

CONJONCTURE

Avril 2018 : n°4

Franc CFA : nouveau test de résistance

La stabilité du franc CFA soulève des inquiétudes. L'effondrement des cours du pétrole a fragilisé une des deux régions qui composent la zone, au point de faire resurgir le spectre d'une dévaluation. Le statu quo devrait perdurer. Avec l'aide du FMI, plusieurs pays se sont engagés dans des programmes de stabilisation qui commencent à produire des résultats. Les indicateurs de liquidité sont encore loin des seuils d'alerte, tels que définis par les accords monétaires, alors qu'une dévaluation aurait des effets financiers et inflationnistes désastreux. Pour autant, les défis sont nombreux et de taille pour pérenniser le peg, aussi bien pour l'UEMOA, dont la croissance solide s'accompagne de déséquilibres, que pour la CEMAC qui paye aujourd'hui un lourd tribut à sa dépendance au pétrole.

p.2

Par Stéphane Alby

Indonésie : une marge de croissance encore à exploiter

A court terme, le principal risque pour l'économie est le durcissement de la politique monétaire américaine qui pourrait générer des tensions à la baisse sur la roupie. A moyen terme, c'est celui que l'Indonésie reste durablement un pays à revenus intermédiaires (« middle income trap »). Le premier risque est a priori modéré. En effet, les fondamentaux macroéconomiques se sont consolidés au cours des cinq dernières années et la vulnérabilité extérieure, notamment, a sensiblement diminué. Le second risque est plus élevé. Pour devenir un pays à « revenus supérieurs », l'Indonésie doit suivre le modèle coréen en développant son secteur manufacturier. Or, les déficiences en infrastructures et le faible niveau de qualification de la population sont autant de facteurs qui pèsent sur son développement et sur son intégration dans les chaînes de valeur mondiales. Néanmoins, depuis l'arrivée du président Widodo au pouvoir en 2014, de nombreuses réformes ont été entreprises. Sa réélection en 2019 permettrait de poursuivre dans cette voie.

p.11

Par Johanna Melka

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Franc CFA: nouveau test de résistance

Stéphane Alby

La stabilité du franc CFA soulève des inquiétudes. L'effondrement des cours du pétrole a fragilisé une des deux régions qui composent la zone, au point de faire resurgir le spectre d'une dévaluation. Le statu quo devrait perdurer. Avec l'aide du FMI, plusieurs pays se sont engagés dans des programmes de stabilisation qui commencent à produire des résultats. Les indicateurs de liquidité sont encore loin des seuils d'alerte, tels que définis par les accords monétaires, alors qu'une dévaluation aurait des effets financiers et inflationnistes désastreux. Pour autant, les défis sont nombreux et de taille pour pérenniser le peg, aussi bien pour l'UEMOA, dont la croissance solide s'accompagne de déséquilibres, que pour la CEMAC qui paye aujourd'hui un lourd tribut à sa dépendance au pétrole.

Le franc CFA (FCFA) ne fait plus l'unanimité. Cette devise partagée par 14 pays africains, et dont le cours est fixe contre l'euro, est un gage de stabilité pour les uns, une entrave au développement économique pour les autres. La perte de souveraineté inhérente aux mécanismes du FCFA est également un facteur de crispation. Mais aux critiques récurrentes s'ajoutent désormais des craintes sur sa stabilité. Confrontée à la chute des cours du pétrole depuis la seconde moitié de 2014, une partie de la zone est en proie à d'importantes difficultés macroéconomiques. Si le scénario d'un ajustement de la parité fixe (peg), voire d'un abandon de cette dernière, a été écarté à maintes reprises, la situation actuelle aura eu au moins le mérite de rappeler que le FCFA ne constitue pas une mais deux monnaies.

Malgré son ancienneté, ce système monétaire reste difficile à appréhender en raison du rôle de garant de la France. En outre, le FCFA coexiste dans deux unions monétaires distinctes : l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo) et la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC : Cameroun, République centrafricaine, République du Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Tchad). Chacune dispose d'une banque centrale et leurs devises respectives ont la même valeur (655 FCFA pour un euro) mais ne sont pas convertibles entre elles. De plus, la zone dans son ensemble est de plus en plus hétérogène.

Notre propos n'est pas de déterminer si des réformes sont souhaitables mais bien de répondre à une préoccupation grandissante des acteurs économiques, locaux comme étrangers, engagés dans cette zone : le FCFA est-il menacé ? Il conviendra d'abord d'en rappeler les principaux mécanismes, avant de se pencher sur les dynamiques macroéconomiques, les facteurs de soutien ainsi que les défis à venir.

Fonctionnement de la zone FCFA

Des principes communs

La zone franc CFA couvre un ensemble vaste de 14 pays. Elle est divisée en deux blocs (UEMOA et CEMAC) dont la monnaie est arrimée à l'euro depuis 1999 au taux fixe de 655 FCFA. En plus de son ancrage,

le système repose sur deux principes fondamentaux, à savoir la garantie de la convertibilité illimitée par le Trésor français et la libre transférabilité à l'intérieur de chaque zone monétaire. En contrepartie, les réserves de change de chaque pays sont centralisées au sein des banques centrales régionales, la BCEAO pour l'UEMOA et la BEAC pour la CEMAC, dont la moitié doit être déposée dans un « compte d'opération » logé auprès du Trésor français. Ces comptes sont actuellement rémunérés à un taux de 0,75%.

La crédibilité du peg réside essentiellement dans la possibilité de recourir sans limite aux avances du Trésor français, ce qui confère au franc CFA un statut unique dans le panel mondial des monnaies. Plusieurs pays ont, par exemple, adopté le dollar américain comme devise, mais aucun d'entre eux ne bénéficie d'une garantie des États-Unis. En outre, la mutualisation des réserves de change au sein de chaque zone implique un mécanisme de solidarité entre pays membres. Un seuil d'alerte a été mis en place afin de s'assurer de la stabilité du système. Les avoirs extérieurs de chaque banque centrale régionale doivent représenter au moins 20% de leurs engagements à vue. Elles disposent ainsi de mécanismes correcteurs en cas d'assèchement de la liquidité extérieure même si, dans les textes, leur position auprès du Trésor français peut être débitrice.

En revanche, chaque bloc a sa propre devise non convertible avec celle de l'autre, le XOF pour l'UEMOA et le XAF pour la CEMAC, ce qui implique des divergences dans l'orientation de la politique monétaire, que ce soit au niveau des taux directeurs (4,5% actuellement pour la BCEAO contre 2,95% pour la BEAC) ou des conditions d'accès des banques au guichet de refinancement. Malgré la parité fixe contre l'euro, l'écart de taux avec la Banque centrale européenne est d'ailleurs notable. En outre, la BEAC dispose, contrairement à la BCEAO, de la possibilité de procéder à des avances directes aux États, jusqu'à 20% des recettes budgétaires de l'année précédente. Au sein de chaque zone monétaire, des critères de convergence macroéconomique ont été établis mais ceux-ci sont non contraignants.

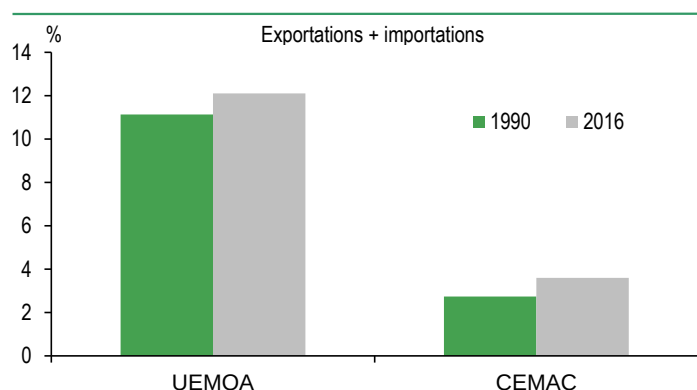
Dernier élément, le cours de la monnaie peut être ajusté même si l'événement est rare. De fait, le FCFA n'a été dévalué qu'une fois en 70 ans d'existence. En 1994, il a dû être dévalué de 50% contre le franc français afin de corriger d'importants déséquilibres macroéconomiques. La décision a concerné l'ensemble de la zone mais l'existence de deux monnaies rend possible un ajustement différencié.



Des acquis indéniables

La zone franc est loin d'avoir rempli tous ses objectifs, en particulier en matière d'intégration régionale. Non seulement les échanges à l'intérieur de l'UEMOA dépassent à peine 10% du total des flux commerciaux, mais cette proportion est relativement stable sur longue période. Du côté de la CEMAC, le taux d'ouverture intra-zone est encore plus faible (graph. 1). En dépit de l'absence de barrières tarifaires et de l'utilisation d'une monnaie commune, le manque d'approfondissement des échanges commerciaux est décevant. Par ailleurs, on constate une faible attractivité de la zone pour les investisseurs étrangers en dépit de la visibilité offerte par l'absence de risque de change (cf. dernière partie).

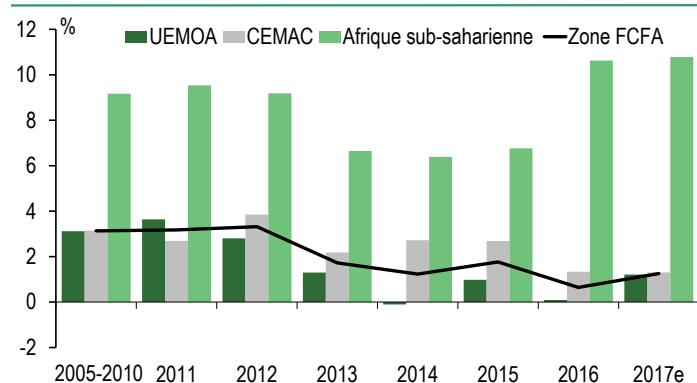
Part des échanges commerciaux intra-zone



Graphique 1

Sources : FMI (DoTS), calculs BNP Paribas

Inflation



Graphique 2

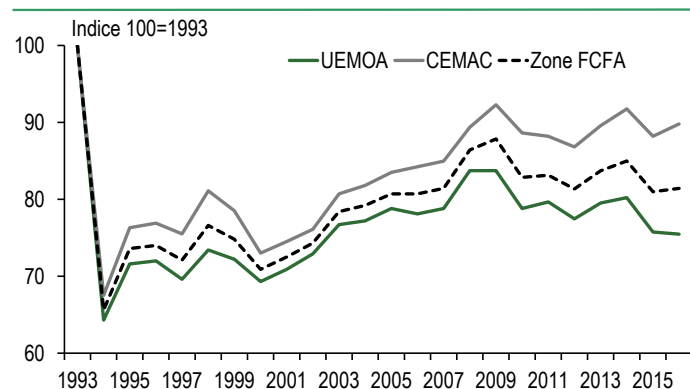
Sources : FMI, calculs BNP Paribas

En revanche, sur le plan monétaire, le bilan est positif. L'arrimage à une monnaie crédible et l'interdiction de monétiser les déficits budgétaires ont permis de juguler l'inflation (graph. 2). Hormis en 2008 où la zone a été frappée par le renchérissement brutal des denrées alimentaires au niveau mondial, l'inflation n'a que très rarement dépassé les 3%, ce qui contraste avec le reste de l'Afrique sub-saharienne. Les gains qui en découlent sont multiples. En plus des retombées sur le niveau de vie de la population, l'absence de tensions inflationnistes favorise le

développement des financements à moyen et long terme par le marché des capitaux. Mais la situation est mitigée : le marché de la dette est inexistant dans les pays de la CEMAC et il manque de profondeur dans l'UEMOA. En revanche, les conditions de financement accordées aux gouvernements sont relativement plus avantageuses. Le taux apparent moyen de la dette domestique en UEMOA est inférieur à 5%, contre 12% au Kenya et de 18% au Ghana.

