

## D'UNE CRISE POLITIQUE À L'AUTRE

Le PIB péruvien a retrouvé son niveau d'avant crise, grâce au fort sursaut d'activité enregistré en 2021. Mais les capacités de rebond sont limitées et les perspectives de croissance à court et moyen terme sont modérées. D'une part, les pressions inflationnistes pèsent sur la consommation et la désorganisation des chaînes de valeur entrave le secteur exportateur. D'autre part, la longue crise politique freine les perspectives d'investissement. Par ailleurs, les finances publiques se sont dégradées au cours des deux dernières années. Plus que le niveau de la dette, encore modéré, c'est la composition qui inquiète car elle rend le pays plus vulnérable au changement de sentiment des investisseurs.

### NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Après un rebond de plus de 13% en 2021, un des taux de croissance les plus élevés de la région, l'activité économique devrait très nettement ralentir en 2022 et 2023, autour de 3% en moyenne. Le retrait progressif des mesures de soutien liées à la pandémie (monétaires et fiscales), les pressions inflationnistes et les mouvements sociaux pèseront sur la demande interne. Dans le même temps, le ralentissement de la demande mondiale, la dégradation des termes de l'échange (principalement à cause des chocs géopolitiques), les ruptures d'approvisionnement et les dérèglements des chaînes de valeur freinent les exportations.

Parallèlement, les pressions inflationnistes se sont intensifiées depuis la mi-2021 et ont nettement accéléré depuis le début de l'année 2022 (à 8,8% en g.a. en mai). Bien que les liens commerciaux avec l'Ukraine et la Russie soient très limités, les conséquences de la guerre sur les prix des matières premières sont significatives sur l'augmentation des prix au Pérou. La banque centrale a réagi rapidement. Elle a augmenté son taux directeur de 525 points de base depuis le mois de juillet 2021 (à 5,5% en fin juin 2022). Les pressions inflationnistes devraient perdurer au cours des prochains mois : la désorganisation des chaînes de valeur continuera, au moins à court terme, à exercer des pressions sur les prix, et surtout, les prix des matières premières devraient rester durablement élevés. En moyenne, l'inflation devrait atteindre 7% en 2022 et nous anticipons de nouvelles hausses de taux à court terme.

### FAIBLESSES STRUCTURELLES

L'activité a retrouvé son niveau de décembre 2019 (soit avant le début de l'épidémie de Covid-19) mais peine à le dépasser (graphique 1).

La capacité de rebond est effectivement limitée. Les faiblesses structurelles du pays en termes de gouvernance se sont progressivement accentuées au cours du précédent mandat (2016-2021), comme l'ont illustré la défiance du Parlement vis-à-vis du gouvernement et la multiplication du nombre de scandales de corruption. Au cours de ce mandat, quatre présidents (trois en novembre 2020), deux parlements et un grand nombre de gouvernements se sont succédés. Le nombre de réformes économiques et sociales mises en place par le gouvernement a nettement diminué (en comparaison à la décennie précédente). Par ailleurs, la croissance du PIB (à peine 3% par an en moyenne entre 2015 et 2019 contre 5% entre 2011 et 2015) et de l'investissement (dont la part dans le PIB s'est réduite 21% du PIB en 2016-2019 contre 24,3% du PIB en 2011-2015) ont nettement ralenti.

En outre, le soutien massif des autorités, dès le début de la pandémie, n'a pas suffi à empêcher la dégradation de plusieurs indicateurs sociaux (le taux de pauvreté par exemple) et ceux du marché de l'emploi. D'après le FMI, les confinements très stricts imposés par les autorités

