CONJONCTURE

Novembre 2016 : n° 11

« Notre économie change jour après jour et, en ce sens, elle est toujours nouvelle. »
Alan Greenspan

Aux origines de la faiblesse du commerce mondial

p. 3

La croissance du commerce mondial, au regard de celle du PIB, a fortement ralenti depuis 2012. La question se pose alors de savoir si des facteurs conjoncturels, et en premier lieu le manque de vigueur de l'investissement, sont à l'origine du ralentissement des échanges commerciaux, ou si celui-ci révèle des changements plus profonds, auquel cas le commerce mondial renouera difficilement avec la dynamique observée entre le milieu des années 1990 et 2000.

Par Catherine Stephan

Argentine : changement de cap

p. 15

L'Argentine a pris un tournant libéral en matière de politique économique avec l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en novembre 2015. Les premières mesures du nouveau gouvernement ont surtout consisté à rétablir la liquidité extérieure et l'image du pays aux yeux de la communauté financière internationale. Ce changement de cap intervient alors que le pays est entré en récession, que l'inflation reste très élevée et l'assainissement des finances publiques ne fait que commencer. A moyen terme, les réformes engagées pourraient cependant se révéler efficaces pour attirer les investissements étrangers et domestiques.

Par François Faure / Sylvain Bersinger

Eco CONJONCTURE

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Aux origines de la faiblesse du commerce mondial

Catherine Stephan

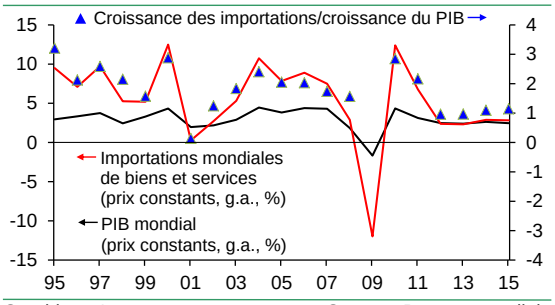
La croissance du commerce mondial, au regard de celle du PIB, a fortement ralenti depuis 2012. La question se pose alors de savoir si des facteurs conjoncturels, et en premier lieu le manque de vigueur de l'investissement, sont à l'origine du ralentissement des échanges commerciaux, ou si celui-ci révèle des changements plus profonds, auquel cas le commerce mondial renouera difficilement avec la dynamique observée entre le milieu des années 1990 et 2000.

Selon les estimations de septembre 2016 de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), le commerce mondial de marchandises et le PIB progresseront respectivement de 1,7% et 2,5% cette année. L'année 2016 serait alors celle de la plus faible croissance du commerce et de l'activité depuis la crise financière de 2009 et où, pour la première fois en quinze ans, le rapport entre la croissance du commerce de marchandises et celle du PIB mondial serait inférieur à 1.

Le ralentissement des échanges commerciaux, mesurés à partir des importations mondiales de biens et services, est perceptible depuis 2012. L'élasticité des importations au PIB, laquelle mesure la variation des importations suite à une hausse ou à une baisse de 1% du PIB, proche de deux entre 1995 et 2007, est en effet unitaire depuis 2012 (cf. graphique 1). La question se pose donc de savoir si la diminution de l'élasticité est temporaire ou le signe de changements profonds (cf. encadré 1, page 4).

Nous apporterons des éléments de réponse en passant en revue, dans une première partie, les facteurs à l'origine de l'essor du commerce international entre le milieu des années 1990 et 2000. Nous reviendrons ainsi sur les effets de la libéralisation des échanges, des progrès dans les modes de transport et de communication sur la fragmentation de la chaîne de production et les échanges commerciaux. Ce retour en arrière nous aidera à mieux cerner, dans une deuxième partie, les causes probables du recul de l'élasticité du commerce mondial à l'activité depuis 2012. Des facteurs conjoncturels, à savoir la faiblesse de la croissance au sein de la zone euro, le ralentissement des économies émergentes ainsi que le changement de composition de la demande au détriment de l'investissement, ont pesé sur la dynamique des échanges commerciaux. Nous verrons que le ralentissement des échanges relève également de facteurs structurels. Ces dernières années ont, en effet, été marquées par la montée du protectionnisme, l'augmentation des coûts salariaux en Chine et la montée en gamme de certaines économies émergentes. Autant de facteurs qui freinent la fragmentation internationale de la chaîne de production et les échanges commerciaux. Enfin, le cadre du commerce mondial est probablement amené à évoluer. Nous tenterons donc, dans une dernière partie, de dégager quelques pistes de réflexion.

Ralentissement du commerce mondial



Graphique 1 Source : Banque mondiale

Encadré 1

De l'importance de la problématique

Certains effets bénéfiques du commerce international ont parfois été remis en cause. Ainsi, les investissements directs à l'étranger (IDE) n'auraient pas que des effets positifs pour les pays en développement. Les changements induits par les IDE peuvent s'accompagner de restructurations industrielles et avoir des effets négatifs sur la distribution du revenu et l'emploi dans le pays d'accueil. Des préjudices peuvent, par ailleurs, être causés à l'environnement, notamment dans les industries extractives et les industries lourdes [1]. Friedrich List, au 19ème siècle, et d'autres théoriciens par la suite ont d'ailleurs vanté les mérites d'un « protectionnisme éducateur » pour les pays en développement ou les industries naissantes.

Toutefois, nombre de théories du commerce international, à commencer par celle des avantages comparatifs défendue par David Ricardo, et l'examen empirique suggèrent que l'expansion des échanges commerciaux favorise celle de l'activité. Le commerce international, et donc l'élargissement des marchés, permettrait, en effet, grâce aux économies d'échelle et aux gains de productivité, d'importer et d'exporter des produits au meilleur prix, de favoriser la demande et donc la croissance. Il permettrait également d'accroître la diversité des produits offerts et favoriserait, dans les pays en développement, le transfert de technologie et la formation du capital humain grâce aux investissements directs et à la participation à la chaîne internationale de production.

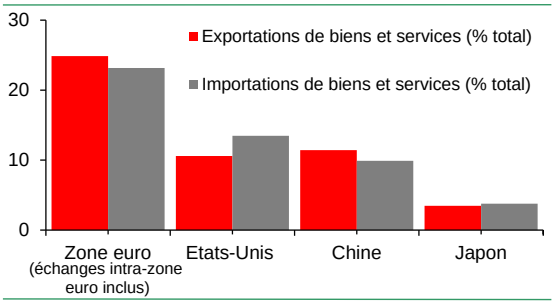
L'essor du commerce mondial entre le milieu des années 1990 et 2000

Un environnement plus propice au commerce

L'affaiblissement de la réactivité du commerce mondial à l'activité doit être jaugé à l'aune de l'augmentation de celle-ci durant les années 1990 et au début des années 2000, une période marquée par d'importants changements structurels.

La chute du mur de Berlin en 1989 marque le début de l'arrivée sur la scène mondiale des pays d'Europe de l'Est et l'essor des échanges entre ces pays et les économies d'Europe de l'Ouest. La valeur des exportations et des importations de marchandises de la zone euro à destination de la République tchèque, de la Hongrie, de la Pologne et de la Roumanie est ainsi passée de 1,9% du PIB de la zone euro en 1999 à 5,1% en 2015. L'Europe franchit également une nouvelle étape de son intégration lorsqu'elle crée une zone monétaire entre onze de ses économies le 1er janvier 1999[2]. La monnaie unique qu'adopteront progressivement huit autres pays [3] a, en effet, favorisé les échanges intra zone euro en éliminant les frais de change et en améliorant la transparence des prix. Elle a également facilité les échanges avec les pays tiers. Les entreprises de la zone euro ont pu exporter plus facilement vers des pays extérieurs à la zone monétaire grâce à la réduction des coûts commerciaux, notamment de certains coûts fixes associés à l'accès aux marchés étrangers. Le taux d'ouverture [4] de la zone euro, laquelle intègre désormais d'anciens pays d'Europe de l'Est, est ainsi passé de 30,7% en 1995 à 42,5% en 2015. De même, la Chine intègre l'économie mondiale et monte en puissance suite aux réformes économiques et aux politiques d'ouverture engagées au début des années 1980. Le poids de la Chine dans le commerce international de biens et services est ainsi passé de près de 1% en 1990 à 10% en 2015 (cf. graphique 2).

Principaux participants au commerce mondial en 2015



Graphique 2 Source : Banque mondiale

Le processus de libéralisation des échanges commerciaux mondiaux prend également de l'ampleur au moment de la signature de nouveaux accords de libre-échange au début des années 1990. Le Cycle de négociations d'Uruguay, qui s'est échelonné entre 1986 et 1994, aboutit à la création de l'OMC (Organisation mondiale du commerce) le 1er janvier 1995 et à l'adoption d'un nouvel ensemble d'accords. Ceux-ci intègrent non seulement les accords du GATT, qui régissent le commerce de marchandises, mais aussi des accords sur les services, la propriété intellectuelle, ainsi que des règles relatives au règlement des différends entre les membres de l'OMC. Certains secteurs (agriculture, textile) restent soumis à des droits de douane élevés, mais ces accords dans leur ensemble ont permis, dans les pays développés, de faire baisser le niveau moyen des tarifs douaniers sur les biens manufacturés, de 40% en 1947 à moins de 5% aujourd'hui.