En outre, l'inflation structurellement basse a permis de contenir l'appréciation du taux de change effectif réel (TCER) du FCFA dont le niveau est encore inférieur de 20% à celui de 1993 (graph. 3). Dans le détail, les marges cumulées de compétitivité change depuis la dévaluation sont de 25% pour l'UEMOA et de seulement 10% pour la CEMAC. La différence des dynamiques s'explique essentiellement par l'intensification des échanges entre l'UEMOA et le reste de l'Afrique sub-saharienne, où le différentiel d'inflation lui est nettement favorable, contrairement à la CEMAC qui s'est surtout tournée vers la Chine (18% du total des échanges en 2016 contre moins de 1% en 1990).

Taux de change effectif réel



Graphique 3

Sources : BCEAO, FMI, calculs BNP Paribas

Enfin, l'appartenance à la zone franc CFA élimine *de facto* le risque de crise de balance des paiements tant que la convertibilité du change est assurée, ce qui est un avantage considérable pour des pays majoritairement exportateurs de matières premières et donc exposés à de fortes variations des termes de l'échange. La détérioration spectaculaire de la situation macro-financière au Ghana, dont la structure économique est assez proche de celle de la Côte d'Ivoire, en est la parfaite illustration. Plus généralement, le peg a été testé à de nombreuses reprises, notamment lors de la crise post-électorale en Côte d'Ivoire fin 2010-début 2011, et il a bien résisté jusqu'à présent.

Une zone, deux réalités mais pas d'ajustement en vue

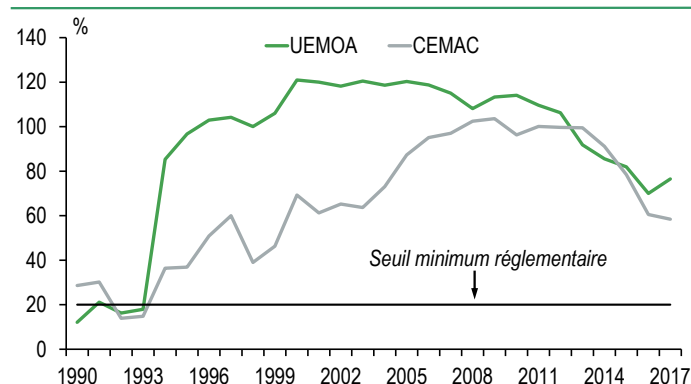
Entre l'UEMOA, qui enregistre des taux de croissance supérieurs à 6%, et la CEMAC, qui souffre du retournement des cours du pétrole, rarement les performances macroéconomiques de la zone franc CFA n'ont semblé aussi hétérogènes. Pour autant, le consensus selon lequel



il n'y aurait pas de raisons fondamentales de procéder à un ajustement de parité prévaut ; les indicateurs de liquidité extérieure demeurent largement au-dessus du niveau alerte, du moins tel que défini par les statuts de la zone, contrairement à ce qui prévalait au début des années 1990 (graph. 4).

C'est en substance le message qui a été envoyé fin 2016 à Yaoundé, la capitale du Cameroun, lors d'une réunion extraordinaire réunissant les chefs d'Etat de la CEMAC, le ministre des Finances français et la directrice du FMI. En échange d'aides financières importantes, les pays récipiendaires se sont engagés dans des programmes de consolidation macroéconomique afin de renforcer la stabilité du peg. La situation diffère de celle de 1994 puisque, à l'époque, le soutien était justement conditionné à la dévaluation du FCFA. En ce début 2018, la liquidité extérieure de la CEMAC semble s'être stabilisée même si les perspectives restent fragiles. Toutefois, si la pression est moins élevée pour l'UEMOA, la dynamique n'est pas sans risque non plus car la vigueur de la croissance s'accompagne de déséquilibres macroéconomiques importants qui *in fine* entraînent une érosion graduelle de la liquidité extérieure.

Taux de couverture de l'émission monétaire



Graphique 4

Sources : BCEAO, BEAC, calculs BNP Paribas

CEMAC: stabilisation fragile

Sur les six pays qui forment la CEMAC cinq sont producteurs de pétrole, parmi eux le Cameroun se différencie des autres en raison d'une économie plus diversifiée (tableau 1). Au niveau agrégé, les recettes générées par le secteur des hydrocarbures représentaient 82% des exportations et plus de la moitié des ressources budgétaires en 2014. En outre, de nombreux programmes d'investissement public ambitieux étaient en cours au moment où les prix du pétrole se sont effondrés, ce qui a accentué le choc macro-financier.

La situation est rapidement devenue critique. Entre 2015 et 2016, la CEMAC a perdu 2/3 des recettes budgétaires pétrolières et la moitié de ses revenus d'exportations. Malgré une contraction significative des investissements publics de 14% de PIB en 2014 à 8,4% en 2016, les déséquilibres macroéconomiques ont continué de se creuser. Le déficit budgétaire régional atteignait ainsi 6% de PIB en 2016 contre 4,5% en 2014. La dégradation de la position extérieure a été encore plus spectaculaire. De 1,5% du PIB, le déficit des comptes courants s'est

envolé à 13% du PIB en 2015 avant de se résorber légèrement à 10% en 2016.

Face à cela, les amortisseurs se sont révélés insuffisants. Sans véritables appuis financiers extérieurs, et en raison d'un marché de la dette local/régional quasi inexistant, les Etats ont, dans un premier temps, puisé dans leurs dépôts auprès de la BEAC (graph. 5). Mais à la fin de l'année 2016, ces derniers n'atteignaient plus que 2,3% du PIB régional, en baisse de 60% par rapport à 2015. Ensuite, la BEAC a décidé de revenir sur sa politique de suppression progressive des avances statutaires. Tous les gouvernements y ont eu recours en 2016, utilisant le maximum de ce qui pouvait leur être accordé, à l'exception du Cameroun. Or, cette stratégie a montré de nombreuses limites.

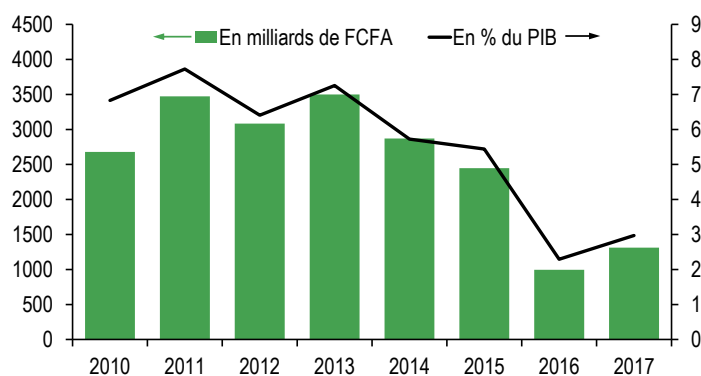
Poids du secteur pétrolier, en % (2014)

	PIB	Exportations	Recettes budg.
Cameroun	6,2	41,7	23,7
Rép. centrafricaine	0	0	0
Rép. du Congo	59,3	88	68,6
Guinée équatoriale	40,8	96,7	86,5
Gabon	37,9	83,9	49,5
Tchad	25,1	81,9	49,3
Cemac	29,1	81,6	55,1

Tableau 1

Source : FMI

Dépôts des gouvernements à la BEAC



Graphique 5

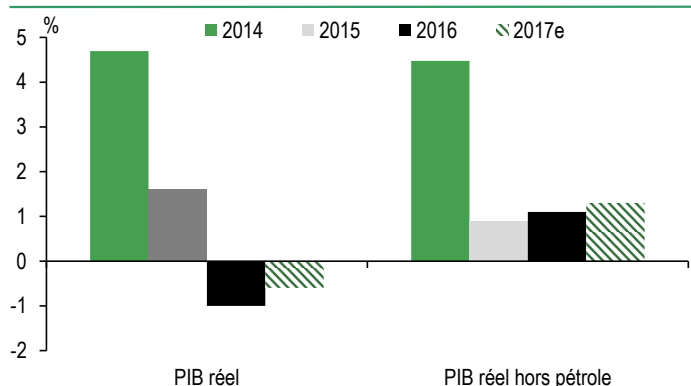
Sources : FMI, BEAC, calculs BNP Paribas

Les tensions de trésorerie ont persisté, conduisant à une accumulation d'arriérés des Etats auprès de leurs fournisseurs, ce qui a amplifié l'effet de la contraction des dépenses publiques sur l'économie de la région (graph. 6). La croissance hors pétrole a ainsi fléchi de 4,5% en 2014 à seulement 1% en moyenne en 2015-2016. Compte tenu du déclin de la production pétrolière, le PIB réel régional s'est même contracté en 2016, une première depuis le début des années 2000. Surtout, le financement direct du déficit budgétaire par la BEAC a retardé l'ajustement macroéconomique à la chute des cours du pétrole, contribuant à l'érosion rapide de la liquidité extérieure. Les réserves de change de la BEAC ont été divisées par trois en l'espace de deux ans. Fin 2016, elles ne couvraient plus que 2,4 mois d'importations alors que



le FMI situe le seuil d'alerte à cinq mois pour des économies à taux de change fixe. Des discussions ont donc été engagées avec le FMI pour enrayer cette dynamique. Le Cameroun et le Gabon sont rapidement parvenus à signer des accords de financement pluriannuels, tandis que la République centrafricaine et le Tchad, déjà sous programme, ont vu leurs renforcés. Les premiers résultats sont encourageants. Les réserves de change de la BEAC se sont reconstituées de presque 1 milliard de dollars US sur la deuxième moitié de 2017, soutenues par la poursuite des efforts d'assainissement budgétaire, la légère remontée des cours du pétrole, et des décaissements du FMI et d'autres bailleurs de fonds. Le relèvement du taux directeur de la BEAC de 50 points de base, associé à un contrôle plus strict du refinancement des banques et à un gel du plafond des avances aux Etats, ont aussi été des facteurs déterminants de stabilisation.

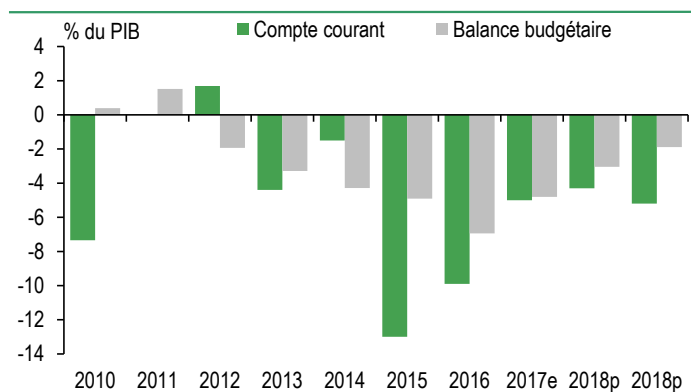
Taux de croissance



Graphique 6

Sources : FMI, calculs BNP Paribas

Déficits jumeaux



Graphique 7

Sources : BEAC, FMI, calculs BNP Paribas

Selon le dernier cadrage macroéconomique du FMI, les perspectives devraient continuer de s'améliorer (graph. 7) mais les écueils demeurent nombreux. Si les hypothèses sur les prix du pétrole sont conservatrices (50 dollars US le baril en moyenne en 2018-2019), rien ne dit que les gouvernements arriveront à maintenir le cap fixé par le FMI. Surtout, les négociations sont toujours en cours pour la République du Congo (elles sont bien avancées) et la Guinée équatoriale, deux pays incontournables de la région dont la situation

macroéconomique s'est considérablement détériorée depuis 2015. Pour l'instant, l'amélioration de la liquidité extérieure au niveau régional reflète surtout celle du Cameroun, dont la contribution aux réserves de la BEAC s'élève à 55%, soit bien plus que son poids économique (40% du PIB de la CEMAC). En revanche, l'apport de la Guinée équatoriale est désormais quasi nul et celui de la République du Congo pourrait le devenir rapidement, ce pays restant confronté à une diminution des réserves de change. Le Tchad se trouve dans une situation similaire mais ce pays contribue peu au *pool* des réserves.

Sans financements extérieurs dans l'ensemble des pays de la CEMAC, les efforts d'ajustement nécessaires à la stabilisation du peg risquent d'être encore plus sévères, ce qui fragiliserait un redressement économique déjà timide. De fait, après deux années de contraction en 2016-2017, la croissance est attendue à seulement 1,6% en 2018 avant d'accélérer à 3,2% en 2019, soit un niveau tout juste équivalent au rythme de progression de la population.

