

CONJONCTURE

Septembre 2018 : n°6

Argentine : une transition délicate

Le gouvernement de Mauricio Macri a sorti l'économie argentine de son isolement. Sa politique lui a permis de renouer avec la croissance en 2017 et de consolider les réserves de change de la banque centrale grâce à l'afflux d'investissements de portefeuille. Mais cette politique a aussi creusé le déficit courant, accru la dette publique de l'Etat en dollar et, indirectement, généré des tensions inflationnistes. Le gouvernement argentin a ainsi dû faire appel au FMI pour stabiliser le change. La politique de stabilisation va faire retomber l'économie en stagnation et aura un coût économique pour la population du fait d'une politique monétaire devenue très restrictive et d'efforts de consolidation budgétaire plus importants que ce que le gouvernement envisageait fin 2017. Compte tenu du fort endettement en devises de l'Etat argentin, le gouvernement est confronté à un dilemme classique entre la nécessité de stabiliser l'endettement public et l'endettement extérieur.

Par François Faure

p.2

Une normalisation inachevée

p.5

Plan du FMI : restaurer la confiance

p.8

Vulnérabilités non systémiques des entreprises et des banques

Eco
CONJONCTURE

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Argentine: une transition délicate

François Faure

Le gouvernement de Mauricio Macri a sorti l'économie argentine de son isolement. Sa politique lui a permis de renouer avec la croissance en 2017 et de consolider les réserves de change de la banque centrale grâce à l'afflux d'investissements de portefeuille. Mais cette politique a aussi creusé le déficit courant, accru la dette publique de l'Etat en dollar et, indirectement, généré des tensions inflationnistes. Le gouvernement argentin a ainsi dû faire appel au FMI pour stabiliser le change. La politique de stabilisation va faire retomber l'économie en stagnation et aura un coût économique pour la population du fait d'une politique monétaire devenue très restrictive et d'efforts de consolidation budgétaire plus importants que ce que le gouvernement envisageait fin 2017. Compte tenu du fort endettement en devises de l'Etat argentin, le gouvernement est confronté à un dilemme classique entre la nécessité de stabiliser l'endettement public et l'endettement extérieur.

Le 20 juin dernier, 18 ans après la grande crise financière de 2000-2001, le gouvernement argentin du président Mauricio Macri a été de nouveau contraint de demander de l'aide au FMI pour faire face à une dépréciation accélérée du peso s'apparentant à une mini crise de change. Dans un contexte de plus grande méfiance des investisseurs financiers pour les places émergentes, le peso a perdu 30% contre le dollar US depuis fin avril, malgré un relèvement drastique des taux d'intérêt directs de la banque centrale jusqu'à 60%, celle-ci ayant très vite arrêté d'utiliser ses réserves pour défendre le taux change.

L'accord de *stand-by* avec le FMI prévoit une ligne de financement très importante de 50 milliards de dollars, soit un peu plus de 11 fois les quotas du pays. En 2000-2001, le FMI avait mis sur la table environ 22 milliards de dollars, soit 7,5 fois les quotas de l'époque. La comparaison entre les enveloppes financières pourrait laisser craindre que la situation actuelle soit plus alarmante qu'en 2000-2001. Elle l'est pourtant moins à bien des égards. L'environnement extérieur et la trajectoire de l'économie argentine sont très différents entre les deux périodes.

Avant la crise de 2000-2001, l'économie argentine était en récession, conséquence de deux chocs externes majeurs (la crise en Asie et en Russie de 1998 et la dévaluation du real brésilien en 1999). De plus, l'économie était alors soumise à la contrainte du régime de caisse d'émission (*currency board*) qui implique un ajustement déflationniste des prix et des salaires en raison de la fixité du change pour restaurer les comptes extérieurs. De plus, pour être crédible, un *currency board* imposait un équilibre des comptes publics.

A l'inverse, en 2016-2017 l'Argentine n'a pas subi de chocs financiers comparables à ceux de 1998-1999. De plus, malgré une plus forte exposition des pays émergents aux investissements de portefeuille, les conditions de financements extérieurs sont restées très favorables (forte liquidité et faibles primes de risque), ce dont le pays a largement bénéficié. Aussi, lorsque M. Macri, à son accession au pouvoir fin 2015, a rapidement levé les contrôles de capitaux, procédé à une unification des taux de change (au prix d'une dévaluation du peso notablement surévalué) et décidé d'apurer une fois pour toutes les arriérés de dette extérieure, l'économie argentine a-t-elle retrouvé plus de flexibilité et renoué avec la croissance.

Comment expliquer qu'un simple accès de fièvre sur les places financières émergentes ait frappé aussi durement le pays ? L'économie argentine est-elle toujours aussi fragile ? Si tel est le cas, le traitement que devra subir le pays en échange du soutien financier du FMI est-il de nature à lui éviter de sombrer dans la situation désastreuse de la fin 2001 (défaut souverain, apparition de monnaies parallèles et convertibilité forcée des bilans bancaires) ?

La première partie de cet article décrit et examine de façon chronologique la période (du premier trimestre 2016 au troisième trimestre 2017) caractérisée par le changement de politique économique et le retour de la croissance, puis les six mois précédant la conclusion de l'accord avec le FMI durant lesquels la crédibilité de la politique monétaire s'est érodée, les comptes extérieurs se sont détériorés et l'inflation a réaccélééré. La deuxième partie présente les mesures et les objectifs macroéconomiques du plan FMI (couverture des besoins de financements extérieurs, dynamique de la dette publique) et les sources de risque pour les banques et les entreprises.

Une normalisation inachevée

Un bon départ

A son arrivée au pouvoir fin 2015, le président Macri a hérité d'une économie alternant, depuis 2012, années de croissance et années de récession et souffrant de déséquilibres multiples : inflation officielle largement sous-estimée, dérive du déficit budgétaire financé en partie par des transferts de la banque centrale, forte détérioration du déficit courant et sorties structurelles de capitaux privés. A un peu moins de 25 milliards de dollars, les réserves de la banque centrale avaient atteint fin 2015 un niveau proche du seuil d'alerte (3 mois d'importations de biens et services).