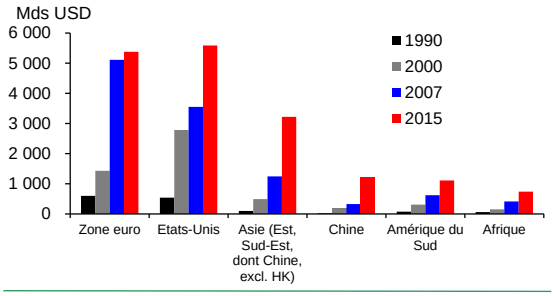
L'ensemble de ces facteurs, combinés à de nouveaux progrès technologiques, a permis aux entreprises de profiter au mieux des avantages comparatifs des différents participants au commerce mondial. L'amélioration du transport ainsi que les nouvelles technologies de l'information et des télécommunications ont en effet facilité, durant les années 1990, la coordination rapide des tâches sur des chaînes de production de plus en plus longues, c'est-à-dire réparties entre un nombre croissant de pôles de production éloignés les uns des autres. Davantage de pièces et de composants ont pu être importés, en particulier par les pays émergents en vue d'être transformés et réexportés. Cette période se caractérise d'ailleurs par la désindustrialisation des pays du Nord et l'industrialisation de ceux du Sud, qui intègrent alors les chaînes de production. La Chine et les Etats-Unis ont, à ce titre, été des acteurs majeurs du processus de fragmentation. Une proportion plus importante de la demande intérieure des Etats-Unis a, en effet, été satisfaite par leurs importations. Les pièces et les composants importés par la Chine et assemblés en produits finis y étaient ainsi exportés.

Les échanges de biens similaires entre des économies aux niveaux de développement comparables, et disposant des mêmes dotations en facteurs et technologies, ont également pu, dans ce contexte, se développer. Selon la nouvelle théorie du commerce international, un pays a en effet intérêt à se spécialiser dans une variété donnée de biens, de manière à profiter des économies d'échelle et à importer des variantes de ce même produit afin d'offrir des produits différenciés aux consommateurs. Les pays échangent donc d'autant plus que les niveaux de développement des économies sont comparables. La zone euro et les Etats-Unis ont d'ailleurs réalisé à eux seuls plus de 35% des échanges mondiaux de biens et services, et reçu près de 42,5% des flux entrants d'investissements directs étrangers en 2015.

Essor du commerce mondial

Ces changements sont allés de pair avec l'accroissement du stock d'investissements directs[5] qui a été multiplié par plus de huit entre 1990 et 2007 (cf. graphique 3). Cette hausse est encore plus notable en Asie de l'Est et du Sud-Est (hors Hong Kong) et particulièrement en Chine. Ces régions ne concentraient encore que respectivement 7% et 2% du stock des investissements entrants en 2007 (contre 29% et 20% respectivement aux Etats-Unis et au sein de la zone euro), mais celui-ci y a été multiplié par respectivement treize et seize par rapport à 1990. Les échanges commerciaux au sein des chaînes de valeur coordonnées par les sociétés transnationales (STN, intragroupes ou intergroupes) sont ainsi liés aux activités des firmes multinationales. Selon la CNUCED, ces échanges représentent chaque année 80 % du commerce mondial.

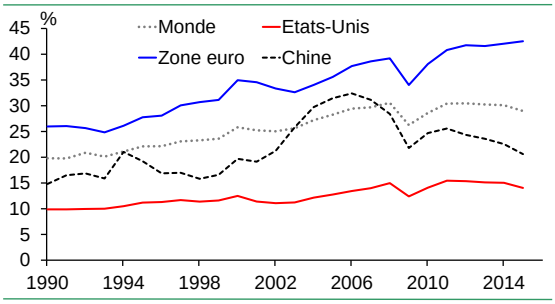
Stock d'investissement direct en provenance de l'étranger



Graphique 3 Source : CNUCED

La décomposition de plus en plus fine de la chaîne de production s'est donc accompagnée d'une plus forte participation des économies au commerce mondial. Le taux d'ouverture de l'économie mondiale est ainsi passé de 19,4% en 1980 à 30,6% en 2008, un point haut (cf. graphique 4), et les échanges commerciaux, mesurés à partir des importations mondiales de biens et services en volume, ont progressé en moyenne de 6,3% par an entre 1995 et 2008, soit bien plus rapidement que le PIB, en hausse de 3,3% en moyenne sur la même période. Parallèlement, ces changements se sont traduits par une plus forte sensibilité du commerce à la chute brutale de l'activité au moment de la crise.

Taux d'ouverture



Graphique 4 Source : Banque mondiale

Réponse plus forte des échanges commerciaux à l'évolution de l'activité

Du fait de ces nouvelles spécificités, les échanges commerciaux sont devenus plus sensibles aux variations de l'activité. Le développement de la chaîne d'approvisionnement mondiale est en effet allé de pair avec l'accroissement des échanges de biens intermédiaires entrant dans le processus de production. Une baisse donnée de l'activité s'accompagne donc d'une diminution des échanges de produits finis et des biens intermédiaires, plusieurs fois échangés, entrant dans le processus de production.

L'ajustement des stocks et des commandes sera par ailleurs d'autant plus sévère que la chaîne de production est étendue. En effet, lorsque la demande augmente, les entreprises souhaitent, à chaque étape de la chaîne de production, constituer un stock de précaution ou bénéficier de remises en achetant de plus grandes quantités. A mesure qu'une entreprise s'éloigne du consommateur final et dispose de prévisions moins fines, la demande, qui varie selon le besoin de stock constitué par les entreprises situées en aval, s'écarte donc de la demande finale réelle et augmente. Cet « effet coup de fouet » (ou « *Bullwhip Effect* »), à l'inverse, amène les entreprises situées en amont de la chaîne de production à sur-réagir à la baisse lorsque la demande diminue. Les producteurs de biens finaux puisent, dans un premier temps, dans leurs stocks de biens intermédiaires. Dès lors, la demande de biens intermédiaires ralentit dans une plus grande proportion que la demande finale. *In fine*, les entreprises situées en amont de la chaîne de production peuvent être amenées, par précaution, à réduire la production et le commerce de biens intermédiaires plus rapidement que si elles disposaient d'une information similaire à celle dont sont pourvues les entreprises situées en aval de la chaîne.

L'étude du FMI réalisée par Cristina Constantinescu et al. (2015) signale d'ailleurs une sensibilité du commerce plus forte à court terme aux chocs de revenus. L'élasticité de court terme des importations au PIB, laquelle mesure la variation des importations suite à une hausse ou une baisse de 1% du PIB, est passée de 2,8 entre 1986 et 2000 à 3,4 entre 2001 et 2013. Le commerce mondial de biens et services a ainsi enregistré des variations de forte amplitude au lendemain de la crise de 2008. Les échanges commerciaux, mesurés à partir des importations mondiales de biens et services en volume, ont progressé de respectivement 12,4% et 6,8% en 2010 et 2011 après s'être effondrés de 12% en 2009.

Un ralentissement aux origines multiples

De la difficulté de dissocier les composantes conjoncturelles et tendancielles

La croissance du commerce mondial ne parvient toutefois pas à renouer avec le rythme observé entre le milieu des années 1990 et 2000. L'élasticité des importations au PIB, proche de deux entre 1995 et 2007, est unitaire depuis 2012.

Plusieurs études ont tenté d'identifier la nature structurelle ou conjoncturelle du ralentissement du commerce mondial. Selon l'étude de Patrice Ollivaud et Cyrille Scwellnus publiée par l'OCDE (2015), l'évolution du PIB permet d'expliquer convenablement celle du commerce mondial depuis la crise de 2008. L'étude suggère en effet que 85% de la faiblesse de l'élasticité depuis 2008-2009 trouve sa source dans des facteurs conjoncturels. En revanche, les facteurs conjoncturels expliqueraient seulement la moitié du ralentissement du commerce international en 2013 par rapport aux années 2000, selon l'étude du FMI réalisée par Cristina Constantinescu et al. (2015). La diminution sur longue période de l'élasticité suggère, en effet, que des facteurs structurels sont à l'œuvre. Cette baisse, visible dès le début des années 2000, conforte cette idée. L'élasticité de long terme du commerce international, de 2,4 entre 1991 et 2000 selon l'étude du FMI, était en effet déjà de 1,5 entre 2001 et 2007 avant de tomber après la crise à 0,7 entre 2008 et 2013. Le rapport « Key statistics and trends in international trade » de 2015 de la CNUCED va également dans ce sens.

De même, l'étude du CEPII de Sébastien Jean (2015) met en évidence une tendance au ralentissement. Elle constate un écart significatif entre la valeur observée des échanges commerciaux en 2012 et 2013 et celle calculée par le modèle construit à partir de données collectées entre 1995 et 2008. Ce modèle, fonction de la croissance économique et de l'entrée en vigueur de nouveaux accords commerciaux dans de nombreux pays, en particulier en Chine, montre en effet qu'une croissance de 1 % du PIB des pays partenaires coïncide, toutes choses égales par ailleurs, avec une augmentation de la valeur de leurs échanges commerciaux de 1,4 % à court terme et de 1,7 % à long terme.

Il est difficile d'estimer précisément l'incidence de chacun des facteurs conjoncturels et structurels sur l'évolution actuelle du commerce mondial. Toutefois, quelle que soit la méthode utilisée (cf. encadré 2, page 8), le recul de l'élasticité du commerce mondial au PIB depuis la crise semble relever à la fois de facteurs conjoncturels et structurels, que nous proposons de passer en revue.

La nature conjoncturelle du ralentissement

Des disparités géographiques

Il convient de se pencher tout d'abord sur l'évolution de la croissance et des échanges commerciaux au sein des différentes zones géographiques pour apprécier au mieux la dynamique à l'œuvre depuis la crise de 2008.

