Malaisie: fragilité du modèle de croissance

Hélène Drouot

Grâce à un modèle de croissance singulier, articulé autour de trois axes – stabilité politique et sociale, interventionnisme dans le domaine économique, permettant l'industrialisation et l'internationalisation de l'économie – la Malaisie a plutôt bien résisté aux chocs subis ces dernières années. Dans un contexte de marges de manœuvre limitées de la politique économique et de ralentissement des échanges mondiaux, le modèle de croissance doit pourtant s'adapter à de nouvelles contraintes si la Malaisie ambitionne de devenir un pays à haut revenu d'ici à 2020.

La spécificité du modèle de croissance malaisien, combinant stabilité politique, interventionnisme économique et ouverture de l'économie, a permis au pays de résister aux chocs économiques et financiers des dernières années. Confrontée à la chute des prix des matières premières et au ralentissement des échanges commerciaux et de la croissance en Chine, l'économie ne s'est pas effondrée.

Depuis 2013 cependant, le modèle de croissance est fragilisé. La cohésion sociale s'affaiblit et la Malaisie, dont les exportations sont très intégrées régionalement, apparaît vulnérable à l'essoufflement des gains retirés des chaînes de valeur mondiales et à la montée du protectionnisme.

1970-2010: la Nouvelle Politique Economique

La Malaisie est longtemps apparue comme le pays politiquement le plus stable de la région. Depuis son indépendance en 1957, les gouvernements successifs sont issus de la même coalition, Barisan Nasional (BN), composée de treize partis, dont quatre nationaux et neuf partis représentant principalement des communautés ethniques du Sabah et du Sarawak.

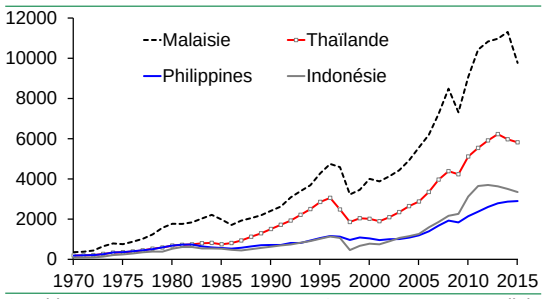
Pendant plus de quarante ans, le BN a géré avec succès l'équilibre entre communautés ethniques et religieuses. La population malaisienne compte environ 55 % de Malais musulmans et 10 % d'« indigènes » d'autres confessions, qui forment avec les Malais la catégorie des Bumiputra (« fils du sol »), 26 % de Chinois (pour la plupart bouddhistes et chrétiens) et près de 9 % d'Indiens (en grande partie hindouistes).

Permise par la stabilité politique du pays, la Nouvelle Politique Economique (NPE) est lancée en 1970, articulée autour de trois axes principaux, justice sociale en faveur des Malais, interventionnisme dans le domaine économique et développement accéléré fondé sur l'industrialisation. La mise en place de la NPE peut être identifiée comme l'élément déclencheur du décollage économique malaisien.

Développement rapide de l'économie et réduction des inégalités

Sous l'impulsion de la NPE, le PIB réel a progressé de 6,4% par an en moyenne entre 1970 et 2010 et le pays a rejoint la tranche supérieure des pays à revenu intermédiaire.

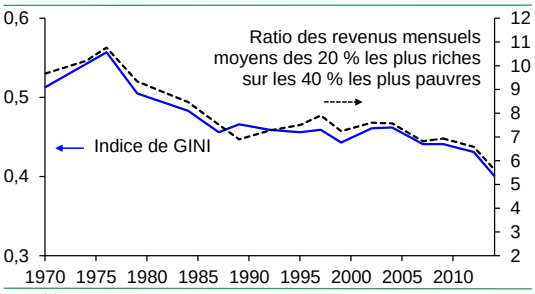
PIB nominal par tête depuis 1970 (USD)



Graphique 1 Source : Banque mondiale

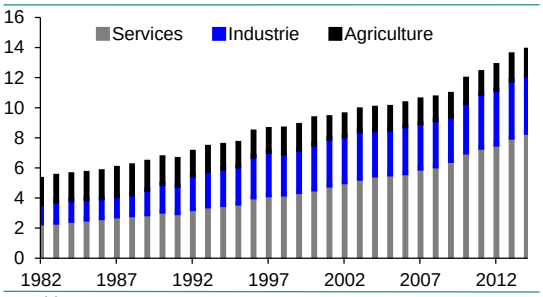
La NPE a également permis de réduire graduellement le niveau des inégalités (mesuré par l'indice de Gini[1], voir graphique 1), mêlant l'augmentation rapide des créations d'emplois, principalement dans le secteur des services, et l'intégration économique des Malais.