#### PRÉVISIONS

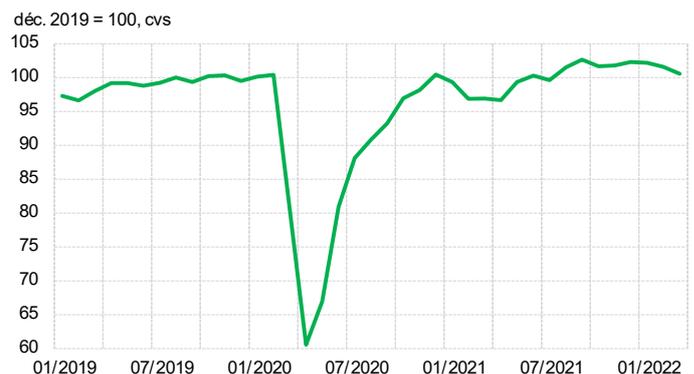
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	-12,0	13,3	3,2	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	1,8	4,0	7,0	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-8,3	-2,8	-2,6	-2,6
Dette publique, % du PIB	26,8	35,4	36,1	35,8	35,4
Balance courante, % du PIB	-1,5	0,7	-2,8	-1,3	-1,3
Dette externe, % du PIB	34,7	44,7	41,2	42,4	41,7
Réserves de change, mds USD	68,4	71,5	76,6	81,8	82,9
Réserves de change, en mois d'imports	19,4	25,1	16,2	15,6	15,8

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

#### PÉROU : INDICE MENSUEL D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

(et les fermetures prolongées des écoles) auront des effets négatifs sur l'accumulation du capital humain, et donc sur la croissance potentielle. Le FMI estime à présent que la croissance potentielle péruvienne se situe autour de 3%, alors qu'elle était légèrement supérieure à 3,5% avant la crise.

## CRISE POLITIQUE : PAS D'ISSUE À COURT TERME

À court terme, le climat politique pourrait se dégrader encore davantage. Le parti du président Castillo (élu en avril 2021) ne dispose que de 37 députés (sur 130) au Parlement, et les coalitions sont fragiles. En moins d'un an (le mandat a débuté fin juillet), les remaniements gouvernementaux ont été nombreux et le président a déjà évité deux procédures de destitution.

Si Pedro Castillo termine son mandat (en 2026), les relations entre le Parlement et le gouvernement resteront tendues et le risque que les procédures de destitutions se multiplient est élevé. À l'inverse, si le président est destitué, ou s'il démissionne, de nouvelles élections pourraient mener à une polarisation encore plus marquée de la vie politique. Il est probable que le Parlement reste fragmenté, sans majorité nette, ce qui n'améliorera pas la gouvernabilité du pays et la capacité à mener des réformes.

Depuis le mois de janvier, les tensions se cristallisent autour du projet présidentiel de ré-écriture de la constitution (influencé par la procédure en cours au Chili). Après une première proposition, rejetée par le Parlement, le Congrès a promulgué une loi rendant nécessaire l'approbation des députés en cas de référendum public. Fin avril, le président a pourtant soumis au Parlement une nouvelle proposition de référendum (qui se tiendrait le 2 octobre prochain) concernant une nouvelle constitution. Même s'il a peu de chances d'être adopté, le projet est pour le moment en discussion au Parlement.

## DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

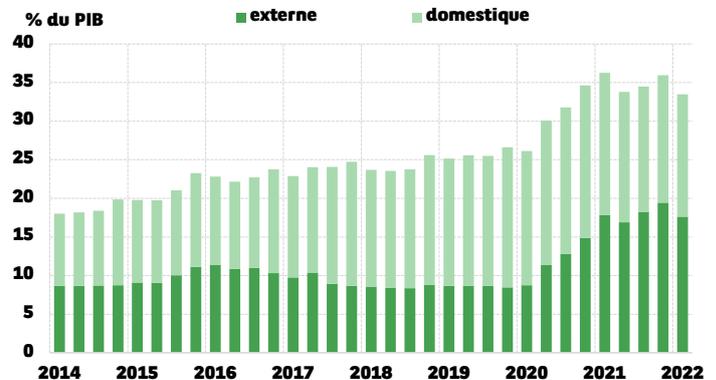
L'économie ne montre pas de signe de déséquilibre majeur et les réformes les plus radicales (et les plus coûteuses) envisagées par le gouvernement n'ont pas pu être mises en place. Mais il est probable que la prolongation de la crise politique continue de peser sur les perspectives d'investissement (domestique et étranger). Surtout, il est peu probable que le président parvienne à introduire la vaste réforme fiscale qu'il s'était engagé à mettre en place.