Cette évolution diffère en effet selon les régions. Les années 2012 et 2013 se caractérisent, en particulier, par un décalage cyclique entre d'un côté les Etats-Unis, qui consolident leur reprise (avec une croissance de 2,2% et 1,7% du PIB respectivement en 2012 et 2013) et, de l'autre, la zone euro qui replonge en récession au même moment avec l'intensification de la crise de la dette souveraine. Il s'ensuit une période marquée par le resserrement des contraintes de financement et une forte incertitude qui pèsent sur l'investissement des entreprises. *In fine*, le PIB se contracte de respectivement 0,9% et 0,3% en 2012 et 2013, et les échanges commerciaux, en recul de 1% en 2012, ne parviennent à afficher qu'une légère progression en 2013. La zone euro a, depuis, renoué avec la croissance, mais elle reste en deçà de celle observée aux Etats-Unis. Ce décalage n'est pas sans incidence sur l'élasticité mondiale du commerce en raison de l'intensité du commerce intra-zone et du poids élevé des échanges européens dans le commerce mondial. Celui-ci atteignait 25% en 2015 alors que le PIB calculé en parité de pouvoir d'achat de la zone euro représentait 12% du PIB mondial en 2015. Le commerce intra-zone euro (10% du commerce mondial), particulièrement intense en raison de l'absence de barrières tarifaires et non-tarifaires, est en effet comptabilisé dans le commerce mondial. Un essoufflement de la croissance économique au sein de la zone euro influe donc fortement sur les échanges mondiaux via le commerce intra et extra-zone.

Encadré 2

De la mise en évidence du ralentissement

Le diagnostic affecté par le choix des données…

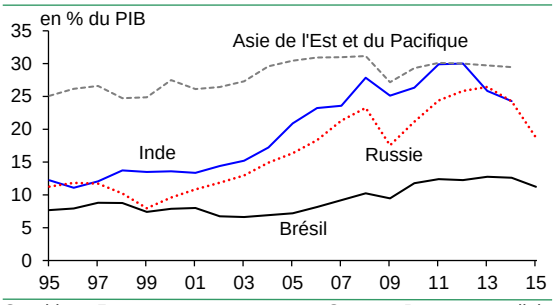
L'ampleur de la baisse de l'élasticité varie selon les données retenues. L'étude de l'OCDE utilise, pour les besoins de son analyse, les PIB calculés à partir des taux de change, à la place de ceux en parité de pouvoir d'achat utilisés dans nombre d'études. Le PIB calculé en parité de pouvoir d'achat est le plus souvent utilisé pour effectuer des comparaisons entre différentes économies. Il mesure les PIB en volume et donc les niveaux de vie. La parité de pouvoir d'achat, qui équivaut aux rapports de prix en monnaie nationale d'un même bien ou service, permet en effet d'estimer la quantité de biens et services qu'une devise permet d'acheter dans chacun des pays sous revue. L'utilisation du PIB en parité de pouvoir d'achat est toutefois remise en cause lorsqu'il s'agit de mesurer l'élasticité du commerce mondial de biens échangeables à l'activité. Le PIB en parité de pouvoir d'achat accorde un poids plus important que celui calculé à partir des taux de change aux pays émergents. Les prix des biens et services non échangeables y sont, en effet, moins onéreux que dans les pays développés. L'écart est, par ailleurs, particulièrement important durant les périodes de forte croissance. La diminution de l'élasticité, au lendemain de la crise de 2008, est ainsi moindre si le PIB est calculé à partir des taux de change de marché et non en parité de pouvoir d'achat. Selon l'étude, les élasticités seraient de 1,9 entre 1986-2000, de 1,7 entre 2001-2007 et de 0,9 entre 2008 et 2014 en utilisant le PIB mondial en parité de pouvoir d'achat contre 2,1 entre 1986-2000, 2 entre 2001-2007 et 1,3 entre 2008-2014 en utilisant le PIB calculé à partir des taux de change.

… et du modèle

Leurs conclusions diffèrent en raison de l'emploi de méthodologies différentes. L'étude du CEPII utilise un modèle gravitationnel qui suppose que les échanges commerciaux entre deux pays sont fonction du produit de leur PIB respectif, et inversement proportionnels à la distance géographique qui les sépare. L'étude du FMI utilise un modèle à correction d'erreur. Celui-ci estime la vitesse à laquelle l'élasticité de court terme du commerce mondial au PIB retrouve son équilibre de long terme. Il permet, par là même, de mesurer l'élasticité de long terme au cours de différentes périodes et d'identifier les changements de corrélation entre le commerce et le PIB, c'est-à-dire de déceler des ruptures de tendance. Des tests sont ensuite effectués pour montrer que la diminution de l'élasticité de long terme, mise en évidence par l'étude, est le fruit de changements structurels. Ce modèle présente plusieurs inconvénients. Il suppose que le PIB est une variable exogène qui détermine le commerce mondial alors que ces deux variables sont en réalité endogènes et codéterminées, ces variables s'influençant l'une et l'autre. En outre, du fait même de sa construction, le modèle à correction d'erreur attribue la baisse de l'élasticité de long terme à une rupture structurelle de la relation entre le commerce et le PIB alors qu'elle pourrait résulter d'un ralentissement prolongé du PIB. La baisse de l'élasticité de long terme pourrait ainsi résulter de changements qui s'avéreront, en définitive, transitoires. C'est pour pallier la difficulté du modèle à correction d'erreur, à prendre en compte les évolutions de moyen terme ou transitoires, que l'OCDE utilise un modèle moins contraignant de taux de croissance. L'élasticité de long terme peut, dans ce cas, décliner lorsque l'économie mondiale ralentit sans que cela suppose un changement dans la relation de long terme entre le PIB et le commerce. Le recul de l'élasticité de long terme suite à un ralentissement économique ne suppose donc pas nécessairement, dans ce cas, un changement structurel de la relation du commerce au PIB.

De même, l'affaiblissement des économies émergentes depuis 2010, et plus particulièrement depuis 2014, pèse sur les échanges commerciaux davantage que ne le laisserait suggérer la seule évolution de leur PIB. En effet, la dépréciation de leur monnaie contre le dollar américain, imputable au ralentissement de leur croissance, s'est accompagnée d'un renchérissement des importations. Le poids des importations en volume dans le PIB a ainsi reculé au cours des deux dernières années en Asie de l'Est et du Pacifique, en Inde et au Brésil (cf. graphique 5). L'incidence des pays d'Asie est toutefois, à cet égard, plus importante que celle des pays d'Amérique du Sud et centrale en raison du poids respectif de leurs échanges dans les importations totales de marchandises, de respectivement 30,8% et 3,8% en 2015.

Importations de biens et services



Graphique 5 Source : Banque mondiale

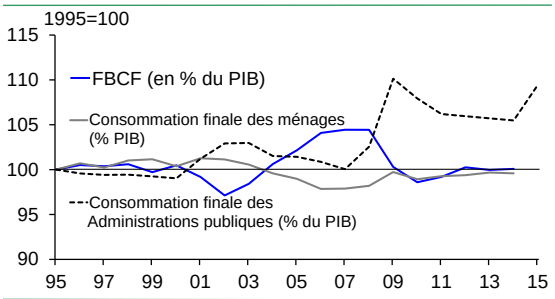
Une reprise soutenue par une demande moins riche en importations

Le changement de composition du PIB a influé sur l'élasticité dans la période qui a suivi la crise de 2008-2009. Celle-ci se caractérise en effet par la faiblesse prolongée des dépenses d'investissement.

Le cycle d'investissement productif influe fortement sur la dynamique du commerce international en raison de son contenu en importations relativement élevé au regard du celui de la consommation privée et, surtout, de la consommation publique, laquelle comprend essentiellement des biens non échangeables tels que les services ou des biens produits sur le territoire national, notamment dans le secteur de la défense. Ainsi, selon l'étude de Mattieu Bussière et al. (2013) publiée par l'American Economic Journal, le contenu en importations de l'investissement était en moyenne de 32%, celui de la consommation privée de 25% et celui de la consommation publique de 10% en 2005.

L'investissement, en particulier en logements, s'était effondré au moment de la crise. Depuis, il a simplement renoué avec son niveau antérieur à 2008 dans de nombreux pays développés. Il a continué de croître dans de nombreux pays émergents, du moins jusqu'en 2013, mais a affiché une croissance plus modeste qu'avant la crise. Le maintien de son poids rapporté au PIB à un niveau relativement stable résulte, en Chine, de l'investissement dans les infrastructures, moins intensif en biens importés. Le poids de la formation brute de capital mondial dans le PIB est ainsi légèrement en deçà du niveau antérieur à la crise, tandis que celui de la consommation privée, et surtout de la consommation publique, a progressé (cf. graphique 6). Le poids de la formation brute de capital dans le PIB était de 23,3% en 2014 contre 24,3%
en 2008.

Poids des différentes composantes du PIB mondial



Graphique 6 Source : Banque mondiale

Plusieurs facteurs sont à l'origine de l'atonie des dépenses d'investissement. La faiblesse de la demande globale, tant intérieure qu'extérieure, par le biais du mécanisme de l'accélérateur, continue de peser sur l'investissement productif. L'incertitude à l'égard des

perspectives de croissance et des politiques économiques amène également les entreprises, malgré de coûts de financement bas, à différer certaines dépenses d'investissement. L'assainissement budgétaire dans de nombreux pays pénalise, par ailleurs, l'investissement du secteur public. Dans les économies émergentes, le développement excessif des capacités a, en outre, généré un excédent dans certains secteurs à l'échelle mondiale, des baisses des prix et de la rentabilité des investissements supplémentaires.

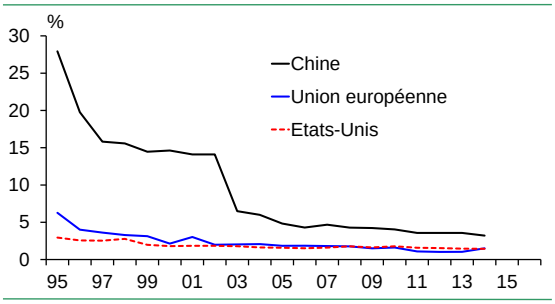
La question demeure toutefois de savoir dans quelle mesure cette évolution de la composition de la demande est d'ordre conjoncturel ou si, au contraire, elle est le fruit d'un changement plus structurel et reflète davantage une tendance de long terme. En outre, ce changement ne pourrait expliquer à lui seul la diminution de l'élasticité du commerce mondial à l'activité depuis la crise. En effet, l'élasticité du commerce mondial à l'activité a commencé à diminuer dès les années 2000 alors que la part de l'investissement dans le PIB continuait d'augmenter.