Indice de GINI et ratio des revenus mensuels



Graphique 2 Source : OCDE

Emploi par secteur (millions de personnes)



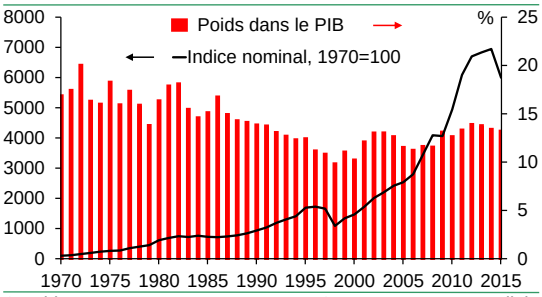
Graphique 3 Source : FMI

Le gouvernement a aussi favorisé la création d'entreprises contrôlées et gérées par les Malais en instaurant une politique financière incitant les banques à prêter aux nouvelles entreprises industrielles.

Enfin, l'implication de l'Etat dans l'économie est importante, le gouvernement intervenant directement au niveau de la création d'entreprises dans les secteurs qu'il souhaite développer. D'après E. Lafaye de Micheaux (2012), le poids de plus en plus important de l'intervention publique dans les affaires est mesurable au regard de l'augmentation du nombre d'entreprises publiques qui « sont passées de 362 unités en 1975 à 656 en 1980 et entre 900 et 1014 en 1985 ». En 1986, la part de ces entreprises dans le PIB est d'environ 30 %.

La dérégulation et la privatisation de l'économie mises en œuvre depuis 1986 n'ont pas remis en cause la forte implication structurelle de l'État dans l'économie malaisienne. L'objectif, toujours d'actualité, est de favoriser une croissance économique qui ne soit plus portée exclusivement par l'État, via l'instauration de partenariats public-privé. Cependant, cette privatisation s'effectue sans recul de l'État, dont les dépenses publiques ne cessent de s'accroître. Il s'agit davantage d'un changement dans la forme et la méthode de l'engagement de l'État plutôt qu'un retrait de celui-ci.

Dépenses publiques



Graphique 4 Source : Banque mondiale

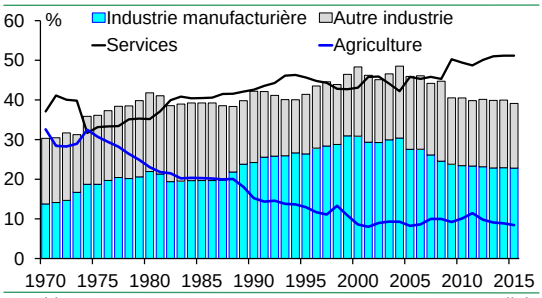
Diversification de l'économie et ouverture au commerce mondial

Autre axe de développement, l'économie s'est rapidement diversifiée. Avant les années 70, la Malaisie était le premier producteur mondial de caoutchouc et d'étain ; le secteur agricole représentait près de 50% du PIB et 80% des exportations.

L'effondrement des prix du caoutchouc et de l'étain au début des années 1980 a entraîné la réorientation du secteur des matières premières vers le pétrole brut, le gaz naturel et l'huile de palme, qui sont aujourd'hui encore les principales productions du pays. Parallèlement, sous l'impulsion de la politique économique, la

diversification de l'économie s'est poursuivie au bénéfice des secteurs de l'industrie et des services. D'abord axée sur une industrialisation par substitution aux importations, la NPE a progressivement aidé au développement d'une industrie manufacturière de plus en plus développée.

