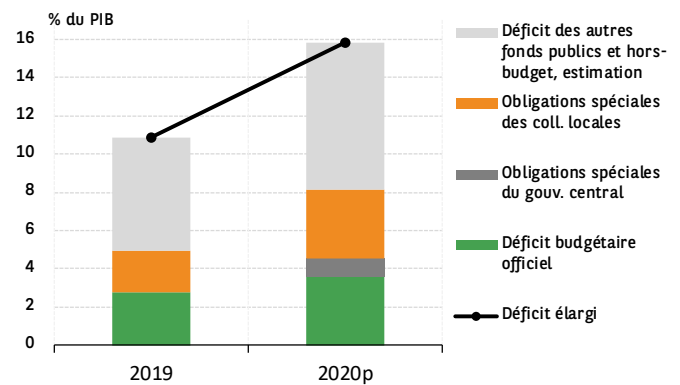
La banque centrale est intervenue depuis le début de la crise du Covid-19 pour répondre aux demandes de liquidités du secteur financier. Elle a assoupli les conditions monétaires et de crédit, et encouragé les banques à couvrir les besoins de trésorerie de leurs clients et à refinancer les prêts existants pour éviter défauts et faillites. Les micro et petites entreprises semblent être au centre des préoccupations des autorités. La croissance des crédits à l'économie (*social financing*) a déjà accéléré de 10,7% en g.a. fin février 2020 à 12,8% fin juin. Elle devrait atteindre 13% à 14% fin 2020. L'assouplissement des conditions de crédit devrait toutefois rester relativement modéré, la marge de manœuvre de la banque centrale étant fortement contrainte par l'endettement excessif de l'économie.

Le soutien à la croissance reposera davantage sur la politique budgétaire. Les mesures introduites et/ou annoncées depuis février visent à aider les secteurs et les entreprises les plus sévèrement affectés par les conséquences de l'épidémie, à soutenir les revenus des ménages, notamment par la relance de l'emploi, et à stimuler la demande interne. L'investissement public dans les projets d'infrastructures reste l'instrument privilégié, et son rebond est notable depuis déjà deux mois. Les mesures prises directement en faveur des entreprises, de l'emploi et de la consommation privée devraient être mises en œuvre plus progressivement.

À l'issue de la session annuelle du parlement fin mai, le gouvernement a publié son budget pour 2020 et annoncé son objectif de déficit, qui doit atteindre 3,6% cette année contre 2,8% en 2019. Bien qu'il soit à un niveau historiquement élevé, ce déficit laisse supposer un plan de relance très modeste. Cependant, le budget « officiel » du gouvernement sous-estime largement l'ampleur réelle du stimulus et plus généralement de la politique budgétaire chinoise. Celle-ci comporte plusieurs volets. Certains d'entre eux sont inscrits au budget officiel, d'autres le sont dans divers comptes hors de ce budget, notamment : les caisses de sécurité sociale, le fonds financé par l'émission d'obligations « spéciales » du gouvernement central, des fonds spéciaux des collectivités locales et les comptes des véhicules de financement de ces collectivités. Les entreprises publiques peuvent également participer à des mesures de relance. Enfin, des transferts entre les différents comptes sont possibles au cours d'un exercice budgétaire.

² Le gouvernement central a eu recours à ce type d'émission obligataire deux fois dans le passé, en 1998 et en 2007.

DÉFICITS BUDGÉTAIRES : OFFICIEL ET ÉLARGI



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOUVERNEMENT CHINOIS, BNP PARIBAS

En plus de leur objectif de déficit officiel, qui est financé par l'émission d'obligations dites « générales » (environ 70% par le gouvernement central et 30% par les collectivités locales), les autorités ont annoncé les montants d'émissions d'obligations « spéciales » en 2020 qui financeront une partie du budget supplémentaire alloué aux mesures de relance post-Covid.

Ainsi, le gouvernement central doit émettre des obligations spéciales pour un total de CNY 1000 mds (soit 1% du PIB estimé de 2020)², et le quota d'émissions d'obligations spéciales pour les collectivités locales a été augmenté de CNY 1600 mds pour atteindre CNY 3750 mds (soit 3,6% du PIB estimé de 2020). La dette publique est presque entièrement libellée en renminbis et émise sur les marchés locaux. La dette du gouvernement central reste modérée et ne devrait pas dépasser 20% du PIB en 2020. En revanche, celle des collectivités locales (et de leurs véhicules de financement) est élevée, estimée à environ 50% du PIB.

En additionnant le déficit officiel, les fonds financés par les obligations spéciales et une estimation des autres comptes publics hors budget, le déficit budgétaire « élargi » s'élève à 10,9% du PIB en 2019 et est prévu à 15,9% du PIB en 2020 (graphique 2). Cette hausse de 5 points de PIB donne une idée plus réaliste de l'ampleur du stimulus budgétaire envisagé par les autorités. Celles-ci n'ont pas précisé les montants alloués aux différentes mesures de soutien. On peut néanmoins souligner : les nouveaux investissements dans des projets d'infrastructures, pour un montant estimé à environ 2% du PIB, et les aides directes aux entreprises et aux ménages (pour un montant total estimé à environ 3% du PIB). Ces dernières comprennent notamment des exonérations et réductions de cotisations sociales et d'impôts, et des modifications de l'assurance-chômage pour accélérer les déboursements et couvrir les travailleurs migrants.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

DÉSILLUSION

L'Inde pourrait enregistrer, cette année, une contraction sans précédent de son activité. Toute la question est de savoir quelle sera l'ampleur du rebond à venir. Les agences de notation commencent à douter d'un retour à son potentiel de croissance au cours des prochaines années car le ralentissement de l'activité est bien antérieur au choc de la Covid-19. Il remonte, a minima, à 2018 mais pourrait être le prolongement de la crise financière de 2009. Depuis 2014, la croissance indienne semble n'avoir été soutenue que par des chocs extérieurs positifs et avoir donné l'illusion d'une croissance robuste. Or, le secteur bancaire reste encore trop fragile pour relancer la croissance sur ses rythmes passés.

CROISSANCE FRAGILE DEPUIS 2018 VOIRE 2009

Sur l'ensemble de l'année budgétaire 2019/20 achevée au 31 mars 2020 (année fiscale 2020), la croissance économique indienne a enregistré une croissance de seulement 4,2%, la performance la plus faible depuis la crise financière internationale de 2009, et bien inférieure au potentiel de croissance estimé à 7,3%. Au dernier trimestre de l'exercice 2019/20 (entre janvier et mars 2020), la croissance n'était que de 3,1% par rapport à la même époque un an plus tôt. Toutes les composantes de la croissance ont décéléré sensiblement ou se sont contractées. Ce fort ralentissement reflète, en partie seulement, l'impact de l'épidémie de coronavirus sur l'activité économique.

Le ralentissement de l'activité est bien antérieur à la crise du coronavirus. Il a débuté en septembre 2018, suite à la faillite de deux filiales de la société financière non bancaire *Infrastructure Leasing & Financial Services* (IL&FS). Depuis cette date, l'activité économique a progressivement ralenti, les profits des entreprises ont baissé et le taux de chômage a augmenté.

La faillite de IL&FS a généré une forte baisse de l'offre de crédit de la part des organismes de financement non bancaires (les *Non Banking Financial Companies* et les *Housing Finance Companies*) dont le poids dans le financement de l'économie (notamment celui des ménages, des sociétés immobilières et des PME) avait très fortement augmenté à partir de 2014 (les NBFC et les HFC s'étant substituées aux banques publiques alors en difficulté). À partir de 2018, les sociétés de gestion d'actifs (mutual funds), principales sources de financement des NBFC, ont fortement réduit leur exposition aux plus fragiles d'entre eux, générant une forte hausse de leurs coûts de financement et une crise de liquidité.

La baisse du crédit non bancaire depuis septembre 2018 a pénalisé tout un pan de l'activité économique, notamment les secteurs de la construction et de l'immobilier. Le nombre de projets immobiliers résidentiels a baissé de 85% sur l'année 2019/20 et les prix de vente des biens résidentiels se sont contractés de 2,7% en g.a au T4 2019. Sur l'ensemble de l'année 2019, seulement un tiers des demandes de crédit des TPE (très petites entreprises) et des PME (petites et moyenne entreprises), qui jouent un rôle essentiel dans l'économie (elles sont à l'origine de 29% du PIB et 48% des exportations), a été accordé.

Depuis septembre 2019, le ralentissement de l'activité s'est intensifié. La consommation des ménages a ralenti conjointement à la hausse du taux de chômage et les investissements des entreprises se sont contractés (-2,8% sur l'ensemble de l'année 2019/2020) avec la baisse de leurs profits et des difficultés de financement. Enfin, les exportations se sont contractées, comme dans le reste de l'Asie, reflet des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis.

¹ Arvind Subramanian et Josh Felman (2019).

PRÉVISIONS

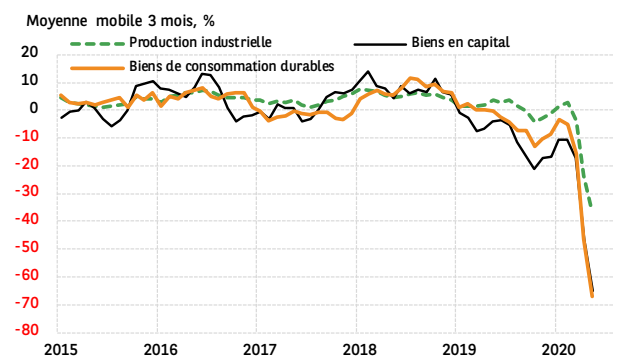
	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel(1), variation annuelle (%)	6,1	4,2	-4,7	8,3
Inflation moyenne(1) (CPI, %)	3,4	4,7	3,5	4,4
Solde budgétaire gouv et adm.(1) / PIB (%)	-6,3	-7,3	-11,5	-8,5
Dette gouv et des adm. (1) / PIB (%)	69,9	72,2	84,9	83,7
Solde courant(1) / PIB (%)	-2,1	-0,8	-0,1	-1,0

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

TABLEAU 1

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

PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : RBI

Selon certains économistes¹ le ralentissement économique enregistré depuis 2018 ne serait qu'un prolongement des conséquences de la crise de 2009. En effet, depuis 2009, la situation financière des banques et des entreprises est restée fragile, pénalisant les investissements, la compétitivité et *in fine* les exportations indiennes. Depuis 2014-15, une succession de chocs extérieurs positifs temporaires aurait permis de soutenir la croissance (en particulier la forte baisse des prix des matières premières et la hausse du crédit non bancaire depuis 2014) et donné l'illusion d'une croissance robuste.

En revanche, la crise de la Covid-19 a frappé de plein fouet une économie déjà fondamentalement plus fragile avec des marges de manœuvre budgétaires et monétaires limitées pour faire face au choc. Ainsi, pour la première fois depuis l'année budgétaire 1979/80, l'Inde n'échappera pas à la récession, ce qui n'était pas anticipé au début de la pandémie.

UNE CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ SANS PRÉCÉDENT

En juin dernier, le FMI a révisé ses prévisions de croissance. Il estime désormais que l'économie indienne se contractera de 4,5% sur l'année 2020/21 (alors qu'il n'anticipait en avril qu'un fort ralentissement à 1,9%) et ne rebondira que de 6% en 2021/22. Le confinement de la population pendant dix semaines a eu un effet sans précédent sur l'activité économique. Par ailleurs, même si le confinement général est levé depuis le 1^{er} juin, plusieurs états ont été contraints de maintenir certaines villes ou quartiers confinés au regard de l'évolution de l'épidémie. Fin juin, le nombre de nouveaux cas de coronavirus était toujours en augmentation de 4% par jour.

Pendant le confinement, la contraction de l'activité a atteint des niveaux sans précédents. En avril-mai, la baisse de la production industrielle a atteint -46% en moyenne par rapport à la même période l'année dernière (après avoir reculé de plus de 18% en g.a. en mars), la contraction de l'activité étant particulièrement forte pour la production de biens en capital. Les résultats d'enquête auprès des entrepreneurs dans l'industrie et les services confirment une forte contraction de l'activité pour le troisième mois consécutif fin juin.

Depuis la fin du confinement généralisé le 1^{er} juin, l'activité a légèrement rebondi. L'indice de confiance des entrepreneurs dans l'industrie s'est redressé en juin à 47,2 bien qu'il reste inférieur à 50, seuil au-delà duquel l'activité progresse. Le taux de chômage a reflué de plus de 15 points de pourcentage à 8% mi-juillet par rapport à son point haut enregistré en avril-mai. Enfin, après avoir considérablement chuté en avril, la consommation d'électricité est repartie à la hausse. Par ailleurs, indépendamment de l'épidémie de Covid-19, selon les organismes météorologiques, la mousson devrait être bonne cette année et soutenir les revenus des ménages ruraux.

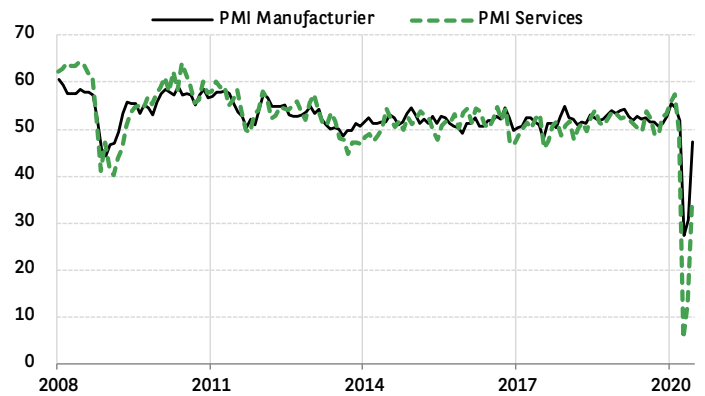
UN SECTEUR BANCAIRE FRAGILE POUR FAIRE FACE AU CHOC

Le secteur bancaire indien est fragile, en particulier les banques publiques, même si le sauvetage en mars 2020 de Yes Bank par le gouvernement et la banque centrale a rappelé que certaines banques privées pouvaient être vulnérables.

Certes, globalement, la qualité des actifs bancaires s'est améliorée depuis 2018 mais elle reste fragile alors que les provisions sont insuffisantes (selon le FMI le ratio des créances douteuses nettes des provisions au capital s'élevait à 41% fin 2019). Fin septembre 2019, le ratio de créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire était de 9,2% mais il atteignait encore 12,7% dans les banques publiques (contre 3,9% dans les banques privées). Par ailleurs, en dépit de l'adoption de la loi sur les faillites en 2016 (*Insolvency and Bankruptcy Code*), les délais de restructuration de dettes restent longs (394 jours en moyenne) bien qu'ils aient été considérablement réduits.

Fin mars 2020, les fonds propres étaient globalement suffisants pour respecter les exigences de solvabilité grâce aux importantes injections de capital par le gouvernement² au cours des deux dernières années (le ratio d'adéquation en fonds propres s'élevait à 15,3%).

INDICES DE CONFIANCE DES ENTREPRENEURS (PMI)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MARKIT

Néanmoins, la situation reste très hétérogène selon les banques publiques et certaines d'entre elles pourraient avoir besoin, une fois encore, de nouvelles injections de capital dans les prochains mois.

Par ailleurs, la liquidité est insuffisante (les actifs liquides ne couvraient que 22,9% des engagements à court terme fin 2019) et la rentabilité est extrêmement faible (les ROA et ROE s'élevaient à seulement 0,2% et 2,7% en 2019).

La crise économique générée par l'épidémie de Covid-19 va générer une hausse des risques de crédit estimée à 220 points de base par S&P en mai dernier mais elle pourrait être beaucoup plus importante au regard de la contraction de l'activité prévue. En outre, dès 2019, la situation financière des entreprises a commencé à se dégrader. La banque centrale estimait en fin d'année que les secteurs d'activité les plus fragiles en termes de risques de crédit étaient : la construction, les métaux, les infrastructures, l'exploitation minière.

Hormis les entreprises et salariés des secteurs du transport, de la construction, du tourisme, des restaurants et centres commerciaux, les agents économiques les plus exposés au confinement ont été les ménages et les très petites, petites et moyennes entreprises (qui représentent respectivement 27% et 5% des crédits bancaires). La suspension des remboursements de prêts pour une durée de trois mois aura permis d'alléger en partie seulement les tensions sur ces emprunteurs. En outre, même si les banques sont les principaux créanciers des moyennes entreprises, ce sont les NBFC qui sont les plus exposées aux emprunteurs les plus fragiles.