Un nouveau cadre pour le commerce mondial ?

Montée du protectionnisme

Pour le moment, le niveau des droits de douane demeure à l'échelle mondiale relativement stable (cf. graphique 7). Il est plus difficile de suivre l'évolution des barrières non tarifaires qui régissent, à elles seules, les deux tiers du commerce mondial. Il s'agit de règlementations techniques, de normes et d'évaluations de la conformité ou de mesures sanitaires et phytosanitaires. Ces barrières n'ont pas toujours vocation à freiner le commerce international. Elles peuvent avoir pour vocation de soutenir une économie ou une industrie. Toutefois, ces mesures sont parfois opaques. Les données collectées, parcellaires, rendent par ailleurs difficiles les comparaisons entre pays. Depuis la crise, certains pays semblent cependant tenter d'adopter des mesures protectionnistes. La CNUCED (Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement) estime, dans son rapport de 2015, que les subventions ayant vocation à soutenir les industries nationales ou les mesures destinées à éviter les délocalisations d'emplois à l'étranger ont augmenté au cours des années qui ont suivi la crise. L'évolution des nouvelles mesures correctives au commerce enregistrées par l'OMC, et en particulier les ouvertures d'enquêtes, permet également de se faire une idée des pressions protectionnistes, même si l'ouverture d'enquêtes ne préjuge pas de la nature protectionniste d'une mesure. L'OMC, dans son rapport de juillet 2016, a ainsi recensé dix-sept nouvelles mesures correctives prises en moyenne par mois (mesures antidumping, compensatoires ou de sauvegarde) par ses membres, essentiellement des actions antidumping, de mi-octobre 2015 à mi-mai 2016, contre treize au cours à la même période un an auparavant. L'OMC a également enregistré vingt-deux autres mesures commerciales (droits et restrictions sur les importations et les exportations) par mois de mi-octobre 2015 à mi-mai 2016, contre quinze un an auparavant. Il s'agit de la moyenne mensuelle la plus élevée depuis 2011, année durant laquelle les nouvelles mesures restrictives pour le commerce, enregistrées par l'OMC, avaient atteint un niveau record.

Droits de douane : tarif moyen pondéré, tous produits



Graphique 7 Source : Banque mondiale

Selon l'UNCTAD et le FMI, l'effet de ces nouvelles restrictions sur le commerce international reste modeste. Leur ampleur est en effet trop faible pour que leur effet soit significatif. Toutefois, ce n'est pas tant la montée du protectionnisme qu'une moindre libéralisation du commerce international qui peut influer sur la dynamique des échanges commerciaux. Or, cette moindre libéralisation semble à l'œuvre depuis la crise.

Plusieurs traités de libre-échange, en cours de négociation ou de ratification, peinent à voir le jour. Donald Trump, le nouveau président des Etats-Unis, est ainsi opposé à la ratification de l'accord de partenariat transpacifique (TPP), conclu en février 2016 par douze pays d'Amérique et d'Asie[6] représentant à eux seuls 40% du PIB mondial.

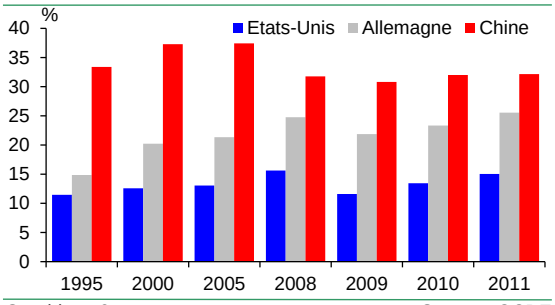
Les Etats-Unis et l'Union européenne (UE), qui représentent près du tiers (en parité de pouvoir d'achat) du PIB mondial, peinent par ailleurs à trouver un accord sur le partenariat transatlantique sur le commerce et l'investissement, plus connu sous le sigle TTIP (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*). Le large champ des domaines couverts par le TTIP participe à la lenteur des négociations. Ce traité vise à réduire les droits de douane ainsi que les obstacles non tarifaires, tels que les lois, les règlements et les normes. Mais dans le cas présent, la défiance de certains dirigeants politiques, qui doit être jaugée à l'aune de celle - croissante – de la population à l'approche d'échéances électorales importantes, freine les négociations.

Ralentissement de la fragmentation internationale de la production

L'expansion de la chaîne de production et la spécialisation verticale ont participé à l'augmentation de l'élasticité du commerce à l'activité au cours des années 1990 jusqu'au milieu des années 2000. De même, l'essoufflement de ce processus depuis le milieu des années 2000 semble aller de pair avec la réduction de l'élasticité du commerce à l'activité.

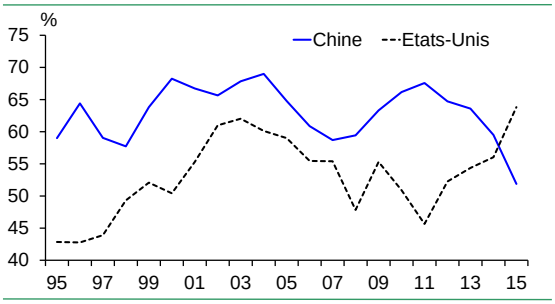
Ce changement est notamment visible en Chine et aux Etats-Unis, qui représentaient respectivement 9,9% et 13,5% des importations mondiales de biens et services en 2015. En effet, la diminution de trois points du contenu en importations, c'est-à-dire de la valeur ajoutée importée des exportations chinoises entre 2005 et 2011 (à 32,2%), et sa progression aux Etats-Unis (de 1,6 point à 15% en 2011), suggèrent que le processus de fragmentation faiblit (cf. graphique 8). La diminution, depuis 2012, du rapport entre les importations de produits intermédiaires et les exportations de marchandises en Chine et sa progression aux Etats-Unis traduisent le même phénomène (cf. graphique 9).

Contenu en importations des exportations



Graphique 8 Source : OCDE

Rapport entre les importations de biens intermédiaires et les exportations totales de marchandises



Graphique 9 Source : Banque mondiale

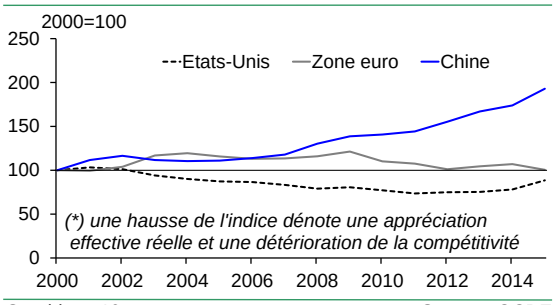
Plusieurs facteurs sont à l'origine de l'essoufflement du processus de fragmentation. Ces changements résultent, en partie, du ralentissement de la croissance. La fragmentation du processus de production, pro-cyclique, a en effet tendance à coïncider avec l'évolution du PIB. Des entreprises reporteraient certains projets d'externalisation en période de ralentissement de la croissance en raison d'un climat des affaires plus incertain. Les investissements directs étrangers augmentent d'ailleurs à un rythme plus modéré qu'auparavant, notamment en Chine.

Il semble toutefois que le processus à l'œuvre témoigne de changements plus structurels, dont les raisons sont probablement multiples.

La fragmentation de la chaîne de production pourrait s'essouffler parce que les limites d'un tel processus auraient été atteintes. La fragmentation à l'œuvre au cours des années 1990 et début 2000 et les gains engendrés alors ne pouvaient pas, en effet, durer. La plupart de ce qu'il était possible de faire en matière de libéralisation des échanges aurait déjà été fait. Le choc technologique des années 1990 a, en effet, en grande partie, été absorbé. La fragmentation de la chaîne de production comporte, par ailleurs, des risques. L'interruption de la production en raison d'une catastrophe naturelle (tremblement de terre) ou d'une grève perturbe l'ensemble de la production. Les entreprises, en voulant limiter leur prise de risque, peuvent, dès lors, freiner la fragmentation de la chaîne de production. Certaines d'entre elles souhaitent enfin ne pas trop s'éloigner, voire se rapprocher, du consommateur final pour mieux répondre à la demande.

L'augmentation des coûts salariaux supérieure aux gains de productivité, en particulier en Chine, peut également dissuader certaines entreprises d'y développer une spécialisation verticale, fonction des avantages comparatifs de chacun des pays en termes de main-d'œuvre et de technologie, et peser *in fine* sur les échanges intra-branches de biens. A cela s'ajoute l'appréciation du yuan chinois depuis 2014. L'indice de compétitivité chinois, mesuré à partir du coût salarial unitaire de l'OCDE, s'est d'ailleurs détérioré de près de 60% entre 2007 et 2015 en Chine (cf. graphique 10).

Coûts relatifs unitaires de la main d'oeuvre (*)



Graphique 10 Source : OCDE

Montée en gamme des pays émergents

Certaines économies émergentes souhaitent, par ailleurs, revoir leur modèle de croissance. C'est le cas notamment de la Chine qui adopte une stratégie de substitution en produisant des biens intermédiaires de plus en plus sophistiqués qu'elle importait auparavant. Le commerce d'assemblage ralentit au profit du commerce « ordinaire », dans lequel les importations sont destinées non pas à être contenues dans des exportations mais à satisfaire une demande intérieure finale. Ce processus se traduit par une moindre fragmentation de la production et un affaiblissement de la dynamique des échanges internationaux.

Quid de l'évolution du commerce mondial?

Le ralentissement du commerce mondial est en partie d'ordre conjoncturel. Une croissance du PIB plus vigoureuse s'accompagnerait, dès lors, d'une accélération des échanges commerciaux. Toutefois, les économies émergentes et en développement n'afficheront vraisem-blablement pas une hausse de l'investissement aussi vigoureuse qu'avant la crise. Le processus de rééquilibrage de l'économie chinoise, en particulier, ampute le potentiel de croissance des échanges commerciaux.