Réserves de change en milliards de dollars US

	2014	2015	2016	2017
Cameroun	3,2	3,6	2,3	3,2
Rép. du Congo	5,0	2,3	0,8	0,5
Guinée équatoriale	2,9	1,2	0,0	0,0
Gabon	2,5	1,9	0,8	1,0
CEMAC	15,5	10,4	5,0	5,9

Tableau 2

Source : BEAC

Taux de couverture de l'émission monétaire, en %

	2014	2015	2016	2017
Cameroun	96,4	89,9	77,7	73,9
Rép. du Congo	90,6	74,1	52,9	35,1
Guinée équatoriale	80,7	55,7	3,1	3,2
Gabon	89,5	75,7	55,7	58,0
CEMAC	91,2	78,5	60,5	58,4

Tableau 3

Sources : BEAC, calculs BNP Paribas

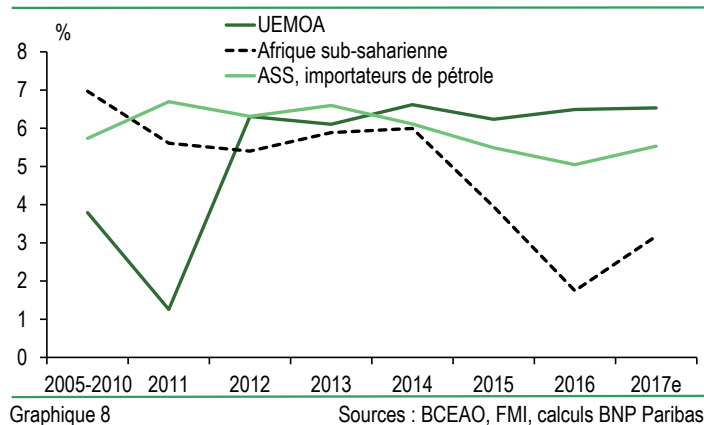
UEMOA: dynamique génératrice de déséquilibres

A première vue, les voyants sont au vert pour l'UEMOA. Selon les dernières estimations, le taux de croissance régional a dépassé les 6% en 2017, et ce pour la sixième année consécutive (graph. 8). Cette dynamique est remarquable car elle s'inscrit dans un contexte difficile pour l'Afrique sub-saharienne, dont le taux de croissance moyen (hors Afrique du Sud) a été divisé par deux depuis 2015. Même la comparaison avec les économies africaines importatrices de pétrole est désormais à l'avantage de l'UEMOA alors que cette dernière était en net retrait durant les années 2000. La région a été tirée par le redressement de la Côte d'Ivoire depuis la fin de la crise post-électorale de 2011 et celui du Sénégal, ses deux principales économies. La croissance est restée également solide dans les autres pays en dépit



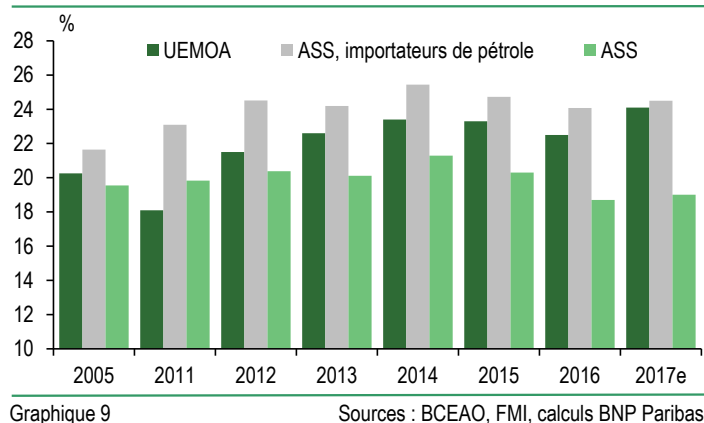
de la multiplication de tensions (insécurité au Sahel, transition politique délicate au Burkina Faso et au Mali).

Taux de croissance



Contrairement à de nombreux pays africains, l'UEMOA n'a été que très peu affectée par le retournement des cours des produits de base et le durcissement des conditions de financement extérieur. L'activité économique a continué de bénéficier de la vigueur de la consommation des ménages (faiblesse de l'inflation, taux de croissance démographique élevé) et du lancement de vastes programmes d'infrastructures. De fait, à 9,6% du PIB en 2017, le niveau de l'investissement public dans la région n'a jamais été aussi élevé. De plus, sa progression a été soutenue, en hausse de presque 3 points depuis 2011. L'UEMOA est l'une des rares régions en Afrique sub-saharienne où le taux d'investissement a continué de croître ces dernières années (graph. 9).

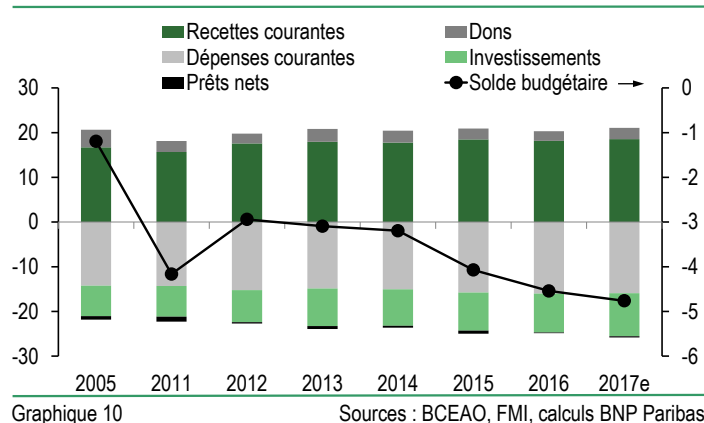
Taux d'investissement



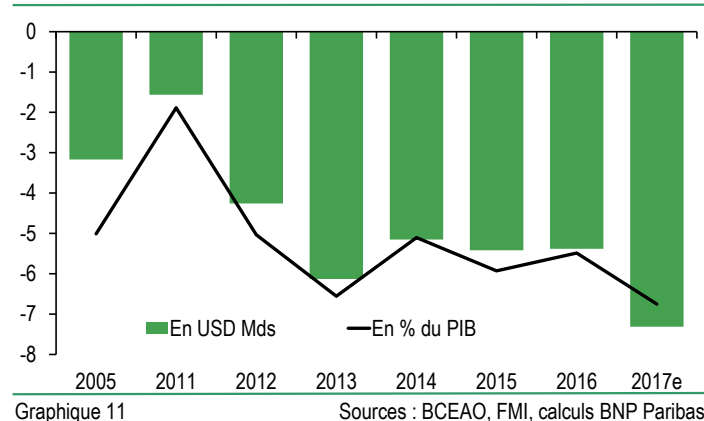
Cette dynamique de l'investissement public a généré de fortes pressions sur les grands équilibres macroéconomiques. En 2017, le déficit budgétaire régional a atteint 4,8% du PIB contre moins de 3% en 2012 (graph. 10), malgré l'absence de tensions particulières sur les recettes (hormis lors de la crise ivoirienne en 2011) ou d'un relâchement des dépenses hors investissement. Dans l'ensemble, les

charges courantes ont été plutôt bien contrôlées, en particulier la masse salariale dont le poids dans le budget est resté stable à 25%. Mais la progression de 15% l'an, depuis 2012, des dépenses en capital a généré un surcroît de dépenses que les efforts entrepris pour améliorer la collecte fiscale et un volume toujours significatif de dons (12% des revenus totaux en moyenne sur la période 2012-2017) n'ont pas été en mesure d'absorber.

Compte budgétaire en % du PIB



Comptes des transactions courantes

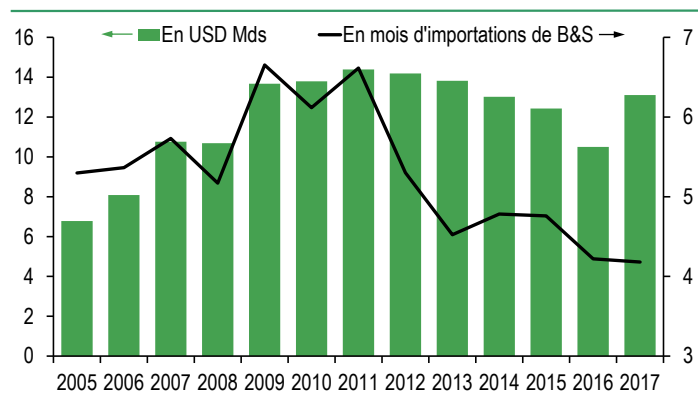


Les programmes d'investissement en infrastructures nécessitent, par ailleurs, des volumes importants d'importations de biens d'équipements, dont les montants exprimés en FCFA ont doublé entre 2011 et 2017. Dès lors, l'UEMOA n'a pas pu tirer pleinement bénéfice de la chute de la facture énergétique. Le déficit du compte des transactions courantes a retrouvé un plus haut historique en 2017, à 6,8% du PIB (graph. 10). Il faut remonter à 2008 pour retrouver un déficit d'une amplitude similaire. Or, cette année-là avait été marquée par une envolée des cours des matières premières importées par la région, ce qui n'a pas été le cas en 2017 hormis la remontée modeste des prix du baril de pétrole. Le déficit de la balance des transactions courantes a, de façon plus générale, franchi un nouveau palier depuis, avec comme corollaire un affaiblissement des marges de manœuvre extérieures.

Malgré des flux de capitaux relativement stables (investissements directs étrangers, financements concessionnels des bailleurs de fonds), la liquidité extérieure s'est érodée jusqu'en 2016 (graph. 12) où la baisse a été particulièrement marquée sans doute en liaison avec l'émergence de rumeurs sur la dévaluation du FCFA.

Depuis 2017, les réserves de change communautaires se sont nettement reconstituées mais, à fin 2017, exprimées en dollar US, elles restaient toujours inférieures de 9% à leur point haut de 2011. Les avoirs extérieurs logés à la BCEAO sont passés de 6,6 mois d'importations de biens et services en 2011 à 4,2 mois, en dessous de ce que le FMI considère comme approprié pour se prémunir contre des chocs extérieurs. Toutefois, la marge par rapport au niveau requis dans les accords de la zone FCFA reste encore très confortable. Le taux de couverture extérieure de la monnaie était de 76% à fin 2017 contre un seuil de 20%. Néanmoins, il était encore supérieur à 100% en 2012.

Réserves de change



Graphique 12

Sources : BCEAO, FMI, calculs BNP Paribas

Les problèmes de fonds demeurent

Plus que le niveau des réserves de change, c'est la dynamique qui inquiète, soulignant la nécessité de mettre en place des actions correctrices pour renforcer la stabilité extérieure de la région. Bien sûr, la tentation est grande de procéder à une dévaluation mais il n'est pas sûr que le jeu en vaille la chandelle, à savoir des gains durablement supérieurs aux dommages infligés. Il est difficile de répondre à une question aussi complexe, surtout lorsque les situations divergent à ce point. Toutefois, son impact immédiat sur l'inflation est une quasi-certitude. En effet, le changement brutal de parité du FCFA en 1994 s'est traduit par une forte poussée des prix, dépassant 30% dans plusieurs pays de la zone. Même si l'inflation s'est normalisée à partir de 2015/2016, sous l'effet de la compression de la demande domestique, le choc inflationniste a eu des conséquences importantes sur le plan social. C'est la raison principale pour laquelle les gouvernements de la région sont très réticents ou opposés à envisager une dévaluation.

Mais pour pérenniser le peg, il est nécessaire, voire urgent, pour la CEMAC, de reconstituer les réserves de change à un niveau plus

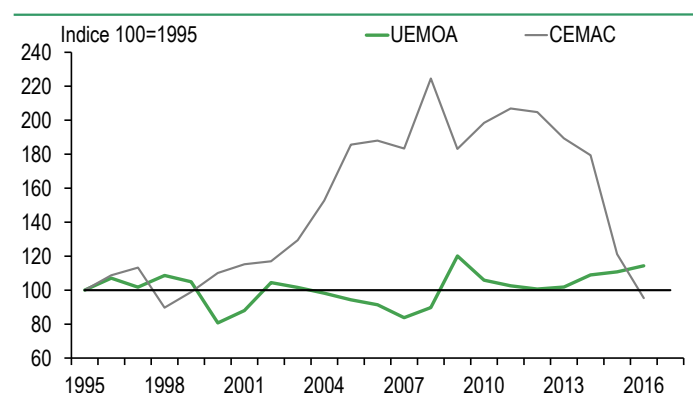
confortable. Plusieurs défis devront ainsi être relevés, à commencer par le renforcement de la compétitivité extérieure de la zone.