Les banques et les NBFC vont devoir affronter la hausse des risques de crédit alors qu'elles sont déjà fragilisées. Même si elles devraient continuer de bénéficier du soutien du gouvernement, elles seront plus sélectives dans l'octroi de financement, ce qui constituera un frein à la reprise.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

² Au cours des deux derniers exercices budgétaires, le gouvernement a injecté INR 2826 mds i.e l'équivalent de 1,4% du PIB afin de recapitaliser les banques publiques les plus fragiles;

FRAPPÉ DE PLEIN FOUET

Alors que l'épidémie de Covid-19 continue de progresser, les mesures de confinement ont commencé à s'assouplir dans certaines régions du pays. La baisse d'activité au T2 devrait être forte avec un creux atteint en avril. Le scénario d'un redressement rapide de l'économie semble contraint par la faiblesse des moteurs de croissance, notamment l'investissement. Des mesures de politique budgétaire et monétaire continuent d'être annoncées ou prolongées pour contenir les effets de la crise. Tandis que les équilibres budgétaires se dégradent et que la monnaie reste faible, la poursuite du cycle d'assouplissement monétaire a contribué à doper la Bourse.

UNE GESTION CONTROVERSÉE DE LA CRISE SANITAIRE

Sur fond d'escalade des tensions juridico-politiques au cours des derniers mois¹, la gestion de la crise sanitaire de la part des autorités fédérales demeure très controversée : suspension temporaire de la publication des données relatives à la Covid-19, limogeage successif de deux ministres de la Santé, absence de stratégie au niveau national, fortes dissensions entre les différents niveaux de gouvernement, veto présidentiel pour atténuer les exigences d'une loi nécessitant le port du masque dans certains espaces publics.

Ce contexte a accentué les difficultés à contrôler la progression de l'épidémie qui, pour le moment, continue de battre son plein. Début juillet, avec près de 65 000 décès, et plus de 1,6 million de cas recensés — y compris le président lui-même — le Brésil est le 2^e pays le plus affecté par l'épidémie de Covid-19 après les États-Unis. Le nombre de décès cumulés par million d'habitants (313) reste pour l'instant en deçà de celui de pays voisins, tels que le Chili et le Pérou, mais aussi de pays comme la France (460), la Suède (540), l'Italie (577) ou la Belgique (844). Toutefois, en affichant le nombre de décès quotidiens le plus élevé au monde (plus de 1 000 en moyenne mobile sur une semaine), le Brésil devrait très rapidement être propulsé en haut de ce classement.

Au niveau national, l'inversion de la courbe épidémique devrait prendre plusieurs mois du fait de la progression plus tardive du virus dans certaines régions (notamment le centre-ouest et le sud du pays). Toutefois, dans les régions initialement les plus touchées, y compris dans les États de Sao Paulo et Rio de Janeiro — les deux poumons économiques du pays (près de 50% du PIB) — la progression de l'épidémie s'est stabilisée et dans certains cas a ralenti. Les gouverneurs des États ainsi que les maires — à qui il incombe de décider de la reprise de l'activité — ont assoupli les mesures de confinement et procédé à la réouverture progressive des commerces. La levée des restrictions demeure toutefois très hétérogène entre États.

DES PERTES D'ACTIVITÉ CONSÉQUENTES

Les résultats du PIB du premier trimestre, publiés fin mai, ont mis en évidence les premiers effets de la pandémie sur l'activité. Le PIB s'est contracté de 6% t/t en rythme annuel (-0,2%, g.a.), marqué par un recul dans l'industrie et les services en baisse de 5% à 6% en rythme annualisé. La correction a été limitée par la bonne tenue du secteur agricole et de l'élevage, moins affecté par la crise.

L'ampleur du choc récessif devrait être conséquente au T2, avoisinant les -35% t/t en rythme annuel mais moins forte que ce que l'on pouvait craindre.

¹ Démission du très populaire, Sergio Moro, ministre de la Justice accusant le Président Bolsonaro d'ingérence dans une enquête de police fédérale impliquant des membres de sa famille et autres proches notamment pour détournement de fonds ; enquête menée par la Cour suprême au sujet d'une campagne de désinformation sur les réseaux sociaux orchestrée par des parlementaires et des proches du Président, dont ses deux fils, pendant les élections présidentielles ; attaque à coups de feu d'artifice par un groupe pro-bolsonariste contre un bâtiment de la Cour suprême et multiplications des menaces à l'encontre des juges.

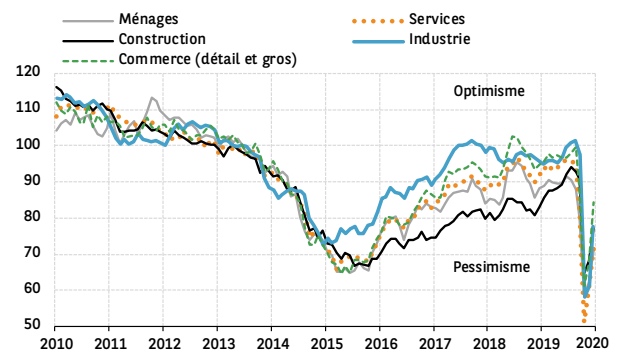
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	1,3	1,1	-7,0	4,0
Inflation moyenne (IPC, %)	3,7	3,7	2,6	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-7,1	-5,9	-16,3	-6,7
Dette publique, % du PIB	77,2	78,2	98,0	94,2
Solde courant / PIB (%)	-2,3	-2,9	-0,8	-0,8

TABLEAU 1

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

INDICES DE CONFIANCE DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : FGV

Certes en avril, au cours du premier mois complet des mesures de confinement, l'indicateur avancé du PIB de la banque centrale (IBC-R) s'est effondré (-9,7% m/m et -15,1% en g.a.), reflétant la chute de la production industrielle (-18,8% m/m ; -27,2% en g.a.) et une baisse record de l'activité dans les services (-11,7% m/m ; -17,2% en g.a.). Les données d'enquêtes montrent que les activités de services et l'emploi dans le secteur ont continué de se dégrader au cours du trimestre (PMI services à 35,9 en juin). Depuis mai, le redressement de la confiance des ménages et des entreprises demeure très insuffisant pour compenser la chute historique observée en avril.



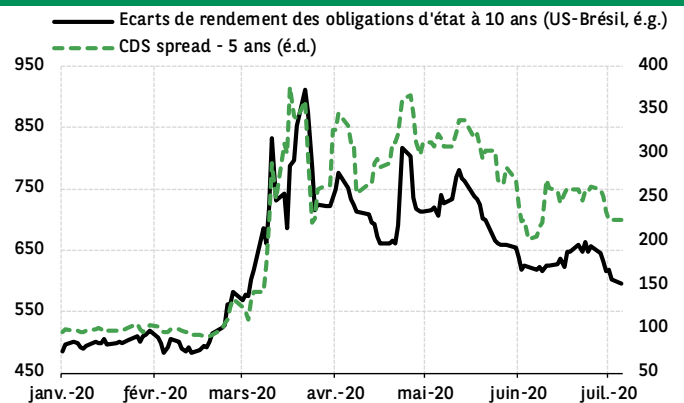
L'indicateur de l'investissement de l'IPEA pour le mois de mai montre cependant une reprise plus rapide qu'attendu de l'investissement (+28,2% m/m), tirée notamment par une hausse de dépenses dans le secteur de la construction civile. L'interruption, plus courte que prévu, des activités de production de biens d'équipement, de biens intermédiaires ainsi que des biens de consommation durables et non durables ont également permis en mai un rebond de la production industrielle (+7% m/m, -21,9% en g.a.) avec 20 secteurs sur 26 enregistrant une croissance positive. Dans le même temps, le flux des poids lourds sur les routes à péage a progressé de près de 10% sur le mois, tandis que les ventes au détail (y compris véhicules et matériaux de construction) se sont aussi raffermies (+19,6% m/m) après deux mois de repli. Grâce aux mesures de soutien à la liquidité, le crédit aux entreprises progresse et passe en termes réels en territoire positif pour la première fois depuis 2014 (+8,5%, en g.a. en mai contre -1,6% en février).

Après quatre mois de contraction, l'indice PMI dans le secteur manufacturier est aussi repassé en juin en phase d'expansion (51,6), tiré notamment par la remontée de nouvelles commandes. Enfin, la balance commerciale a affiché de bonnes performances au cours des derniers mois, du fait de la reprise de la demande chinoise et de la résistance du prix de certaines matières premières agricoles (ex. soja, orange, sucre, bœuf) et du minerai de fer. La bonne tenue des exportations en volume, alors même que les importations ralentissent fortement, laisse ainsi augurer une contribution positive du commerce extérieur net à la croissance.

ÉCARTEMENT D'UN SCÉNARIO DE REPRISE EN V

La vigueur de la reprise devrait toutefois être contrainte par l'absence de facteurs de soutien durables à la croissance. La relance par l'investissement public devrait être limitée par la fragilité des comptes publics. Dans le même temps, les entreprises devraient reporter leurs décisions d'investissement du fait de capacités de production fortement excédentaires², de la faiblesse de la demande ainsi que du besoin d'honorer les engagements financiers temporairement suspendus pendant la crise. Pénalisées par la faiblesse de la monnaie et une hausse de l'endettement, certaines entreprises s'attèlent à réduire leurs coûts (baisse des intrants importés et réduction de l'emploi) et leurs investissements. La suspension d'un grand nombre d'enchères, associé au programme de concessions et de privatisations (USD 36 mds prévus initialement en 2020), devrait entraîner un fléchissement des investissements directs étrangers (représentant 25,5% de la formation brute de capital fixe d'après la CNUCED). La hausse de l'épargne de précaution, le prolongement dans le temps des pratiques de distanciation sociale et la dégradation des conditions sur le marché du travail vont également peser sur les perspectives de croissance de la consommation privée. La hausse, jusqu'alors limitée du chômage (12,6% fin mai contre 11,9% fin décembre), est en réalité faussée par la baisse de la population active reflétant la forte hausse du nombre de travailleurs « découragés ». En maintenant le taux de participation à la population active à son niveau observé fin 2019, le chômage atteindrait près de 21%, d'après GSP. Au vu de ces considérations, l'activité ne devrait pas retrouver son niveau d'avant crise au minimum avant courant 2022³.

ÉVOLUTION DES PRIMES DU RISQUE SOUVERAIN (POINTS DE BASE)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, DATASTREAM

LE SOUTIEN DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES SE POURSUIT

En juin, la Banque centrale brésilienne (BCB) a dévoilé un nouveau programme de soutien aux micros, petites et moyennes entreprises avec un potentiel de crédit de près de USD 40 mds. Afin d'accroître davantage la liquidité des entreprises, elle devrait aussi procéder à l'achat de titres de dette privés sur le marché secondaire. Par ailleurs, la BCB a été autorisée par le Congrès à intervenir sur le marché primaire de la dette souveraine. Elle ne compterait toutefois pas faire usage de cette prérogative pour « aplatis » la courbe des taux qui s'est fortement redressée depuis quelques mois. Avec une inflation très en dessous de la cible, la BCB a procédé à trois baisses de son taux directeur depuis mars (-200 points de base en cumulé à 2,25%). L'assouplissement monétaire a participé au regain de la Bourse brésilienne qui a effacé une partie de ses pertes subies en mars (-45% au plus bas contre -13% début juillet par rapport au début d'année). Toutefois, malgré un rebond en mai, l'USD/BRL reste en retrait de 25% sur l'année et demeure la monnaie émergente la plus volatile depuis février. Un retour marqué de la part des investisseurs étrangers se fait toujours attendre suite à d'importants flux nets sortants (USD 32 mds sur la période mars-mai).

Le gouvernement a prolongé de nombreuses mesures de soutien aux populations les plus vulnérables, aux États et municipalités ainsi qu'aux entreprises. L'impact budgétaire total des mesures avoisinerait les 9 points de PIB, le déficit primaire s'établirait au minimum à 11,5% du PIB et le ratio de dette publique devrait être proche de 100% du PIB d'après les dernières estimations du ministère de l'Économie. La dégradation des équilibres budgétaires ne s'est pour l'instant pas traduite par une remontée durable des primes de risque souverain. Après avoir connu un écartement important en mars, le *spread* sur la dette à 10 ans entre le Brésil et les États-Unis, ainsi que le *spread* CDS se sont détendus. Mais ils demeurent respectivement à 100 et 150 points de base au-dessus de leur niveau d'avant-crise et le risque d'un récartement reste élevé.

Salim Hammad

salim.hammad@bnpparibas.com

² L'indicateur d'utilisation des capacités de production dans l'industrie avec un taux à 60% en mai et 66,6% en juin reste très en deçà de sa moyenne historique (80%). Les stocks à écarter de biens semi durables, non durables ainsi que les biens d'équipement sont élevés et devraient aussi freiner la croissance de la production.

³ L'incertitude autour des projections demeure élevée, en témoigne la forte amplitude des prévisions de croissance des organismes officiels : -6,4% pour la banque centrale en 2020 contre -8% pour la Banque mondiale (+2,2% en 2021), -9,1% par le FMI et l'OCDE (qui suppose une 2^e vague de la pandémie au T4) avec une reprise à +3,6% et +2,4% respectivement en 2021.



MIEUX ARMÉE POUR FAIRE FACE AU CHOC

L'économie est plus solide aujourd'hui qu'il y a cinq ans. Depuis la crise de 2014-15, le gouvernement est parvenu à reconstituer son fonds souverain qui lui permet aujourd'hui de compenser la perte de recettes pétrolières. Ses finances publiques sont moins dépendantes des revenus pétroliers (grâce à la hausse de la TVA en 2019) et le gouvernement ne devrait pas avoir de difficultés à remplir ses engagements à court terme. Pour autant, l'impact du confinement et de l'effondrement des prix des matières premières sur la croissance sera élevé, et il ne sera pas sans conséquence pour le secteur bancaire, encore fragile, mais moins vulnérable à un choc de change.

FORTE CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ ATTENDUE AU T2 MAIS PREMIERS SIGNES DE REBOND EN JUIN

La Russie a été confrontée à un double choc en 2020 : un choc de demande et un choc d'offre provoqués par le confinement de la population (entre le 30 mars et le 11 mai voire jusqu'à mi-juin dans certaines communes), l'effondrement du prix de l'Oural de pétrole (-40% en g.a. sur les six premiers mois de l'année) et la baisse de la production de pétrole depuis le 1^{er} mai (-20%) dans le cadre des accords signés avec l'OPEP+.

Le PIB réel, qui affichait encore une progression de 1,6% en glissement annuel (g.a.) au premier trimestre 2020, a chuté de 11% en g.a. en moyenne sur avril-mai selon les premières estimations du ministère du Développement économique. La baisse de la production industrielle s'est même accentuée de -6,6% en avril à -9,6% en mai. Toutes les composantes de la demande ont fortement baissé. Les ventes au détail ont reculé de 21% en moyenne sur avril-mai. Le taux de chômage a atteint 6,2% en juin, un record depuis la crise financière de 2009 et les salaires réels fléchissent (-2% en mai). De même, sur les quatre premiers mois de l'année, les profits des entreprises se sont contractés de 54,4% en g.a.

En juin, l'activité devrait légèrement rebondir avec la fin du confinement, comme le laissent à penser les derniers résultats d'enquête. L'indice de confiance des entrepreneurs dans l'industrie a rebondi à 49,4 en juin après avoir atteint un point bas de 31,3 en avril. Même si cet indice composite reste inférieur au seuil de 50 (au-delà duquel l'activité progresse), les industriels anticipent une accélération de l'activité et font état d'une hausse de leurs carnets de commandes. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, le ministère du Développement économique prévoit, malgré tout, une contraction de l'activité de l'ordre de 9,7% en g.a.

Au second semestre, l'activité continuerait de se raffermir mais la reprise sera lente et graduelle. Elle sera favorisée par une politique monétaire accommodante (la CBR a abaissé ses taux de 175 points de base depuis janvier), un soutien financier aux ménages les plus pauvres, une légère hausse des dépenses publiques et la modération des pressions inflationnistes.