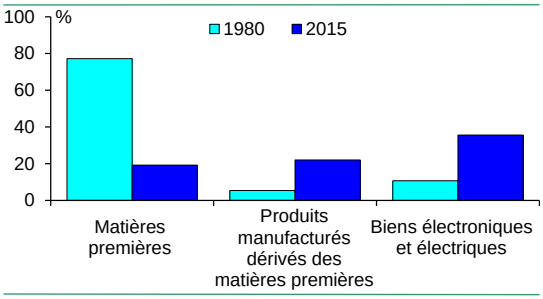
Contribution de chaque secteur au PIB



Graphique 5 Source : Banque mondiale

La base d'exportation s'est élargie (passant de moins de 50% du PIB à plus de 70% entre 1980 et 2010) et les exportations de matières premières (au sens large) ne représentaient plus que 25% des exportations en 2010, contre près de 80% en 1980. En outre, la Malaisie s'est intégrée dans l'économie régionale et mondiale, en augmentant progressivement le degré de sophistication de ses exportations.

Poids des secteurs dans les exportations

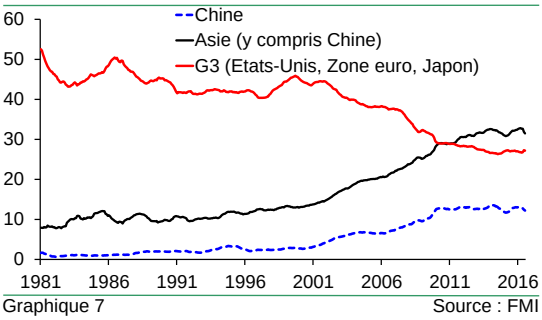


Graphique 6 Source : OCDE

Le développement du secteur de l'électronique et des composants électriques est particulièrement remarquable, permettant une spécialisation avec des liens très réduits au secteur des matières premières. Ce secteur représente aujourd'hui près de 40% du total des exportations et a permis l'insertion du pays dans les chaînes de valeur régionales et mondiales, grâce à la production de composants électroniques (pour les téléphones portables ou les ordinateurs, comme pour le secteur automobile).

Les exportations à destination des partenaires « traditionnels » (pays occidentaux importateurs de matières premières) ont progressivement perdu du terrain, au profit des partenaires régionaux, au premier rang desquels la Chine.

Exportations vers l'Asie et les pays du G3 (en % du total des exportations)



Graphique 7 Source : FMI

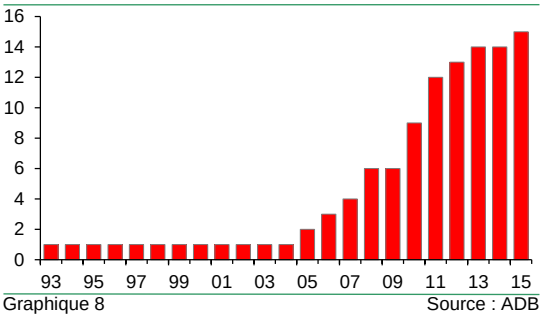
2010: le Nouveau Modèle Economique, dans la continuité de la NEP

Début 2010, le « Nouveau Modèle Economique », NME, est lancé. Sur le plan économique, il prévoit de s'appuyer sur l'ancien programme de transformation économique « Vision 2020 », initié en 1991, en favorisant les investissements publics et privés privilégiant principalement les infrastructures et le développement des services. Un de ses objectifs est également de promouvoir les gains de productivité, en faisant émerger un nouveau modèle économique basé sur l'innovation, tout en poursuivant la montée en gamme des exportations.

Sur le plan politique, le concept de « One Malaysia » est introduit, destiné à rassurer les différentes communautés ethnico-religieuses non malaises (chinoise et indienne en particulier).

Enfin, sur le plan international, les objectifs fixés visent à tirer parti de la position géographique et géopolitique du pays, pour bénéficier au maximum du processus d'intégration régionale. Les liens économiques et commerciaux avec l'Inde et – surtout – la Chine sont renforcés, les initiatives régionales au sein de l'ASEAN sont multipliées et de nombreux accords de libre-échange sont signés. Afin d'attirer les investissements directs en provenance de l'étranger, les restrictions les encadrant sont assouplies.