Si la CEMAC paie aujourd'hui un lourd tribut à sa dépendance au pétrole, la fragilisation de la position extérieure de l'UEMOA traduit également les difficultés de cette zone à s'intégrer dans les chaînes de valeurs mondiales. Accroître les ressources domestiques sera aussi déterminant, ne serait-ce que pour contenir un endettement externe dont la progression rapide inquiète.

La compétitivité extérieure en question

Malgré la dévaluation de 1994, les économies de la zone franc CFA n'ont pas réussi à améliorer leur position sur le marché mondial des marchandises (graph. 13). De fait, les parts de marché à l'exportation de la CEMAC sont revenues à leur niveau de 1995 à la suite de l'effondrement des cours du pétrole, alors que celles de l'UEMOA sont passées de 0,13% à seulement 0,15% sur l'ensemble de la période. Le taux d'exportation est d'ailleurs resté stable (entre 25% et 30%) depuis 1995 pour l'UEMOA et a fortement diminué depuis 2014 pour la CEMAC.

Parts de marché mondiales des exportations



Graphique 13

Sources : BCEAO, FMI, calculs BNP Paribas

Les biens exportés ne sont pas assez diversifiés car ils sont centrés essentiellement sur l'exploitation de ressources naturelles (surtout pour les pays de la CEMAC). Les exportations de la zone franc CFA n'ont que peu bénéficié de l'essor du commerce mondial des vingt dernières années. L'analyse des échanges extérieurs de l'UEMOA fait ainsi ressortir le poids significatif de quelques produits seulement. Au total, le cacao, le coton, les produits miniers (or, uranium, et phosphates) et pétroliers, même si la balance énergétique est déficitaire, représentent les 2/3 des exportations de l'UEMOA. Au sein de cette zone, plusieurs pays sont des quasi-mono exportateurs (graph. 14), ce qui implique une forte vulnérabilité aux fluctuations des termes de l'échange.

En outre, la plupart des pays de la zone franc sont en retrait sur d'autres aspects fondamentaux de la compétitivité extérieure. Dans la dernière enquête de la Banque mondiale sur le climat des affaires, les pays de l'UEMOA pris globalement se classent seulement à la 150^e place sur 190. Si la Côte d'Ivoire et le Sénégal figurent parmi les

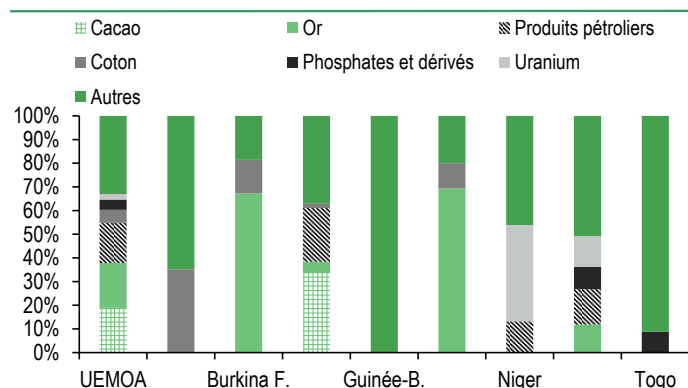


principaux réformateurs depuis 2 ou 3 ans, l'UEMOA se maintient au-dessus de la moyenne de l'Afrique sub-saharienne (142 en 2018) qui est pourtant la région du globe la moins bien notée. Avec quatre pays sur six occupant les quinze dernières places, la situation de la CEMAC est encore plus détériorée à l'image des autres pays exportateurs de pétrole du continent (Angola, Nigéria). Le panorama est à peu près identique lorsque l'on considère les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale (graph. 15) ou ceux du Forum économique mondial.

Il n'est donc pas étonnant que la zone franc CFA éprouve des difficultés à attirer les investissements étrangers (IDE). Malgré le redressement de la Côte d'Ivoire, les flux d'IDE reçus par l'UEMOA peinent à dépasser 3% du PIB régional, soit un niveau inférieur aux autres pays africains importateurs de pétrole (graph. 16).

En outre, la moitié des flux depuis 2012 ont été captés par le Burkina Faso, le Mali et le Niger, c'est-à-dire trois pays miniers. Les investissements étrangers restent très concentrés sectoriellement. Ainsi, au sein de la CEMAC, les montants sont, certes stables et supérieurs à ceux de l'UEMOA, mais très largement destinés au développement du secteur des hydrocarbures.

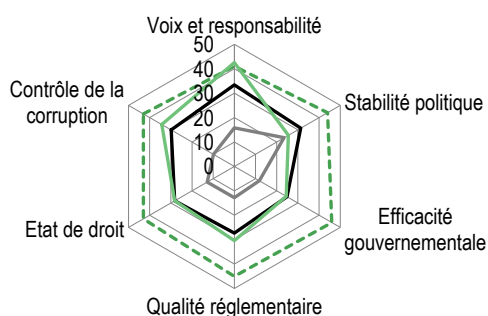
Exportations de l'UEMOA (2010-2016)



Graphique 14

Sources : BCEAO, calculs BNP Paribas

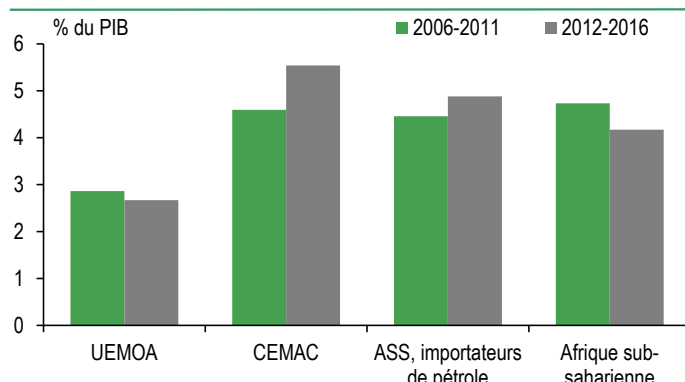
Indicateurs de gouvernance, en percentile (2016)



Graphique 15

Source : Banque mondiale

Investissements directs étrangers



Graphique 16

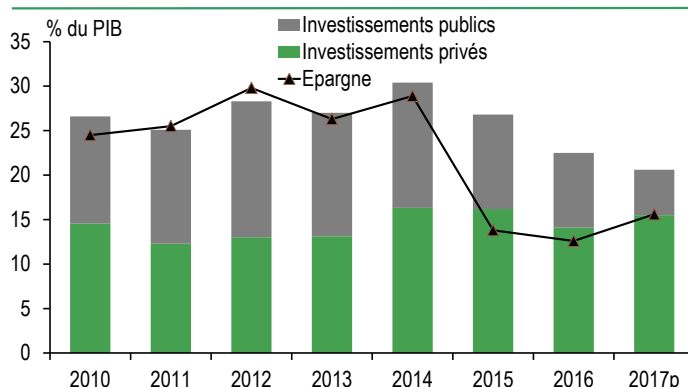
Sources : CNUCED, calculs BNP Paribas

Or, le renforcement de l'attractivité est non seulement déterminant pour la diversification des économies de la zone franc CFA mais aussi pour assurer une couverture plus solide des besoins de financements extérieurs. A titre d'exemple, les flux d'IDE n'ont couvert que 30% du déficit des comptes courants de l'UEMOA au cours des trois dernières années. Entre déficit en infrastructures et environnement institutionnel de mauvaise qualité, le chantier des réformes structurelles est vaste. Les pays de la zone franc CFA gagneraient aussi à promouvoir l'intégration régionale, ne serait-ce que pour offrir aux investisseurs un marché beaucoup plus vaste qu'il ne l'est actuellement.

Des ressources domestiques insuffisantes

Un autre défi non moins délicat à relever concerne la mobilisation des ressources domestiques. Selon la BCEAO, le taux d'épargne intérieure de l'UEMOA est passé de 15,2% en 2012 à 15,7% à 2017, une quasi-stagnation alors que le taux d'investissement a progressé de 2,6 points sur la même période. En ce qui concerne la CEMAC, l'écart entre le taux d'investissement et le taux d'épargne reste significatif (graph. 17) malgré un ajustement sévère. Surtout, à moins de 5% du PIB régional, l'investissement public est revenu à un niveau historiquement bas, soulignant l'absence de marge de manœuvre.

CEMAC : épargne et investissements



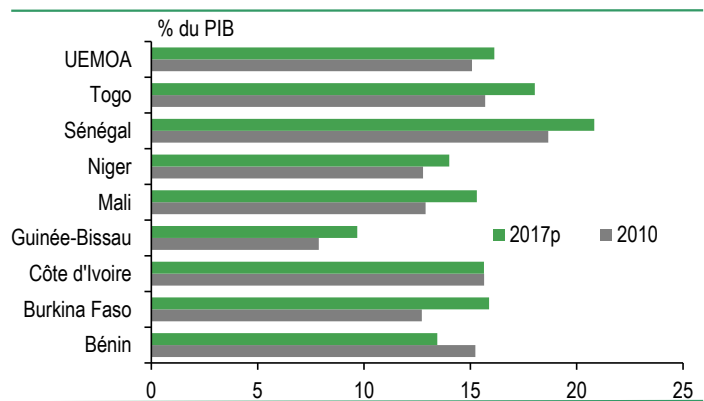
Graphique 17

Sources : BEAC, FMI



Si de nombreux points sont à améliorer (faible taux de pénétration bancaire, manque de profondeur des marchés des capitaux), la capacité des gouvernements à renforcer la couverture fiscale est déterminante. Hormis le Sénégal, aucun pays de l'UEMOA ne parvient à respecter l'objectif d'un taux de pression fiscale d'au moins 20% du PIB (graph. 18), et ce en dépit de quelques progrès accomplis ces dernières années. Pour la CEMAC, le retard est général et bien plus important, les recettes hors pétrole n'atteignant que 11% du PIB en 2017, soit un niveau presque deux fois inférieur à celui des dépenses publiques. Dans tous les cas, la tâche s'annonce difficile compte tenu du poids prédominant du secteur informel dans ces économies.

UEMOA : taux de pression fiscale



Graphique 18 Sources : BCEAO, calculs BNP Paribas

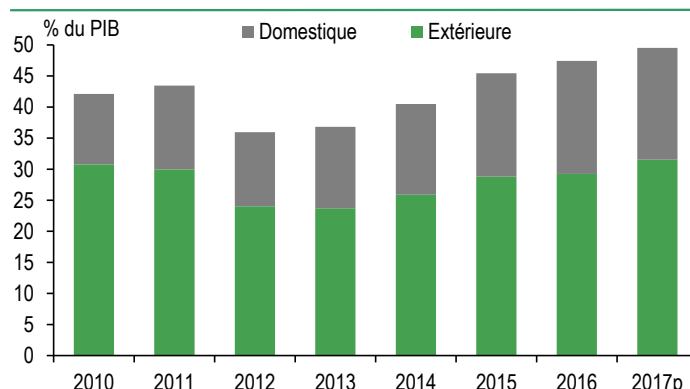
Sans recettes budgétaires supplémentaires, les pays de l'UEMOA risquent de devoir réajuster leur programme d'investissement pour faire baisser la pression sur les comptes externes, ce qui se fera au détriment de l'activité économique. La situation revêt même un caractère d'urgence pour la CEMAC au regard des tensions macro-financières qui affectent cette région.

L'aggravation des déficits jumeaux pèse nécessairement sur l'endettement des pays de la zone franc CFA. De 42% du PIB en 2010, la dette publique de l'UEMOA est passée à 49,5% en 2017 (graph. 19). Celle de la CEMAC s'est littéralement envolée depuis 2014 (graph. 20).