D'ici la fin de l'année, la hausse des prix à la consommation devrait en effet rester contenue sous le seuil de 4% en g.a. fixé par la banque centrale. En juin, l'inflation s'est établie à 3,2%, alors même que l'essentiel de la dépréciation du rouble enregistrée au printemps a probablement été déjà répercutée. La banque centrale dispose donc d'une marge de manœuvre pour abaisser ses taux directeurs au-delà de 4,5%, même si une nouvelle baisse des taux ne devrait guère excéder 50 points de base. La banque centrale a rappelé lors de son comité de politique monétaire de juin dernier qu'elle ne souhaitait pas voir ses taux réels passer en territoire négatif. Néanmoins, même si la politique

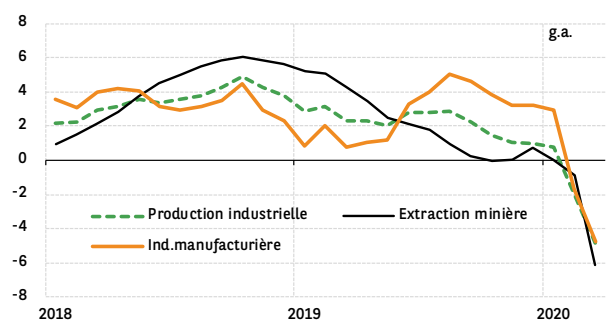
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	2,5	1,3	-4,2	3,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	2,9	4,5	3,7	3,7
Solde budg. du gouv. et des adm. % PIB	2,9	1,9	-4,8	-3,0
Dette publique, % du PIB	14,5	15,3	20,3	21,1
Balance courante, % du PIB	6,8	3,8	0,1	1,2

TABLEAU 1

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

PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ROSSTAT

monétaire est particulièrement accommodante (les taux directeurs n'ont jamais été aussi bas), un rebond des investissements avant 2021 est difficilement envisageable.

Selon la banque centrale, la contraction de l'activité sera comprise entre 4 et 6% en 2020 alors que le FMI prévoit pour sa part une baisse du PIB de 6,6% avant un important rebond en 2021.

LE FONDS SOUVERAIN A PERMIS DE COMPENSER LA BAISSSE DES RECETTES

Depuis la crise de 2015, le gouvernement et la banque centrale se sont efforcés de réduire la dépendance du pays au pétrole. C'est chose faite. En 2019, le prix d'équilibre du budget était de seulement USD 42 le

baril alors qu'il s'établissait à USD 113 il y a cinq ans. Par ailleurs, au premier semestre 2020, en dépit de l'effondrement des recettes issues des activités de pétrole et de gaz (-35,4%), l'ensemble des recettes budgétaires ne s'est contracté que de 4,8%. En effet, conformément à la règle fiscale en vigueur depuis 2017, le gouvernement a utilisé une partie des actifs du fonds de richesse nationale (pour un total de USD 12,5 mds) afin de compenser la perte de recettes pétrolières induites par des prix du pétrole inférieurs à USD 42 le baril entre le 11 mars et le 30 juin 2020. Au 1^{er} juin, son fonds s'élevait à USD 171 mds soit 10,7% du PIB 2019.

Le gouvernement a ainsi pu maintenir ses dépenses engagées au titre du budget 2020 et faire face à la très forte hausse des dépenses de santé engendrée par l'épidémie de coronavirus. Sur les six premiers mois de l'année, l'ensemble de ses dépenses a augmenté de près de 26%, générant un déficit annualisé équivalent à 1,9% du PIB 2019.

Pour faire face à l'épidémie de coronavirus et aux conséquences économiques induites par le confinement (notamment pour les ménages et les PME), le gouvernement a annoncé trois plans de soutien budgétaire dont le coût total est estimé à 2,8% du PIB par la Banque mondiale. De plus, le 2 juin dernier, le ministère des Finances a annoncé un « plan de soutien à la reprise » d'une valeur de RUB 5000 mds (soit 4,1% du PIB) qui sera mis en place entre le T3 2020 et le T4 2021. Néanmoins, ce plan inclut déjà une très grande partie des mesures de soutien annoncées précédemment (notamment des mesures monétaires prises par la banque centrale envers les PME) et les dépenses supplémentaires qui incomberont au budget sont estimées à seulement RUB 430 mds (0,4% du PIB). Environ un tiers sera engagé au cours du second semestre 2020 et les deux-tiers restant feront partie du budget 2021.

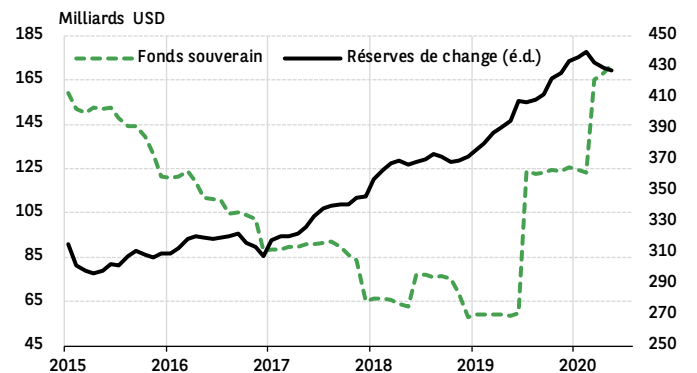
Sur l'ensemble de l'année 2020, le déficit budgétaire devrait avoisiner 5% du PIB et la dette excéder légèrement 20% du PIB. Le risque de refinancement de la dette russe est extrêmement contenu, même si des tensions sur le marché obligataire sont apparues depuis fin juin suite à l'annonce, par le ministère des Finances, d'émissions de dette obligataire domestique plus importantes que prévu. La dette est détenue à 67% par les résidents et les remboursements pour 2020 et 2021 sont estimés à USD 17 et 23 mds, dont seulement 4 mds en dollar US.

LES COMPTES EXTÉRIEURS RESTENT SOLIDES

Au 1^{er} juillet, les réserves de change s'élevaient à USD 438 mds (-5 mds depuis le début de l'année) et le rouble n'avait perdu que 9,1% de sa valeur face au dollar US depuis la fin 2019, alors même que le prix de l'Oural de pétrole a baissé de plus de 38% en moyenne. Cette relativement bonne tenue du rouble s'explique par l'application de la règle fiscale de 2017 : les ventes d'actifs du fonds de richesse nationale (pour compenser les pertes budgétaires) ont permis de soutenir la monnaie russe. Sur les six premiers mois de l'année, l'excédent du compte courant a en effet baissé de 48% par rapport à la même période l'année dernière (à seulement USD 22,3 mds) même si le déficit de la balance des services s'est réduit avec la fermeture des frontières. La balance commerciale reste en surplus mais celui-ci s'est réduit de plus de 46% avec la contraction des exportations de pétrole.

Au second semestre, l'allègement des restrictions sur les voyages internationaux et la reprise attendue des importations de biens, conjointement au rebond de la demande intérieure, vont peser sur le compte courant alors même que les exportations devraient rester faibles. Sur l'ensemble de l'année 2020, le surplus du compte courant devrait être proche de zéro.

FONDS SOUVERAIN ET RÉSERVES DE CHANGE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CBR

Les pressions à la baisse sur le solde du compte courant seront compensées par la hausse des investissements de portefeuille. Depuis le mois de mai, les investisseurs étrangers ont à nouveau manifesté de l'intérêt pour la dette russe dont les émissions devraient atteindre sur l'ensemble de l'année RUB 5 tn (4,5% du PIB). Ainsi, au 1^{er} juin, ils détenaient 31,8% de la dette domestique (contre 32,2% en début d'année).

LE SECTEUR BANCAIRE PLUS SOLIDE QU'EN 2014

Le secteur bancaire est moins fragile qu'en 2014 pour affronter la crise qui se profile : la liquidité a augmenté, la dette des banques s'est réduite (notamment la dette libellée en dollars) et la position extérieure du secteur s'est renforcée. Par ailleurs, la qualité des actifs s'est améliorée depuis 2018, même si elle reste fragile et le degré de dollarisation a fortement baissé. En mai 2020, les créances douteuses représentaient encore 10,9% des prêts, sachant que les restructurations provoquées par la crise de la Covid-19 (et les provisions qui seront alors constituées) ne seront pas effectives avant le 30 septembre.

Dans les secteurs du pétrole et des métaux, la situation financière des entreprises semble suffisamment solide pour faire face à la baisse des prix et de la demande. En revanche, le confinement aura des répercussions beaucoup plus fortes sur les entreprises des transports, de l'immobilier, de la construction et du tourisme.

La banque centrale anticipe une forte hausse des créances douteuses jusqu'au début 2021. Les taux de défaut devraient être multipliés par deux, voire trois, dans ces secteurs d'activité et atteindre 11-13% dans l'hôtellerie, 9-10% dans la production de biens dits « non essentiels » et 6-7% dans l'immobilier. Entre le 20 mars et le 6 mai 2020, les banques ont déjà restructuré l'équivalent de 3,7% des prêts des grosses entreprises et 6,9% des prêts des PME. Le secteur bancaire russe devrait néanmoins être en mesure de faire face à la montée du risque de crédit. En avril, son ratio de solvabilité s'élevait à 12,7%. Par ailleurs, il continuera de bénéficier du soutien du gouvernement, même s'il est sélectif.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

POLOGNE

11

TROU D'AIR PASSAGER

L'économie polonaise est affectée par la pandémie de Covid-19 au travers de la baisse de la demande étrangère et des effets de son propre confinement sur la consommation domestique. Toutefois, le gouvernement dispose de marges de manœuvre, notamment grâce à un niveau de dette publique raisonnable à fin 2019. Certes, le PIB ne devrait pas retrouver son niveau d'avant-crise avant mi-2021, ce qui devrait contraindre la reprise de l'investissement. Cependant, la Pologne devrait ensuite retrouver sa trajectoire de croissance. En effet, ses atouts – compétitivité du change, abondance de la main-d'œuvre, coûts salariaux avantageux, gains de productivité – qui font de la Pologne la 5^e industrie de l'Union européenne, perdurent.

FORTE RÉCESSION AU 2^E TRIMESTRE

Au sein de l'Union européenne, la Pologne est l'un des pays qui ont vu leur PIB se contracter le moins sévèrement au 1^{er} trimestre 2020. Cela reflète le dynamisme résilient de l'économie qui ne se dément pas depuis maintenant près d'une quinzaine d'années. Ainsi, la part de l'industrie manufacturière polonaise dans celle de l'ensemble de l'Union européenne est passée de 2,2% en 2004 à 4,5% en 2019. Toutefois, le PIB enregistrera en 2020 avec -3%, sa première contraction en moyenne annuelle depuis 1991.

Le pays est parvenu à maintenir relativement sous contrôle l'épidémie de Covid-19, avec 900 cas pour 1 million d'habitants, au prix d'un confinement qui a débuté à la mi-mars et durci dans les semaines qui ont suivi. À partir de début mai, l'essentiel des restrictions ont été graduellement levées.

Au 2^e trimestre, la Pologne a subi un double choc de demande, sur la demande extérieure (baisse de 30% des exportations en avril), mais également sur la demande domestique, bien que de façon plus atténuée. Les ventes au détail en volume ont ainsi reculé de près de 10% ce même mois, avant de revenir à la normale en mai.

La production manufacturière a chuté de 27% en glissement sur un an en avril 2020, un rythme voisin de celui de la moyenne de l'Union européenne, mais moindre que dans les autres pays d'Europe centrale (où le poids du commerce extérieur est plus élevé). En mai, la production a quelque peu repris, mais elle est restée -17% en deçà du niveau de mai 2019. Juin devrait encore rester en dessous de la normale malgré une plausible nouvelle accélération.

Les signes de récupération au 3^e trimestre sont plus francs, avec l'anticipation, dans les enquêtes, d'un rebond de la production dans le secteur manufacturier, et d'un autre – léger – de la confiance des ménages. Les perspectives d'investissement seront néanmoins plus durablement affectées.

Malgré le fort à-coup conjoncturel récent, la convergence du niveau de vie des Polonais vers la moyenne européenne n'est pas remise en cause : il a atteint 76% de cette moyenne fin 2019, contre 61% dix ans plus tôt.

D'autres cercles vertueux devraient faciliter la sortie de récession. Premièrement, la baisse du prix du pétrole (qui pourrait atteindre USD 38 le baril en moyenne en 2020, contre 64 en 2019) devrait permettre à l'excédent courant de se renforcer à 2,2% du PIB (0,5% en 2019), et à l'inflation de passer sous les 2% au dernier trimestre 2020 après un pic à 4,6% au 1^{er} trimestre. La désinflation sera un soutien notable au pouvoir d'achat des ménages.

Deuxièmement, malgré l'assouplissement monétaire en cours, ces cercles vertueux et un écart de rendements obligataires positif par rapport à la zone euro devraient continuer d'attirer des capitaux et

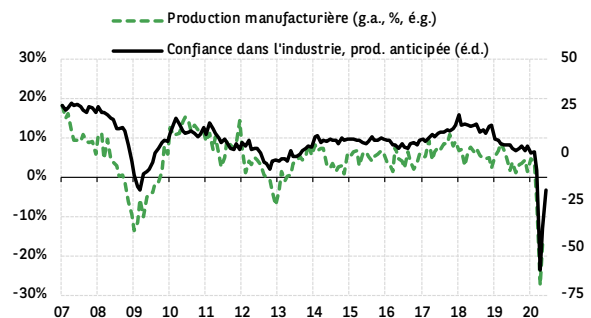
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	5,2	4,1	-3,0	3,5
Inflation moyenne (IPC, %)	1,8	2,2	3,0	2,6
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,2	-0,7	-7,0	-5,0
Dette publique / PIB (%)	48,8	46,4	56,0	57,5
Solde courant / PIB (%)	-1,0	0,5	2,2	1,5

TABLEAU 1

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

PRODUCTION MANUFACTURIÈRE ET PRODUCTION ANTICIPÉE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, DG ECFIN

donc de soutenir le zloty. Ce dernier devrait se réapprécier par rapport à sa parité actuelle de 4,35 PLN pour un euro.

SOUTIEN CONSÉQUENT DU POLICY MIX

La Pologne disposait d'un avantage lorsque la crise de la Covid-19 a éclaté : ses marges de manœuvre tant budgétaires que monétaires. Ainsi, la dette publique n'avait cessé de diminuer depuis 2016, pour atteindre 46% du PIB en 2019.

Avec la crise sanitaire, des mesures budgétaires ont rapidement été prises. Elles ont consisté principalement dans l'octroi d'aides directes, le report de charges pour les entreprises et l'indemnisation du chômage partiel, pour un total atteignant près de 4,5% du PIB.



De plus, des fonds hors budget ont été avancés pour près de 4,5% du PIB par l'intermédiaire du fonds de développement polonais, grâce à des émissions obligataires avec la garantie de l'État. Enfin, des prêts garantis ont également été consentis pour un total proche de 3 points de PIB par l'intermédiaire de la banque publique BGK (pouvant aller jusqu'à 4,5 points).

Les finances publiques devront composer avec une sous-activité qui devrait s'étaler jusqu'à la mi-2021, ce qui laisse prévoir un déficit public encore conséquent en 2021 (5% du PIB), après déjà -7% en 2020. La crainte d'une hausse de chômage pourrait contribuer à une poursuite de l'effort budgétaire, même si cette dernière est contenue à 6% de la population active à fin mai (5% avant la Covid).

La dette publique devrait s'accroître d'environ 11 points de PIB à l'horizon 2021. Toutefois, la relance monétaire a permis de lever toute crainte sur la capacité d'absorption des émissions de dette supplémentaires par le marché. La banque centrale a initié un programme d'achat de titres publics, qui a déjà atteint près de PLN 100 mds entre la mi-mars et la fin mai (15% du total de l'actif de la banque centrale), couvrant un peu plus de la moitié des émissions. La poursuite de ces achats, qui ne sont pas limités dans leur ampleur, réduit nettement l'appel au marché. En complément, la banque centrale a également mis en œuvre une baisse des taux directeurs, qui sont désormais proches du plancher des taux zéro (0,1%).

En conséquence, la relance budgétaire mise en œuvre face à la pandémie de Covid n'a pas empêché la baisse des rendements obligataires à 10 ans, à 1,35% à fin juin contre plus de 2% fin février. La perspective d'une inflation durablement plus basse augure du maintien de ces taux longs à un niveau raisonnable.

En parallèle, le gouvernement a fait appel au soutien des banques, avec notamment le report conditionnel des échéances de remboursement de prêts de trois mois pour les ménages et les entreprises qui en feraient la demande. Avant la pandémie de Covid-19, les banques étaient plutôt bien capitalisées, avec un ratio de fonds propres CET1 à 16,3% au 3^e trimestre 2019. Cela a permis la suspension des contraintes réglementaires en la matière (telle que la surcharge de 3 points en capital pour risque systémique) et la gamme des collatéraux admissibles a été élargie.

DU VENT DANS LES MOLLETS

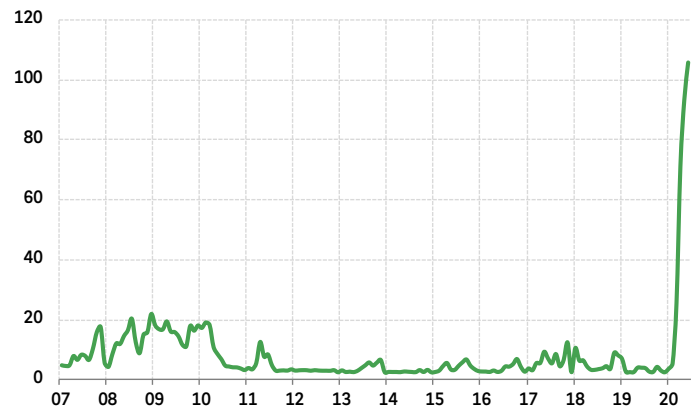
Au-delà d'une sous-utilisation des capacités de production qui devrait perdurer jusqu'à la mi-2021, la Pologne présente nombre d'atouts pour retrouver le chemin de la croissance. Le marché du travail est structurellement dynamique depuis 2015 grâce aux gains de productivité et aux créations d'emplois associées, ce qui a permis une baisse du chômage en deçà de la barre des 10%.