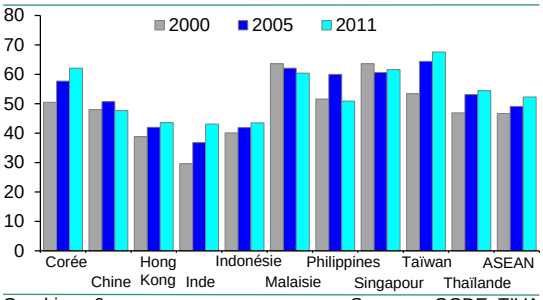
Accords de libre-échange signés et effectifs



Graphique 8 Source : ADB

La politique entreprise a permis à l'économie de rester l'une des plus intégrées de la région. L'indice de participation aux chaînes de valeurs mondiales, calculé par l'OCDE et l'OMC, indique que la participation de la Malaisie est l'une des plus élevées d'Asie.

Indice de participation aux chaînes de valeur



Graphique 9 Sources : OCDE, TIVA

Les données ne sont disponibles que jusqu'en 2011, mais sur la période 2009-2013, une étude récente de l'OCDE estime que la Malaisie a représenté à elle seule 2,7% du total du commerce relatif aux chaînes de valeur, et 5,7% du commerce asiatique (relativement aux chaînes de valeur), quand le pays ne représentait que 0,4% du PIB mondial et 2,5% du PIB de l'Asie émergente[2] sur la même période. Cette forte participation fait de la Malaisie un des pays les plus actifs en Asie.

Depuis 2013: essoufflement du modèle

Le gouvernement poursuit son objectif de faire de la Malaisie un pays pleinement développé à l'horizon 2020. Sur le plan politique cependant, la popularité du BN s'est érodée : la politique « One Malaysia » n'est pas favorablement accueillie par la population et les revendications économiques et sociales se multiplient.

Ralentissement de la croissance

En outre, depuis la mi-2014, la croissance du PIB réel a progressivement ralenti, de 6,5% en glissement annuel au T2-2014 à 4,0% au T2-2016, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des matières premières et du ralentissement de la croissance en Chine.

Même en cas de prix des matières premières durablement bas, la Malaisie ne devrait pas être autant pénalisée que d'autres pays exportateurs de pétrole. D'une part, parce que, nous l'avons vu, le secteur des matières premières n'est plus le seul moteur de la croissance. Les secteurs des services et de l'industrie manufacturière représentent aujourd'hui respectivement 55% et 20% du PIB.

D'autre part, la Malaisie est depuis 2014 un importateur net de pétrole et un exportateur net d'hydrocarbures. Les chiffres de Energy Information Administration (EIA) montrent qu'au cours de la dernière décennie, la Malaisie a développé ses industries en aval, de sorte que la proportion de pétrole brut exporté a diminué de près de 40%. Les

produits pétroliers au sens large représentent aujourd'hui une part beaucoup plus importante des exportations que le pétrole brut (9,2% des exportations brutes en 2013 contre 3,2% en 2004).

Enfin, PETRONAS, l'entreprise publique d'exploration et de production pétrolière et gazière, cherche à modifier sa stratégie en se diversifiant avec d'autres produits, tels que le gaz naturel liquéfié (GNL). En d'autres termes, la balance commerciale des produits de base de la Malaisie est maintenant plus dépendante du GNL (plus spécifiquement de la demande japonaise et coréenne) que du pétrole brut.

Le dernier plan quinquennal en date, le onzième Plan Malaisien (11MP), a été dévoilé en mai 2015, affichant des objectifs particulièrement ambitieux. Le gouvernement entend renforcer la croissance de 5% à 6% en moyenne entre 2016 et 2020. Le plan favorise également de nouveaux moteurs de croissance, issus du secteur privé, ainsi que des activités à plus forte valeur ajoutée dans les secteurs de l'agriculture, de l'industrie manufacturière et des services. Bien que les objectifs de croissance et de revenu soient difficiles à atteindre, l'infrastructure relativement avancée de l'économie soutient de telles ambitions. Mais, dans l'immédiat, la Malaisie se retrouve confrontée à d'autres freins à la croissance.