Plus généralement, le cadre du commerce mondial est probablement amené à évoluer. La période sous revue est trop courte pour prendre la mesure de tous les changements actuellement à l'œuvre et pour savoir avec certitude lesquels sont d'ordre structurel, mais nous pouvons tenter de dégager quelques pistes de réflexion. Se pose notamment la question de l'épuisement du potentiel de fragmentation internationale de la production en raison de l'essoufflement du processus de libéralisation du commerce international et du changement de stratégie de certains pays émergents.

Un cadre moins propice au commerce mondial

Les gains de futurs traités de libre-échange devraient être limités au regard de ceux réalisés par le passé. Certains retours en arrière semblent même possibles. L'issue du référendum sur le Brexit en est l'exemple.

Toutefois, l'importance des relations commerciales nouées entre le Royaume-Uni et l'Union européenne au cours des dernières décennies laisse espérer qu'un compromis, à même de limiter les effets d'un Brexit sur les échanges commerciaux, pourra être trouvé.

Pour les mêmes raisons et compte tenu de l'étendue des réseaux de production internationaux actuellement en place, il est peu probable que les accords de libre-échange négociés au cours des dernières décennies par de nombreuses économies soient profondément remis en cause.

Déplacement des chaînes de production

De nouveaux usages technologiques

D'un côté, de nouveaux usages technologiques pourraient participer au raccourcissement de la chaîne de production. Le fractionnement de la production fait l'objet d'un arbitrage entre les gains tirés de la spécialisation et les coûts associés à la coordination des différentes étapes de production et les risques afférents. Les nouvelles technologies de communication et la diminution du coût du transport ont, à cet égard, participé à l'allongement des chaînes de production. Toutefois, la façon de produire certains produits devrait également évoluer. De nouvelles fonctionnalités peuvent élargir le champ de compétences d'un salarié en informatisant certaines tâches et donc s'accompagner du regroupement de certaines d'entre elles.

L'usage de l'impression 3D illustre ce phénomène nouveau. Il est difficile de prévoir précisément les effets de son utilisation, encore à ses balbutiements dans l'industrie, sur les processus de production. Toutefois, ce procédé pourrait reconfigurer les relations entre les entreprises et leurs clients et plus largement la localisation de la production. Il permet, en effet, « d'imprimer » d'un seul tenant une pièce complexe qui nécessitait auparavant que plusieurs autres soient assemblées. Certains biens pourraient donc, grâce à ce procédé et à la réduction concomitante de la part de la main-d'œuvre dans le processus de production, être de nouveau produits dans des pays à coût de main-d'œuvre élevé. A titre d'exemple, le consommateur pourra réparer lui-même un bien en « imprimant » la pièce ou le composant endommagé. Le transfert de données pour la production de pièces produites localement se substituerait alors, pour partie, à l'échange de marchandises.

Ce nouveau processus ne se substituera pas au mode de production plus traditionnel, mais il pourrait participer à de nouvelles combinaisons productives et au raccourcissement de la chaîne de production.

Une nouvelle géographie

A l'inverse, certains liens commerciaux pourraient s'intensifier et favoriser la fragmentation internationale de la production.

La hausse des coûts salariaux a des effets multiples. Elle réduit les avantages comparatifs d'un pays et l'intérêt au commerce, mais elle change aussi la nature des échanges. Les écarts de salaires ne sont, en effet, pas les seuls déterminants de la fragmentation de la production et des échanges commerciaux. Ces derniers permettent de répondre à la fois au souhait des consommateurs de disposer d'une plus grande variété de produits différenciés et à celui des entreprises de réaliser des économies d'échelle.

La hausse des revenus peut ainsi s'accompagner d'une hausse des échanges avec les autres pays industrialisés comme dans le cas des échanges entre les Etats-Unis et l'Union européenne. On passe alors d'une spécialisation verticale, c'est-à-dire de l'importation de biens destinés à être incorporés dans des biens exportés, à une spécialisation horizontale où les pays, dont les salaires convergent, échangent des biens similaires différenciés. La forte progression des flux d'investissements directs chinois à l'étranger, lesquels ont plus que doublé depuis 2008, témoigne d'un changement de stratégie de la Chine, désormais le troisième plus gros investisseur derrière les Etats-Unis et le Japon, et un investisseur majeur dans les pays développés.

Parallèlement, une hausse des salaires dans certains pays émergents peut s'accompagner d'un allongement de la chaîne de production vers d'autres

pays, tels que le Vietnam dans le cas de la Chine. Les chaînes de production pourraient, en effet, s'étendre aux pays à bas salaires situés aux alentours. Au Vietnam, les flux d'investissements directs étrangers ont ainsi été multipliés par cinq entre 2006 et 2015. Cette nouvelle division du travail pourrait d'autant plus soutenir les échanges que les entreprises déjà implantées, en Chine notamment, ne quitteraient pas forcément le pays.

L'évolution des économies d'Afrique et d'Amérique du Sud pourrait, à terme, être également décisive. Les flux commerciaux se concentrent actuellement au sein des régions du monde les plus riches ou les plus dynamiques, à savoir l'Union européenne, l'Asie et l'Amérique du Nord. Ces zones représentaient, en effet, respectivement 14,4% 33,7% et 34,2% des exportations mondiales de marchandises en 2015. Mais l'essor des économies d'Afrique et d'Amérique du Sud s'accompagnerait probablement d'une intensification des échanges au sein de ces zones, et avec les autres régions du monde.

❒

❒ ❒

Plusieurs facteurs sont à l'œuvre même s'il est difficile d'apprécier leur poids respectif. Certains sont conjoncturels comme la faiblesse de la croissance au sein de la zone euro et le ralentissement des économies émergentes. Le changement de composition de la demande au profit de la consommation des ménages et des administrations publiques pèse également sur la dynamique des échanges commerciaux, le contenu en importations de la consommation étant plus faible que celui de l'investissement. Ces facteurs sont liés à la crise et pourraient s'interrompre. Toutefois, d'autres facteurs sont d'origine structurelle.

La libéralisation du commerce mondial perd de son élan alors que le protectionnisme (non tarifaire) progresse. Le choc technologique des années 1990 a, en grande partie, été absorbé. En outre, l'augmentation des coûts salariaux en Chine et la montée en gamme de certaines économies émergentes nuisent à la spécialisation verticale. Autant d'éléments qui freinent la fragmentation internationale de la chaîne de production et les échanges commerciaux.

A l'avenir, d'autres tendances qui s'opposent influenceront la croissance des échanges. De nouveaux usages technologiques, telle que l'imprimante 3D, pourraient élargir le champ de compétences d'un salarié en informatisant certaines tâches et s'accompagner du regroupement de certaines d'entre elles dans des pays à coût de main-d'œuvre élevé. A l'inverse, la progression des salaires en Chine pourrait se traduire par le développement des échanges de biens similaires et l'allongement de la chaîne de production vers les pays à bas salaires situés aux alentours.

Achevé de rédiger le 16 novembre 2016

catherine.stephan@bnpparibas.com

NOTES

[1] « L'investissement direct étranger au service du développement », OCDE, 2002

[2] Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal

[3] Grèce (depuis 1/1/2001), Slovénie (depuis 1/1/2007), Chypre (depuis le 1er janvier 2008), Malte (depuis 1/1/2008), Slovaquie (1/1/2009), Estonie (depuis le 1er janvier 2011), Lettonie (1/1/2014), Lituanie (depuis 1/1/2015)

[4] Le taux d'ouverture est égal à la moyenne des importations et des exportations rapportée au PIB.

[5] Il y a un investissement direct lorsqu'une participation franchit le seuil de 10% du capital d'une entreprise étrangère.

[6] Etats-Unis, Brunei, Chili, Nouvelle-Zélande, Singapour, Australie, Pérou, Vietnam, Malaisie, Mexique, Canada, Japon.

Argentine: changement de cap

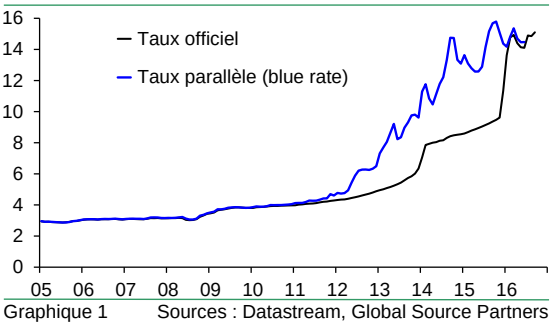
François Faure / Sylvain Bersinger

L'Argentine a pris un tournant libéral en matière de politique économique avec l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en novembre 2015. Les premières mesures du nouveau gouvernement ont surtout consisté à rétablir la liquidité extérieure et l'image du pays aux yeux de la communauté financière internationale. Ce changement de cap intervient alors que le pays est entré en récession, que l'inflation reste très élevée et l'assainissement des finances publiques ne fait que commencer. A moyen terme, les réformes engagées pourraient cependant se révéler efficaces pour attirer les investissements étrangers et domestiques.

C'est un véritable « *big bang* » qu'a connu l'économie argentine depuis l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en novembre 2015. Le taux de change officiel, notoirement surévalué, a été dévalué d'un coup dans le but de faire disparaître l'écart avec le taux de change parallèle et les contrôles des changes ont été assouplis. La plupart des taxes sur les exportations de produits agricoles ont été supprimées et les tarifs du gaz, l'électricité, l'eau et les transports ont été fortement augmenté. L'apurement des arriérés de dette avec les créanciers n'ayant pas pris part aux annulations/restructurations de 2005 et 2010 *(holdouts)* a permis au pays de revenir avec succès sur le marché de la dette obligataire internationale. Ces mesures énergiques ont été prises alors que le pays est entré en récession, conséquence de la faiblesse des prix des matières premières, de la récession au Brésil et d'une accélération de l'inflation qui a fini par entamer le principal moteur de croissance que constituait la consommation des ménages.