Une grande partie des mesures prises par le nouveau gouvernement visaient à stabiliser la liquidité extérieure :

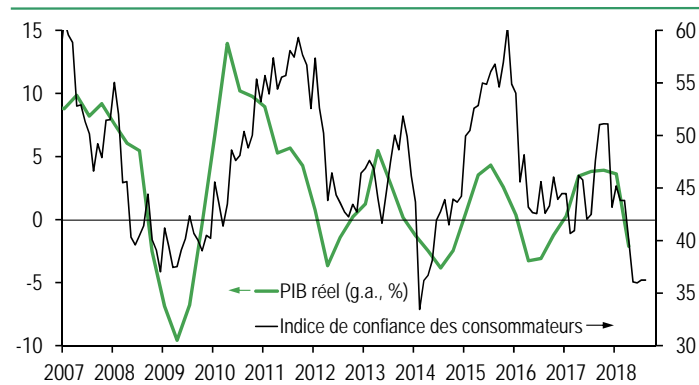
- suppression du contrôle des changes, alignement du taux de change officiel sur le taux parallèle (au prix d'une dévaluation de 25%) et



unification des deux taux, suppression des taxes à l'exportation, réduction du champ d'application du système de licence d'importation,

- apurement des arriérés de la dette extérieure publique sous la pression des fonds activistes, amnistie fiscale sur les actifs extérieurs non déclarés pour encourager leur rapatriement, nouvelle loi sur les marchés de capitaux pour approfondir le marché financier local et améliorer la gouvernance des entreprises.

Argentine : croissance et confiance des ménages



Graphique 1

Source : INDEC - Université Tortuaco di Tella

Les autres mesures ont concerné les finances publiques et l'investissement. Le gouvernement s'est fixé des objectifs pluri-annuels de réduction du déficit primaire de l'Etat fédéral et, à partir de 2017, un suivi trimestriel tout en essayant d'en limiter les effets récessifs.

Les prix des services publics (eau, électricité, gaz, transports publics) ont été très fortement relevés afin de réduire les subventions qui pesaient sur le budget, avec des exemptions pour les plus pauvres (*tarifa social*), et, parallèlement, les prestations sociales (allocation familiale, retraites, allocations chômage) ont été augmentées. Par ailleurs, un plan d'investissement en infrastructure, notamment dans les régions du Nord, et des programmes de partenariats public-privé dans les énergies renouvelables ont été lancés. Enfin, le gouvernement s'est engagé à aligner les statistiques nationales sur les standards internationaux.

Dans un premier temps, la dévaluation et l'augmentation des tarifs publics ont entraîné un choc inflationniste et une récession au premier semestre 2016. Le taux d'inflation mensuel a accéléré à 4,2% en moyenne entre décembre 2015 et juin 2016 contre 1,8% entre janvier et novembre 2015. En réponse à cette poussée inflationniste, la banque centrale a été contrainte de relever en mars 2016 ses taux d'intérêt de 685 points de base jusqu'à 40%, entraînant l'économie dans la récession jusqu'au quatrième trimestre 2016 (-3% en cumul du PIB réel du T3 2015 au T2 2016).

Toutefois, à partir de juin 2016, les effets de la dévaluation et de la hausse des prix réglementés se sont estompés, l'inflation sous-jacente (c'est-à-dire hors produits alimentaires saisonniers et prix réglementés) repassant sous la barre des 2% en juillet 2016. De l'été 2016 à la fin 2017, le taux d'inflation d'ensemble est resté contenu malgré les relèvements des prix réglementés grâce à une plus grande stabilité

nominale du peso. La banque centrale a pu alors desserrer son étai monétaire, ramenant, fin 2016, son taux d'intérêt directeur à son niveau d'avant la dévaluation (25%). Entre temps, l'Etat argentin a pu lever facilement sur le marché obligataire international les fonds nécessaires pour apurer ses arriérés de dette.

L'économie argentine s'est véritablement redressée à partir du quatrième trimestre 2016, la croissance du PIB accélérant jusqu'à atteindre un rythme annuel de près de 4% l'an au deuxième semestre 2017 et encore de 3,5% au premier trimestre 2018. La croissance a été mieux équilibrée qu'au cours du deuxième mandat de Cristina Kirchner. Elle a reposé plus largement sur l'investissement et les exportations¹ que sur la consommation publique et privée. L'activité du secteur de la construction s'est fortement redressée en 2017 avec la normalisation des taux d'intérêt. La levée des taxes à l'exportation a favorisé les exportations de céréales et d'oléagineux, qui représentent 45% du total des exportations ; celles de produits manufacturés non agricoles (30% du total des exportations) ont renoué avec la croissance en 2017 pour la première fois depuis 2012 grâce à l'amélioration de la situation du voisin brésilien (le Mercosur absorbe 20% des exportations argentines).

Premières fissures

Cependant, fin 2017, les faiblesses macroéconomiques traditionnelles ont resurgi, entamant la crédibilité *ex-post* de la politique monétaire.

Inertie de l'inflation

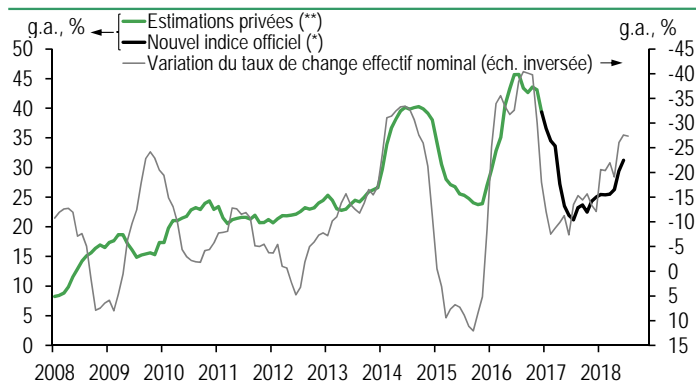
Premièrement, les gains marginaux de désinflation ont été bien plus difficiles à obtenir en 2017 qu'en 2016 (le taux d'inflation sous-jacente est resté en moyenne de 1,6% par mois avec un minimum de 1,3%). Les causes possibles de l'inertie à la baisse de l'inflation sont *a priori* multiples : rigidité des salaires réels par rapport aux gains de productivité, forte sensibilité au taux de change (*pass-through*), financement monétaire du déficit budgétaire, pouvoir de monopole des producteurs locaux et/ou faible substitution des produits/services locaux aux produits importés.