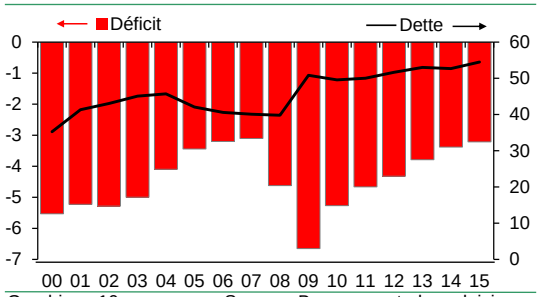
Assainissement budgétaire

D'une part, l'assainissement budgétaire réduit les marges de manœuvre du gouvernement pour soutenir la croissance. Depuis 2009, la politique fiscale s'est en effet concentrée sur la réduction des déficits. Cet engagement est maintenu en dépit du ralentissement de la croissance et de la chute des prix des matières premières.

Depuis la mi-2014, plusieurs ensembles de mesures visant à augmenter et diversifier les sources de revenus ont également été introduits, en réaction à la baisse des revenus liés aux activités pétrolières (y compris les dividendes versés par PETRONAS). Ces mesures comprennent également une restructuration des dépenses et une nouvelle politique de transferts vers les ménages. Au cours de l'année 2015, se sont ajoutées l'introduction de la taxe sur les biens et services (Goods and Services Tax, GST), à un taux de 6%, et une refonte des politiques de subvention.

Cette politique s'est révélée fructueuse : en 2015, le gouvernement a atteint son objectif de réduction du déficit, pour la sixième année consécutive, à 3,2% du PIB. En 2009, celui-ci était de 6,5% du PIB.

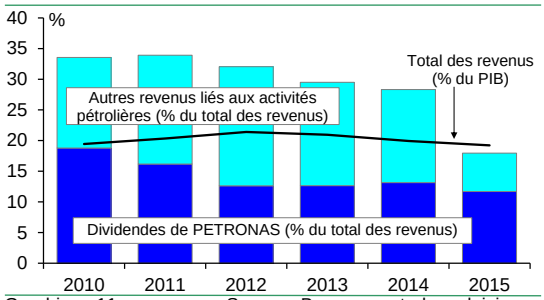
Déficit et dette publics (en % du PIB)



Graphique 10 Source : Banque centrale malaisienne

Dans le même temps, grâce à une meilleure collecte et aux recettes de la GST, les revenus liés aux activités pétrolières ont chuté (de plus de 30% du total des revenus en moyenne en 2010-2014 à 17% en 2015), alors que la part des revenus dans le PIB est restée globalement stable sur la période, autour de 20% du PIB.

Total des revenus et revenus liés aux produits pétroliers



Graphique 11 Source : Banque centrale malaisienne

Le gouvernement prévoit de poursuivre la réduction du déficit, bien que très lentement, à 3,1% et 3% respectivement en 2016 et 2017.

Exposition au ralentissement du commerce mondial

D'autre part, la dynamique du commerce mondial, moteur important de la croissance, se modifie. Bien qu'en partie responsables, les composantes cycliques (faible rythme de progression de la croissance mondiale et de l'investissement) ne suffisent pas à expliquer le ralentissement des échanges commerciaux. La conjonction de plusieurs composantes structurelles semble plus adéquate. La moindre progression des chaînes de valeur, c'est-à-dire une fragmentation internationale des processus de production croissant plus lentement, constitue un facteur important[3].

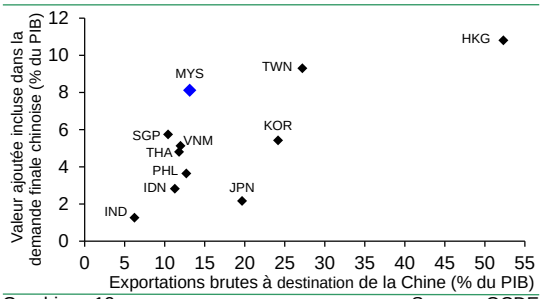
D'après une étude récente de l'OCDE (2016), alors que les chaînes de valeur ont progressé de 4% par an en moyenne de 1991 à 2011, celles-ci se sont contractées de près de 2% par an en moyenne depuis cette date. Cela ne signifie pas que le fractionnement international des processus de production régresse, mais qu'il n'est plus l'accélérateur d'échanges qu'il a été avant la crise.