De nouvelles mesures populistes sont à craindre, ce qui repousserait la consolidation des finances publiques. Les pressions inflationnistes et de nombreux mouvements sociaux en avril ont déjà conduit le Congrès et le gouvernement à prendre de nouvelles mesures de soutien. Le Congrès avait ainsi autorisé les salariés à puiser dans leur épargne retraite. Le président a annoncé en avril une augmentation de 10% du salaire minimum, ainsi que plusieurs mesures de soutien destinées à compenser les effets de l'inflation : augmentation des subventions sur le prix du fuel et exonération de certaines taxes concernant les biens de première nécessité, pour un montant de 0,3% du PIB. Après une forte réduction en 2021, le déficit devrait se réduire très légèrement en 2022 (la hausse du prix du cuivre, et donc des revenus gouvernementaux, compensera celle des dépenses associées aux mesures de soutien).

Le risque d'un dérapage des finances publiques a augmenté depuis 2021. Bien qu'à un niveau encore modéré, la dette a fortement augmenté au cours des deux dernières années, de 27% du PIB fin 2019 à 36% du PIB fin 2021.

Mais plus que le niveau de la dette, c'est la détérioration de son profil qui inquiète : l'augmentation du déficit et l'autorisation donnée aux salariés de puiser dans leur épargne retraite se sont traduites par un recours accru au financement extérieur.

### PÉROU : DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

La dette est à présent libellée à 50% en devises, et détenue à 50% par des non-résidents (chacun des deux indicateurs représentait moins de 30% du total en 2019), ce qui augmente la vulnérabilité du pays en cas de remous sur les marchés financiers. Moody's et Fitch ont dégradé la note souveraine du pays en septembre-octobre 2021, et Fitch a de nouveau dégradé sa note en mars 2022.

Achévé de rédiger le 1er juillet 2022

**Hélène DROUOT**

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



# ARABIE SAOUDITE

21

## RÉFORME BUDGÉTAIRE EN COURS

La reprise économique devrait être soutenue en 2022 grâce à la forte hausse de la production d'hydrocarbures décidée par l'OPEP+ et à l'accélération de la consommation des ménages. La conjoncture pétrolière est favorable aux finances publiques. Pourtant, le gouvernement devrait poursuivre sa politique de consolidation et de diversification de ses revenus. Celle-ci a déjà permis une réduction significative du prix d'équilibre du budget, et donc une moindre exposition à la volatilité des marchés pétroliers. Parallèlement à cette dynamique positive, des tensions sont apparues sur le marché interbancaire et ont nécessité l'injection de liquidité de la part de la banque centrale. Avec le gonflement du crédit bancaire et une gestion moins pro-cyclique des excédents budgétaires, les banques ont dû recourir à des ressources extérieures et réduire leur actif extérieur net afin de financer leur activité.

## FORT REBOND DE L'ACTIVITÉ

La croissance économique devrait atteindre 7,4% en 2022, grâce principalement à l'augmentation de la production pétrolière. Après une année de quasi stabilité en 2021 (+0,2%), la hausse graduelle des quotas de production décidée par l'OPEP+ (pays membres de l'OPEP et Russie) devrait faire rebondir le PIB pétrolier (environ 40% du PIB total) de 14% en 2022. Cette hausse de la production d'hydrocarbures est par ailleurs soutenue par la nécessité de compenser au moins partiellement la réduction de la production russe. En tant que producteur disposant de l'essentiel des capacités de production inutilisées au sein du cartel, l'Arabie saoudite est le principal contributeur à la hausse des quotas de production.