Les salaires réels ont réaccélééré en 2017 (+4,5%) plus sensiblement que la productivité mais il s'agit plus d'une rigidité cyclique que d'une rigidité structurelle (entre 2012 et 2016, les salaires réels ont stagné comme le PIB réel). D'ailleurs, en 2018, les salaires réels devraient de nouveau se contracter. Par ailleurs, l'impact inflationniste du financement monétaire a disparu, les transferts des profits de la banque centrale ayant cessé depuis décembre 2016.

Les causes principales de l'inertie à la baisse de l'inflation résident toujours dans la très forte sensibilité au taux de change. De plus, selon l'OCDE et la Banque mondiale, le degré de concurrence locale est relativement faible par rapport aux autres pays, développés comme émergents.

¹ En cumul depuis le T3 2016 et jusqu'au T1 2018, l'investissement a augmenté de 24% alors qu'il avait reculé en moyenne de 2% entre 2012 et 2015. A plus de 22%, le taux d'investissement en % du PIB a atteint un plus haut depuis 2005.

Argentine : inflation et taux de change



Graphique 2 Sources : BRI , INDEC (*), GlobalSource Partners (**)

Dégradation du compte courant compensée par l'afflux de capitaux

Deuxièmement, en 2017, le déficit courant a été multiplié par deux par rapport à 2016, dépassant 30 milliards de dollars et atteignant le seuil d'alerte de 5% du PIB. Le solde commercial qui dégagait encore un surplus jusqu'en 2016 a affiché un déficit de 5,5 milliards, le déficit de la balance des services a atteint près de 10 milliards de dollars et celui de la balance des revenus 16 milliards (principalement la charge d'intérêts sur la dette extérieure).

La balance des biens et services contribue à hauteur de 70% à la dégradation du déficit courant et de 30% à la balance des revenus. Le déficit courant est donc, pour une large part, un déficit conjoncturel car la reprise de la croissance s'est accompagnée d'une poussée très forte des importations de biens et services (+20% en volume) et donc une élasticité au PIB exceptionnellement élevée (supérieure à 4), cas de figure habituel en phase de reprise. Toutefois, du côté des exportations, le pays a pâti de conditions exogènes défavorables; une sécheresse entre novembre 2017 et mars 2018 qui a pesé sur les exportations de produits agricoles² et une quasi-stagnation des prix des principales matières premières agricoles exportées (soja, blé).

Le solde commercial a continué de se creuser au premier trimestre 2018 pour ces mêmes raisons. Cependant, les exportations industrielles non agricoles sont restées dynamiques avec une croissance proche de 10% en volume jusqu'à début 2018. En fait, l'Argentine reste une économie peu intégrée dans les chaînes de valeur mondiales (GVC pour *Global Value Chains*) avec un coefficient de taux de participation aux GVC qui n'était que d'environ 40% en 2009 d'après l'OCDE contre par exemple 60% pour la Corée du Sud, la République tchèque et la Slovaquie³. Par conséquent, les exportations argentines

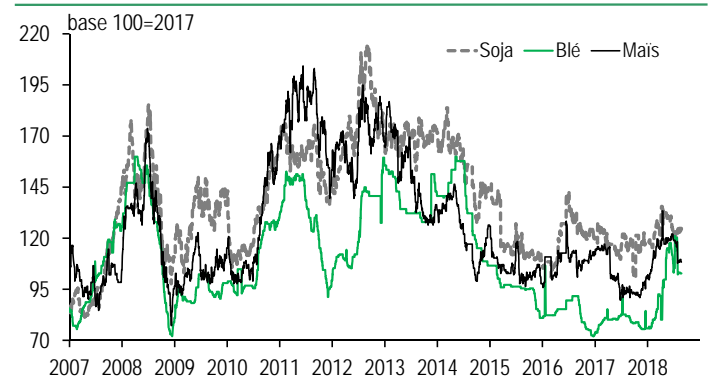
² Les prévisions de production de la campagne céréalière tablent sur une baisse (entre 20% et 30%).

³ Le taux de GVC d'un pays rapporte la somme de 1/la valeur ajoutée des partenaires commerciaux contenue dans les exportations du pays (*upstream links*) et 2/ la valeur ajoutée du pays, utilisée comme *input* dans les exportations des partenaires commerciaux (*downstream links*), au total des exportations du pays. Pour les pays exportateurs de matières premières, ce taux est par

devraient moins pâtir que celles des autres pays émergents du ralentissement structurel attendu des échanges liés aux GVC.

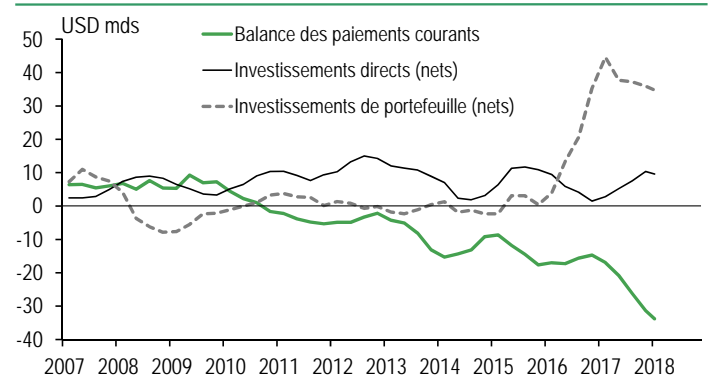
Depuis le premier trimestre 2016 et jusqu'au premier trimestre 2018, l'aggravation du déficit courant n'a pas entraîné de tensions sur l'équilibre de la balance des paiements. En cumul du premier trimestre 2016 jusqu'au premier trimestre 2018, le déficit courant (55 mds) et les sorties de capitaux des résidents argentins (35 mds) ont été largement compensés par les entrées de capitaux des non-résidents, des investissements directs (17 mds) et surtout des investissements de portefeuille (93 mds), l'Etat argentin ayant émis au total 56 milliards de dollars d'obligations internationales.