Parallèlement, le rééquilibrage du modèle de croissance chinois et ses implications pour l'ensemble des pays de l'ASEAN fragilisent la Malaisie. Depuis 2009, la progression des échanges extérieurs de la Chine a continué à être nettement plus rapide que celle des échanges internationaux, mais la composition de ces derniers est différente de celle qui prédominait avant la crise.

Le ralentissement de la croissance mondiale, d'une part, et les changements structurels internes à son économie (ex. la hausse des coûts salariaux) de l'autre, poussent la Chine à infléchir son mode d'insertion internationale. La participation de l'économie chinoise aux chaînes mondiales de production n'est plus le moteur principal de ses échanges commerciaux. La dynamique des échanges extérieurs est désormais portée par le commerce « ordinaire » (i.e. exportations basées essentiellement sur les *inputs* locaux et importations principalement destinées à la demande intérieure).

Face à cette nouvelle configuration, les pays plus concernés sont donc ceux doublement exposés au commerce relevant des chaînes de valeur et à la demande finale chinoise. La Malaisie est l'un des plus vulnérables au sein de l'ASEAN, compte tenu i/ du niveau élevé de son indice de participation aux chaînes de valeur mondiales (plus élevé que la moyenne des pays de l'ASEAN), ii/ de sa forte intégration régionale (voir graphique 7) et iii/ en termes d'exportation de valeur ajoutée de produits satisfaisant une demande finale, du fait que la Chine à elle seule représente 10% du total.

Exposition à la Chine en termes d'exportations brutes et de valeur ajoutée



Graphique 12 Source : OCDE

A plus longue échéance, l'érosion de la compétitivité-prix de la Chine devrait profiter aux autres pays d'Asie, mais la Malaisie ne bénéficie pas d'avantages comparatifs en termes de coûts (le différentiel de salaire avec la Chine est relativement faible) et doit donc se distinguer par des avantages hors prix (qualité des infrastructures, qualification de la main d'œuvre, climat des affaires).

Nouvelles contraintes

A moyen terme, les perspectives de la Malaisie restent favorables. Si le pays parvient à améliorer son climat des affaires, son intégration dans l'économie régionale et la bonne qualité de ses infrastructures pourraient lui assurer de maintenir un positionnement favorable au

sein des pays de l'ASEAN. Toutefois, dans les années à venir, la montée du protectionnisme et le niveau d'endettement du pays pourraient représenter de nouvelles vulnérabilités.

Détérioration de l'image du pays

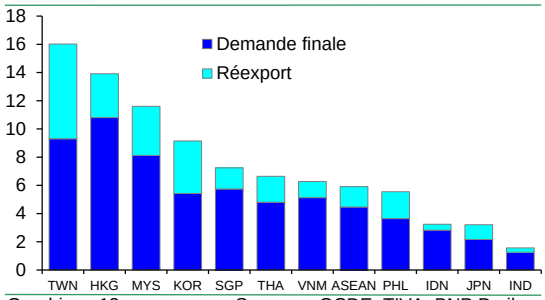
Le scandale financier relatif au fonds souverain 1MDB a eu des répercussions internationales. Plusieurs pays (la Suisse, les Etats-Unis et Singapour) ont ouvert des enquêtes visant à mettre à jour les malversations liées au financement du fonds. Au-delà du scandale lié à 1MDB, c'est la qualité de la gouvernance qui est interrogée et la capacité du pays à améliorer son cadre institutionnel. Ainsi, dans la dernière édition du rapport sur la compétitivité mondiale, publié en septembre 2016 par le World Economic Forum, la Malaisie a perdu sept places par rapport à l'édition précédente, après six années consécutives d'amélioration. Les indicateurs s'étant le plus dégradés sont l'accès au financement, la lutte contre la corruption et la gouvernance.