A moyen terme, les réformes engagées devraient améliorer la crédibilité économique du pays, pérenniser son accès aux marchés mondiaux, réduire l'inflation structurelle d'origine monétaire et, in fine, permettre au pays de renouer avec une croissance sinon forte, du moins stable, et plus équilibrée. Le succès des réformes engagées n'est cependant pas assuré en raison de la détérioration des finances publiques et de la résistance aux mesures d'assainissement budgétaires (l'augmentation des prix du gaz et de l'électricité gaz a été contestée devant les tribunaux). De plus, même si la cote de confiance du gouvernement reste élevée, la thérapie de choc engagée peut engendrer de la désillusion dans un contexte de forte inflation et de chômage en hausse.

Taux de change USD/ARS



Graphique 1 Sources : Datastream, Global Source Partners

Retour réussi sur les marchés internationaux

La première priorité de M. Macri a été de normaliser les relations de l'Argentine avec le reste du monde. Les différends s'étaient multipliés avec de nombreux partenaires commerciaux au début de la décennie : l'Union européenne et les Etats-Unis ont subi de sévères restrictions à l'importation qui ont conduit à une plainte de l'UE auprès de l'OMC en 2012. Cette plainte faisait suite à la nationalisation de YFP (*Yacimientos Petroloferos Fiscales)* en 2012, entreprise précédemment détenue par la société pétrolière espagnole Repsol. Des tensions sont apparues avec d'autres pays du Mercosur, notamment l'Uruguay, sur des sujets tant économiques qu'environnementaux. Enfin, des désaccords avec les institutions multilatérales ont persisté sous l'administration Kirchner, notamment avec le Fonds monétaire international qui a critiqué le manque de fiabilité des statistiques d'inflation et de PIB. La conséquence a été que l'Argentine s'est retrouvée presque exclue de l'accès aux financements internationaux.

Les principales avancées du gouvernement Macri dans les relations du pays avec le reste du monde sont 1/ l'accord conclu avec les créanciers dits « non restructurés » (*holdouts*) 2/ la reprise récente des relations avec le FMI.

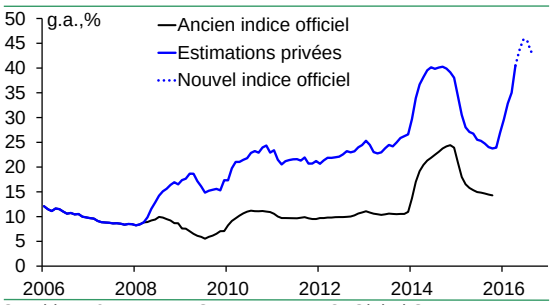
Deux annulations/restructurations de dette souveraine en 2005 et 2010, acceptées par 93% des créanciers, avaient permis de diminuer la dette d'environ 70%. Mais certains fonds activistes ont engagé une action en justice pour obtenir un remboursement au pair de dette achetée sur le marché secondaire avec une très forte décote. Les obligations ayant été émises en droit new-yorkais, le juge Thomas Griesa a arbitré en faveur des fonds activistes. Mais l'Etat argentin a refusé de payer, sur le principe d'abord, mais également parce qu'il aurait dû rembourser intégralement tous ses créanciers (*holdouts* et créanciers « restructurés »). Le pays a donc été considéré en défaut sélectif le 30 juillet 2014 après avoir été empêché de rembourser les créanciers «restructurés».

Comme il s'y était engagé durant sa campagne, M. Macri a mis un terme à cette impasse juridique en mars 2016 en acceptant de rembourser les fonds activistes pour environ 4,6 milliards de dollars mais aussi les autres *holdouts*. Ce faisant, M. Macri a redonné un accès aux marchés internationaux à l'Argentine. En avril 2016, l'Etat a émis 16,5 milliards de dollars de dette internationale. Grâce à une très forte demande, les taux d'intérêt à l'émission ont été légèrement inférieurs qu'initialement prévu (7,5% pour une obligation à dix ans contre 8% anticipés). Ce retour réussi sur les marchés internationaux reflète un retour de la confiance des investisseurs et conforte la stratégie de M. Macri.

Le choc inflationniste de début d'année s'estompe …

L'inflation officielle est supérieure à 10% depuis 2012 et a atteint 16% en 2015 en dépit du contrôle des prix. Selon le FMI et des estimations privées, l'inflation aurait été d'environ 30% sur cette période. La principale cause de l'inflation a été l'importante création monétaire. En effet, en 2012, la cible d'inflation de la BCRA (Banco Central de la Republica Argentina) a été supprimée et le déficit public a été financé par la création monétaire. Entre 2007 et 2015, la création monétaire a augmenté deux fois plus vite que le PIB.

Taux d'inflation



Graphique 2 Sources : INDEC, Global Source Partners

La maîtrise de l'inflation est un des principaux engagements du nouveau président. Jusqu'à présent, les résultats restent décevants. L'indice des prix à la consommation récemment révisé a accéléré de 24% en novembre 2015 à 43,7% en septembre 2016. En effet, la forte dévaluation du peso a accru le prix des biens importés. De plus, la suppression des subventions sur le gaz et l'électricité a conduit à des relèvements très importants des prix de l'énergie[1]. Cependant, cet effet a commencé à s'atténuer puisque l'indice des prix à la consommation de Buenos Aires a fortement décéléré, passant de 6,5% sur un mois en avril à environ 2% depuis juillet[2]. Point positif, la désinflation est allée de pair avec un net ralentissement de la croissance des agrégats monétaires qui ont perdu en moyenne dix points de pourcentage entre décembre 2015 et septembre 2016.

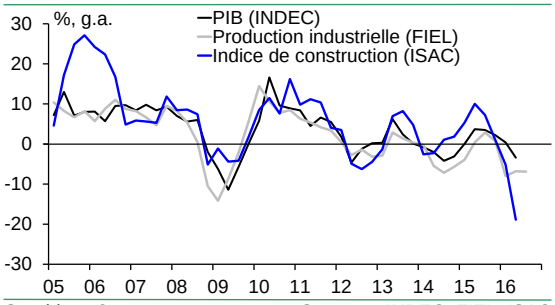
La cible d'inflation annoncée par le gouvernement Macri (1% par mois en 2017) n'est pas totalement inatteignable une fois achevé l'ajustement du prix des services publics.. Cela nécessitera cependant une désindexation partielle des salaires nominaux et des pensions sur l'inflation passée difficile à réaliser. En

effet, le gouvernement hérite d'une situation économique dégradée. Le risque est de perdre du terrain au cours des élections générales de 2017 si trop de sacrifices (comme la hausse des prix de l'énergie) sont imposés à la population, même s'ils peuvent être bénéfiques à moyen terme, sous forme d'une amélioration de la croissance potentielle et d'une meilleure stabilité macroéconomique.

…et la récession pourrait être de courte durée

En 2016, l'économie devrait connaître une récession d'environ 2% contre +2,4% en 2015, en raison d'un très mauvais début d'année, notamment au deuxième trimestre durant lequel les indicateurs d'activité dans l'industrie et dans la construction se sont fortement détériorés. Le PIB réel affiche déjà une baisse de 1,5% sur un an au premier semestre.

Indicateurs d'activité économique



Graphique 3 Sources : INDEC, FIEL, ISAC

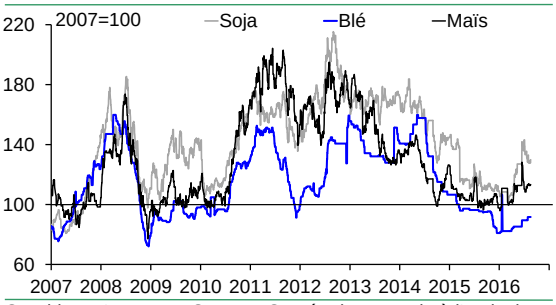
Les exportations totales ont bien résisté (+5,4%) grâce au rebond des exportations agricoles brutes ou transformées (cf infra). Cependant, la demande extérieure faiblit en raison de la récession au Brésil et, plus généralement, au ralentissement de la croissance en Amérique latine. Ainsi, les exportations de produits industriels ont continué de se contracter (-11% en volume après une baisse de 20% en 2015).

Mais la forte inflation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et donc sur la consommation privée (-1,5% au S 12016 dont -3% au deuxième trimestre) et le taux de chômage dépasse 9%. Les syndicats réclament de fortes augmentations de salaires dans le but de rattraper l'inflation mais les prix pourraient augmenter plus vite que les salaires avec le relèvement des prix du gaz et de l'électricité. La fin des subventions et la fixation des prix selon la loi de l'offre et de la demande pourraient se révéler bénéfiques à moyen terme mais grèvent inévitablement la consommation à court terme.

Surtout, l'investissement s'est fortement contracté (-4,2%). L'investissement rapporté au PIB n'est plus que de 19% contre 21% au début de la décennie. Le changement de gouvernement a entraîné un gel des investissements publics à l'origine de l'effondrement de l'activité dans le secteur de la construction et les investissements directs étrangers ont très fortement ralenti. Malgré la réduction du taux directeur (le taux Lebac à 35 jours) depuis avril, de 38% à 27,5%, les taux d'intérêt réels pour les entreprises et les ménages restent très élevés, particulièrement à la lumière de la récente décélération de l'inflation.

Des signaux encourageants sont apparus au cours de l'été (hausse des achats domestiques d'automobiles et des ventes de ciment) et laissent espérer une sortie assez rapide de la récession et un rebond sensible en 2017 à la faveur i/ d'une consolidation des prix des matières premières, ii/ du ralentissement de l'inflation ouvrant la voie à des taux d'intérêt réels plus faibles, iii/ d'un resserrement fiscal modéré et v/ d'un retour progressif des IDE et des rapatriements de capitaux par les résidents du fait de l'amnistie fiscale (voir ci-dessous).