Argentine : prix des principales matières premières agricoles exportées



Graphique 3 Source : Datastream

Argentine : financement du déficit courant



Graphique 4 Source : INDEC

Les réserves de change ont été multipliées par près de 2,5 depuis la fin 2015, atteignant un point haut de 62 milliards de dollars fin mars. Mais cette reconstitution de la liquidité extérieure s'est faite au prix d'une structure de financement de la balance des paiements plus fragile et

construction très faible puisque les exportations susmentionnées sont à usage final direct. Mais, dans le cas de l'Argentine, même les produits industriels ont un taux faible de GVC, sauf ceux de la branche 'transports et équipements'. Autre précision, *a priori* le taux de GVC n'a pas de raison d'avoir augmenté depuis 2009, il devrait même plutôt avoir diminué.



d'une forte augmentation de la dette extérieure, le ratio de couverture du déficit courant par les investissements (30%) restant insuffisant.

Politique monétaire sous contraintes

La conduite de la politique monétaire est également à l'origine de la plus grande méfiance des investisseurs à partir de fin 2017. Le cadre de la politique monétaire avait radicalement changé avec l'adoption du ciblage d'inflation en septembre 2016, véritable gageure pour une économie fortement inflationniste bénéficiant, depuis deux ans, d'un afflux de liquidité extérieure exceptionnel nécessitant des opérations de stérilisation.

L'élément déclencheur a été la révision à la hausse des prévisions d'inflation de la Banque centrale d'Argentine (BCRA), de 8%-12% initialement à 15% pour la fin 2018 et de 5% à 10% pour 2019, suivie d'une nouvelle baisse substantielle des taux directeurs, ce qui est apparu comme incompatible avec les dynamiques macroéconomiques et le ciblage d'inflation.

Le gouverneur de la banque centrale alors en place, Federico Sturzenegger, a été confronté au dilemme classique entre le maintien du taux d'intérêt directeur à un niveau très élevé -gage de crédibilité des cibles d'inflation- et la nécessité de dissuader les entrées de capitaux, ou à défaut de les stériliser, pour contenir la croissance de la masse monétaire, source importante d'inflation en Argentine. En d'autres termes, l'utilisation des taux d'intérêt va, sinon à l'encontre de l'objectif d'inflation, du moins gêner sa réalisation.

A l'impossibilité d'atteindre deux objectifs avec un seul instrument s'ajoute, dans le cas de l'Argentine, un problème spécifique de « dominance fiscale » qui constitue une autre contrainte forte pour la politique monétaire. Il y a « dominance fiscale » lorsque la politique monétaire est, sinon dictée, du moins fortement contrainte par les objectifs budgétaires, soit au travers du canal des taux d'intérêt qui affectent la charge d'intérêts de la dette publique, soit directement au travers des transferts et avances sur le compte du Trésor⁴.

Dans le cas de l'Argentine, les intérêts de la dette de l'Etat ne constituent pas une source de « dominance fiscale » très importante. Sur la période 2011-2017, la charge d'intérêts a représenté en moyenne 2% du PIB malgré la progression significative de la dette publique de 38,9% du PIB fin 2011 à 57,1% fin 2017. Cette relative inertie de la charge d'intérêts à l'augmentation de la dette a deux origines :

- la dette est détenue pour près de la moitié (49%) par des entités publiques, notamment l'organisme de sécurité sociale (ANSES) et la BCRA sous la forme de titres non négociables (*Adelantos transitorios*). D'après le FMI, la BCRA détient l'équivalent de 18% du PIB de dette non rémunérée.
- au-delà de sa très forte volatilité, le taux de change réel s'est légèrement apprécié sur cette période, diminuant d'autant le coût réel de la dette libellée ou indexée sur des devises fortes

⁴ C'est-à-dire les revenus de seigneurage au sens restreint. Au sens large, les revenus de seigneurage incluent les gains pour l'Etat que procure une inflation élevée en cas d'indexation partielle des dépenses budgétaires par rapport aux ressources.

(principalement en dollar) qui représente 70% du total de la dette. Ainsi, le taux d'intérêt apparent (c'est-à-dire le rapport entre intérêts payés et le stock de dette) n'a été que de 6,2% entre 2011 et 2015 pour une croissance annuelle du PIB nominal supérieure à 25% (effet dit « boule de neige » fortement négatif).

En revanche, les financements de la banque centrale ont été une source importante de couverture du besoin de financement : ses profits transférés au Trésor ont représenté jusqu'à un maximum de 1,7% du PIB en 2014 et encore 0,7% en 2017, et les engagements de la BCRA sur le gouvernement sont passés de moins de 10% du PIB en 2011 à 20% fin 2015. De plus, il s'agit uniquement de la source interne d'inflation monétaire. Il faut y ajouter la source externe, à savoir la conversion en monnaie locale par la banque centrale des émissions de dette en dollar par l'Etat⁵. Au final, l'inflation d'origine monétaire a été et reste étroitement liée à l'évolution du déficit budgétaire, du moins au travers de son financement.

A ces deux contraintes, générale et spécifique, s'ajoute enfin une contrainte opérationnelle pour la banque centrale. La BCRA a comme particularité d'avoir comme instrument principal de politique monétaire l'émission de bons de stérilisation (LEBAC et LELIC) car les opérations de mise en pension de titres du Trésor ne suffisent pas aux besoins de stérilisation. Le stock de LEBAC représente un peu plus de 10% du PIB et 130% de la base monétaire (contre respectivement 7% et 60% début 2016). Selon les calculs de GlobalSource, le coût apparent du stock de LEBAC, calculé comme les intérêts rapportés à la base monétaire, était ainsi de 36% fin 2017 contre 17,5% début 2016. En comparaison, les intérêts reçus sur les réserves de change sont loin de compenser les intérêts versés sur les LEBAC et LELICs. En d'autres termes, la nécessité de stériliser les émissions de dette en devises de l'Etat (et les autres entrées de capitaux), afin de contenir l'inflation d'origine monétaire, implique un coût fiscal de plus en plus élevé.