L'avantage compétitif de l'industrie (25% de l'économie) s'est accentué ces dernières années grâce à des gains de productivité supérieurs à la moyenne européenne (30% contre 9%) entre 2010 et 2019, ainsi que la stabilité du taux de change effectif réel polonais sur la même période.

Par ailleurs, l'industrie polonaise est montée en gamme. Les indicateurs de complexité des exportations montrent que la Pologne a progressé et talonne désormais la Slovaquie. Dans le secteur automobile, près de 60% de la valeur d'une exportation est créée en Pologne, la proportion la plus élevée du Groupe de Visegrad (qui comprend également la Hongrie, la Slovaquie et la République tchèque).

Au-delà de ces éléments, la poursuite du développement industriel de la Pologne pourrait se heurter à la pénurie de main-d'œuvre observée au cours des dernières années.

BANQUE CENTRALE : ACTIFS DOMESTIQUES (MDS PLN)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBP, BNP PARIBAS

Il convient toutefois de noter que la part de l'emploi dans l'agriculture reste relativement élevée. Avec l'accroissement de la productivité, on peut estimer à un peu plus de 1 million le nombre d'emplois qui pourraient être libérés lorsque la part de l'emploi agricole aura rejoint celle des pays de l'UE qui ont achevé cette transition.

La transition énergétique est un autre virage que la Pologne se doit de prendre afin de maintenir son avenir industriel. Le pays doit relever deux défis : réduire le poids de son industrie lourde (métallurgie, notamment) et, surtout, celui du charbon dans la consommation d'énergie (70% actuellement). La transformation du secteur industriel implique celle des habitudes de consommation car, à la différence des autres pays d'Europe centrale, la consommation locale est le principal débouché de l'industrie. De premières avancées ont été réalisées avec l'adoption, en 2018, d'une loi sur l'« électromobilité », les carburants alternatifs et le lancement de la production de véhicules électriques. Un plan de promotion des énergies renouvelables a pour objectif d'en accroître les capacités de production de 65% d'ici à 2024.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

UKRAINE

13

ON RÉCOLTE CE QUE L'ON SÈME

L'Ukraine est habituée à subir une succession de chocs sévères et à s'en relever. Pour autant, ces difficultés récurrentes n'ont pas permis de construire une indépendance vis-à-vis des capitaux extérieurs, notamment ceux du FMI ou de l'Union européenne. Toutefois, il apparaît que cette expérience, ainsi que de réels progrès ces dernières années ont permis à l'Ukraine de faire face à la crise de la Covid-19 sans tensions financières. La forte demande étrangère pour les céréales ukrainiennes, la baisse du pétrole et l'afflux rapide de l'aide internationale sont autant d'éléments favorables qui ont aidé et laissent entrevoir un retour rapide à la croissance une fois la crise de la Covid-19 terminée.

DES ATOUTS FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

L'économie ukrainienne a abordé l'année 2020 avec des risques mieux contrôlés que lors de récessions antérieures. La maîtrise croissante des déficits (public et courant) ainsi que de l'inflation ont permis de limiter l'influence des incertitudes politiques récurrentes sur le taux de change et d'entrevoir une trajectoire de réduction de la dette (publique et extérieure).

Dans ce contexte, la Covid-19 a touché le pays de façon plus atténuée que ses voisins, avec près de 1 000 cas pour 1 million d'habitants (contre près de 4 500 en Russie). Toutefois, le gouvernement a maintenu un confinement strict à partir de la mi-mars, avant de le relâcher progressivement à la mi-mai. La production manufacturière n'accusait plus qu'un repli de 15,6% en glissement sur un an en mai contre 20,3% en avril.

En parallèle, les autorités ont su éviter une interruption brutale des financements extérieurs comme ce fut le cas en 2008 ou 2014. La demande s'est, en conséquence, contractée moins soudainement et fortement qu'alors. Le gouvernement a apporté les gages demandés afin d'obtenir l'aide internationale et a pu éviter une crise de confiance et les sorties de capitaux associées. Ces gages consistent en l'adoption i/ d'une loi bancaire de nature à permettre la poursuite de la consolidation du système bancaire, et notamment des créances douteuses, et ii/ une loi mettant fin à une interdiction de vente des terres agricoles.

La période de Covid-19 s'est traduite par un recentrage de la demande des ménages dans le monde vers les biens essentiels, et une volonté des clients de l'Ukraine de sécuriser leurs approvisionnements plus qu'à l'accoutumée, ce dont le pays a bénéficié au travers de ses exportations de céréales. Ainsi, la baisse des exportations ukrainiennes a été bien plus modérée que chez ses voisins (-6% en avril, contre -30% en Pologne).

Pour autant, le premier trimestre a déjà marqué une croissance négative (-1,3% année sur année) et le deuxième trimestre devrait encore amplifier le repli. Mais sur l'ensemble de l'année, la récession sera moins sévère que dans la plupart des pays d'Europe.

Autre élément favorable, la politique monétaire a été fortement assouplie avec des baisses de taux directeur de 750 points de base depuis le début de l'année 2020. La baisse du prix du pétrole a en effet renforcé la désinflation en cours (1,7% année sur année en mai 2020).

L'apparition d'un déficit courant de 1,5% du PIB en 2020, performance qui n'avait plus été enregistrée depuis 2005, et l'aide internationale devraient limiter les besoins de capitaux privés et soutenir le change. Après quelques tensions en mars-avril le taux de change USD/UAH s'est stabilisé et devrait se réapprécier modérément vers 26 UAH par USD d'ici à fin 2020 (contre 24 UAH par USD début 2020), en raison du rendement élevés des obligations ukrainiennes (le taux sur les obligations publiques à 3 ans en UAH est à 10,75%).

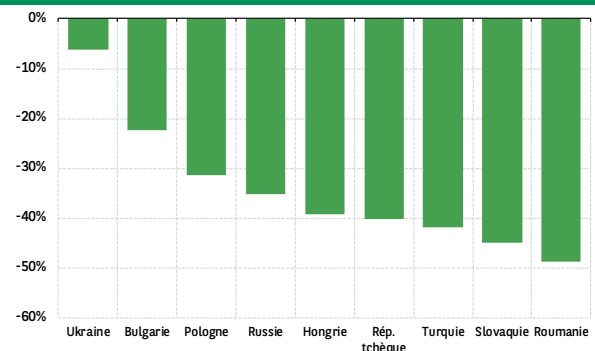
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	3,3	3,4	-4,2	2,8
Inflation moyenne (IPC, %)	11,0	7,9	1,7	3,7
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,2	-2,3	-7,0	-5,0
Dette publique / PIB (%)	60,2	55,0	63,0	65,0
Solde courant / PIB (%)	-3,3	-0,9	1,5	-1,0

TABLEAU 1

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

ÉVOLUTION DES EXPORTATIONS EN AVRIL 2020 (G.A.)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

UNE AIDE INTERNATIONALE BIENVENUE

Les finances publiques ont été mises à contribution, principalement en raison d'un moratoire sur le paiement des cotisations sociales à fin mai, un accroissement des pensions de retraite et un soutien financier aux professions médicales. Un programme existant de prêts subventionnés et de prêts garantis a été étendu. Les allocations chômage ont été revalorisées et un mécanisme de chômage partiel a été créé.

Le déficit public devrait se creuser en conséquence, à 7% du PIB, puis 5% du PIB en 2020. Ceci implique que la dette publique devrait augmenter à nouveau. La forte baisse de ce ratio ces dernières années (à 55% du PIB en 2019) est un atout. Les apports du programme du Fonds



monétaire international (USD 2 mds décaissés en juin, sur un total de USD 5 mds d'ici à fin 2021) et des autres bailleurs (Commission européenne, BERD principalement) devraient permettre de financer l'augmentation du déficit budgétaire. Ils devraient également soutenir les réserves de change qui pourraient atteindre USD 27 mds fin 2020 (contre USD 25 mds fin 2019), réduisant le risque de pénurie de devises pour le secteur non financier.

Outre l'abaissement de son taux directeur, la banque centrale a diminué les réserves obligatoires, libérant ainsi de la liquidité en hryvnia. Elle a fourni de la liquidité supplémentaire au travers de nouveaux instruments et en élargissant la gamme des collatéraux à la dette des municipalités à celle des entreprises garantie par l'État. L'introduction de diverses surcharges en capital (notamment pour risque systémique) a été reportée à octobre 2020 au plus tôt et les prêts en défaut sur la période de Covid-19 et restructurés avant septembre ne seront pas considérés comme des créances douteuses.

Enfin, la loi simplifiant les procédures de restructuration et de recapitalisation des banques ukrainiennes a été prorogée jusqu'à août 2024. Cet élément est important dans la mesure où le système bancaire est toujours porteur d'un volume de créances douteuses très conséquent, hérité de la crise de 2014. Une partie a déjà été annulée, mais les créances douteuses représentaient encore 49% du total des prêts au 3^e trimestre 2019 (bien qu'en baisse par rapport à un pic de 58% au 2^e trimestre 2017).

PÉRENNISER ET STABILISER LA CROISSANCE

Alors que la Covid-19 continue de faire des victimes dans nombre de pays, il est encore tôt pour imaginer le retour à une trajectoire de croissance stable sans risque de décrochage. Toutefois, le fait que l'Ukraine se sorte de cette crise sans instabilité financière marquée pourrait lui valoir un attrait supplémentaire des investisseurs internationaux.

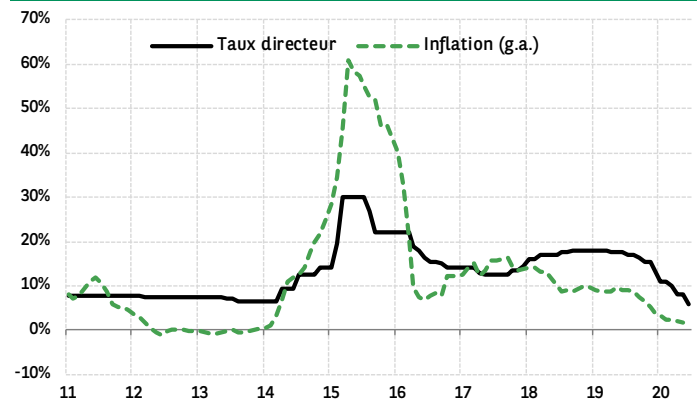
Les risques à éviter sont que ces financements i/ alimentent davantage l'appréciation du taux de change que le potentiel de croissance de l'économie, et ii/ augmentent la vulnérabilité extérieure au travers de financements courts et en devises.

Une première série de progrès doit ainsi être faite afin de favoriser une dé-dollarisation de l'économie. La part de la dette publique en devises est encore élevée (60%). Les dépôts en devises des ménages représentent 42,8% des passifs bancaires et la position ouverte en devises des banques représente 47,4% de leurs fonds propres, ce qui les expose à un risque en cas de dépréciation conséquente du taux de change.

La courbe des taux reste atrophiée par la faible liquidité sur les maturités longues, ce qui réduit l'effectivité de la politique monétaire et conduit le gouvernement vers les maturités courtes ou vers les émissions en devises. Dans le même temps, la réduction de la dette publique doit être un objectif, d'autant plus que la dette de USD 3 mds due à la Russie (4 mds en valeur actuelle) et échue en 2015 n'a toujours pas été remboursée. Enfin, la résolution des défaillances d'entreprises doit être améliorée, le pays étant classé 146^e en matière de résolution de l'insolvabilité dans le classement *Doing Business* de la Banque mondiale.

Au-delà des réformes financières, l'Ukraine devra éviter de tomber dans le syndrome néerlandais, à savoir, le renforcement de la spécialisation du pays sur les matières premières (agriculture, métaux industriels) au détriment du secteur manufacturier. La qualification de la main d'œuvre n'est pas le facteur pénalisant dans le relatif retard de développement

INFLATION ET TAUX DIRECTEUR DE LA BANQUE CENTRALE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

de l'industrie ukrainienne, puisque les migrants ukrainiens travaillent aujourd'hui dans l'industrie polonaise.

C'est l'attractivité du site de production ukrainien qui doit être améliorée. La stabilité économique (réduction du risque pays, résolution de l'insolvabilité) est un prérequis essentiel sur lequel capitaliser, mais elle ne suffit pas. Des réformes mises en œuvre ces dernières années constituent une première étape améliorant l'accès au crédit, et simplifiant les procédures liées aux permis de construire et à l'enregistrement des droits de propriété. Toutefois, l'Ukraine manque d'infrastructures physiques pour attirer davantage d'investissements : le stock de capital s'est érodé de plus de 20% en volume depuis l'indépendance du pays, selon les *Penn World Tables*.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

SLOVÉNIE

15

DES ATOUTS POUR REBONDIR

L'économie slovène aborde la crise liée à la Covid-19 dans une situation relativement favorable. Depuis trois ans, la croissance a été soutenue, des excédents budgétaires ont été enregistrés et les bilans bancaires se sont progressivement assainis. Néanmoins, les conséquences de cette crise vont être d'autant plus significatives que la Slovénie est une petite économie ouverte fortement liée à l'Union européenne. Les soutiens budgétaire et monétaire européens, ainsi que des finances publiques assainies devraient permettre de modérer les conséquences de la crise sur les finances publiques et sur les perspectives de croissance.

CHUTE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

À l'instar des autres pays de la zone euro, les conséquences économiques de l'épidémie de Covid-19 devraient provoquer une importante récession en 2020. Pour le moment, les conséquences sanitaires de l'épidémie sont relativement limitées par rapport au reste de la région (54 décès/1 million de personnes contre à plus de 360 en moyenne dans la zone euro), mais l'évolution de la pandémie reste incertaine. Une deuxième vague d'infections de moindre importance est ainsi apparue mi-juin.

Les conséquences économiques sont sévères étant donné les mesures strictes de confinement et la forte intégration économique à l'Union européenne (UE). Tandis que nous prévoyons une contraction du PIB réel de 9% en 2020 en zone euro, nous attendons un repli de 7% en Slovénie. Au premier trimestre 2020, l'activité a chuté de 4,5% (t/t) (-3,6% en zone euro) en raison de la chute de la consommation des ménages (-16%) et de l'investissement (-10%). Les exportations vers l'UE ont chuté de 30% depuis le mois de mars, plus particulièrement celles destinées à l'Italie, la France et l'Allemagne dans les secteurs de l'automobile et des biens d'équipement. L'indice de production industrielle semble avoir atteint un point bas en avril et a légèrement progressé en mai, mais cela est un effet mécanique lié à la levée de certaines mesures de confinement. Au total, la chute du PIB sera évidemment plus prononcée au deuxième trimestre en raison du renforcement des mesures de confinement en Slovénie et dans l'ensemble de l'UE.

La croissance économique a atteint 3,3% en moyenne depuis 2015. Au cours des deux dernières années, l'activité a été particulièrement soutenue par la consommation (53% du PIB) et l'investissement (20% du PIB), qui ont graduellement pris le relais des exportations comme moteur principal de la croissance. Le taux de chômage a atteint un plus bas à 3,8% fin 2019. Pour le moment, sa hausse reste maîtrisée (4,8% en mai selon Eurostat), notamment grâce aux mesures de soutien du gouvernement. Les composantes internes de la croissance devraient repartir un peu plus tôt que dans le reste de la zone euro puisque la Slovénie est le premier pays de la zone à avoir déclaré la fin de l'épidémie (le 15 mai), bien que certaines restrictions restent en place. Pour le moment, la baisse du pouvoir d'achat est contenue grâce à des mesures de chômage partiel qui permettent aux employés sans activité de maintenir une partie de leurs revenus. Néanmoins, les statistiques de l'emploi risquent de se dégrader à nouveau au deuxième semestre avec la fin des mesures de soutien gouvernementales.