Montée du protectionnisme

La montée du protectionnisme pourrait être une autre composante du ralentissement des échanges commerciaux. Le dernier rapport du Global Trade Alert analyse les échanges mondiaux (en valeur) par produit et observe que i/ les groupes de produits qui ont le plus contribué à la baisse de la valeur des échanges sont également ceux ciblés par des politiques protectionnistes, ii/ alors que depuis 2010, entre 50 et 100 mesures de protectionnisme (augmentation des droits de douanes, mesures anti-dumping et mesures moins classiques, telles que la restriction aux producteurs nationaux du bénéfice des mesures de relance, des exigences de contenu local pour les investissements ou dans les marchés publics) étaient mises en places sur les quatre premiers mois de l'année, 150 ont été recensées en 2016. Une fois encore, le degré d'ouverture et d'intégration pourrait pénaliser la Malaisie, particulièrement si les accords de libre-échange dans lesquels elle est déjà engagée étaient dénoncés.

En outre, compte tenu du poids des exportations vers la Chine à fin de réexportation, la Malaisie pourrait également être indirectement pénalisée si les exportations chinoises subissaient des mesures de restriction importantes.

Décomposition des exportations vers la Chine (en % du PIB)

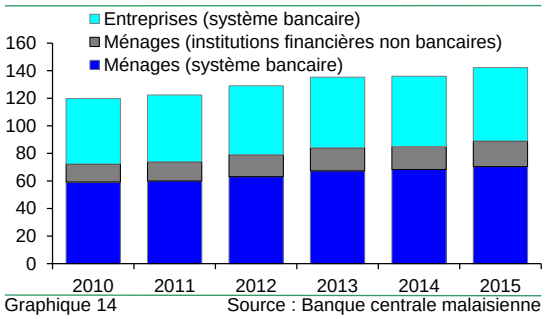


Graphique 13 Sources : OCDE, TIVA, BNP Paribas

Endettement élevé

La dette des ménages s'est stabilisée, consécutivement aux mesures macroprudentielles progressivement mises en place par la banque centrale depuis 2010. Elle reste élevée, autour de 90% du PIB. Les risques liés à l'endettement des ménages sont atténués par de solides actifs financiers et un faible ratio de créances douteuses, mais une brusque remontée des taux d'intérêt pourrait fragiliser les ménages (et le secteur bancaire).

Endettement privé (en % du PIB)



Graphique 14 Source : Banque centrale malaisienne

De même, le niveau d'endettement public est plus ou moins stabilisé mais reste élevé. Le ratio de dette fédérale devrait décliner en 2016, à 52% du PIB (après 54,5% en 2015). Cette baisse reflète en partie (pour un montant équivalant à 1,8% du PIB) le transfert d'une partie de la dette fédérale (relative aux prêts au logement) à une nouvelle entité hors budget. La dette générale du gouvernement, quant à elle, devrait rester stable, autour de 56% du PIB (hors dette garantie).

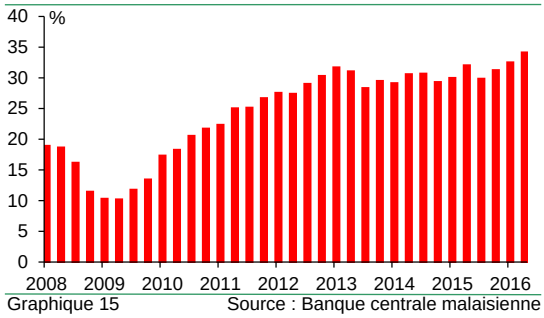
La dette garantie par le gouvernement (dette des entreprises publiques principalement), estimée autour de 15% du PIB, ne devrait pas présenter de risque supplémentaire. Par ailleurs, le fonds 1MDB (dont l'Etat est l'unique actionnaire) ne devrait pas présenter de charge additionnelle suffisante pour mettre à mal l'équilibre des finances publiques. Bien qu'une commission parlementaire ait signalé en avril 2016 que la dette du fonds s'élevait à environ 4% du PIB, le total des actifs était estimé supérieur à ce montant. En outre, le gouvernement s'est montré réticent à étendre son soutien au-delà du niveau explicitement garanti dans sa lettre de soutien, soit environ 1,5% du PIB.

A très court terme, le risque de matérialisation du risque contingent (choc de croissance très négatif, importante dégradation simultanée de la situation financière de plusieurs entreprises publiques impliquant une intervention de l'Etat) reste donc faible.