Plan du FMI: restaurer la confiance

L'accord de *stand-by* du FMI, signé en juin, prévoit une ligne de financement de 50 milliards de dollars dont une première tranche de 15 milliards a été déboursée juste après la validation du programme. La moitié de cette tranche a été transférée sur le compte du Trésor pour alléger le besoin de financement de l'Etat ; l'autre moitié a été versée sur le compte de la BCRA pour consolider les réserves de change. Les 35 milliards restants seront utilisés comme ligne de précaution.

Le plan du FMI est davantage un plan pour restaurer la confiance qu'un plan de sauvetage financier. Le plan repose sur trois piliers classiques : renforcement de la liquidité extérieure et réduction de la vulnérabilité extérieure, renforcement de la discipline fiscale afin d'assurer la soutenabilité de la dette, renforcement de la crédibilité du ciblage

⁵ D'une manière générale, la banque centrale doit convertir en monnaie locale les entrées d'investissements de portefeuille des non-résidents sur le marché de la dette en monnaie locale et les marchés d'actions, qui contribuent à augmenter la liquidité interne.



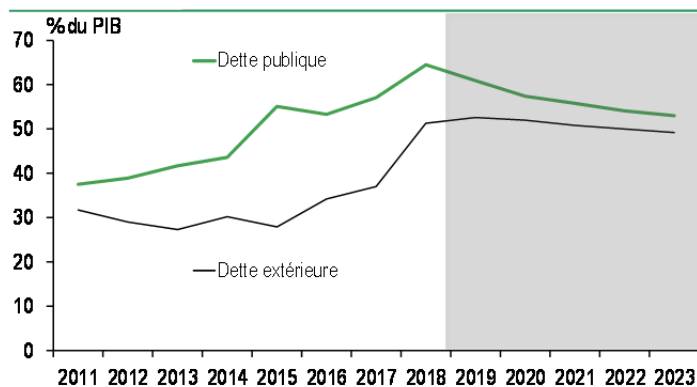
d'inflation. Le plan stipule également la protection des populations les plus faibles (quatrième pilier).

Liquidité assurée à court terme mais des besoins de refinancements en dollar massifs

Le déblocage de la première tranche a déjà permis de reconstituer les réserves de change qui avaient été utilisées par la BCRA pour défendre le change; elles dépassent actuellement 60 milliards de dollars. Le plan prévoit des cibles d'évolution pour les réserves nettes afin que la norme fixée par le FMI en matière d'adéquation des réserves soit atteinte en fin de programme. A court terme, le ralentissement attendu de la croissance (le FMI a revu à la baisse sa prévision à 0,4% contre 2,5% fin 2017) et la dépréciation réelle du change (-18% pour le taux de change effectif projeté par le FMI à la fin 2018) devraient permettre de réduire le déficit courant d'un peu plus d'un point de PIB dès cette année et de le faire revenir en dessous de 3% en 2020 malgré la remontée des prix du pétrole et le creusement consécutif du déficit de la balance pétrolière. La baisse du déficit courant permettra de compenser de moindres entrées d'investissements directs et de portefeuille.

La ligne du FMI et les réserves de change couvrent presque deux années et demi de besoins de financement extérieur (somme du déficit courant et de l'amortissement de la dette à moyen et long terme). D'après l'INDEC, l'amortissement de la dette extérieure de l'Etat argentin était estimé fin 2017 à 14 milliards de dollars en 2018 et 10 milliards de dollars en 2019 (l'amortissement de la première tranche du FMI ne commencera qu'en 2021 et ceux des dettes restructurées en 2005 et 2010 en 2024). Les remboursements des obligations internationales (intérêts et capital) ne s'élèvent qu'à environ 2 milliards de dollars au deuxième semestre 2018, 8,5 milliards en 2019 et 6 milliards en 2020. Par conséquent, sauf à supposer des sorties massives de capitaux des résidents, la capacité de remboursement de l'Etat argentin sur sa dette extérieure n'est pas menacée à court terme. La ligne de financement non utilisée a d'ailleurs été calibrée pour couvrir les besoins de financement extérieur du pays dans un scénario adverse.

Argentine : dettes jumelles



Graphique 5

Source : FMI

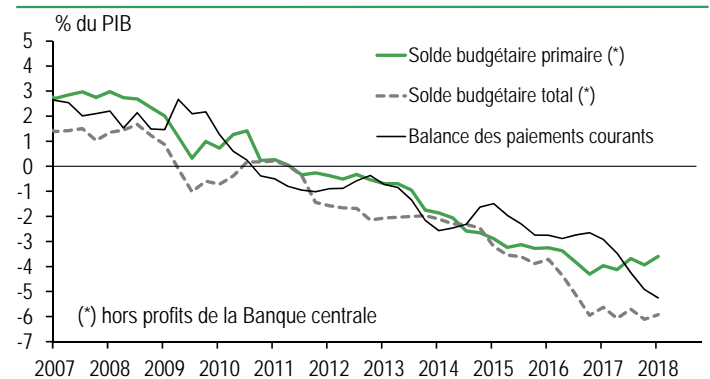
Pour autant, les besoins de financement en dollar de l'Etat sont beaucoup plus substantiels; les remboursements (intérêts et principal) de la dette de l'Etat central libellée en devises (externe et domestique) s'élèvent à 34 milliards de dollars en 2018 et 22 milliards en 2019. Le renforcement des réserves de change et la stabilité du taux de change sont donc cruciaux face à de tels besoins de liquidité en dollar. De plus, la solvabilité extérieure s'est fortement dégradée. Rapportée aux exportations de biens et services, la dette extérieure a pratiquement doublé depuis 2011, atteignant plus de 320% fin 2017, l'un des taux les plus élevés des pays émergents. Le plus préoccupant est que le FMI ne prévoit pas de réduction de ce ratio à horizon 2023.