Fait aggravant, les gouvernements s'endettent surtout en devise et de plus en plus sur les marchés financiers internationaux même si cela reste circonscrit à quelques pays. Ainsi, à fin 2016 la dette contractée auprès de créanciers privés internationaux représentait 20% de la dette publique extérieure de l'UEMOA contre moins de 2% en 2010, une proportion qui ne va pas aller en s'améliorant au regard des émissions importantes d'eurobonds effectuées en 2017 et 2018 par la Côte d'Ivoire et le Sénégal. Une fois encore, la CEMAC est la plus vulnérable, avec un tiers de l'endettement en devise contracté auprès de créanciers privés à fin 2016.

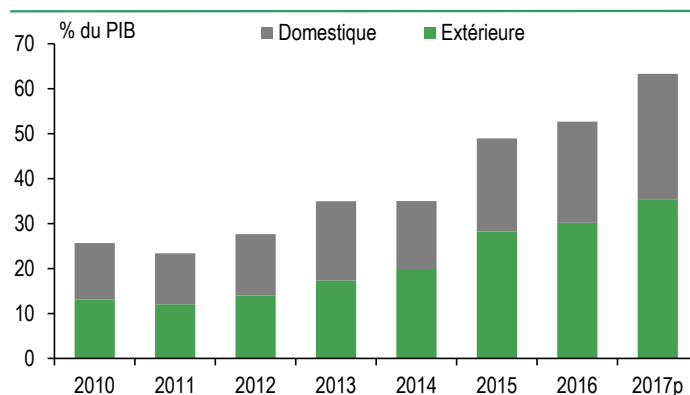
Si la dette n'atteint pas encore des niveaux alarmants, hormis au Congo, les conséquences sur la stabilité macroéconomique de la zone franc CFA sont multiples. Le poids que le service de la dette fait peser sur les comptes publics (graph. 21) et externes est de plus en plus élevé.

UEMOA : dette publique



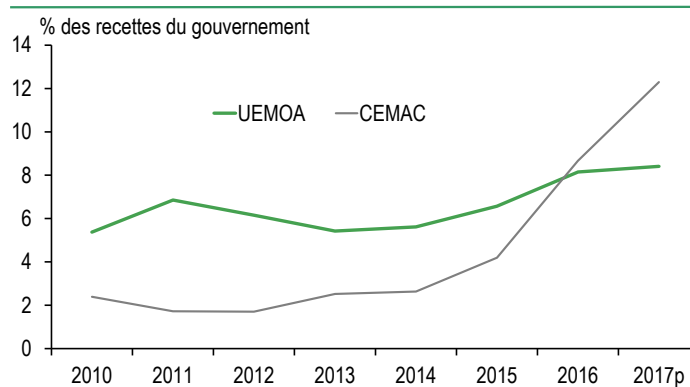
Graphique 19 Sources : BCEAO, FMI, calculs BNP Paribas

CEMAC : dette publique



Graphique 20 Sources : BEAC, FMI, calculs BNP Paribas

Intérêts de la dette



Graphique 21 Sources : BCEAO, BEAC, calculs BNP Paribas

Tant que le peg n'est pas remis en cause et reste inchangé, la vulnérabilité financière est limitée. Mais les évolutions de la parité euro/dollar peuvent fragiliser la solvabilité. La Côte d'Ivoire et le Sénégal ont d'ailleurs commencé à émettre des obligations libellées en euros et la plupart des levées de dette en dollars US sur les marchés internationaux par les pays de la zone franc CFA ont été couvertes par

des opérations de swaps euro/dollar. Cependant, ces accords ne prennent pas en compte le risque de dévaluation du FCFA, limitant ainsi les gains que pourrait générer un changement de parité sur les recettes budgétaires libellées en devise (CEMAC avec le pétrole).

La stabilité du franc CFA, bien que fragilisée, ne devrait pas être remise en question. Certes, la situation macroéconomique de la CEMAC s'est fortement dégradée et nécessite une coordination de l'ensemble de ses membres, ce qui n'est malheureusement pas le cas jusqu'à présent. Mais la volonté des gouvernements de préserver le peg est forte et l'appui de la communauté internationale, ainsi que la garantie de la convertibilité apportée par le Trésor français rassurent. De plus, les premiers effets de l'ajustement de la CEMAC commencent à être visibles.

Les défis sont néanmoins nombreux et de taille pour assurer la soutenabilité du régime de change dans la durée. Si la zone dans son ensemble est certes plus solide qu'au début des années 90, certaines dynamiques inquiètent. L'UEMOA, en plein essor, est confrontée à une aggravation des déséquilibres extérieurs et rencontre de plus en plus de contraintes de financement. Pour la CEMAC, c'est l'absence même de diversification qui est en cause.

Les mécanismes de la zone franc évoluent avec le temps, que ce soit au niveau des organismes de surveillance ou des outils dont disposent les deux banques centrales régionales pour s'assurer de la stabilité monétaire dans leur union respective. En outre, la persistance de problèmes de compétitivité après la dévaluation de 1994 rappelle que la monnaie ne peut pas tout. Au-delà du débat sur la parité, il existe encore de nombreux leviers pour améliorer le fonctionnement de la zone FCFA, à commencer par le renforcement de l'intégration intra-zone qui demeure largement insuffisante.

Stéphane Alby
stephane.alby@bnpparibas.com

Achévé de rédiger le 16 avril 2018



Indonésie: une marge de croissance encore à exploiter

Johanna Melka

A court terme, le principal risque pour l'économie est le durcissement de la politique monétaire américaine qui pourrait générer des tensions à la baisse sur la roupie. A moyen terme, c'est celui que l'Indonésie reste durablement un pays à revenus intermédiaires (« middle income trap »). Le premier risque est a priori modéré. En effet, les fondamentaux macroéconomiques se sont consolidés au cours des cinq dernières années et la vulnérabilité extérieure, notamment, a sensiblement diminué. Le second risque est plus élevé. Pour devenir un pays à « revenus supérieurs », l'Indonésie doit suivre le modèle coréen en développant son secteur manufacturier. Or, les déficiences en infrastructures et le faible niveau de qualification de la population sont autant de facteurs qui pèsent sur son développement et sur son intégration dans les chaînes de valeur mondiales. Néanmoins, depuis l'arrivée du président Widodo au pouvoir en 2014, de nombreuses réformes ont été entreprises. Sa réélection en 2019 permettrait de poursuivre dans cette voie.

Depuis l'arrivée de Joko Widodo au pouvoir en 2014, la situation macroéconomique de l'Indonésie s'est consolidée, et ce en dépit du ralentissement de la croissance. Les déséquilibres macroéconomiques se sont réduits, la vulnérabilité extérieure du pays a sensiblement diminué et l'environnement des affaires s'est amélioré grâce aux réformes importantes mises en place par le gouvernement. Ainsi, l'Indonésie est aujourd'hui moins exposée aux risques induits par le durcissement de la politique monétaire américaine qu'en 2013. A l'époque, la simple perspective d'une hausse des taux directeurs américains avait provoqué une dépréciation de plus de 20% de la roupie face au dollar en dépit des interventions de la Banque centrale indonésienne pour stabiliser le cours de sa monnaie. Depuis 2015, l'Indonésie a fait preuve d'une bonne résistance à l'environnement économique et financier international.

Cependant, à moyen terme, l'Indonésie est sujette à un autre risque : celui de vieillir avant d'être parvenue à s'enrichir (i.e. un pays tombé dans le piège des économies à revenus intermédiaires ou *middle income trap*), ce qui aurait alors des conséquences néfastes sur ses finances publiques. En effet, aujourd'hui, en dépit d'un avantage démographique certain, ses perspectives de croissance à moyen terme restent modestes, en particulier au regard du niveau de développement du pays. Avec un PIB par habitant estimé à 3700 dollars US en 2017, l'Indonésie fait toujours partie des pays dits à « revenus intermédiaires faibles ». Or, pour devenir un pays à « revenus supérieurs », elle doit suivre le modèle de croissance adopté par d'autres pays d'Asie, comme la Corée du Sud, en développant significativement son secteur manufacturier. Or, à ce jour, la contribution de l'industrie manufacturière à la croissance indonésienne reste faible et tend même à diminuer. Ce résultat reflète la faible compétitivité de l'Indonésie par rapport aux autres pays de l'ASEAN. En effet, le faible niveau de qualification de la population active, les déficiences en infrastructures et la réglementation pèsent sur la compétitivité et l'attractivité de l'Indonésie. Pour pallier ces contraintes, le gouvernement du président Joko Widodo a entrepris d'importantes réformes depuis son arrivée au pouvoir en 2014. Sa réélection en avril 2019 permettrait de poursuivre dans cette voie.

Consolidation des fondamentaux macroéconomiques depuis 2014

Depuis 2015, l'Indonésie a fait la preuve de sa résistance à l'environnement économique et financier international. Ses fondamentaux macroéconomiques et son environnement des affaires se sont améliorés. Pour saluer ces bons résultats, les agences de notation Standard & Poor's et Fitch ont amélioré la note du souverain indonésien respectivement en mai 2017 et février 2018. Ainsi, même si l'Indonésie reste exposée à l'environnement extérieur, elle est aujourd'hui moins vulnérable qu'il y a cinq ans à une hausse de l'aversion pour le risque des investisseurs étrangers.

La structure des finances publiques est plus solide

Au cours des cinq dernières années, le déficit budgétaire est resté contenu bien en deçà du plafond fixé par les autorités à 3% du PIB. D'après les premières estimations du ministère des Finances, en 2017 il atteignait seulement 2,5% alors même que les recettes (rapportées au PIB) ont diminué (12,3% alors qu'elles atteignaient 15,5% cinq ans plus tôt). A titre de comparaison, dans les autres pays de l'ASEAN elles étaient comprises¹ entre 16,3% du PIB (en Malaisie) et plus de 23% du PIB (au Vietnam).

La maîtrise du déficit budgétaire a donc été permise par une baisse continue des dépenses qui n'atteignaient que 14,7% du PIB en 2017 (contre 17,3% en 2012). Cependant, le gouvernement est parvenu à optimiser la structure de ses dépenses. Il a réduit la part des dépenses « non productives » (notamment celle des subventions à partir de 2014²) de plus de 6 points de pourcentage du PIB pour accroître ses investissements en infrastructures. De plus, pour lutter contre la pauvreté, il a augmenté la part des fonds transférés aux régions afin

¹ En 2017, les recettes budgétaires sont estimées à 21,9% du PIB en Thaïlande, 19,5% du PIB aux Philippines selon le FMI.

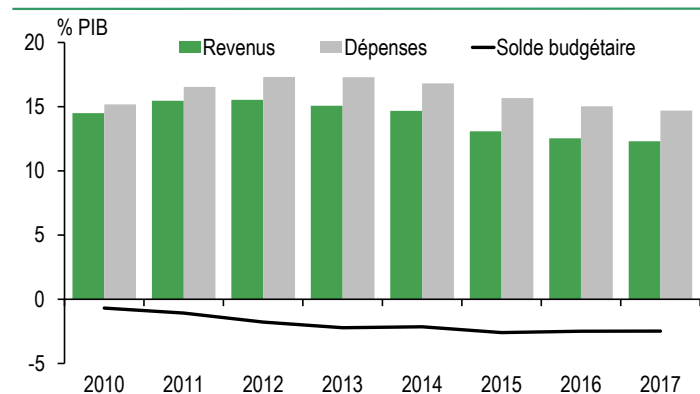
² Les subventions ne s'élevaient plus qu'à 1,3% du PIB en 2017 alors qu'elles atteignaient 3,8% du PIB en 2014.



que les gouvernements locaux puissent cibler plus efficacement les mesures d'aide.

Dans le même temps, pour compenser la forte baisse des recettes tirées des activités pétrole et gaz (-2,8 points de pourcentage du PIB sur la période 2012-2016) induite par la baisse des prix du pétrole, le gouvernement a mis en place une amnistie sur les revenus rapatriés de l'étranger qui a permis de générer l'équivalent de 1,1% de PIB de revenus supplémentaires entre juillet 2016 et mars 2017. La question est aujourd'hui de savoir si cela aura des effets positifs sur la collecte des recettes au-delà de cet effet de « régularisation ».