Le PIB non pétrolier devrait croître d'environ 3,7% en 2022, soutenu essentiellement par la consommation des ménages. Celle-ci bénéficie à la fois de l'amélioration du marché du travail et de la modération des pressions inflationnistes. Le taux de chômage est en baisse régulière depuis 2020 et a atteint 10,1% de la population active en T1 2022. La hausse de l'emploi des femmes est significative depuis la mise en place de politiques favorisant leur embauche. Leur taux de participation au marché de l'emploi est ainsi passé de 19% en 2017 à 36% en 2021. Par ailleurs, la fin des restrictions aux déplacements liées à la pandémie de Covid-19 et la reprise économique dans les secteurs hors pétrole devraient encourager le retour des expatriés (dont le nombre avait baissé de 4,6% en 2021). La progression du crédit aux ménages (+17% a/a en décembre 2021) soutient également la consommation privée.

Le rôle des dépenses publiques dans la croissance évolue. Le gouvernement souhaite réduire leur caractère très pro-cyclique, qui a eu tendance à favoriser la surchauffe de l'économie durant les périodes de revenus pétroliers élevés. Ainsi, malgré la bonne conjoncture pétrolière, et donc des revenus budgétaires en hausse, les dépenses budgétaires ne devraient progresser que modérément.

D'un point de vue sectoriel, les services (notamment les loisirs au sens large) et la construction devraient soutenir l'activité, favorisés par le programme de développement « Vision 2030 » qui vise à diversifier l'économie et à développer les infrastructures.

En 2023, la croissance devrait atteindre 3.3% étant donné la faible progression de la production pétrolière (+2.2%). La croissance hors hydrocarbures devrait se renforcer et atteindre 4,1%.

## INFLATION MODÉRÉE

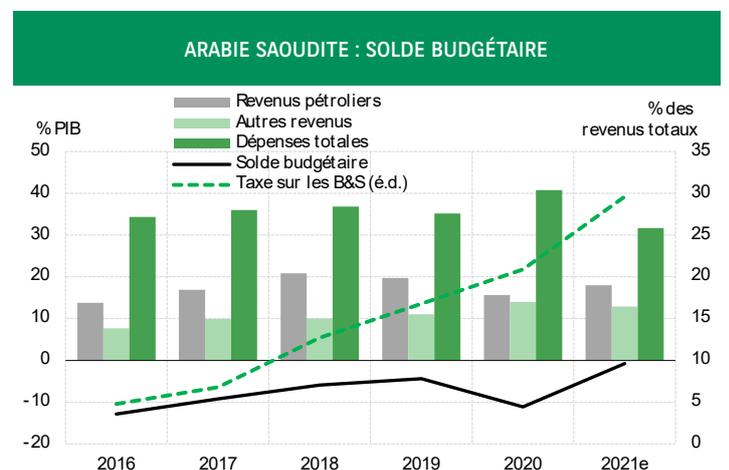
À l'instar de la majorité des pays du Golfe, les pressions inflationnistes devraient rester modérées en 2022. L'inflation des prix à la consommation s'est stabilisée à 2,2% en rythme annuel en mai 2022. Les prix

PRÉVISIONS					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	0,4	-4,1	3,3	7,4	3,3
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	-1,2	3,4	3,1	2,7	1,7
Solde budgétaire, % du PIB	-4,5	-11,2	-0,8	10,8	8,5
Dette du gouv. central, % du PIB	23	32	30	25	24
Solde courant, % du PIB	4,8	-3,2	6,8	14,3	9,2
Dette externe, % du PIB	24	30	37	30	31
Réserves de change, mds USD	500	454	456	539	582
Réserves de change, en mois d'imports	27	30	27	26	26

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS

alimentaires sont le principal moteur de l'inflation (+4,6% en mai), tandis que les prix de l'énergie sont quasiment stables (+0,15%) grâce au maintien de subventions gouvernementales. En juin 2021, le gouvernement a introduit une limite à la hausse des prix de l'essence et compense tout effet de la hausse des cours mondiaux du pétrole survenue depuis lors (le prix du Brent a augmenté de 45% environ pendant cette période). Les loyers (21% de l'indice des prix) sont en hausse depuis mars, mais de manière très modérée (+0,5% en mai). Plus générale-


**BNP PARIBAS**

 La banque  
d'un monde  
qui change