Discipline budgétaire et crédibilité de la politique monétaire: une combinaison classique mais nécessaire

Les hypothèses de croissance du PIB publiées par le FMI indiquent, en cumul sur la période 2018-2020, un PIB réel de 4% inférieur à la prévision de décembre 2017. Sans surprise, la prévision de croissance a été revue à la baisse sur 2018-2019 compte tenu du choc de change, et du durcissement des politiques monétaire et budgétaire. Pour autant, l'économie devrait éviter la récession, ce qui semble une hypothèse très optimiste.

Les autorités et le FMI espèrent en effet inverser le ratio de dette publique. Le gouvernement devrait réduire plus vite que ce qu'il envisageait le déficit primaire du budget fédéral hors transferts de la BCRA pour arriver à l'équilibre en 2020. Ce déficit n'avait cessé de se creuser depuis le début de la décennie pour atteindre 4,2% du PIB en 2016.

Argentine : déficits jumeaux



Graphique 6 Sources : INDEC, Ministère des Finances, GlobalSource Partners

En 2017, il s'est légèrement réduit (3,8%) grâce à la baisse des subventions sur l'énergie et les transports, partiellement compensée par la hausse des dépenses des retraites.

L'effort budgétaire auquel s'est engagé le gouvernement auprès du FMI s'élève à 4,2 points de PIB en cumul sur 2018-2019. Il porte principalement sur les dépenses car le gouvernement a obtenu l'accord

du parlement pour mener une réforme fiscale sur 5 ans, présentée en novembre 2017, qui allège la pression fiscale sur les entreprises⁶. Le plan du FMI prévoit un report dans l'application de certaines mesures de la réforme fiscale et le maintien de la taxe de 25% sur les exportations de soja (pour un total de 0,4 point de PIB). Le plan met donc l'accent sur la réduction des dépenses primaires, en particulier les dépenses courantes et les transferts à hauteur de 3,1 points de PIB⁷. En revanche, les prestations sociales seront préservées et devraient augmenter de 0,6 point de PIB d'ici à 2020 pour atteindre 10,3% du PIB. Par ailleurs, le gouvernement argentin a sanctuarisé les prestations sociales pour les plus démunis en prévoyant un plancher pour ces dépenses et une dérive de 0,2 point de PIB si la situation économique entraîne une augmentation plus importante que prévu. Le multiplicateur budgétaire apparent est inférieur à l'unité (révision à la baisse de la croissance de 4 points de PIB pour un effort budgétaire de 4,2 points de PIB), ce qui est une hypothèse plutôt optimiste.

Le renforcement de la crédibilité de la politique monétaire repose plus que jamais sur le ciblage de l'inflation mais aucune cible n'a été fixée pour fin 2018 afin d'éviter une nouvelle réaction des marchés (la cible pour fin 2019 est de 17%). Conjointement à l'effort budgétaire, le renforcement de la crédibilité de la politique monétaire doit permettre aux taux d'intérêt réels sur la dette en peso de retrouver dès fin 2019 leur niveau de la fin 2017. C'est l'hypothèse qui sous-tend le pari du ralentissement de la croissance *versus* la rechute dans la récession.

Pour cela, le gouvernement s'est engagé à arrêter, dès cette année, les transferts de profits de la banque centrale qui devrait réduire son stock de LEBAC, représentant actuellement 9,7% du PIB à 3,4% fin 2019⁸, et ses crédits au gouvernement de 17,6% à 12%.

Soutenabilité de la dette publique: la stabilisation du taux de change réel est impérative

En 2018, la dépréciation réelle du change va nécessairement élever le ratio de dette/PIB en raison du poids de la dette en dollar. Dans le scénario central, le ratio se réduirait ensuite à partir de 2019 et retrouverait, dès 2021, son niveau de 2017. Le besoin de financement de l'Etat serait ramené sous les 10% jusqu'en 2021 contre 13% en 2017.

⁶ Avec, notamment, une baisse du taux sur le chiffre d'affaires appliqué par les provinces, une réduction du taux de l'IS (de 35% à 25%) pour les bénéfices réinvestis, une déductibilité de la taxe sur les transactions financières, un abaissement des taux de cotisations employeurs pour les bas revenus afin de réduire le coin fiscal de 27% en moyenne à 19%. Le FMI a estimé le coût brut de la réforme à 3,75% sur 5 ans, dont 1,5% pour la baisse du taux sur le chiffre d'affaires et 2,25% pour les autres mesures.

⁷ Dont 1,3 de réductions de transferts aux provinces et aux entreprises publiques, 0,7 point de rationalisation supplémentaire des subventions sur l'énergie et les transports, 0,5 point de réduction des dépenses courantes et 0,6 point de baisse de l'investissement de l'Etat central.

⁸ La banque centrale va utiliser pour cela le remboursement par le Trésor de l'équivalent de 25 mds de dollars de titres non négociables (3,9% du PIB). Le stock de LEBAC de la banque centrale est censé se réduire de 10% actuellement à 3,5% d'ici à mai 2017. Le Trésor devra se financer en émettant des bons du Trésor.

En revanche, le FMI ne prévoit pas de réduction du taux d'intérêt effectif sur la dette publique à horizon 2023 malgré la désinflation, le taux d'intérêt réel deviendrait même positif à partir de 2021. En 2017, le taux d'intérêt effectif sur les titres de dette de marché en peso non indexés a atteint 22%, soit un taux réel encore négatif. Pour l'instant, la dette de marché en peso non indexé ne représente que 23% de la dette totale, ce qui limite l'effet sur le taux d'intérêt effectif de la dette. La substitution de bons du Trésor aux *Adelantos transitorios* va toutefois mécaniquement entraîner une hausse du taux moyen de la dette pour le Trésor⁹.

En revanche, le scénario central suppose une réappréciation réelle du peso, hypothèse nécessaire à la stabilisation du ratio de dette. Il s'agit là d'une hypothèse forte même si elle est cohérente avec la réduction du compte courant. Contrairement au déficit primaire, le ratio de dette et le besoin de financement ne sont pas des critères de performance. Toutefois, le FMI veille à ce qu'ils ne dépassent pas les seuils d'alerte de respectivement 70% et 15%.