DES MESURES DE SOUTIEN SIGNIFICATIVES DEVRAIENT ÉTAYER LA REPRISE À PARTIR DE 2021

En 2021, la reprise économique dépendra notamment des mesures de soutien du gouvernement et de la reprise européenne. L'Union européenne absorbe 74% des exportations totales slovènes. Par ailleurs,

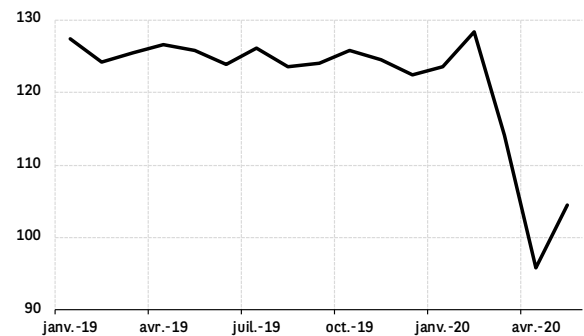
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	4,1	2,4	-7,0	6,0
Inflation, HICP, var. annuelle, %	1,9	1,7	0,5	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	0,7	0,5	-7,2	-2,1
Dette du gouvernement, % du PIB	70	66	84	80
Balance courante, % du PIB	6,3	6,8	4,0	6,0

TABLEAU 1

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

INDICE DE PRODUCTION INDUSTRIELLE, 2015=100



GRAPHIQUE 1

SOURCE : EUROSTAT

le secteur automobile et celui des biens d'équipement constituent des secteurs exportateurs importants, représentant 38% des exportations totales. Les mesures de soutien budgétaires proviennent à la fois du gouvernement slovène et du budget européen. Un certain nombre de mesures en faveur des ménages et des entreprises ont été mises en place, et les mesures de soutien direct devraient être équivalentes à 4,2% du PIB en 2020. En 2021, nous attendons un rebond de l'activité de 6%. Au-delà, l'Union européenne a mis en place un plan de soutien « UE prochaine génération » afin de soutenir les finances publiques, le secteur privé et les secteurs prioritaires des pays membres pendant la période 2021-2027. La part de ce programme destinée à la Slovénie pourrait être équivalente à environ EUR 5 mds, soit 10% du PIB de 2019. Par ailleurs, l'injection de liquidités supplémentaires par la BCE devrait permettre aux banques slovènes de répondre aux besoins des entreprises.



DE LARGES DÉFICITS BUDGÉTAIRES SONT ATTENDUS

Des excédents budgétaires ont été enregistrés depuis 2017 (+0,4% du PIB en moyenne) grâce notamment à une croissance économique soutenue. En 2020, le déclin attendu des revenus fiscaux (-9,2% en glissement annuel sur les cinq premiers mois de l'année) et les mesures de soutien à l'activité (les dépenses ont augmenté de 11,4% sur la même période) devraient creuser le déficit budgétaire, qui pourrait dépasser 7% du PIB. Le déficit devrait ensuite se réduire à un niveau plus modéré en 2021 (2,1% du PIB). À moyen terme, la situation budgétaire ne présente pas de risque particulier. Néanmoins, les évolutions démographiques à l'œuvre depuis une dizaine d'années ne sont pas favorables et pourraient avoir des conséquences négatives sur les perspectives économiques et les finances publiques. D'une part, la population active se réduit d'environ 10 000 personnes par an, et les difficultés à faire face à la pénurie de main d'œuvre qualifiée pourraient réduire le potentiel de croissance. Actuellement plus de 35% des entreprises du secteur manufacturier font face à des pénuries de main d'œuvre qualifiée ; elles sont 45% dans cette situation dans le secteur de la construction. D'autre part, la réforme du système de retraite reste une source potentielle de déséquilibre à long terme étant donné le rythme élevé (le plus élevé d'Europe) de la hausse de ses dépenses. Une réforme est en cours depuis 2013 mais progresse lentement.

EN AUGMENTATION, LA DETTE PUBLIQUE RESTE SOUTENABLE

La dette du gouvernement est en baisse depuis 2015. Elle a atteint 66% du PIB en 2019. La chute de l'activité et le niveau record du déficit budgétaire devraient amener la dette à 84% du PIB en 2020, avant de la réduire à 80% du PIB en 2021. Malgré cette forte augmentation, la dynamique de dette devrait rester favorable à moyen terme. Le service de la dette en pourcentage des revenus budgétaires totaux a décliné régulièrement depuis 2014 pour atteindre 3,8% en 2019, contre 7,1% en 2014. Au cours des dernières années, le taux d'intérêt apparent de la dette publique s'est réduit à 2,6% en 2019 par rapport à 4,4% en 2014, tandis que la maturité moyenne s'est allongée à 8,9 années en 2019 (5,7 années en 2014). Environ 95% de la dette totale est libellée en euros. Les opérations de rachat opérées par le gouvernement ont permis de réduire significativement la part libellée en dollars. Parallèlement à cette amélioration du profil de la dette, le gouvernement a accumulé d'importantes liquidités, alimentées notamment par les recettes des privatisations. Ces liquidités destinées à réduire le stock de dette sont équivalentes à environ 8% du PIB.

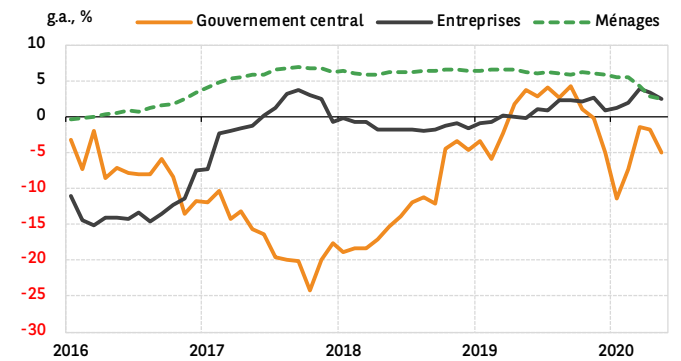
UN SECTEUR BANCAIRE RENFORCÉ FACE À LA CRISE

Après avoir été durement affecté par la crise financière et nécessité le soutien massif de l'État, le secteur bancaire s'est renforcé depuis 2015. La qualité de ses actifs et sa rentabilité se sont améliorées ; sa dépendance aux financements de marché s'est réduite (de 33% des ressources en 2013 à 12% en 2019) au profit des dépôts des clients.

Selon la banque centrale, le ratio de crédits non performants (selon la définition de l'Autorité bancaire européenne) a atteint 2,2% en mars 2020, par rapport à 3,6% un an auparavant. Cette tendance favorable devrait s'inverser en 2020, mais les banques slovènes devraient se montrer résistantes en raison de leur niveau de capitalisation élevé et de réserves de liquidité confortables.

Depuis mi-2019, la croissance du crédit intérieur a ralenti (+1% en glissement annuel en mai 2020 contre +3,1% un an auparavant) en raison du ralentissement du crédit aux ménages. Après des années de

EVOLUTION DU CRÉDIT INTÉRIEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DE SLOVÉNIE

désendettement, le crédit aux entreprises a progressé depuis un an (+2,5% en mai 2020). Le ratio de dette sur actifs s'est stabilisé à moins de 90% contre 137% en 2012. Après une période de croissance soutenue (notamment avec la progression annuelle moyenne de plus de 10% du crédit à la consommation entre 2017 et 2019), le crédit aux ménages a ralenti depuis fin 2019 avec les nouvelles normes imposées par la banque centrale afin de limiter l'endettement des ménages. En mai 2020, l'évolution du crédit à la consommation était légèrement négative (-0,1% en g.a.), tandis que le crédit aux ménages continuait de croître à un rythme de 2,5%. Jusqu'à maintenant, la dette des ménages en pourcentage du revenu disponible est restée relativement stable à moins de 16%, mais pourrait croître en 2020 avec la contraction économique. L'exposition des banques au segment des ménages est passée de 30% du crédit intérieur total en 2012 à 53% en mai 2020.

Le crédit à l'immobilier résiste bien et a continué de progresser depuis le début de l'année (+4,7% en g.a. en mai 2020). La forte hausse des prix de l'immobilier observée en 2017 et 2018 (respectivement +10% et +9,1%) a ralenti en 2019 (+5,2%), accompagnant le ralentissement de la croissance. Selon la banque centrale, la hausse des prix de l'immobilier est le résultat d'une convergence vers la norme européenne, et le niveau des prix de l'immobilier résidentiel ne signale pas de surévaluation.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

MEXIQUE

17

SUR LA DÉFENSIVE

Les perspectives de croissance se dégradent continuellement au Mexique. À court terme, l'économie est affaiblie par l'effet des mesures de confinement sur la demande interne, par la baisse du prix du pétrole, les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et la faiblesse de la demande externe. En l'absence de plan de relance budgétaire, les mesures de soutien annoncées par la banque centrale ne suffiront pas à atténuer le choc. À moyen terme, la capacité de rebond de la croissance est limitée. Les facteurs de ralentissement qui prévalaient avant la crise, tels que la détérioration du climat des affaires liée aux signaux contradictoires envoyés par le gouvernement, continueront de peser sur l'investissement.

CRISE SANITAIRE

L'épidémie de Covid-19 n'est pas encore maîtrisée au Mexique. Instauré à la fin du mois de mars, l'état d'urgence sanitaire (et la plupart des mesures qui lui sont associées) était toujours en vigueur au début du mois de juillet. Cela dit, les décisions prises par le gouvernement apparaissent contradictoires et ont entretenu la confusion au sein de la population.

Ainsi, en dépit de l'état d'urgence sanitaire, le confinement a commencé plus tard que dans d'autres pays de la région et n'a jamais été strict, en outre le nombre de tests est limité. De plus, le gouvernement a proposé dès le 14 mai dernier un déconfinement progressif des différents états constituant le pays selon quatre couleurs (vert, jaune, orange, rouge) déterminées en fonction de la circulation du virus et du taux d'occupation hospitalière. Le 9 juillet, 14 états (dont celui de Mexico) étaient toujours classés « rouge », les 18 autres « orange ». Cependant, dans certains états classés « rouge » (où les restrictions devraient donc être maximales comme à Mexico), quelques activités ont repris depuis le milieu du mois de juin (transports publics, usines, commerces). Dans le même temps, le gouvernement a allongé la liste des « activités essentielles » afin de permettre à certains secteurs (construction, automobile) de redémarrer.

Au total, le pays a enregistré plus de 4 000 nouveaux cas par jour tout au long du mois de juin et ce rythme s'est encore accéléré depuis le début du mois de juillet. Au total, le nombre de cas par million d'habitants était d'environ 2 400, ce qui place le pays à la 59^e place des pays les plus touchés.

RÉCESSION SÉVÈRE EN 2020

Sur le plan économique, les perspectives se dégradent continuellement depuis le début de l'année. On s'attend à une récession très sévère en 2020, le PIB réel pourrait ainsi reculer de plus de 8%. La conjonction des effets du confinement sur la demande interne, la chute du prix du pétrole, les ruptures d'approvisionnement, la désynchronisation des chaînes de valeur mondiales et la baisse de la demande externe (principalement en provenance des États-Unis, qui représentaient en 2019 plus de 80% du total des exportations), pèsent lourdement sur l'activité économique. Après avoir reculé de 1,4% t/t au T1 2020 (-2,2% en g.a.), le PIB s'est effondré en avril (-19,9% en g.a. d'après l'indicateur d'activité publié par la banque centrale) et la production industrielle a reculé de près de 30% (-35% pour la seule production manufacturière).

Les mesures de soutien à l'économie mises en place par la banque centrale ne suffiront pas à absorber le choc. Depuis le début de l'année, le taux d'intérêt directeur a, en effet, été abaissé de 225 points de base (à 5%), et plusieurs séries de mesures destinées à soutenir la liquidité, ainsi que les ménages et les entreprises les plus vulnérables, ont été

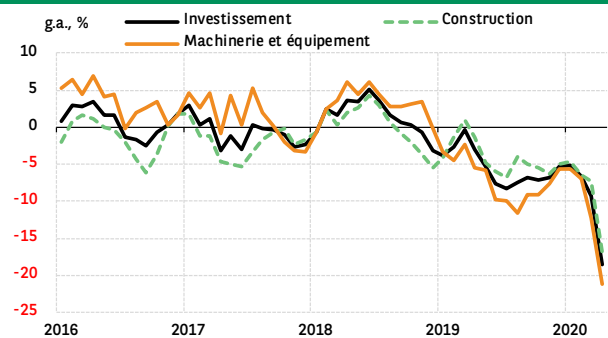
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	2,0	-0,3	-8,0	2,5
Inflation moyenne (IPC, %)	4,9	3,7	3,1	3,2
Solde budgétaire / PIB (%)	-2,1	-2,3	-6,5	-3,5
Dette publique / PIB (%)	53,8	47,8	50,3	53,5
Solde courant / PIB (%)	-1,8	-0,4	-1,1	-1,2

TABLEAU 1

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

CHUTE DE L'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMPTES NATIONAUX

mises en place pour un montant équivalant à 3,3% du PIB. D'autres mesures pourraient être annoncées avant la fin de l'année (plusieurs nouvelles baisses de taux sont notamment anticipées).

Sur le plan budgétaire, en revanche, contrairement aux autres pays de la région, le gouvernement n'a pas, à ce jour, annoncé de plan massif de soutien à l'économie. Il disposait pourtant au début de la crise de marges de manœuvre budgétaires suffisantes : au cours des cinq dernières années, le déficit public est ressorti à 2% en moyenne (-2,3% en 2019) et la dette est restée inférieure à 55% du PIB depuis 2017. Cette décision de ne pas soutenir l'économie souligne l'engagement pris par le président Andres Manuel Lopes Obrador (AMLO) au moment de son élection de maintenir une politique d'austérité budgétaire. Même si un plan de relance était annoncé dans les mois qui viennent, son ampleur devrait être limitée (moins de 1% du PIB).



CAPACITÉ DE REBOND LIMITÉE

Les perspectives de croissance pour l'année 2021 (et les suivantes) se sont considérablement affaiblies. D'une part, l'absence de plan de relance gouvernemental pèsera sur la demande interne. D'autre part, l'économie mexicaine ralentissait déjà à la fin de l'année 2018 (le PIB a reculé de 0,3% en 2019) et les facteurs de ralentissement continueront de peser sur la croissance. Ainsi, les messages contradictoires envoyés par le gouvernement depuis son arrivée au pouvoir rendent sa politique économique difficile à lire. En particulier, l'incertitude concernant la participation des acteurs privés à la réforme du secteur de l'énergie, ou au vaste plan d'infrastructures présenté au début de l'année 2020, a contribué à la détérioration du climat des affaires et à la baisse continue de l'investissement depuis le mois de novembre 2018. Ce dernier a reculé de 5% en 2019, baisse qui s'est accentuée à 7% au T1 2020 (9,4% en g.a. au mois de mars). Les entrées nettes d'investissements directs étrangers ont également diminué depuis le milieu de l'année 2018 (représentant 2% du PIB en moyenne depuis le deuxième trimestre 2018, alors qu'elles atteignaient 2,3% en moyenne entre 2014 et le début de l'année 2018).

D'après le Fonds monétaire international, les bénéfices tirés de la remise en route des chaînes de valeur et de l'entrée en vigueur du nouveau traité commercial avec les États Unis et le Canada (le 20 juillet prochain) ne suffiront pas à compenser les effets de la chute de l'investissement et de l'incertitude entourant les décisions de politique économique dans les deux années à venir. Le 24 juin dernier, lors de la révision de ses perspectives, le FMI a abaissé les prévisions de croissance pour le Mexique, à -10,5% et 3,3% en 2020 et 2021 respectivement, contre -6,6% et 3,0% lors des prévisions publiées au mois d'avril.

INQUIÉTUDES CONCERNANT LES FINANCES PUBLIQUES

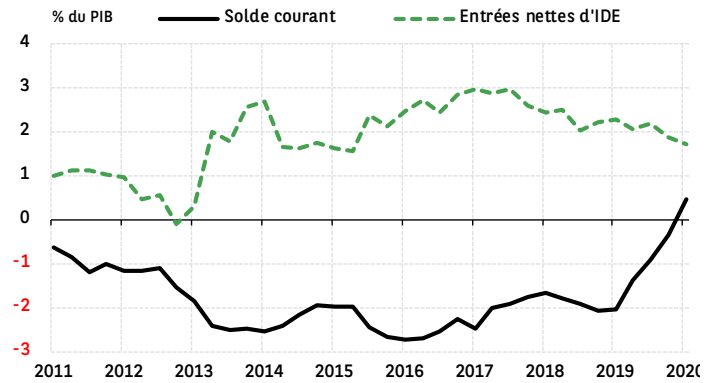
De la même manière, les inquiétudes relatives à l'évolution des finances publiques à court et moyen terme se sont renforcées. En effet, le ralentissement de l'activité économique et la chute du prix du pétrole devraient contribuer à creuser le déficit public à plus de 5% du PIB en 2020 (après 2,3% en 2019). En outre, même une fois la crise passée, la consolidation des finances publiques pourrait s'avérer difficilement réalisable.