Prix des matières premières agricoles



Graphique 4 Source : Secrétariat argentin à l'agriculture

Cependant, la croissance potentielle pourrait être impactée par des faiblesses structurelles comme le manque d'investissement en infrastructures (notamment dans le transport et l'énergie) et un mauvais classement en termes de climat des affaires. M. Macri s'est engagé à améliorer ces points faibles.

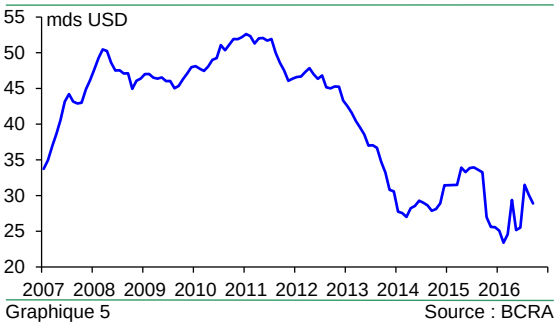
Comptes externes : liquidité stabilisée mais compétitivité entamée

La liquidité externe est devenue un sujet de préoccupation croissant ces dernières années. Le précédent gouvernement Kirchner avait mis en place de nombreux contrôles de change pour limiter la fuite des capitaux. Ainsi, les entreprises exportatrices devaient échanger les devises étrangères qu'elles recevaient en pesos sur le marché domestique, les achats de devises par les résidents étaient limités, les taxes sur les importations avaient été augmentées et certaines importations nécessitaient une autorisation écrite. Cet ensemble de mesures s'est révélé peu efficace pour limiter les sorties de capitaux de résidents qui, selon l'IIF, se sont élevées à près de 6 milliards de dollars par an entre 2011 et 2015. Le montant des réserves de change avait alors chuté de près 49,7 milliards de dollars à la fin de 2010 à 23 milliards de dollars à la fin de 2015.

Dès décembre 2015, le nouveau gouvernement a levé, ou fortement allégé, la plupart des contrôles de change et la banque centrale a cessé d'utiliser ses réserves pour stabiliser le peso. En conséquence, l'hémorragie des réserves de change s'est interrompue dès les premiers mois de 2016 et ces dernières se sont renforcées depuis pour atteindre 29 milliards de dollars à la fin septembre. Une accélération des investissements directs devrait intervenir à la suite de cette levée des contrôles de capitaux.

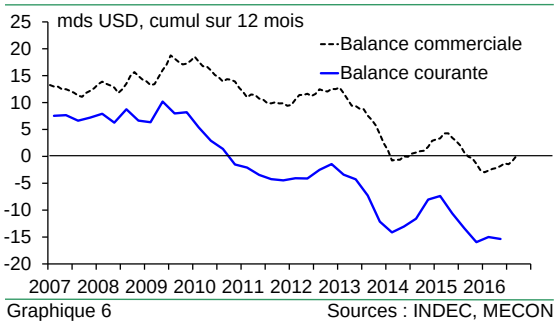
Ces changements étaient nécessaires au vu de la dégradation du déficit courant en 2015 (près de 16 milliards de dollars, soit 2,7% du PIB). Le solde commercial, qui affichait un surplus depuis le début de la décennie, a basculé en déficit. En effet, en 2015 les exportations ont chuté de 17% avec la baisse des prix agricoles (les produits agricoles bruts ou transformés représentaient 62% des exportations totales en 2015) et la récession au Brésil (premier partenaire commercial). Mais, depuis le début de l'année, le déficit commercial est revenu à l'équilibre grâce à un rebond des exportations de produits agricoles en valeur et en volume ; d'une part les prix du soja et du maïs se sont redressés, d'autre part la suppression des taxes à l'export et la dévaluation massive ont conduit les exportateurs à vendre la production qu'ils retenaient jusqu'alors.

Réserves de change de la banque centrale



Graphique 5 Source : BCRA

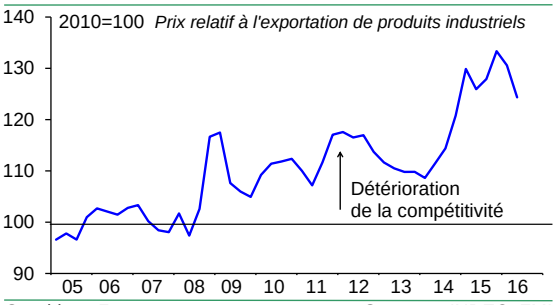
Balance courante



Graphique 6 Sources : INDEC, MECON

Mais la compétitivité externe demeure une faiblesse. Jusqu'en 2015, la compétitivité de l'industrie s'est détériorée : les prix des exportations industrielles (non agricoles) argentines ont moins diminué que ceux des concurrents dans les pays développés. Or, malgré la dévaluation, la compétitivité ne s'est probablement pas améliorée puisque le taux de change réel a continué de s'apprécier. Par ailleurs, l'élimination des barrières commerciales va favoriser l'importation de produits finis.

Compétitivité-prix à l'exportation



Graphique 7 Sources : INDEC, FMI

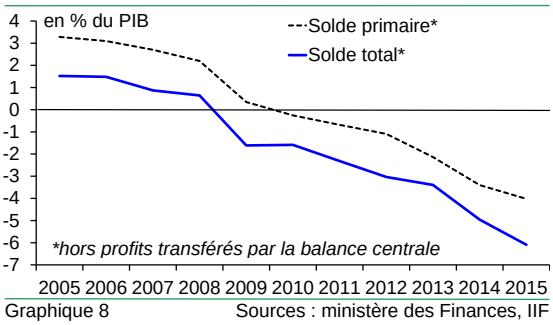
Il faudra du temps avant que la base exportatrice industrielle ne s'étoffe, ce qui nécessitera des importations de machines et de biens d'équipement. De plus, le déficit énergétique restera structurellement élevé avant que les investissements dans ce secteur ne soient pleinement efficaces. La balance commerciale va donc rester largement dépendante des prix des matières premières et volatile. Un retour à un excédent à deux chiffres (en milliards de dollars) de la balance commerciale, comme observé entre 2002 et 2012, est peu probable.

L'accès aux marchés financiers mondiaux devrait faciliter le financement du déficit courant dans les années à venir. Il serait évidemment préférable que le financement soit non générateur de dette. Sur les six premiers mois de l'année, les flux nets d'IDE ont atteint seulement 2,8 milliards de dollars contre près de 5 milliards au deuxième semestre 2015. Mais l'amnistie fiscale, en vigueur depuis août 2016 (voir ci-dessous), pourrait entraîner d'importants rapatriements de capitaux (jusqu'à 24 milliards de dollars en cas de succès). Dans ce cas, cela fera plus que compenser la hausse du service de la dette externe liée aux obligations internationales nouvellement émises. Mais le succès de l'amnistie fiscale doit tout d'abord être confirmé. Plus particulièrement, les effets des réformes de M. Macri sur les flux entrants d'IDE vont prendre du temps avant que les investisseurs étrangers considèrent l'Argentine comme étant un endroit sûr où investir à long terme.

Un assainissement des finances publiques encore à venir

Les finances publiques se sont sensiblement dégradées au cours des dernières années et soulèvent plus d'inquiétudes que les comptes externes. De 2003 à 2011, la forte croissance économique a aidé à améliorer les statistiques des comptes publics. Au cours de cette période, la forte taxation des exportations a généré d'importants revenus fiscaux du fait de la hausse des prix agricoles. Mais à partir de 2011, les finances publiques se sont détériorées sous le double effet d'une croissance plus faible et d'une hausse des dépenses, principalement à l'approche de l'élection présidentielle. Le déficit primaire « ajusté » du gouvernement fédéral [3] a connu une longue dégradation depuis le milieu des années 2000 pour atteindre 4,1% en 2015. L'année passée, le déficit total « ajusté » a atteint 6,1% du PIB et même 7,1% en incluant le budget des provinces. Pire, le déficit du gouvernement fédéral a été largement financé ces dernières années par l'utilisation des réserves de change et des prêts de la banque centrale (en plus des profits transférés).

Soldes budgétaires de l'Etat fédéral



Graphique 8 Sources : ministère des Finances, IIF

Pour 2016, le déficit primaire « ajusté » devrait continuer de se creuser autour de 5% du PIB, récession oblige, mais aussi parce que le gouvernement ne souhaite pas handicaper la reprise économique espérée avec un resserrement fiscal trop brutal. Le ministre des Finances

Prat-Gay a dévoilé un budget pour 2017 dans lequel le déficit primaire serait réduit à 4,2% du PIB comparé à l'objectif précédent de 3,3%, avec des prévisions de croissance relativement optimistes mais réalisables (3,3%).

La stratégie de M. Macri est un ajustement budgétaire progressif reposant sur une diminution des dépenses plutôt qu'une augmentation des taxes. De 24,5% du PIB en 2015, les dépenses primaires devraient être contenues à 23,5% en 2017. Mais l'inertie des dépenses reste forte comme l'illustre la résistance à la baisse des subventions qui représentaient 3,4 du PIB en 2015. La réduction des subventions a été la première cible du nouveau gouvernement. Ainsi, la forte augmentation en avril 2016 des prix du gaz (avec celles des autres tarifs publics) a été suspendue en août à la suite d'un jugement de la Cour suprême instaurant la tenue de consultations publiques. Début octobre, un nouveau calendrier plus étalé des augmentations des prix du gaz pour les particuliers (jusqu'en 2019) a été introduit (assorti de tarifs sociaux pour protéger les plus pauvres). Finalement, en 2016, l'ensemble des subventions seront au mieux restées stables en pourcentage du PIB et, dans le projet de budget pour 2017, elles ne diminueraient que de 0,5% du PIB.