Au-delà des hypothèses de croissance et de respect de la cible de déficit primaire, le risque de dérive du ratio de dette réside dans sa sensibilité au taux d'intérêt réel et, surtout, au taux de change réel. Dans le scénario adverse du FMI, l'économie subit un choc récessif de court terme (les hypothèses sur les variables sont différentes du scénario central principalement sur les deux premières années). En particulier, les hypothèses sur l'évolution du taux de change réel diffèrent peu de celles du scénario central à partir de 2019. Par conséquent, le scénario adverse ne fait pas apparaître de dynamique explosive. Le ratio de dette serait juste supérieur de 4 points de PIB à sa trajectoire dans le scénario central et toujours décroissant.

Le FMI conclut que la dette publique devrait rester soutenable mais avec un degré de confiance qui n'est pas très élevé («*sustainable but not with a high probability*»). Premièrement, l'effort de consolidation fiscale est ambitieux ; d'après l'IIF, l'effort médian des programmes FMI (mesuré comme la variation du solde primaire au bout de deux ans) est de 1 pp du PIB contre 3,8 pp pour l'Argentine ce qui placerait, d'après le FMI, le pays dans le dernier décile de la distribution des pays selon le degré de réalisation. Deuxièmement, les scénarii ne prennent pas en compte les besoins de financement spécifiques comme la dette des collectivités locales (mais qui ne représente que 6% du PIB car la plupart des régions ont un budget équilibré), des dettes contingentes potentielles (recapitalisation de la banque centrale, besoins de financement des entreprises publiques et des fonds de pension). Troisièmement, dans un scénario très adverse (*combined shocks scenario*), le besoin de financement dépasserait 15% rapidement et continuerait d'augmenter même si le ratio de dette est stabilisé.

Au-delà des exercices de simulation, la dynamique des taux d'intérêt et celle du taux de change sont les variables centrales dont dépendra *in fine* la réussite du plan. Or, cela pourrait générer des conflits d'objectifs. La désinflation requerrait des taux d'intérêt réels élevés, du moins dans un premier temps, et une appréciation du taux de change réel dans la durée. La réduction de la dette publique impose clairement une appréciation réelle du taux de change mais des taux d'intérêt réels plus

⁹ A structure de dette et taux de 2017, le taux moyen passerait de 6,5% à 8%.



bas qu'avant la mise en place du plan, non seulement pour alléger le fardeau de la dette mais surtout pour compenser les effets récessifs de la politique budgétaire. Enfin, la réduction de la vulnérabilité extérieure supposerait *a priori* une dépréciation réelle du change, ce qui entre en contradiction avec les objectifs d'inflation et de stabilité de la dette.

Dans le cas de l'Argentine, la sensibilité du compte courant au taux de change réel est faible (-0,06 selon le FMI¹⁰), ce qui n'est pas étonnant compte tenu de la structure du commerce extérieur et notamment de la faible part des exportations manufacturières non agricoles. Cette spécificité donne un avantage *a priori* à l'appréciation réelle du taux de change dans la restauration des grands équilibres macroéconomiques. En effet, toutes choses égales par ailleurs, une réduction de seulement 2 points de PIB du déficit courant nécessite une dépréciation de l'ordre de 30 du taux de change réel ce qui, sur la base du cadre de simulation du FMI, entraîne un effet mécanique sur le ratio de dette de l'ordre de 15 points de PIB.

Vulnérabilités non systémiques des entreprises et des banques

Malgré la dégradation des conditions financières (dépréciation réelle du change, hausse des taux d'intérêt réels), l'éventualité d'une crise systémique est *a priori* limitée, même si le risque de crédit va nécessairement augmenter.

L'appel au FMI n'a pas donné lieu à une ruée sur les dépôts. La rotation des dépôts de peso en dollar a été relativement limitée au regard de la dépréciation du change. Toutefois, le taux de dollarisation des dépôts a été multiplié par trois depuis fin 2015 (de 10% à 33% fin juin) même si cela ne reflète que très partiellement une fuite vers le dollar (en 2016, l'amnistie fiscale a entraîné un rapatriement de dépôts en dollar).

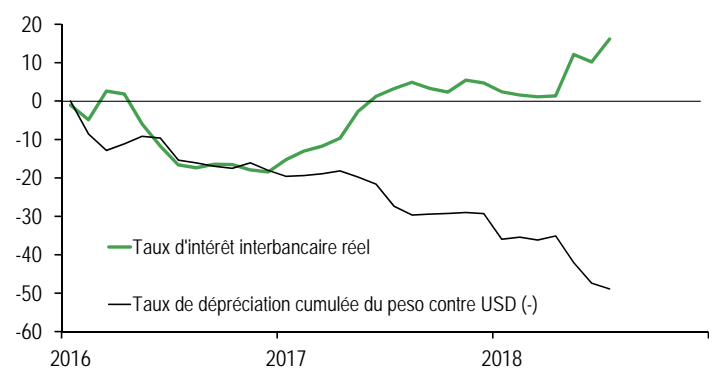
Le système bancaire argentin ne présente pas de faiblesse majeure. La liquidité globale du système bancaire est satisfaisante avec un ratio total des crédits sur total des dépôts de seulement 71%. D'après Moody's, les financements de marché représentaient moins de 6% des ressources des banques à mi-2017. Le taux de pénétration du crédit au secteur privé est faible (15% du PIB) car le niveau élevé de l'inflation ne permet pas de financement à long terme, l'indexation des crédits étant prohibée (sauf, très récemment, pour les crédits hypothécaires).

En conséquence, le taux de créances douteuses est faible, stable à 2% au cours des dernières années, et elles sont largement provisionnées. Au niveau de l'ensemble des banques, il n'y a pas de déséquilibre bilanciel ; en juin 2018, la position extérieure (rapportée au PIB) n'était que très légèrement débitrice (-0,5%) et la position de change ne représentait que de 7% du capital réglementaire. Les banques ne sont pas autorisées à accorder des crédits en dollar aux entreprises qui ne disposent pas de revenus correspondants et les crédits en devises pour les ménages sont interdits.