Les objectifs fixés par le gouvernement à son arrivée au pouvoir (investir massivement dans le développement de l'entreprise publique d'exploitation pétrolière Pemex, développer les programmes sociaux, augmenter les dépenses sociales et l'investissement public, tout en maintenant une politique d'austérité budgétaire) paraissent difficilement conciliables et atteignables avant la crise. Ils semblent à présent impossibles à tenir.

Dans le même temps, la situation financière et opérationnelle de l'entreprise Pemex continue de se détériorer¹. La chute du prix du pétrole n'a fait qu'aggraver son besoin de liquidités et le soutien financier du gouvernement devrait être substantiel (et répété) au cours des mois à venir, ajoutant une pression supplémentaire sur les finances publiques en 2020 et 2021. D'après les estimations de Moody's (datant de fin avril 2020, en retenant l'hypothèse de USD 50 par baril pour 2021, et USD 37 par baril en 2022), le soutien financier à Pemex, visant uniquement à faire face à ses besoins de liquidité et refinancer la dette arrivant à échéance (excluant donc les investissements initialement prévus dans le plan de développement présenté en juillet 2019),

¹ En novembre 2019, le FMI estimait déjà que, même en supposant une stabilisation de la production, et que l'ensemble des investissements annoncés par l'État étaient réalisés, l'entreprise resterait déficitaire au cours des cinq années à venir.

RALENTISSEMENT DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DU MEXIQUE

devrait représenter entre 0,5% et 1,8% chaque année entre 2020 et 2022. En incluant une partie des investissements prévus, le soutien nécessaire s'élèverait entre 1,5% et 2,8% du PIB.

En 2020, le gouvernement devrait parvenir à éviter d'emprunter davantage sur les marchés financiers en puisant dans le fonds souverain. Mais les ressources qui resteront disponibles ne permettront pas de renouveler l'opération en 2021. Même si un décret présidentiel a autorisé le gouvernement à puiser dans d'autres fonds, pour un montant équivalant à 3% du PIB, le ratio de dette publique sur PIB devrait augmenter à plus de 50% en 2020. En outre, la dette mexicaine est exposée au changement de sentiment des investisseurs : plus de 30% de la dette domestique (libellée en monnaie locale) est détenue par des investisseurs étrangers.

Hélène DROUOT

hélène.drouot@bnpparibas.com



THAÏLANDE

19

VERS UN RATTRAPAGE PROGRESSIF

Le rebond d'activité espéré à partir du deuxième semestre 2020 se fait attendre. L'épidémie semble, pour le moment, maîtrisée et plusieurs phases de déconfinement se sont déjà succédées. Néanmoins, la demande interne semble tourner au ralenti et les exportations ont de nouveau lourdement chuté en mai. Surtout, l'absence de touristes internationaux pèse sur les perspectives de croissance, du moins à court terme, car le soutien des politiques budgétaire et monétaire, pourtant massif, ne suffira pas à totalement absorber le choc. Dans ces conditions, la reprise devrait être plus contrainte que pour les autres pays d'Asie.

DÉCONFINEMENT PROGRESSIF

L'état d'urgence sanitaire est toujours en vigueur en Thaïlande. Instauré à la fin du mois de mars, celui-ci est pour le moment prolongé jusqu'à fin juillet. Cela dit, le nombre de nouveaux cas recensés quotidiennement est inférieur à 10 depuis la fin du mois d'avril (au nombre de 5 le 9 juillet dernier) et plusieurs phases de déconfinement se sont succédées depuis le début du mois de mai. Moins de 3 500 cas au total ont été comptabilisés depuis le début de l'épidémie (soit seulement 46 cas pour 1 million d'habitants) et le nombre total de décès est stabilisé à 58 depuis le 2 juin.

Pour le moment cependant, les frontières restent quasiment totalement fermées. Les entrées sur le territoire ne sont autorisées que pour un nombre restreint de cas (citoyens thaïlandais, famille, étrangers résidant dans le pays) dans la limite de 500 par jour, et une période d'isolement leur est systématiquement imposée. Ces autorisations devraient augmenter progressivement d'ici la fin du mois de juillet, en fonction de l'augmentation de la capacité d'accueil pour la période de quarantaine.

LE SECTEUR DU TOURISME À L'ARRÊT

La réouverture des frontières aux touristes reste pour le moment incertaine. Le gouvernement a annoncé en juin son intention de créer une « bulle de voyage », c'est-à-dire l'ouverture partielle des frontières permettant la venue de touristes en provenance d'un nombre très limité de pays (dans lesquels l'épidémie ne circule plus que très faiblement, comme au Japon, en Chine, ou en Corée du Sud). En raison de la recrudescence du nombre de cas dans les pays partenaires, l'entrée en vigueur de la « bulle de voyage », initialement prévue pour le début du mois d'août, a été reportée à une date inconnue pour le moment.

La contribution du secteur du tourisme à la croissance devrait donc rester très faible au cours des prochains trimestres, ce qui pèsera sur la croissance du deuxième semestre 2020 et de l'année 2021.

Un plan de soutien au secteur du tourisme a été annoncé à la fin du mois de mai. Il vise à encourager les Thaïlandais à voyager à l'intérieur du pays (notamment en subventionnant les voyages intérieurs, et en « offrant » plusieurs jours de congés supplémentaires en remplacement des jours fériés ayant eu lieu pendant la période de confinement). Mais les revenus générés ne permettront pas de compenser la perte liée à l'absence de touristes étrangers.

D'après les données fournies par le ministère du Tourisme, les recettes du tourisme « intérieur » ont représenté près de USD 10 mds en 2018, soit 2% du PIB (les données relatives à l'année 2019 ne sont pas disponibles) et les recettes générées par les touristes internationaux ont représenté plus de USD 58 mds, soit près de six fois plus (près de 12% du PIB), pour un nombre de visiteurs quatre fois plus important (3,3 millions de visiteurs par mois en moyenne en 2019, et presque

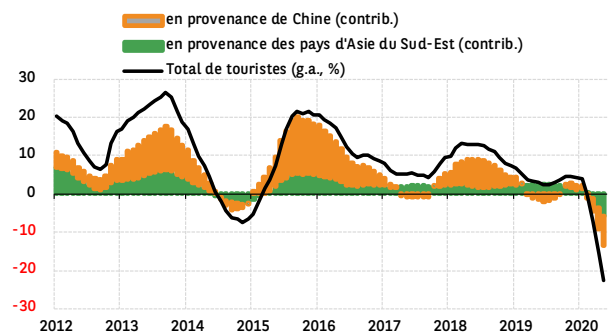
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	4,2	2,4	-9,0	5,3
Inflation moyenne (IPC, %)	1,1	0,8	-2,0	0,0
Solde budgétaire / PIB (%)	-0,8	-1,0	-6,0	-3,5
Dette publique / PIB (%)	40,6	41,3	48,1	53,7
Solde courant / PIB (%)	5,6	6,9	2,5	5,1

TABLEAU 1

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

LE SECTEUR DU TOURISME DUREMENT TOUCHÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MINISTÈRE DU TOURISME

4 millions en moyenne en janvier-février 2020, avant les premières mesures de confinement).

Au sens large (en prenant en compte les effets multiplicateurs des recettes touristiques), le poids du secteur dans l'économie est estimé à plus de 20% du PIB, et le ministère du Tourisme s'attend à la perte de près d'un million d'emplois formels (sur 4,5 millions d'emplois au total), ce qui pourrait augmenter le taux de chômage d'au moins deux points de pourcentage (les dernières données disponibles indiquent un taux de chômage stable à 1%, en mars dernier) et peser sur la consommation privée.



SOUTIEN DU POLICY MIX

Dès le début de la crise, les autorités ont affiché leur volonté de soutenir l'économie. D'une part, le gouvernement a utilisé les marges de manœuvre dont il disposait pour soutenir la croissance : plusieurs séries de mesures ont été annoncées depuis le mois de mars, représentant au total près de 10% du PIB. Les premières mesures de soutien ont visé principalement le secteur de la santé ainsi que les travailleurs et entreprises vulnérables (y compris les travailleurs n'ayant pas accès au système de sécurité sociale). Les mesures suivantes étaient destinées à un soutien plus large des ménages et des entreprises puis, enfin, un plan de soutien au secteur du tourisme a été annoncé en mai.

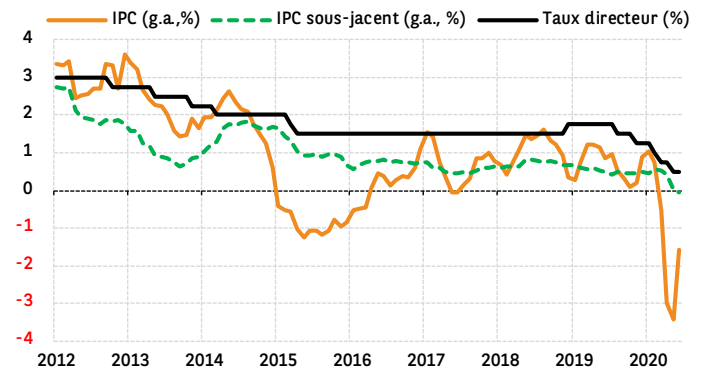
Le déficit public devrait augmenter significativement en 2020, mais ne représenter « que » 6% du PIB (après 1% du PIB en 2019), l'État prévoyant de financer une partie des plans de relance par des organisations et entreprises publiques, dont les comptes n'apparaissent pas dans le budget. Le gouvernement prévoit d'emprunter THB 1 bn (environ 6% du PIB) sous la forme d'émissions d'obligations, pour la plus grande partie constituée de dette domestique, échelonnée jusqu'en septembre 2021. Au total, la dette publique devrait augmenter (à 48% du PIB en 2020, après 41% en 2019) mais restera sous le seuil de 60% fixé par la règle fiscale du pays.

Cela étant, la vulnérabilité des finances publiques ne devrait pas augmenter significativement, du moins à court terme. D'une part, la nature temporaire de certaines mesures et le retour de la croissance devraient permettre une réduction progressive du déficit public à partir de 2021. D'autre part, le profil de la dette est favorable, moins de 2% de la dette étant libellée en devises, et la part d'investisseurs non résidents détenteurs d'obligations publiques est modérée, à moins 15%. D'autre part, la banque centrale a réduit son taux d'intérêt de 75 points de base depuis le début de l'année (à 0,5%), et mis en place plusieurs séries de mesures destinées à soutenir la stabilité du secteur financier et faciliter l'accès au crédit pour les entreprises les plus vulnérables. Le dernier communiqué de la banque centrale insiste sur le fait que la reprise de la demande interne sera moins dynamique qu'initialement anticipé, et que les ménages les plus vulnérables et les PME (qui concentrent près de 9% des emplois) nécessiteront probablement des mesures d'aides supplémentaires. Ceci, couplé au renforcement récent de la monnaie (le baht, qui s'était déprécié de 8% contre USD entre janvier et avril, a retrouvé depuis son niveau de début d'année) et aux révisions de prévision d'inflation (-2% en 2020 et 0% en 2021) justifie la poursuite de l'assouplissement monétaire, voire l'annonce de nouvelles mesures non conventionnelles d'ici la fin de l'année.

UN REBOND DE CROISSANCE MOINS DYNAMIQUE

Le soutien de la politique budgétaire et la politique monétaire laisse espérer un rebond d'activité à partir du troisième trimestre 2020 mais son ampleur sera probablement contrainte. Outre l'absence de touristes internationaux, le maintien de l'état d'urgence sanitaire et des mesures de distanciation sociale continueront de peser sur la croissance. Alors que le déconfinement était déjà amorcé, les indicateurs mensuels de consommation privée et d'investissement se sont fortement dégradés (-12,5% chacun en moyenne en avril-mai et en glissement annuel). Dans le même temps, les ruptures d'approvisionnement, la désynchronisation des chaînes de valeur mondiales et la baisse de la demande externe pèsent fortement sur les exportations. Après un rebond en avril, celles-ci se sont de nouveau fortement repliées en mai (-22% en glissement annuel).

INFLATION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DE THAILANDE

Au total, le PIB devrait reculer de près de 9% en 2020 (contre 3,5% en moyenne au cours des 5 dernières années) et progresser de 5% en 2021.

Au-delà de 2021, il est très probable que la pandémie induise des changements de comportement durables des individus et des entreprises en matière de consommation et d'investissement qui brideront la croissance du commerce mondial. Dans ce contexte, l'érosion de la compétitivité de l'économie thaïlandaise, une population vieillissante et la situation politique toujours fragile, devraient entamer l'attractivité du pays aux yeux des investisseurs (étrangers comme locaux) et abaisser le potentiel de croissance. Le vaste plan d'infrastructures présenté par le gouvernement au début de 2020, destiné justement à améliorer les infrastructures et la compétitivité du pays, pourrait changer la donne. Encore faut-il qu'il soit effectivement mis en œuvre.

Hélène DROUOT

hélène.drouot@bnpparibas.com

CONSEIL DE COOPÉRATION DU GOLFE

21

CONSÉQUENCES DE LA CRISE SUR L'EMPLOI DES EXPATRIÉS

L'emploi massif de travailleurs expatriés, élément-clé du modèle de développement dans le Golfe, est remis en cause à la fois par la récession, l'aggravation des déficits budgétaires et les programmes de nationalisation de l'emploi, notamment dans le secteur public. Les secteurs de la construction et des services, qui emploient également massivement des expatriés, souffrent en retour de la réduction des dépenses publiques. Néanmoins, il n'est pas certain que la réduction attendue de l'emploi expatrié donne lieu à une augmentation significative et durable de l'emploi pour les nationaux. Les pays du Golfe pourraient avoir du mal à se passer de la main d'œuvre étrangère.

UNE RÉFORME À DEUX FACETTES

Le double choc économique lié à la pandémie de Covid-19 et à la chute des prix du pétrole survient à un moment particulier pour les pays du Golfe. En effet, un certain nombre d'entre eux se sont engagés dans un processus de réforme de leur modèle économique afin de diversifier leur économie et d'y réduire le rôle de l'État. En même temps, l'un des principaux axes de ces réformes est la création d'emplois pour les nationaux dans le secteur privé. Cette réforme à deux facettes (encourager le développement du secteur privé et « nationaliser » les emplois) est surtout nécessaire en Arabie saoudite, à Bahreïn et à Oman qui font face à des déficits budgétaires récurrents et à une forte pression sur le marché du travail.

Ces pays ont introduit des programmes favorisant l'emploi des nationaux depuis de nombreuses années. Cependant, c'est surtout depuis 2016 et la persistance d'une conjoncture pétrolière défavorable aux producteurs du Conseil de coopération du Golfe (CCG) que le processus s'est accéléré. Le cas le plus significatif est celui de l'Arabie saoudite, avec la mise en place du programme Nitaqat et la volonté de « nationaliser l'emploi » progressivement dans certaines professions. Cela a commencé à produire des résultats positifs avec une hausse de l'emploi des nationaux dans le secteur privé.

Néanmoins, dans l'ensemble du CCG, la répartition de l'emploi dans le secteur privé entre nationaux et expatriés n'a pas réellement évolué. D'après les données disponibles, la proportion d'expatriés parmi la population active totale continue d'être très élevée, supérieure à 80% et pratiquement stable depuis ces cinq dernières années. Cela vaut autant pour les pays à pression faible sur le marché de l'emploi et en situation budgétaire acceptable (Koweït, Qatar, Émirats arabes unis (EAU)), que pour ceux où la problématique de l'emploi public des nationaux se pose depuis de nombreuses années (Bahreïn, Arabie saoudite, Oman). Ainsi, en Arabie saoudite, malgré le volontarisme de la politique mise en place, ce taux était de 77% en T1 2020, inchangé par rapport à fin 2016.