Indonésie : finances publiques



Graphique 1

Sources : MoF, CEIC

Grâce à sa discipline budgétaire, l'Indonésie est l'un des pays d'Asie les moins endettés. En 2017, la dette du gouvernement était estimée à 28,5% du PIB. Néanmoins, sa structure n'est pas sans risque. Elle est particulièrement exposée aux chocs de change et de taux d'intérêt. En effet, elle est constituée à 80% de titres de dette dont les coûts de financement sont très volatils. Par ailleurs, elle est détenue à près de 60% par des créanciers étrangers, ce qui peut constituer un risque important de refinancement en cas de défiance vis-à-vis des pays émergents. Néanmoins, 72% de la dette détenue par les investisseurs étrangers a une maturité supérieure à cinq ans. En revanche, la forte exposition aux investisseurs étrangers fait peser un risque sur la liquidité en devises en cas de retrait de ces derniers du marché de la dette en monnaie domestique. De plus, la dette du gouvernement est libellée à 41% en devises, ce qui implique un risque de revalorisation mécanique de la dette en cas de dépréciation du taux de change.

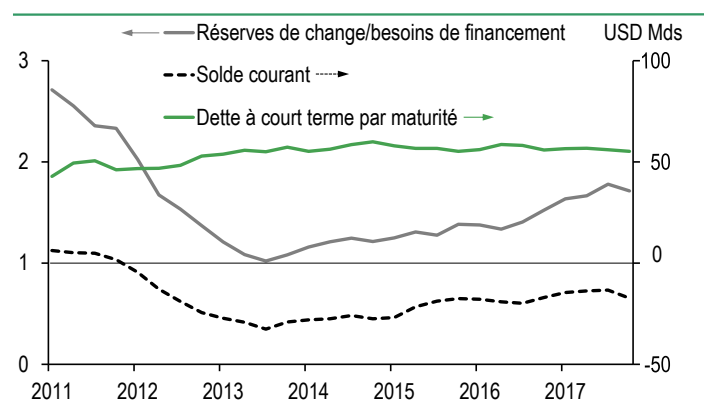
Néanmoins, les autorités monétaires indonésiennes, conscientes de ces risques, ont fait de la stabilisation de la roupie l'un de leurs principaux objectifs de politique monétaire. Ainsi, depuis 2015, le cours de change de la monnaie est resté relativement stable contre l'ensemble des devises des principaux partenaires commerciaux du pays (la roupie s'est appréciée de 0,3% contre le dollar US).

La vulnérabilité extérieure a diminué

L'Indonésie est aujourd'hui moins vulnérable aux changements de politique monétaire américaine et aux sorties de capitaux qu'elle ne l'était en 2013 ou en 2015. En effet, en 2013, la « perspective » d'une

hausse des taux directeurs américains avait généré une forte défiance vis-à-vis des pays émergents en général et de l'Indonésie en particulier. Les sorties de capitaux avaient alors entraîné une dépréciation de la roupie face au dollar de plus de 20% sur l'année. Dans le même temps, les taux d'intérêt sur les obligations indonésiennes avaient augmenté de plus de 330 points de base.

Indonésie : besoins de financement à court terme et réserves de change



Graphique 2

Source : CEIC

La vulnérabilité extérieure du pays a sensiblement diminué depuis le deuxième trimestre 2014 grâce à la forte baisse du déficit courant qui était contenu à 1,7% du PIB en 2017 contre 3,1% du PIB en 2013. En février 2018, les réserves de change couvraient 1,8 fois les besoins à court terme du pays (définis par la somme du déficit courant et des remboursements de dette à horizon d'un an), alors qu'elles étaient juste suffisantes pour y faire face en 2013. Les autorités monétaires ont donc davantage de marges de manœuvre pour intervenir sur les marchés des changes afin de stabiliser le cours de leur monnaie.

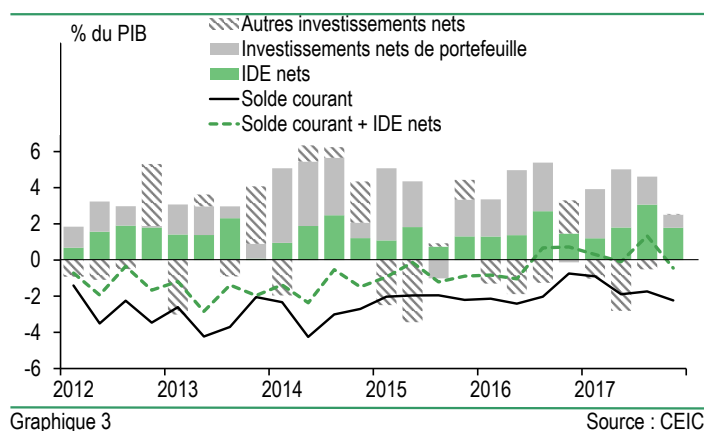
Par ailleurs, la structure de la balance des paiements s'est améliorée. Depuis 2015, les investissements directs étrangers entrants (2,2% du PIB en 2017) suffisent à couvrir le déficit de la balance courante.

Néanmoins, l'Indonésie reste vulnérable à l'environnement international. Sa balance commerciale est tributaire de l'évolution du prix des matières premières qui affecte à la fois la valeur des importations et celle des exportations. Importateur net de pétrole, l'Indonésie a bénéficié de la baisse des cours mondiaux jusqu'au deuxième trimestre 2017 (sa facture pétrolière a baissé de près de 3 points de pourcentage du PIB). De plus, s'agissant d'un important exportateur net de matières premières autres que le pétrole et le gaz (44% de ses exportations en 2017), ses recettes dépendent notamment de l'évolution des prix du charbon, de l'huile de palme et du caoutchouc. A court et moyen terme, le déficit de la balance des paiements courants devrait légèrement se creuser compte tenu de la hausse des prix du pétrole et de la reprise de la consommation des ménages dans un contexte pré-électoral.

En effet, l'Indonésie importe l'essentiel de ses biens d'équipement en raison du faible niveau de développement de son industrie manufacturière. Néanmoins, les investissements directs étrangers (IDE) devraient rester suffisants pour couvrir le déficit courant.



Indonésie : balance des paiements



Le risque de sorties de capitaux constitue la principale source de vulnérabilité extérieure de l'Indonésie. En effet, même si les flux d'investissements de portefeuille ont diminué de 0,2 point de pourcentage depuis 2014, ils s'élevaient encore à 2,4% du PIB en 2017, ce qui représentait 49% des entrées de capitaux dans le pays. En termes de stock, les investissements de portefeuille constituaient 70,7% du passif net de l'Indonésie vis-à-vis des non-résidents (24% du PIB), reflet de la détention par les investisseurs étrangers des titres de dette du gouvernement à hauteur de 6,2% du PIB (41% des titres échangeables du gouvernement) et d'actions (10,5% du PIB). D'importantes sorties de capitaux (comme ce fut le cas en 2013 et en 2015) conduiraient à des tensions à la baisse sur la roupie.

Néanmoins, la structure de la dette extérieure s'est légèrement consolidée depuis 2015. En premier lieu, la dette privée ne s'élève plus qu'à 16,9% du PIB en 2017 contre 19,5% en 2015. En second lieu, le risque de refinancement a diminué. Seulement 15,5% de la dette a une maturité inférieure à un an, soit cinq points de pourcentage de moins qu'en 2015. En troisième lieu, grâce à la hausse des réserves de change et à la baisse de la dette à court terme, les réserves de change couvrent désormais 2,3 fois la dette remboursable à horizon des douze prochains mois contre seulement 1,8 fois en 2015. Enfin, la part de la dette extérieure libellée en devises, même si elle reste très élevée, a diminué de 5 points de pourcentage pour s'élever à 80% de la dette extérieure, soit l'équivalent de 27,8% du PIB. Par ailleurs, pour réduire le risque de revalorisation de la dette extérieure privée, les autorités monétaires indonésiennes ont adopté d'importantes réglementations à partir de 2015 (renforcées en 2016) afin de contraindre les entreprises à couvrir leurs positions de change³. Dans le même temps, pour réduire le risque de change les entreprises publiques ont commencé à émettre des obligations libellées en roupie sur le London Stock Exchange, (appelées « komodo bonds »). En 2017, deux obligations ont été émises par Wijaka Karya et Jasa Marga pour une valeur totale de 700

³ Seules les entreprises notées BB- peuvent émettre de la dette en devises. De plus, leur ratio de liquidité (défini par le rapport entre l'actif et le passif en devises à court terme) doit être de 70% minimum. Par ailleurs, elles doivent couvrir 25% de leurs positions nettes en devises auprès d'une banque indonésienne.

millions de dollars ; trois autres entreprises publiques prévoient de faire de même en 2018⁴.

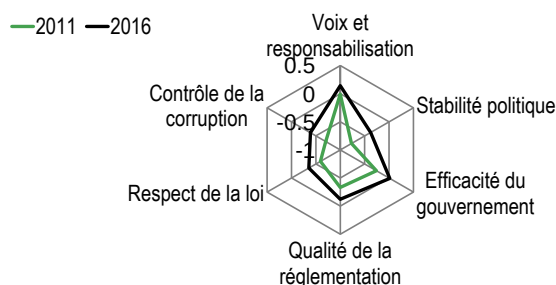
L'environnement des affaires s'est amélioré

L'environnement des affaires s'est sensiblement amélioré au cours des cinq dernières années, tant en termes de qualité de la gouvernance que de facilité à faire des affaires (« *doing business* »), même si le pays reste assez mal classé, derrière la Malaisie notamment.

En termes de gouvernance, l'Indonésie était classée 113^e sur 211 pays en 2017 devant l'Inde, les Philippines et la Thaïlande, soit 24 places de mieux qu'il y a cinq ans. Le respect de l'état de droit reste l'une des principales faiblesses du pays.

En termes de « facilités à faire des affaires » le pays était classé 72^e parmi 190 pays en 2017, gagnant ainsi 44 places en cinq ans. Néanmoins, le pays reste classé derrière les autres pays de l'ASEAN à l'exception des Philippines.

Indonésie : indicateurs de gouvernance, amélioration depuis 2011

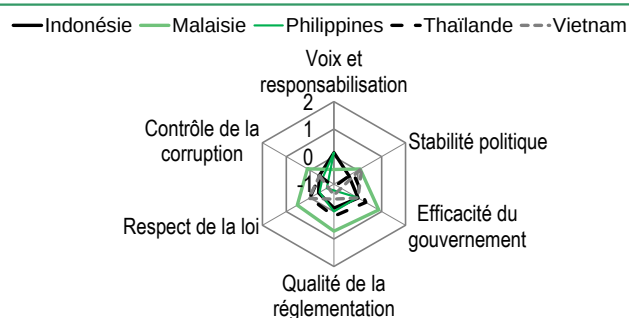


L'indicateur varie entre -2.5 (mauvais) et 2.5 (bon) pour rendre compte de la qualité de la gouvernance.

Graphique 4A

Source : Banque mondiale

ASEAN-5 : indicateurs de gouvernance



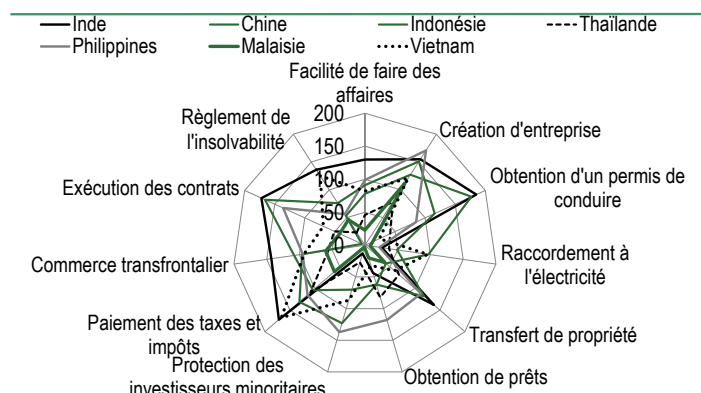
L'indicateur varie entre -2.5 (mauvais) et 2.5 (bon) pour rendre compte de la qualité de la gouvernance.