¹⁰ Une appréciation du taux de change réel de 10% ne réduit le déficit que de 0,6 point de PIB.

A partir de 2017, la croissance en termes réels des crédits a toutefois été très forte, atteignant 25% sur un an, tant pour le crédit aux ménages que pour le crédit aux entreprises. Les faillites d'entreprises et les licenciements à venir impliqueront nécessairement une augmentation des créances douteuses pour les banques mais elle restera plafonnée compte tenu de l'étroitesse de la base de crédits, surtout pour les ménages (7% du PIB seulement). De plus, les données d'entreprises collectées par la BCRA montrent que la dette financière rapportée à l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) est nettement plus faible que ceux des autres pays de la région et que ce ratio a baissé entre 2012 et 2016, dernière année connue¹¹.

Argentine : dégradation des conditions financières



Graphique 7

Sources : Datastream, INDEC

Deux sources de risque sont toutefois à mentionner. Premièrement, les crédits au logement et les prêts commerciaux au secteur de la construction ont connu les plus fortes progressions depuis 2017 notamment parce que, depuis 2016, des crédits exprimés en unités de coût de construction (UVI) et indexés sur le CER¹² ont été introduits pour les particuliers. L'objectif était de faciliter l'accès à la propriété car le taux d'intérêt appliqué est un taux d'intérêt réel, ce qui réduit considérablement les mensualités de remboursement de départ. Toutefois, les prêts étant indexés, les ménages peuvent voir leurs mensualités s'alourdir si leurs salaires progressent moins vite que l'inflation, ce qui sera probablement le cas puisque les salaires réels sont très cycliques.

Deuxièmement, les crédits bancaires en dollar ont été multipliés par 5,5 depuis la fin 2015 pour atteindre 16,1 milliards de dollars à fin juin 2018. D'une manière générale, l'endettement en devises des entreprises non financières a fortement augmenté quelle que soit la mesure retenue. D'après les statistiques de la BRI, l'endettement en dollar du secteur non bancaire, après déduction de la dette obligatoire internationale souveraine, s'élevait à 47 milliards fin 2017 contre 21 milliards fin 2015. Il s'agit de l'estimation la plus basse. Une estimation haute consiste à additionner les prêts en devises du secteur bancaire et l'ensemble de la dette extérieure des entreprises non financières (y compris les prêts

¹¹ Rapport sur la Stabilité Financière de la BCRA du deuxième semestre 2017

¹² *Coficiente de Estabilización de Referencia*. Le CER est un indice d'indexation des dettes sur l'inflation.

intragroupes); la dette atteint alors 78 milliards fin 2017 contre 63,5 fin 2015. Or, dans le même temps, les recettes en dollar du pays sont restées pratiquement stables, à 74 milliards, au cours des trois dernières années. Au niveau macroéconomique, le taux d'endettement en devises des entreprises a donc fortement augmenté. Certes, la position extérieure du secteur privé non bancaire est toujours largement créditrice (USD 167 mds hors solde des stocks d'investissements directs), reflet des sorties de capitaux des résidents accumulées au cours des années. Les entreprises détiennent donc a priori un coussin d'actifs en dollar à mettre en regard des dettes. En déduire une évaluation de la position de change reste toutefois très approximatif ne serait-ce que parce la position extérieure inclut à la fois les ménages et les entreprises. Les données d'entreprises collectées par la BCRA confirment une assez forte exposition des entreprises au risque de change. En 2016, la dette en dollar rapportée à l'ensemble du passif des entreprises atteignait environ 40% dans l'industrie, 35% dans le secteur primaire et 30% dans les services.

Le gouvernement de Mauricio Macri a sorti l'économie argentine de son isolement, une économie stigmatisée notamment par le défaut de 2001, l'existence d'arriérés de dette et la rupture des relations avec le FMI. Pour cela, le nouveau gouvernement a notamment levé le contrôle des changes, procédé à une dévaluation, apuré les arriérés de dette extérieure et adopté un régime de ciblage d'inflation. Cette politique de normalisation a permis à l'économie de renouer avec la croissance en 2017 et aux réserves de change de la banque centrale de se consolider grâce à l'afflux d'investissements de portefeuille. Elle a toutefois eu comme contreparties négatives de creuser le déficit courant, d'accroître la dette publique de l'Etat en dollar et, indirectement, de générer des tensions inflationnistes et des coûts élevés de stérilisation des entrées de capitaux pour la banque centrale, ce qui a entamé la crédibilité de la nouvelle politique monétaire. L'économie argentine restait donc fragile lorsque les places émergentes ont été soumises à un retrait des investisseurs et le gouvernement argentin a dû promptement faire appel au FMI pour stabiliser le change sans dilapider les réserves de change. Compte tenu du fort endettement en devises de l'Etat, le gouvernement est confronté à un dilemme classique entre la nécessité de stabiliser

l'endettement public et l'endettement extérieur qui requiert a priori des évolutions opposées du taux de change réel. Dans l'immédiat, la désinflation, et donc le desserrement de la politique monétaire, et la solvabilité de l'Etat militent pour une stabilisation du taux de change réel. Il en va de même pour les entreprises dont la dette extérieure a fortement progressé au cours des dernières années. Toutefois, malgré la hausse des taux d'intérêt réels et la dépréciation du change, le risque de crise systémique de crédit est faible compte tenu d'un endettement domestique modéré de la part des entreprises et des ménages, et de l'absence de déséquilibres bilanciaux des banques. En revanche, la politique de stabilisation aura un coût économique pour la population argentine du fait d'une politique monétaire devenue très restrictive et d'efforts de consolidation budgétaire plus importants que ce que le gouvernement envisageait fin 2017. Elle aura également un coût politique pour le gouvernement à l'occasion des élections générales en 2019.

françois.faure@bnpparibas.com
Achévé de rédiger le 10 septembre 2018



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordnatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine, Europe centrale

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMMAD**
Amérique latine

+33.(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



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 événement 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

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 détener 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 desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION ECO NEWS POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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 : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change