Une loi d'amnistie fiscale a été introduite en juin 2016[4]. Selon un scénario optimiste, cette loi pourrait générer 2,3 milliards de dollars de rentrées fiscales (0,5% du PIB) et 6 milliards de dollars (1,1% du PIB) de nouvelles sources de financement pour le Trésor d'ici la fin de l'amnistie en mars 2017. Le gouvernement utilisera ce revenu occasionnel pour rembourser les retraités qui n'ont pas reçu une pension complète au cours des années précédentes. Les revenus potentiels de l'amnistie fiscale seraient donc déjà affectés mais l'impact en termes de confiance pourrait être important.

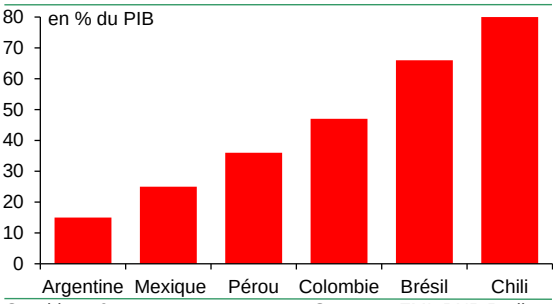
Le déficit budgétaire va rester élevé mais son plan de financement s'est déjà amélioré. Grâce au nouvel accès aux marchés internationaux, le déficit sera de plus en plus financé par l'émission de dette et moins par financement monétaire. Cette année, les émissions externes ont été réussies et le programme d'émissions domestiques est en bonne voie. En conséquence, la part des financements de la banque centrale devraient diminuer fortement à 20% (en excluant le remboursement des *holdouts*) comparé à 45% en 2015.

Les réformes et l'apurement des arriérés de dette semblent avoir restauré la confiance des agences de notation. Mais la situation des finances publiques reste fragile. A court terme, non seulement le déficit budgétaire restera élevé mais son financement pourrait ne pas être aussi facile qu'en 2016, année du changement. Le gouvernement ne pourra pas solliciter le marché de la dette obligataire internationale comme il l'a fait cette année alors que le financement de la banque centrale devrait continuer de se réduire. Par ailleurs, la dette du gouvernement fédéral en pourcentage du PIB devrait avoir augmenté de presque 14 points de pourcentage entre la fin 2011 et la fin 2016 pour atteindre 52% du PIB. La maturité moyenne de cette dette est relativement longue (7,8 ans en mars 2016) mais la proportion de dette libellés ou indexée sur une devise étrangère est très élevée (72%). Par conséquent, les stress tests indiquent une forte vulnérabilité du ratio de dette à un choc de change.

Un secteur bancaire résilient mais contraint

Le secteur bancaire argentin reste relativement conservateur avec un ratio de crédit/PIB et un ratio global de crédit/dépôts de respectivement 15% et 88% en 2015. De fait, l'endettement des ménages et des entreprises est très modéré (respectivement 6,1% et 12,7% du PIB en mars 2016 d'après les estimations de la BRI). La capitalisation des banques est satisfaisante (le ratio de capital Tier 1 s'établit à 14,9% au premier trimestre 2016) et le taux de créances douteuses est faible, à 2% début 2016. De plus, la position extérieure nette (actifs étrangers moins passifs étrangers) des dépôts bancaires est globalement équilibrée et les prêts en devises ne représentent qu'environ 15% des prêts totaux. Le secteur bancaire n'utilise pas particulièrement la titrisation ou les produits dérivés pour transférer le risque hors bilan. En conséquence, à première vue le secteur bancaire dans son ensemble n'est pas spécialement vulnérable aux risques de crédit et de marché.

Crédit bancaire au secteur privé



Graphique 9 Sources : FMI, BNP Paribas

Les principales menaces auxquelles les banques peuvent être confrontées sont i/ une hausse des prêts non performants résultant de la récession et de la volatilité des prix des matières premières (la dette extérieure du secteur privé non financier est relativement élevée à 60% des exportations de biens et services) et ii/ une exposition au risque souverain, les engagements sur les gouvernements fédéral et locaux représentant 40% du total des engagements.

Par ailleurs, le secteur bancaire fait face à plusieurs contraintes. Ainsi, les banques sont toujours obligées de prêter aux PME à des taux réels négatifs et les frais et commissions restent plafonnés. En conséquence, le taux de rentabilité et le ratio de capitalisation des banques publiques sont inférieurs à ceux des banques privées. Ces contraintes devraient être progressivement levées par Federico Sturzenegger, le nouveau gouverneur de la banque centrale nommé par M. Macri en décembre 2015.

La forte inflation est une autre contrainte rendant l'estimation du risque plus difficile et augmentant les coûts et les dépenses de fonctionnement. En conséquence, le crédit est essentiellement à court terme (environ un an selon le FMI) car les taux sont principalement fixes. Les taux de prêt sont donc élevés bien qu'ils aient commencé à baisser en lien avec la prudente détente monétaire ; le taux moyen des prêts était de 30% en août 2016, en baisse comparé à 38,7% en avril.

Enfin, la principale source de financement reste les dépôts qui représentent environ 80% du financement total selon le FMI. Or, des cas de panique et de ruée aux guichets se sont produits par le passé (principalement lors de la crise de 2001). Comme mentionné par le FMI, la demande de monnaie en Argentine tend à être moins stable que dans d'autres pays.

Si la stabilisation macroéconomique réussit, le secteur bancaire devrait connaître une période de développement. La normalisation des relations avec les créanciers externes a ouvert les marchés financiers externes aux banques locales. Les banques étrangères pourraient aussi investir en Argentine, encouragées en cela par les réformes de libéralisation. Il existe de vastes opportunités pour les banques d'y étendre leur activité. La pénétration du crédit en Argentine est faible, un tiers de la moyenne latino-américaine. Les banques sont bien capitalisées, elles pourraient donc accroître la distribution du crédit. Les dépôts pourraient aussi augmenter si la stabilité macroéconomique s'améliore durablement. L'Argentine serait un des pays au monde où les ménages thésauriseraient le plus de dollars selon une étude de la Fed[5]. Le montant total thésaurisé est estimé à 50 milliards de dollars. Une stabilisation de l'inflation et du taux de change sont nécessaires pour permettre une diminution des taux d'intérêt réels et favoriser l'expansion du crédit.

❒

❒ ❒

L'Argentine a effectué un virage radical depuis un an, après une décennie marquée par le fort interventionnisme des époux Kirchner dans l'économie. Mauricio Macri a donné à sa politique économique une orientation résolument libérale, en opposition franche avec la politique du gouvernement précédent. Il est évidemment encore trop tôt pour tirer un bilan des réformes engagées. Les premières mesures, qui, pour certaines, font penser à une thérapie de choc, ont

surtout consisté à rétablir la liquidité extérieure et l'image du pays aux yeux de la communauté financière internationale. L'assainissement des finances publiques et la maîtrise de l'inflation demanderont plus de temps, les mesures prises jusqu'à présent pouvant se révéler négatives à court terme, à l'image de la réduction des subventions qui a alimenté une poussée inflationniste et le mécontentement social. Mais le pari sera véritablement gagné si le pays réussit à attirer les entreprises étrangères et surtout à convaincre les entreprises argentines à investir de nouveau dans l'économie.

Achevé de rédiger le 28 Octobre 2016
francois.faure@*bnpparibas.com*

NOTES

[1] Au premier avril 2016, dans le district de Buenos Aires, les prix de l'électricité ont augmenté en moyenne de 250% et ceux du gaz, de l'eau et des transports dans une fourchette de 100%-300%. Les augmentations des prix du gaz et de l'électricité ont été contestées devant les tribunaux obligeant le gouvernement à suspendre les prix du gaz de manière temporaire jusqu'en octobre et à proposer un étalement des augmentations sur 4 ans au lieu de 2 initialement. Dans le but d'atténuer les effets pour les foyers à faibles revenus, le gouvernement a introduit des tarifs sociaux dont devraient bénéficier 20% des ménages. De plus, des réductions sur le gaz et l'électricité seront accordées aux ménages qui réduisent leur consommation.

[2] En août et septembre, la hausse a été inférieure à 2% en raison de la suspension de la hausse des prix du gaz introduite en avril suite à une décision de la Cour suprême. L'inflation sous-jacente est de l'ordre de 1,5%.

[3] C'est-à-dire le surplus hors charge d'intérêts et hors profits de la banque centrale transférés au budget de l'Etat. Il s'agit de la cible officielle de déficit.

[4] L'amnistie fiscale offre la possibilité de rapatrier l'épargne détenue à l'étranger sans avoir à justifier de son origine. Les particuliers et les entreprises peuvent déclarer leurs actifs en payant une taxe spéciale (de 0% à 10% selon le montant) ou investir dans les obligations souveraines ou des fonds mutuels avec des objectifs d'investissement spécifique. Les Argentins détiennent à l'étranger un montant total estimé entre 250 et 500 milliards de dollars, selon des études de l'INDEC et du CEFIDAR. Cependant, même en étant optimiste, le montant total qui pourrait être concerné par l'amnistie se chiffrerait à 60 milliards de dollars.

[5] "Crisis and Calm: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011" Ruth Judson, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William DE VIJLDER 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 - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Manuel NUNEZ Japon, Irlande - Projets	+33.(0)1.42.98.27.62	manuel.a.nunez@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Espagne, Portugal - 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 CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas HUMBLOT	+33.(0)1.40.14.30.77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Laurent NAHMIAS	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie	+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, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Valérie PERRACINO-GUERIN Afrique anglophone et lusophone	+33.(0)1.55.77.80.60	valerie.perracino@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans - Scoring	+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 Asie	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
Johanna MELKA Asie, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
Alexandra WENTZINGER Amérique du Sud, Caraïbes	+33.(0)1.42 98 74 26	alexandra.wentzinger@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

ECOFLASH

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 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.
Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé 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 directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Androïd Eco News

http://economic-research.bnpparibas.com

© 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
Achevé de rédiger : Novembre 2016

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change