LES CONTRAINTES BUDGÉTAIRES SE RESSERRENT

La crise économique actuelle est inédite dans son ampleur, d'autant qu'elle survient après plusieurs années difficiles marquées par une dégradation des principaux indicateurs macro-économiques dans le Golfe. Le solde budgétaire agrégé de la zone est passé de +8,4% du PIB pour la période 2010-14, à -6,5% du PIB pour les années 2015-19 et il devrait atteindre un record en 2020, à -12,7%. Les recettes budgétaires issues des hydrocarbures devraient chuter de 42% cette année, soit environ USD 110 mds en raison de l'effet conjugué de la baisse des prix et de l'imposition de quotas de production destinés à limiter l'offre d'hydrocarbures sur le marché mondial. Avec le creusement des déficits budgétaires, les indicateurs de solvabilité sont en dégradation. Les émissions de dette atteignent, elles aussi, un record depuis le début de cette année (USD 26 mds sur le marché des Eurobonds), tandis que

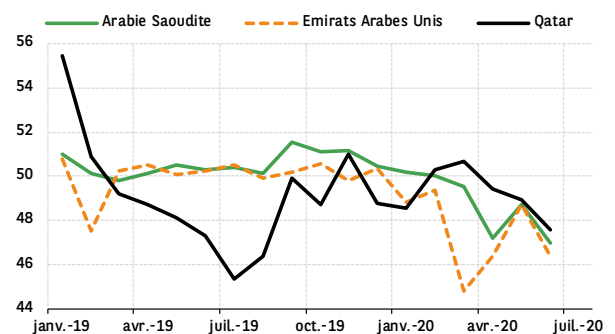
PRÉVISIONS DE L'ARABIE SAOUDITE

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	2,2	0,3	-6,3	3,8
Inflation moyenne (IPC, %)	2,5	-1,2	3,6	1,1
Solde budgétaire / PIB (%)	-5,9	-4,5	-11,4	-7,9
Dette du gouv. central / PIB (%)	19,0	23,0	32,0	36,0
Solde courant / PIB (%)	9,0	4,7	-4,1	-0,1

TABLEAU 1

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

INDICE PMI DU SECTEUR PRIVÉ NON PÉTROLIER, EMPLOI



GRAPHIQUE 1

SOURCE : MARKIT

certain gouvernement devront faire appel à leur fonds souverain afin de faire face au besoin de financement.

Compte tenu de la très forte progression de leur endettement, les marges de manœuvre des gouvernements sont étroites et ces derniers ne peuvent se permettre à la fois de soutenir l'activité et de poursuivre les réformes des finances publiques. Les plans de soutien à l'activité, en réponse aux conséquences de la pandémie de Covid-19, sont relativement modestes (entre 2% et 5% du PIB), et, surtout, ils s'accompagnent de mesures de restrictions budgétaires parfois significatives. Ainsi, en Arabie saoudite, le triplement du taux de TVA a surpris par son ampleur et son caractère a priori pro-cyclique, et les réductions de dépenses pourraient atteindre 4% du PIB. Pour certains pays dont les finances publiques sont fortement dégradées, Bahreïn et Oman, les marges de manœuvre sont encore plus limitées.



PLONGÉE DANS LA RÉCESSION

Malgré les politiques de diversification économique mises en place depuis quelques années, la dépendance de l'activité économique aux revenus pétroliers reste forte. Ainsi, les transformations du marché pétrolier depuis 2015 ont eu des conséquences négatives sur l'activité économique hors pétrole en raison d'une réduction prolongée de la rente pétrolière. En moyenne, la croissance de l'activité non pétrolière s'est réduite de 6,8% durant la période 2010-14, à 2,5% durant les années 2015-19 pour l'ensemble de la zone. À noter que les perspectives pour 2020 sont franchement négatives (-3,4% en moyenne). Le rebond espéré en 2021 sera de toute façon limité par les perspectives moroses sur le marché pétrolier.

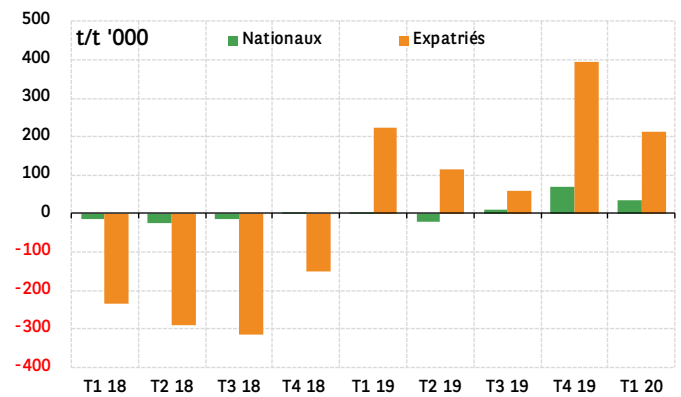
Hors secteur pétrolier, les deux secteurs les plus affectés sont la construction (baisse des dépenses budgétaires) et le tourisme (restriction des déplacements). Ce sont aussi les secteurs qui emploient une large proportion de travailleurs expatriés. En Arabie saoudite et aux Émirats arabes unis, ces secteurs jouent un rôle relativement plus important qu'ailleurs dans la région. Ainsi, les secteurs du commerce de détail et de l'hôtellerie-restauration contribuent pour plus de 21% au PIB hors pétrole de ces deux pays, alors que cette proportion est inférieure à 15% ailleurs.

QUELLES CONSÉQUENCES POUR L'EMPLOI EXPATRIÉ ?

L'assainissement budgétaire à marche forcée se traduira par une réduction du nombre d'expatriés employés dans le secteur public (ils en occupent en général moins de 10% du total des emplois). Ainsi, dans un contexte électoral disputé, le Koweït a annoncé vouloir réduire de moitié la présence d'expatriés au sein de la compagnie pétrolière nationale et du gouvernement. Au Qatar, où les expatriés représentent 95% de la population active, le gouvernement entend réduire de 30% la masse salariale des expatriés employés dans le secteur public (notamment dans les compagnies aérienne et pétrolière publiques) grâce à des baisses de salaire et/ou des licenciements. De même à Oman, le gouvernement cherche le plus possible à nationaliser l'emploi dans le secteur public. À l'échelle du CCG, ces décisions ne représentent pas a priori un nombre très important de départs mais sont significatives du caractère particulier de la crise actuelle et de ses conséquences sur les finances publiques et l'emploi.

En parallèle, le fort ralentissement dans les secteurs hors pétrole devrait provoquer des départs massifs de travailleurs expatriés. Ainsi, plus de 150 000 expatriés ont quitté le Koweït depuis la mi-mars et on estime que plus d'un million de personnes pourraient les suivre d'ici la fin de l'année. Si les indicateurs avancés d'activité des secteurs non pétroliers ont rebondi depuis mai 2020 (tout en restant dans la zone de contraction car inférieurs à 50, au Qatar et en Arabie saoudite, tandis qu'ils sont revenus en zone d'expansion aux EAU) en Arabie saoudite, aux EAU et au Qatar, les sous-composantes emploi de ces indicateurs restent orientées à la baisse. Cette configuration (une reprise progressive de l'activité mais un marché du travail déprimé) devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année. On estime ainsi qu'en 2020, le nombre de travailleurs expatriés en Arabie saoudite et à Dubaï pourrait se réduire de 10%, ce qui représenterait environ 1,5 million de personnes.

ARABIE SAOUDITE : VARIATION DE L'EMPLOI PAR NATIONALITÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCE : GASTAT

SCÉNARIO NÉGATIF À COURT TERME ET INCERTAIN AU-DELÀ

Ces départs importants de main d'œuvre ne concernent pas seulement les emplois les moins qualifiés dans le bâtiment ou les services, mais aussi des positions intermédiaires. À court terme, cela aura mécaniquement des conséquences négatives sur la demande interne. À moyen terme, cette crise économique pourrait favoriser une accélération de la nationalisation de l'emploi, mais celle-ci restera partielle comme le montrent les évolutions récentes en Arabie saoudite.

En Arabie saoudite, avant la crise sanitaire, la politique gouvernementale a eu des résultats positifs en termes de création d'emplois pour les nationaux. Ainsi, malgré une conjoncture économique déjà morose, les créations d'emplois ont atteint des niveaux élevés en T4 2019 et T1 2020 (+100 000 environ) après plusieurs trimestres de baisse (-74 000 entre T1 2018 et T2 2019). Néanmoins, l'emploi des expatriés a progressé encore plus significativement durant la même période. Depuis T2 2018, l'emploi total a ainsi progressé de 9%, celui des non-Saoudiens de 11% et celui des Saoudiens de seulement 3%. Les rigidités du marché de l'emploi (inertie des salaires, manque de qualification) sont encore importantes. Dans l'ensemble des pays du CCG, il est trop tôt pour déterminer si la réduction de l'emploi expatrié attendue à court terme donnera lieu à une augmentation significative et durable de l'emploi des nationaux.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

AFRIQUE DU SUD

23

DE MAL EN PIS

Le choc provoqué par l'épidémie de Covid-19 est violent et frappe une économie déjà très fragile. La croissance économique n'a atteint que 0,8% en moyenne au cours des cinq dernières années et le pays est en récession depuis déjà la mi-2019. En 2020, la contraction de l'économie sera sans précédent, tout comme la dégradation des finances publiques. Le pays pourrait ne retrouver son niveau de PIB réel d'avant la crise qu'en 2025. Le gouvernement ajuste habilement sa stratégie de financement pour couvrir ses besoins, qui augmentent fortement avec la mise en œuvre du plan de relance budgétaire. Le soutien des créanciers multilatéraux, attendu à court terme, rassure mais la dynamique de dette publique va rester préoccupante à moyen terme.

UN CHOC ÉCONOMIQUE VIOLENT AUX EFFETS DURABLES

Un confinement strict a été imposé à l'ensemble de la population dès la fin mars. Il a été légèrement assoupli depuis le 1^{er} mai, mais l'évolution de l'épidémie a conduit les autorités à réintroduire des restrictions ces derniers jours. De fait, l'épidémie a démarré doucement mais accélère de manière inquiétante depuis quelques semaines. Au 15 juillet, le pic épidémique n'était pas atteint, et le pays comptait déjà 311 000 cas d'infections et 4 450 décès, pour une population de 59 millions d'habitants.

Les conséquences économiques de la crise sanitaire sont sévères, d'autant plus qu'elles frappent une économie très fragile, en récession depuis la mi-2019. La croissance n'a atteint que 0,8% par an en moyenne de 2015 à 2019, freinée par de fortes contraintes structurelles, et quasiment stoppée l'an dernier du fait d'importantes coupures d'électricité. Au T1 2020, alors que les effets directs du confinement n'étaient pas encore visibles, le PIB réel a reculé de 2% en rythme trimestriel annualisé (après déjà -1,4% au T4 2019 et -0,8% au T3 2019). Avec le confinement, l'activité s'est effondrée dans tous les secteurs au mois d'avril, pour ensuite rebondir timidement. Ainsi, la production du secteur manufacturier a plongé en avril de 44% en rythme mensuel et de 49% en glissement annuel (g.a.). Sur la base des indices des directeurs d'achat (PMI), la production a rebondi en juin, mais reste bien en deçà de ses niveaux d'avant-crise (graphique 1).

L'économie devrait enregistrer une contraction sans précédent au T2 2020, avant de se redresser difficilement à partir du second semestre – en supposant que le pic épidémique aura été dépassé. Après une récession de 8,5% attendue en 2020, le rebond devrait être limité en 2021, contraint par le potentiel de croissance très faible de l'Afrique du Sud (estimé à 1,5% avant le choc sanitaire). Selon nos prévisions actuelles, le pays ne devrait retrouver son niveau de PIB réel d'avant la crise du Covid-19 qu'en 2025. Le contexte social, marqué par des taux de pauvreté, des inégalités de revenus et un chômage très élevés, va se dégrader davantage. Le taux de chômage officiel atteignait 29,1% fin 2019 (57,1% chez les jeunes de 15 à 24 ans) et a déjà augmenté à 30,1% au T1 2020. Les conséquences sociales peuvent être atténuées par les mesures de soutien introduites par le gouvernement mais, d'une part, la marge de manœuvre budgétaire est étroite, et d'autre part, l'impact des mesures est limité par l'importance du secteur informel (environ 30% de l'emploi). Au moins les ménages pourront-ils bénéficier de la désinflation des prix à la consommation. Ces derniers ont augmenté de 2% en g.a. en mai 2020 (contre 4% en décembre 2019), soit le taux d'inflation le plus bas des quinze dernières années. L'inflation devrait rester dans un intervalle de 2% à 3% au cours des prochains trimestres, les pressions déflationnistes liées à la chute de la demande et à la baisse des prix du pétrole compensant largement les effets inverses de la dépréciation du rand. Cette dynamique des prix accroît la marge de

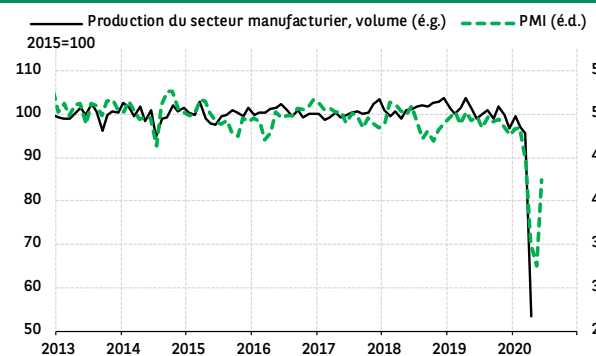
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	0,8	0,2	-8,5	2,3
Inflation moyenne (IPC, %)	4,6	4,1	2,8	3,7
Solde budgétaire / PIB (%) 1	-4,7	-6,7	-14,5	-11,0
Dette du gouvernement / PIB (%) 1	56,7	63,4	82,1	88,8
Solde courant / PIB (%)	-3,6	-3,0	-0,9	-2,9

TABLEAU 1

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

ARRÊT BRUTAL DE L'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SSA, DATASTREAM

manœuvre de la banque centrale pour assouplir la politique monétaire (les autorités monétaires ont retenu une cible d'inflation comprise entre 3% et 6%). Le taux d'intérêt directeur a déjà été réduit de 275 points de base (pb) depuis le début de l'année (taux *repo* de 6,50% à 3,75%). Il devrait être encore abaissé au second semestre, sauf si les marchés financiers sud-africains connaissent un nouvel épisode de stress.

UN CHOC FINANCIER TEMPORAIRE, QUI PEUT SE RÉPÉTER

L'Afrique du Sud a été l'une des économies les plus touchées par le mouvement de défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis des marchés émergents au T1 2020. Les sorties de capitaux ont été

importantes, conduisant à de fortes corrections sur tous les marchés d'actifs. Le rand s'est déprécié de plus de 30% contre le dollar sur les quatre premiers mois de 2020, avant de regagner 8% depuis fin avril. Malgré l'assouplissement monétaire, les rendements sur les obligations souveraines à 10 ans sont passés de 9,1% en moyenne en décembre à 11,2% en avril, et fluctuent autour de 10% depuis. Enfin, le spread EMBI sur la dette extérieure dépassait encore 520 pb début juillet.

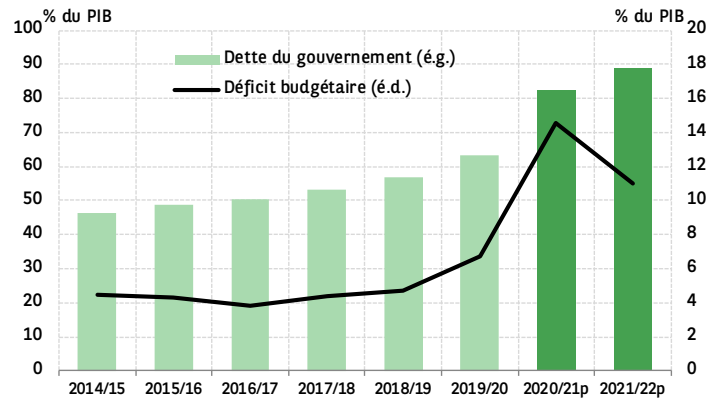
Les tensions financières se sont un peu atténuées au cours des trois derniers mois. L'Afrique du Sud reste cependant un des pays émergents les plus exposés au risque de retournement du sentiment des investisseurs étrangers étant donné la fragilité de ses fondamentaux macroéconomiques. Le déséquilibre de son compte courant devrait se réduire cette année (soutenant alors le rand) du fait de la chute des importations et de l'amélioration des termes de l'échange, mais la dynamique des comptes publics est très préoccupante.

FINANCES PUBLIQUES EN DANGER

La dégradation des finances publiques, déjà préoccupante avant la crise sanitaire, va fortement s'aggraver cette année. Le déficit du gouvernement national (central) s'est établi à 6,7% du PIB pour l'année budgétaire 2019-2020 (qui s'étend d'avril à mars), contre 4,7% en 2018-2019 et 3,9% en 2016-2017. À la faiblesse des recettes fiscales, l'augmentation des dépenses courantes et la hausse de la charge d'intérêts sur la dette, s'est ajouté l'an dernier le coût du sauvetage de l'entreprise publique Eskom. Le déficit primaire du gouvernement est ainsi passé de 1% du PIB en 2018-2019 à 2,8% en 2019-2020, soit le niveau le plus haut des dix dernières années. Les intérêts sur la dette ont atteint 4% du PIB et absorbé près de 14% des recettes budgétaires. Si cette charge n'est pas encore excessive, elle atteint des niveaux record pour le pays et va encore s'alourdir au cours des prochaines années.