Graphique 4B

Source : Banque mondiale

⁴ A ce jour, le montant total des émissions de *komodo bonds* s'élève à USD 2,7 mds. L'Indonésie a profité du fait que des organismes supranationaux, tels la BERD ou l'Agence Inter-américaine pour le Développement, ont commencé à émettre ce type d'obligations depuis 2007.

ASIE : facilité à faire des affaires



Graphique 4C

Source : Banque mondiale

Enfin, en termes de compétitivité, l'Indonésie était classée 36^e sur 137 pays en 2017, ce qui représente un gain de 14 places en cinq ans qui résulte principalement d'une nette amélioration de la qualité des infrastructures. La qualité de l'éducation, l'efficacité du marché du travail et la maturité technologique restent les principaux facteurs qui pèsent sur la compétitivité du pays et expliquent son retard par rapport à la Malaisie et à la Thaïlande notamment.

La croissance reste inférieure à l'objectif du gouvernement

En dépit d'une amélioration des grands équilibres macroéconomiques et de l'environnement des affaires, la croissance économique est restée quelque peu décevante. En 2017, elle était de 5,1%, soit un rythme bien en deçà de l'objectif de 7% fixé par le président Widodo lors de son arrivée au pouvoir en 2014. Par ailleurs, les perspectives de croissance restent modestes.

La croissance ralentit depuis 2013

Sur la période 2013-2017, la croissance a atteint 5,1% en moyenne alors qu'elle s'établissait à 6,0% sur la période 2008-2012. Ce ralentissement s'explique par la baisse de la contribution du travail et du capital mais aussi par des gains de productivité globale des facteurs de production (PGF) plus faibles que dans les autres pays de l'ASEAN. L'Indonésie ne crée pas suffisamment d'emplois de qualité et n'investit pas suffisamment dans des technologies avancées.

La décomposition de la croissance par le Conference Board montre qu'au cours des cinq dernières années, la croissance de la productivité horaire du travail a décéléré de 0,6 point de pourcentage pour s'établir à +3,6% sur la période 2013-2017 soit 0,5 point de pourcentage de moins qu'en Thaïlande dont le niveau de développement est pourtant supérieur à celui de l'Indonésie.

La décélération de la croissance reflète à la fois la baisse de la qualité et celle de la quantité de travail. En effet, alors que le taux de chômage a atteint un point bas à 5,3% en 2017, la part des emplois précaires (notamment dans le secteur informel) atteignait toujours plus de 57% selon l'Organisation internationale du travail. Par ailleurs, le manque de travailleurs qualifiés pèse sur la mobilité des secteurs les moins productifs vers les secteurs les plus productifs. L'industrie manufacturière, secteur créateur d'emplois à niveau de productivité élevée, n'a pas pu absorber les destructions d'emplois dans l'agriculture. En cinq ans, ce sont moins de 3 millions d'emplois qui ont été créés dans l'industrie, soit 2,4 fois moins que dans les services. Ainsi, la part de l'emploi dans le secteur secondaire⁵ est restée relativement stable (21,1% en 2017) alors qu'elle a sensiblement augmenté dans le tertiaire (48% de l'emploi), ce qui pèse sur la croissance de la productivité du travail.

Indonésie : répartition de l'emploi par principaux secteurs



Graphique 5

Sources : MoF, CEIC

Dans le même temps, la contribution du capital à la croissance a baissé de 0,3 point de pourcentage. Alors que les dépenses d'infrastructure ont fortement augmenté, les investissements en biens d'équipement ont fortement décéléré, notamment ceux à forte intensité technologique.

Enfin, la croissance de la PGF (i.e les gains de productivité générés par une meilleure combinaison des facteurs de production et/ou du progrès technique) a baissé de 0,2 point de pourcentage pour n'atteindre que 0,4% sur la période 2013-2017 alors qu'elle s'établissait à 1,6% aux Philippines, 1,2% en Thaïlande, 1,4% au Vietnam et 1,6% en Inde.

Décomposition de la croissance en Indonésie

	1991-97	2000-07	2008-12	2013-17
Croissance du PIB	7,3	4,9	6,0	5,0
Contribution de la quantité de travail	1,1	1,2	0,9	0,7
Contribution de la qualité du travail	0,9	0,5	0,8	0,7
Contribution du capital	5,1	2,5	3,4	3,1
Croissance de la PGF	0,2	0,8	0,9	0,4

Tableau 1

Source : Conference Board

⁵ Industrie manufacturière, construction, distribution de l'eau, gaz et de l'électricité. En 2017, la part de l'emploi dans l'industrie manufacturière n'était que de 14%.



Des perspectives de croissance fortes en apparence mais bridées au regard du développement du pays

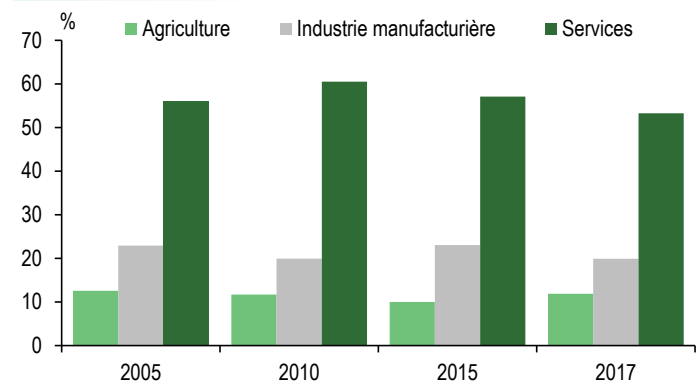
L'Indonésie bénéficie d'un avantage démographique important par rapport aux autres pays de la zone Asie du Sud-Est. Néanmoins, ses perspectives de croissance restent bridées. Pour tirer profit de son atout démographique, le gouvernement doit développer son industrie manufacturière. Cela nécessite d'agir simultanément sur le travail, le capital et la réglementation.

L'Indonésie bénéficie d'un avantage non négligeable : sa population active

En 2017, l'Office national des statistiques indonésien estimait la population en âge de travailler à 192 millions, ce qui représente plus de 73% de la population. Selon les estimations de l'ONU, l'Indonésie est, avec les Philippines, le Laos et le Cambodge, l'un des pays d'Asie du Sud-Est dont la part de la population active devrait continuer à croître jusqu'en 2030. Le FMI estime que la hausse de la population active indonésienne devrait générer une augmentation du PIB réel de l'ordre de 1 point de pourcentage par an sur la période 2020-2050.

Par conséquent, pour que le pays parvienne à générer des gains de productivité élevés afin d'accroître son revenu par habitant, il doit impérativement développer l'emploi dans l'industrie manufacturière. En effet, l'Organisation internationale du travail (OIT) a estimé qu'en 2016 la productivité atteignait 14 282 dollars US dans ce secteur alors qu'elle ne s'élevait qu'à 8 079 dollars US dans les services. Or, en 2017, le secteur manufacturier n'employait que 14,1% des travailleurs, soit seulement 0,2 point de pourcentage de plus qu'il y a cinq ans, alors que la part de l'emploi dans les services avait augmenté de près de cinq points de pourcentage sur la même période pour s'élever à plus de 48%. La faiblesse des créations d'emplois dans le secteur manufacturier s'explique principalement par la faible croissance dans ce secteur. L'OIT estime l'élasticité de l'emploi à la croissance à 0,77 dans l'industrie, 0,57 dans les services et 0,02 dans l'agriculture.

Indonésie : contributions à la croissance économique des principaux secteurs d'activité



Graphique 6

Sources : MoF, CEIC

La croissance dans le secteur manufacturier ne suffit pas à générer une forte hausse de l'emploi productif

Depuis 2015, la contribution du secteur manufacturier à la croissance économique a diminué. En 2017, elle était inférieure à 20%, soit trois points de moins qu'en 2013.

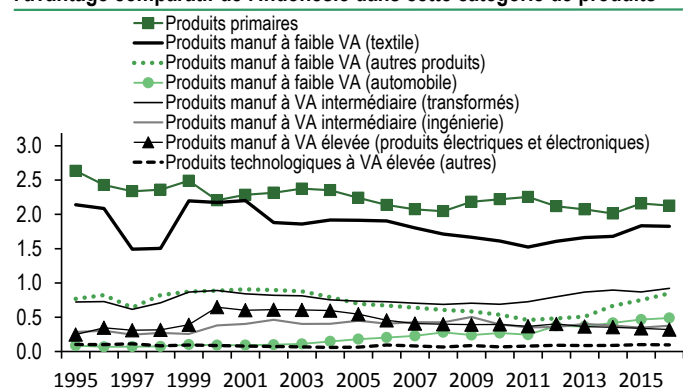
La compétitivité dans l'industrie manufacturière est faible

La perte de compétitivité des produits indonésiens au cours des quinze dernières années explique la décélération de la croissance dans l'industrie manufacturière. Même si tous produits confondus, ses parts de marché mondiales sont restées relativement stables sur la période 1995-2016, elles ont baissé de 0,2 point de pourcentage pour les produits manufacturés, jusqu'à atteindre 0,6% en 2016.

Néanmoins, la situation varie selon la nature des produits exportés. Les parts de marché ont augmenté pour les produits manufacturés à faible valeur ajoutée (en termes d'intensité technologique), alors qu'elles sont restées stables pour les produits à valeur ajoutée intermédiaire et ont baissé pour les biens à forte valeur ajoutée. L'Indonésie a subi la concurrence des autres pays d'Asie, notamment le Vietnam dont les parts de marché ont fortement augmenté pour les produits à faible valeur ajoutée.

En 2016, les avantages comparatifs révélés (RCA) de l'Indonésie⁶ restaient concentrés dans les produits primaires (produits agricoles, métaux, énergies fossiles) et les produits manufacturés à faible intensité technologique et à forte utilisation de main-d'œuvre comme le secteur textile. Néanmoins, même si le pays n'a pas encore d'avantages comparatifs dans les produits à plus forte intensité technologique, on observe une hausse de leurs poids dans les exportations (comme pour la vente d'automobiles).

Avantages comparatifs révélés (RCA), un indicateur supérieur à 1 indique l'avantage comparatif de l'Indonésie dans cette catégorie de produits



Graphique 7

Sources : UNComtrade database, estimations BNP Paribas

⁶ La notion d'avantage comparatif révélé a été introduite par Balassa (1965). Un pays i a un avantage comparatif dans un produit j si le ratio suivant est supérieur à 1 $RCA_{ij} = (x_{ij}/X_{it}) / (x_{wj}/X_{wt})$.

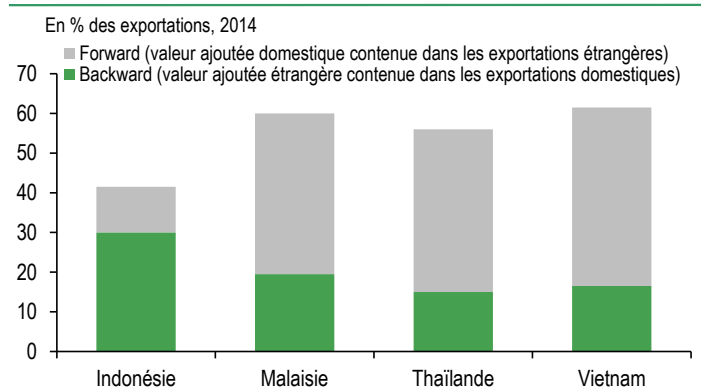
où x_{ij} et x_{wj} sont respectivement les exportations de produit j par le pays i et par le monde ; et où X_{it} et X_{wt} sont les exportations totales du pays i et du monde.



A titre de comparaison, la Chine, la Thaïlande, la Malaisie, les Philippines et le Vietnam ont des avantages comparatifs dans les produits à forte intensité technologique.