Comme lors des années précédentes, la dette sera principalement financée par des prêts domestiques, en monnaie locale, grâce à une large base d'investisseurs institutionnels locaux. Au cours des dernières années, la capacité de financement n'a pas été mise à mal, et la faible proportion de dette publique libellée en devises (3,2% du total de la dette au T3 2016) protège la dette souveraine d'une exposition au risque de change. Enfin, le profil d'endettement – à taux fixe et à long terme (6 ans en moyenne) – assure une certaine stabilité du service de la dette.

La forte proportion de dette détenue par des non-résidents (34% au T2 2016) reste la principale vulnérabilité. La Malaisie apparaît plus exposée à un changement de sentiment des investisseurs que d'autres pays asiatiques (la Thaïlande, par exemple), malgré de meilleurs fondamentaux et une situation plus saine.

Part de la dette détenue par des non-résidents



Graphique 15 Source : Banque centrale malaisienne

La Malaisie dispose de fondamentaux solides, qui lui ont permis au cours des dernières années de faire face aux chocs successifs : crise économique et financière de 2008-2009, chute des prix des matières premières, ralentissement des échanges mondiaux.

Cette bonne résistance a été permise par un modèle de développement singulier, combinant un fort interventionnisme étatique (production nationale dans les secteurs stratégiques, investissements publics notamment contracycliques, encadrement des importations, suivi de l'évolution des inégalités) et le développement du secteur manufacturier exportateur, tout en tirant parti de ses avantages comparatifs pour faciliter son intégration dans les échanges commerciaux, sur le plan mondial et régional.

Ce positionnement est actuellement remis en question. Sur le plan international, le positionnement de la Malaisie laisse l'économie particulièrement vulnérable à la stagnation des échanges commerciaux, à la montée des politiques protectionnistes et au ralentissement de l'économie chinoise. Bien que le pays soit relativement bien positionné pour faire face à ces nouveaux défis, il devra également mettre en œuvre les réformes nécessaires pour augmenter la productivité, stimuler l'innovation, développer la classe moyenne et sortir le pays des « pays à revenus intermédiaires », afin d'accroître davantage sa compétitivité face au développement rapide de pays voisins.

Achevé de rédiger le 12 décembre 2016
helene.drouot@bnpparibas.com

NOTES

[1] Selon la définition donnée par l'INSEE, l'indice (ou coefficient) de Gini est un indicateur synthétique d'inégalités de salaires (de revenus, de niveaux de vie…). Il varie entre 0 et 1. Il est égal à 0 dans une situation d'égalité parfaite où tous les salaires, les revenus, les niveaux de vie…seraient égaux. A l'autre extrémité, il est égal à 1 dans une situation la plus inégalitaire possible, celle où tous les salaires (revenus, niveaux de vie…) sauf un seraient nuls. Entre 0 et 1, l'inégalité est d'autant plus forte que l'indice de Gini est élevé.

[2] L'Asie émergente, au sens du FMI, regroupe 29 pays : Bangladesh, Bhoutan, Brunei Darussalam, Cambodge, Chine, Fiji, Inde, Indonésie, Kiribati, Laos, Malaisie, Maldives, îles Marshall, Micronésie, Mongolie, Birmanie, Népal, Palaos, Papouasie Nouvelle Guinée, Philippines, Samoa, îles Salomon, Sri Lanka, Thaïlande, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, Vanuatu, et Vietnam.

[3] Voir C. Stephan, « Aux origines de la faiblesse du commerce mondial », BNP Paribas, Conjoncture n°11, Novembre 2016

REFERENCES

M. Arudchelvan and G. Wignaraja, *SME Internationalization through Global Value Chains and Free Trade Agreements: Malaysian Evidence*, ADB Working Paper Series, February 2015, no 515

S.J. Evenett and J.Fritz (2016) *Global trade plateaus*, The 19th report of the Global Trade Alert, CEPR press

E. Lafaye de Micheaux, *La Malaisie, un modèle de développement souverain*, ENS Editions, Lyon, 2012

OCDE, *Cardiac arrest or dizzy spell: why is wolrd trade so weak and what can policy do about it?* OECD economic policy paper, September 2016, no 18

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 : Janvier 2017

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change