Le dérapage budgétaire va maintenant s'accélérer sous l'effet de la récession économique et du vaste plan de relance introduit par le gouvernement depuis fin avril. Ce plan s'élève à ZAR 500 mds (USD 27 mds), soit environ 10% du PIB estimé de 2020. Il comprend : ZAR 140 mds d'aides aux entreprises en difficulté pour payer les salaires et maintenir l'emploi, ZAR 70 mds de réductions d'impôts en faveur des entreprises, ZAR 50 mds de subventions aux ménages, ZAR 40 mds de dépenses additionnelles dans le secteur de la santé (personnel, infrastructures), ainsi qu'un programme de garanties des prêts bancaires (pour un total pouvant monter jusqu'à ZAR 200 mds, soit 4% du PIB). Le fonds d'assurance chômage (*Unemployment Insurance Fund*) doit utiliser ses réserves pour financer une partie des aides en faveur de l'emploi. D'autres mesures seront financées via des réallocations budgétaires (notamment au détriment de l'investissement public). Le reste sera une charge supplémentaire pour le gouvernement central. Au total, son déficit devrait plus que doubler pendant l'année budgétaire 2020-2021, et atteindre 14,5% du PIB. Avec des tombées de dette de ZAR 65 mds, les besoins de financement du gouvernement représenteront près de 16% du PIB en 2020-2021, contre 8% en 2019-2020. Cette forte hausse survient alors que la dégradation des finances publiques des dernières années a conduit à des révisions des notations souveraines par les principales agences de rating, une méfiance croissante des investisseurs étrangers et une hausse du coût de financement du gouvernement. Celui-ci a donc dû ajuster sa stratégie de financement.

DETTE PUBLIQUE : UNE TRAJECTOIRE PRÉOCCUPANTE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : SSA, SARB, BNP PARIBAS

Point de confort pour le gouvernement, près de 90% de sa dette est en rand et les institutions financières locales sont ses créanciers les plus importants. Les banques, assurances et fonds de pension détenaient 52% du stock de bons du Trésor à la mi-2020 (contre 48% fin 2019). Ces institutions devraient pouvoir couvrir près de la moitié des besoins financiers du gouvernement cette année (soit environ 7% du PIB), mais difficilement plus, d'autant que les banques ont déjà acheté une bonne partie des titres vendus par les investisseurs étrangers ces derniers mois. Ceux-ci ne détenaient plus que 30% du stock de bons du Trésor fin juin, contre 37% fin 2019, et leur désengagement devrait se poursuivre à court terme. Par conséquent, le gouvernement prévoit de puiser dans ses dépôts et réserves (pour un montant équivalant à environ 2,5% du PIB) et espère émettre sur les marchés internationaux (pour un montant qui s'approcherait de 0,5% du PIB). Il aura également recours à de nouvelles sources de financement. D'une part, il négocie auprès des créanciers multilatéraux pour obtenir jusqu'à USD 7 mds de financements, soit 2,5% du PIB. La « ligne de financement rapide » du FMI pourrait s'élever à USD 4,2 mds, le reste viendrait de la Nouvelle banque de développement des BRICS (USD 1 md), de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement. D'autre part, la banque centrale a initié ses achats de bons du Trésor sur le marché secondaire : ils s'élevaient à ZAR 20 mds à fin juin (environ 0,5% du PIB) et pourraient représenter 2% du PIB sur l'ensemble de l'année. Les montants engagés par la banque centrale sont donc modestes, et ne devraient pas avoir d'effet macroéconomique important.

La dégradation de la solvabilité de l'État est préoccupante. La dette du gouvernement, déjà passée de 51% du PIB en mars 2017 à 63% en mars 2020, devrait atteindre 82% d'ici mars 2021 à cause de la hausse des déficits et de la contraction du PIB nominal (auquel s'ajoute l'effet modéré de la dépréciation du rand). Seules de vastes réformes structurelles, qui permettraient notamment de renforcer le potentiel de croissance sud-africain, pourront améliorer la dynamique de la dette publique à moyen terme. Une fois passée la crise sanitaire, la tâche du gouvernement Ramaphosa restera donc immense.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

NIGÉRIA

25

DOUBLE CHOC POUR UNE ÉCONOMIE FRAGILE

Bien que contenue sur le plan sanitaire, la pandémie de coronavirus associée au retournement des cours du pétrole aura des conséquences économiques sévères. Sans réelle marge de manœuvre budgétaire, le gouvernement a introduit un plan de soutien à l'économie très modeste, alors que l'érosion rapide des réserves de change provoquée par des sorties importantes de capitaux et la chute des exportations pétrolières met le naira sous pression. La fragilisation des comptes publics et externes, malgré le soutien des bailleurs de fonds, obère ainsi toute perspective de reprise. Seulement quatre ans après sa dernière récession, le PIB devrait de nouveau se contracter significativement en 2020. En l'absence de remontée des cours du pétrole, le rebond sera modeste en 2021.

Avec à peine 684 morts reportés début juillet et un peu plus de 30 000 cas pour une population de 200 millions d'habitants, la pandémie de coronavirus est pour l'instant limitée. Cependant, le nombre d'infections ne cesse d'augmenter alors que le Nigéria est l'un des pays en Afrique qui teste le moins et que les mesures de restriction mises en place fin mars sont en train d'être assouplies. Si un reconfinement sévère est peu envisageable au regard de ses conséquences socio-économiques (le secteur de l'informel pèse pour plus de 40% de l'économie selon la Banque mondiale), la persistance du risque sanitaire va continuer de peser lourdement sur les perspectives de reprise de l'activité. Surtout, le Nigéria doit faire face à un puissant choc pétrolier et financier avec des fondamentaux macroéconomiques dégradés.

COMPTE EXTÉRIEUR : LA PRESSION RESTERA FORTE

La position extérieure est nettement moins confortable que lors du précédent choc en 2015. Après trois années d'excédent, le compte courant a rebasculé dans le rouge en 2019 sous l'effet d'un gonflement des importations de biens et services. En 2020, la chute de la demande intérieure entraînera une baisse des importations, mais qui ne permettra pas de compenser les pertes subies du côté des exportations de pétrole (90% des exportations totales). En plus du retournement des cours du Brent, les engagements pris par le Nigéria dans le cadre de l'accord Opep+ devraient entraîner une diminution de sa production de pétrole de plus de 10% sur l'ensemble de l'année. Au total, les exportations pétrolières devraient chuter de moitié en 2020 à moins de USD 30 mds. À cela s'ajoutent des pressions inédites sur les transferts financiers de la diaspora nigériane dont les montants ont représenté plus de 25% des recettes en devises du compte courant ces dernières années.

Le compte courant restera donc lourdement déficitaire, au-delà de 3% du PIB. La situation financière est également précaire. Les sorties massives de capitaux à partir du second semestre 2019 ont conduit à une érosion continue des réserves de change. Tombées à USD 35 mds à fin avril 2020, celles-ci se sont légèrement reconstituées depuis, grâce à l'assistance financière d'urgence de USD 3,4 mds accordée par le FMI. Mais le répit sera sans doute de courte durée. Au T1 2020, le stock d'investissements de portefeuille sur la dette de court terme en monnaie locale atteignait plus de USD 20 mds, soit l'équivalent de 60% des réserves de change. Les investisseurs non-résidents ont notamment vendu une grande partie de leur stock de titres émis par la banque centrale. Ce stock, qui avait atteint un pic à USD 18 mds mi-2019, est retombé à environ USD 8 mds, dont 70% arrivent à maturité d'ici la fin 2020). Le niveau toujours élevé des *spreads* souverains (753 points de base) indique une persistance de l'aversion au risque nigérian. Malgré une aide additionnelle de USD 3,5 mds accordée par plusieurs bailleurs de fonds attendue prochainement, les réserves de change devraient donc de nouveau se réduire au second semestre pour clôturer 2020 sous la barre des USD 30 mds, soit à peine 4,7 mois

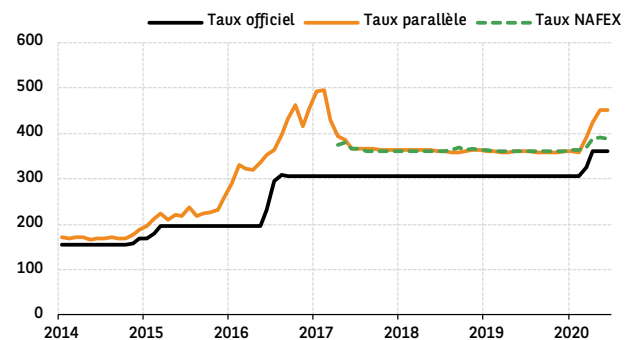
PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	1,9	2,3	-4,2	2,4
Inflation, IPC, var. annuelle, %	12,1	11,5	13,0	12,0
Solde budgétaire, % du PIB	-4,3	-5,0	-7,1	-6,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	23,1	25,0	31,0	32,5
Balance courante, % du PIB	0,9	-3,6	-3,4	-2,6

TABLEAU 1

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

AJUSTEMENT DU TAUX DE CHANGE CONTRE DOLLAR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CBN, BLOOMBERG, ABOKI FX

d'importations de biens et services, contre 9,3 mois fin 2017. Elles reviendraient donc à leur niveau de 2015-2016, lorsque les autorités avaient décidé de rationner considérablement leurs allocations de devises. L'émergence d'un écart significatif sur le marché parallèle des changes depuis le début de l'année en dépit de la dévaluation de la monnaie laisse penser que c'est le déjà le cas (graphique 1).

AJUSTEMENT DU NAIRA : NÉCESSAIRE MAIS INSUFFISANT

Dans ce contexte, la question de l'évolution du taux de change est redevenue centrale. Après quasiment quatre années de stabilité, les autorités monétaires ont procédé, le 20 mars dernier, à un ajustement de 15% du taux officiel de change. À 360 NGN/USD, le naira s'est ainsi



approché du taux NAFEX (70-80% des transactions commerciales et financières) sans pour autant combler totalement son écart puisque ce dernier cote désormais autour de 390 NGN/USD. La banque centrale a laissé entendre qu'elle pourrait bientôt unifier les deux taux. Le projet reste vague mais semble avancer. Selon Bloomberg, les autorités monétaires auraient délivré de la devise au taux de 380 NGN/USD aux importateurs le 4 juillet dernier, ce qui impliquerait une nouvelle dévaluation de 5,3%.

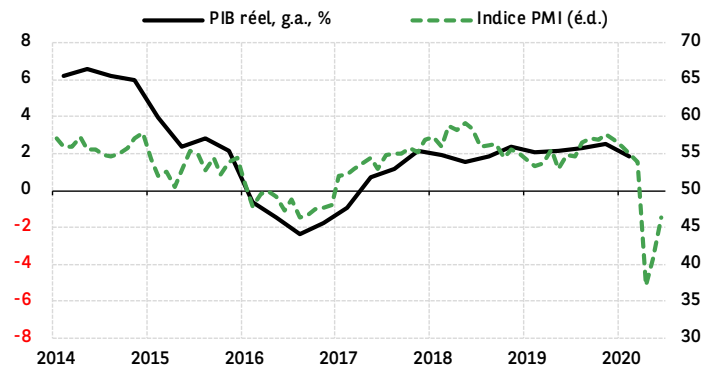
Si une unification des taux de change constituerait une avancée indéniable, le niveau du naira continuera néanmoins de poser question. Même en collant au taux NAFEX, le cours officiel resterait 20% inférieur à celui du marché *offshore*, le taux *forward* à 1 an se situe également à 460 NGN/USD, soulignant de fortes pressions à la baisse. En outre, rien ne dit que les autorités monétaires soient prêtes à aller vers plus de flexibilité. Or, la persistance d'une inflation élevée dans un contexte de stabilité du change entraîne une appréciation du taux de change effectif réel (TCER), qui contribue à alimenter les déséquilibres extérieurs. Malgré l'ajustement nominal du taux de change de mars, le TCER restait supérieur de 22% à son niveau de fin 2016.

FINANCES PUBLIQUES : PEU DE FLEXIBILITÉ

Le double choc de la pandémie et du retournement des cours du pétrole a aussi considérablement compliqué l'équation budgétaire. Initialement basé sur un cours du baril à 57 dollars, le budget a été plusieurs fois modifié avant d'être voté sur une hypothèse conservatrice de 28 dollars. Avec plus de la moitié des ressources générées par le secteur pétrolier, une base fiscale parmi les plus étroites au monde (les recettes non pétrolières dépassaient à peine 4% du PIB en 2019) et des dépenses en capital inférieures à 1% de PIB, la flexibilité budgétaire est quasi-inexistante. Malgré des ajustements sur des dépenses non prioritaires et la fin des subventions énergétiques, le déficit budgétaire consolidé devrait atteindre 7% du PIB cette année, soit deux points de plus qu'en 2019.

La couverture des besoins de financement demeurera problématique. L'État ne devrait pas émettre sur les marchés obligataires internationaux cette année en raison des conditions dégradées. En dépit du soutien important des bailleurs de fonds, la banque centrale sera une nouvelle fois largement sollicitée. En 2019, 75% du déficit budgétaire a été monétisé, essentiellement via des facilités de trésorerie (*overdraft facilities*). Compte tenu des tensions sur la liquidité domestique, une proportion relativement similaire est attendue pour 2020. Or, le coût du financement direct par la banque centrale est significatif (taux directeur + 3%). Malgré une dette publique modérée (31% du PIB en 2020, dont moins d'un tiers est en devise), le poids des charges d'intérêt devrait ainsi absorber plus de 40% des recettes du gouvernement général en 2020, soit le double de l'an dernier. En 2014, l'État consacrait moins de 10% de ses ressources au paiement des intérêts. Dans ce contexte, le Nigéria a vu son *rating* souverain dégradé par les agences Standard & Poor's et Fitch en mars-avril, et Moody's placé une perspective négative. Les spéculations sur le souhait des autorités de bénéficier d'une suspension temporaire du service de la dette auprès de ces créanciers officiels sont également régulières malgré les démentis du ministre des Finances.

CHUTE SPECTACULAIRE DE L'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, STANBIC IBTC

CROISSANCE : DE NOUVEAU EN RÉCESSION

Alors que la croissance économique était encore positive au T1 2020 (+1,9% en glissement annuel), les indicateurs avancés traduisent une forte chute de l'activité au T2. Malgré une légère remontée depuis mai en liaison avec l'allègement des mesures de restrictions, l'indice PMI reste sous la barre des 50 points (graphique 2) après avoir touché un point historiquement bas à 37,1 en avril. Or, les vents contraires resteront puissants en raison des nombreux effets induits par la chute des exportations de pétrole sur l'ensemble de l'économie. Face à cela, le plan de relance budgétaire apparaît modeste (1,6% du PIB), tout comme les mesures mises en place par les autorités monétaires.

En plus des injections de liquidité dans le secteur bancaire (2,4% du PIB) ou de la possibilité de restructurer temporairement les crédits des clients les plus affectés par la crise, la banque centrale a baissé son taux directeur de 100 points de base à 12,5%. La décision a surpris car elle intervient sur fond d'accélération de l'inflation (+12,4% en mai). Surtout, les canaux de transmission seront limités. Le secteur financier, de par son exposition large au secteur pétrolier (27% du portefeuille de crédits) et le niveau élevé de dollarisation (40% des prêts sont en devise étrangère), va être sous pression. Moody's s'attend ainsi à voir le taux de créances douteuses plus que doubler à 12-15%.

Au total, le PIB réel devrait se contracter de plus de 4% en 2020, quatre ans après la précédente récession. En l'absence de remontée significative des cours du pétrole, la reprise attendue pour 2021 serait modeste à 2,4%, soit un niveau encore inférieur à la croissance démographique. Si une sortie par le haut est toujours possible (grâce à des réformes), la fragilisation inquiétante de la situation macroéconomique pourrait cette fois contraindre les autorités à solliciter un programme de financement conventionnel auprès du Fonds monétaire international. Elles s'y étaient opposées lors du dernier choc.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste +33 1 55 77 47 31

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat
Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni +33 1 58 16 73 32

Hélène Baudchon
France - Marché du travail +33 1 58 16 03 63

Louis Boisset
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon +33 1 57 43 02 91

Frédérique Cerisier
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal +33 1 43 16 95 52

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme +33 1 42 98 53 99

Tarik Rharrab
Statistiques +33 1 43 16 95 56

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable +33 1 42 98 56 54

Laure Baquero + 33 1 43 16 95 50

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54

Thomas Humblot + 33 1 40 14 30 77

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine +33 1 42 98 79 82

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud +33 1 42 98 56 27

Stéphane Alby
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04

Stéphane Colliac
Turquie, Ukraine, Europe Centrale +33 1 42 98 26 77

Sara Confalonieri
Afrique lusophone et anglophone +33 1 42 98 43 86

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00

Salim Hammad
Amérique latine +33 1 42 98 74 26

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, CEI +33 1 58 16 05 84

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini +33 1 42 98 05 71



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change