L'Indonésie reste par ailleurs peu intégrée dans les chaînes de valeur mondiales contrairement aux autres pays d'Asie. Or, une plus grande intégration de l'Indonésie aux chaînes mondiales de production favoriserait une augmentation de sa productivité et pourrait lui permettre d'accroître significativement son niveau de revenu (Kummritz 2016, Taglioni et Winkler, 2016).

Participation de l'Indonésie dans les chaînes de valeurs mondiales



En 2014, la participation de l'Indonésie aux chaînes de valeur mondiales⁷ (exprimée en pourcentage de ses exportations) est estimée par l'OCDE et la Banque mondiale à 43% alors que celles de la Thaïlande, des Philippines, du Vietnam et de la Malaisie sont comprises entre 55% et 60%. De plus, sa participation aurait baissé entre 2011 et 2014. Compte tenu de ses faibles avantages comparatifs dans l'exportation de produits à forte intensité technologique, la contribution de l'Indonésie porte principalement sur la vente de produits intermédiaires utilisés par ses partenaires commerciaux pour être ré-exportés (*forward participation*).

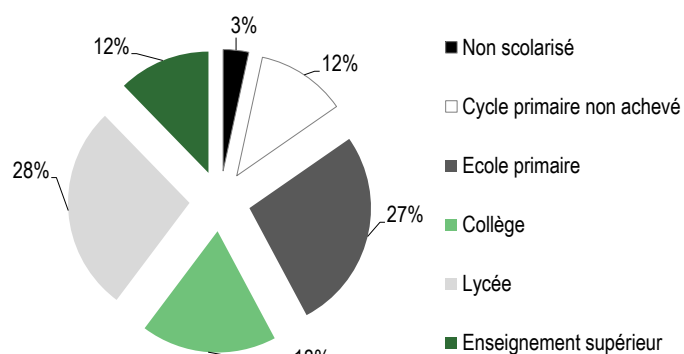
La structure du commerce indonésien reflète l'une des contraintes structurelles majeures à son développement : le faible niveau de qualification de l'emploi. En effet, pour parvenir à accroître son niveau de compétitivité, en particulier sur des produits à plus forte valeur ajoutée et ainsi augmenter sa participation au développement des chaînes mondiales de production, l'Indonésie doit accroître le niveau de qualification des travailleurs.

L'emploi faiblement qualifié ne satisfait pas la demande

En 2017, 6 travailleurs sur 10 n'avaient pas terminé leurs études secondaires et seulement 12% des travailleurs avaient un diplôme de l'enseignement supérieur.

⁷ Somme des biens exportés en utilisant la valeur ajoutée des produits importés (*backward participation*) et celle des biens exportés qui seront utilisés dans le processus de production d'autres pays (*forward participation*) rapportée aux exportations totales.

Indonésie : répartition de la population active par diplôme (2017)



Graphique 9

Source : BPS

Le manque de travailleurs qualifiés se traduit par une inadéquation entre l'offre et la demande d'emplois. Selon l'ADB, en 2015, seulement 40% des travailleurs occupaient un poste en adéquation avec leur niveau de qualification. Plus de 51% des travailleurs n'étaient pas assez qualifiés et 8,5% étaient surqualifiés.

Le faible niveau de qualification est par ailleurs une contrainte au transfert de main-d'œuvre des secteurs les moins productifs vers les plus productifs.

Pour élever le niveau de qualification des travailleurs indonésiens, le gouvernement a adopté en 2003 une loi budgétaire afin de consacrer 20% de ses dépenses à l'éducation. Néanmoins, en comparaison avec les autres pays d'Asie, celles-ci sont restées modestes. Elles n'étaient que de 3,6% du PIB en 2016 alors qu'elles sont estimées par la Banque mondiale à plus de 5% en Malaisie et au Vietnam. Par ailleurs, au vu des derniers résultats de l'enquête PISA, l'Indonésie reste très mal classée⁸, en dépit de nettes améliorations. Les étudiants indonésiens auraient trois ans de retard par rapport à leurs voisins d'Asie (Malaisie, Thaïlande, Vietnam notamment). Ce résultat s'explique par des ressources financières allouées à l'éducation insuffisantes, notamment par les gouvernements régionaux et locaux, mais aussi par des déficiences dans la qualité de l'enseignement.

Les IDE plus modestes que dans les autres pays d'Asie restent concentrés dans l'industrie minière

Un autre facteur, pour accroître la compétitivité, et donc la productivité et le revenu par tête serait de parvenir à attirer davantage d'investissements directs étrangers (IDE). En effet, les IDE favorisent les transferts de technologie et contribuent à la montée en gamme des produits fabriqués dans le pays.

Or, au cours des cinq dernières années, la part des IDE entrants dans le PIB est restée stable, autour de 2,4% du PIB, en dépit de l'allègement des contraintes sur les investissements étrangers depuis l'arrivée de Joko Widodo au pouvoir. En 2017, les IDE en Indonésie étaient inférieurs à ceux reçus par le Vietnam (5,7% du PIB), la Malaisie

⁸ En 2015, au classement PISA en Sciences, l'Indonésie était classée 65^e derrière le Vietnam (8^e), la Corée (11^e), la Malaisie (47^e) et la Thaïlande (57^e).

(3,5% du PIB) et la Thaïlande avant le coup d'Etat de 2014 (3,5% du PIB).

Par ailleurs, alors que la part des IDE dans le secteur tertiaire a fortement augmenté, elle a diminué dans l'industrie, reflet de la moindre attractivité du secteur des matières premières dans un contexte de baisse des prix mondiaux. Néanmoins, le secteur minier reste le principal récipiendaire des investissements étrangers (13,6% en 2017).

Dans l'industrie manufacturière, les tendances sont assez disparates. L'attractivité du secteur des machines et biens d'équipement a augmenté et a reçu 11,7% des IDE en 2017 contre seulement 6,9% en 2004. A l'inverse, les investissements dans les véhicules de transport ont sensiblement baissé, comme ceux dans le textile qui n'ont reçu respectivement que 3,9% et 1,2% des IDE. Dans le secteur tertiaire, l'attractivité des services publics de distribution d'eau, de gaz et d'électricité s'est renforcée ainsi que celle du secteur immobilier avec respectivement 13,2% et 8,9% des IDE, en raison, notamment, des importants programmes de développement en infrastructures.

Plusieurs contraintes pèsent sur les investissements étrangers et les investissements domestiques productifs

Au-delà du manque de travailleurs qualifiés, l'insuffisance dans les infrastructures et une réglementation contraignante pour les investisseurs étrangers limitent toujours les entrées d'investissements directs étrangers et l'investissement productif en général.

a. Les besoins en infrastructures restent très importants

Les besoins en infrastructures du pays sont massifs : la Banque mondiale les estime à 1500 milliards de dollars US et l'Asian Development Bank à 1100 milliards sur la période 2016-2030. Selon la Banque mondiale, il faudra vingt ans au pays pour combler son écart avec les autres pays émergents et quarante-quatre ans pour atteindre le niveau de développement en infrastructures des pays avancés, en supposant que le gouvernement du président Widodo atteigne ses objectifs fixés dans son plan de développement à moyen terme (un programme d'investissements de 5,4 trillions de roupies soit 415 milliards de dollars US et l'équivalent de 47% du PIB de 2015 sur la période 2015-2019⁹). Néanmoins, les faibles recettes budgétaires ont fortement contraint la réalisation de ce programme malgré la réallocation des dépenses de subventions sur le fioul vers les dépenses d'infrastructures. La Banque mondiale estime que même si le gouvernement consacrait 20% de ses recettes aux dépenses d'infrastructures au cours des deux prochains exercices budgétaires, elles atteindraient sur l'ensemble de la période 2015-2019 moins de 1,5 trillion de roupies, soit seulement 27% de la cible fixée par le gouvernement. Pour contourner, au moins en partie, ces contraintes budgétaires, le gouvernement a fait appel aux entreprises publiques. Goldman Sachs estime que les montants investis par les entreprises publiques sont équivalents à ceux du gouvernement central.

Cependant, le recours croissant aux entreprises publiques pour financer les grands projets d'infrastructures implique un risque d'augmentation des dettes contingentes pour l'Etat. En effet, la situation financière des

entreprises publiques s'est dégradée au cours des cinq dernières années, en raison justement d'une hausse importante de leur endettement pour financer les projets du gouvernement. A ce jour, la charge d'intérêts reste soutenable et les résultats financiers sont satisfaisants. Néanmoins, à moyen terme, le gouvernement devra trouver d'autres sources de financement pour répondre aux besoins en infrastructure colossaux du pays.

b. L'environnement des affaires reste contraignant pour les investisseurs étrangers

En dépit d'une nette amélioration de l'environnement des affaires et d'une ouverture de plusieurs secteurs d'activité aux investissements étrangers, le cadre réglementaire en Indonésie pèse toujours sur les IDE. Le manque de transparence, les incertitudes sur l'évolution de la réglementation, les lois sur l'acquisition des terres, sont contraignants. Le pays reste mal classé en termes d'application et de respect des contrats (145^e sur 190 pays). De plus, l'un des points clés de blocage est la difficulté de faire appliquer certaines mesures favorables aux investissements au niveau local. De fait, certains gouvernements locaux restent peu enclins aux investissements étrangers. Néanmoins, les élections régionales de 2019 devraient permettre de renouveler le paysage politique et des dirigeants plus favorables à l'ouverture pourraient être élus.

c. Le tissu économique reste dominé par les entreprises publiques

Par ailleurs, le tissu économique reste dominé par les entreprises publiques. Or, l'expérience du Vietnam prouve qu'il est indispensable de favoriser l'émergence des petites et moyennes entreprises (PME) pour développer le tissu industriel, favoriser les créations d'emplois et accroître la productivité¹⁰. Pour ce faire, le gouvernement indonésien, à l'instar du Vietnam, doit créer un environnement fiscal plus favorable aux PME.

Depuis 2015, l'Indonésie a prouvé sa résistance à l'environnement économique et financier international. En dépit d'une croissance bridée, les finances publiques sont maîtrisées, les pressions inflationnistes sont contenues, son déficit courant est faible et les autorités monétaires ont prouvé leur capacité à stabiliser la roupie. Par ailleurs, même si l'environnement des affaires reste fragile, il s'est sensiblement amélioré au cours des cinq dernières années.

Dans ce contexte, les risques à court terme pour l'économie indonésienne sont modérés. Les tensions sur la roupie devraient rester contenues dans le cadre du durcissement de la politique monétaire américaine. Par ailleurs, en cas de « guerre commerciale » entre les Etats-Unis et la Chine, même si l'Indonésie¹¹ ne serait pas totalement immunisée, les effets devraient être contenus en raison de sa faible intégration au processus des chaînes de valeur mondiales.

¹⁰ Au Vietnam, les PME contribuent à 40% du PIB et 50% de l'emploi.

¹¹ 15% des exportations de l'Indonésie sont à destination de la Chine (soit l'équivalent de 2,2% du PIB).

⁹ Plan de développement à moyen terme (RPJMN)



A moyen terme, le principal risque porte sur la capacité du pays à stimuler sa croissance pour devenir un pays à revenus supérieurs. Pour ce faire, le gouvernement doit améliorer la compétitivité de l'industrie manufacturière afin de favoriser la mobilité de la population active des secteurs les moins productifs (comme l'agriculture) vers les plus productifs. Il doit pour cela utiliser trois leviers : le capital humain (éducation), le capital physique (infrastructures et investissements productifs) et la réglementation. Cela nécessite des moyens financiers (en augmentant les recettes budgétaires) mais aussi la volonté d'agir. Le président Widodo a fait preuve d'un tel engagement. Sa réélection en 2019 permettrait de poursuivre sur cette voie, même si certains points de blocage au niveau des Etats restent importants. Dans le cas où son rival actuel, Prabowo Subianto, était élu, le rythme de mise en place des réformes, sans pour autant être interrompu, pourrait ralentir. Les résultats des élections parlementaires, qui se tiendront au même moment, seront déterminants.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com

Achévé de rédiger le 23 mars 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**
Coordinatrice 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

+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, Amérique latine

+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

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

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

+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 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

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 mentionnées 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 rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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