Maroc: en quête d'une nouvelle impulsion

Stéphane Alby

L'économie marocaine dispose de bases solides. Les déséquilibres sont contenus, les infrastructures de bonne qualité, et le système bancaire est sophistiqué et résilient. De plus, le royaume est en train de capitaliser sur son potentiel de hub manufacturier. Le secteur automobile est désormais la première source d'exportations et de nombreux projets sont en cours de développement. Cependant, la croissance modérée depuis 2013 rappelle que des obstacles structurels doivent encore être surmontés.

Le Maroc est souvent présenté comme un pays à part au sein de la zone à laquelle il appartient. Grâce à un environnement sociopolitique relativement stable et à la mise en œuvre de réformes ambitieuses, c'est en effet une des seules économies d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient à avoir amélioré son attractivité ces dernières années, en particulier dans le secteur industriel. De même, le royaume a su préserver sa qualité d'emprunteur quand de nombreux pays ont subi des ajustements à la baisse de leur notation par les agences de ratings. En tant qu'importateur net de pétrole, le Maroc ressort en effet comme l'un des grands bénéficiaires de la chute des cours du brut depuis la mi-2014. Les risques qui pèsent sur la stabilité extérieure sont désormais réduits et la soutenabilité des finances publiques n'est plus le principal sujet d'inquiétude.

Dans ce contexte plutôt favorable, les autorités monétaires s'attèlent à la mise en place d'un taux de change plus flexible. Le processus sera progressif et devrait renforcer la capacité d'ajustement de l'économie marocaine aux chocs extérieurs. La libéralisation du régime de change est aussi cohérente avec la stratégie qui vise à positionner le pays comme un hub commercial et financier. En outre, les conditions préalables pour assurer la réussite de la réforme sont en place.

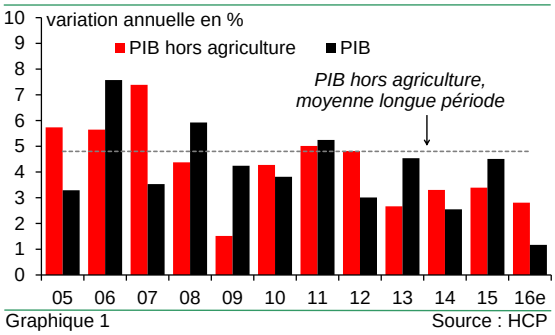
Cela étant, les performances modestes du secteur non agricole depuis 2013 inquiètent. Si des facteurs cycliques sont à l'œuvre (atonie de la demande européenne, insécurité régionale), cela souligne également la lenteur de la transformation de l'économie marocaine, et ce malgré l'émergence d'activités industrielles à forte valeur ajoutée.

Une croissance économique décevante

2017: un rebond fragile

Selon les premières estimations du Haut-Commissariat au Plan, le taux de croissance économique n'aurait atteint que 1,1% en 2016, en net retrait par rapport aux 4,5% de l'année précédente. Si ces chiffres venaient à être confirmés, il s'agirait de la plus faible progression du PIB depuis le début des années 2000.

Croissance économique

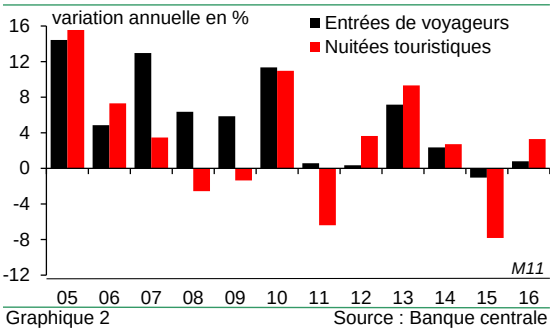


Graphique 1 Source : HCP

La croissance économique est passée de 4,3 % sur la période 2007-2012 à 3,2 % sur les quatre dernières années (2013-2016). Outre la contraction marquée de la valeur ajoutée du secteur primaire (-10 %), la faible performance économique de 2016 reflète les difficultés des activités non agricoles (graphique 1). Depuis 2013, la croissance du PIB non agricole s'est plus ou moins stabilisée à 3 %, contre une moyenne de 4,6 % sur 2006-2012. Pour l'instant, les perspectives tablent sur

des performances similaires, au moins en 2017, même si un effet de base positif sur l'activité agricole (10-13% du PIB nominal) devrait contribuer à porter la croissance économique à 3,8 %.

Indicateurs d'activité touristique

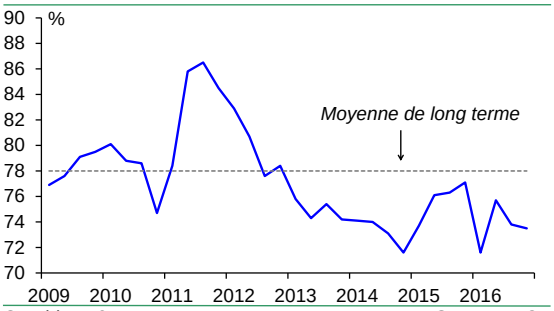


Graphique 2 Source : Banque centrale

Plusieurs secteurs traditionnels font face à des difficultés. Avec un volume de prêts aux promoteurs immobiliers qui s'est contracté ces trois dernières années, le secteur du bâtiment continue de purger l'excès d'investissement de la première partie de la décennie 2000. Par ailleurs, le tourisme pâtit de la montée des tensions géopolitiques dans la région. A l'exception de 2013, l'activité touristique est à la peine depuis 2011 même si les indicateurs se sont un peu redressés en 2016 (graphique 2). S'ajoutent à cela les inquiétudes liées à un possible regain de volatilité en Europe dans le sillage du vote en faveur du Brexit et d'un calendrier électoral chargé dans certains grands pays membres. L'Europe est le premier partenaire du Maroc. Elle concentre les deux tiers des exportations, la moitié de l'investissement direct étranger, et environ les trois quarts des touristes étrangers et des transferts financiers envoyés par la diaspora marocaine. Dans tous les cas, la conjoncture extérieure sera difficile.

Sur le plan de la demande domestique, l'investissement a retrouvé de l'élan en 2016 (+3,9% après 1,5% en 2015 et deux années de contraction en 2013-2014) et l'amélioration régulière du taux d'utilisation des capacités permet de penser que cette tendance pourrait se poursuivre en 2017. En revanche, la consommation des ménages (60% du PIB) restera modérée. Celle-ci n'a progressé que de 2,5% par an en moyenne en 2015 et 2016, loin du rythme qui prévalait avant 2012 (+5% en moyenne entre 2008 et 2012). La confiance des ménages reste faible (graphique 3), en raison d'un taux de chômage qui stagne aux alentours de 10 %, alors même que le taux de participation de la population active ne cesse de diminuer pour atteindre 42 % seulement.

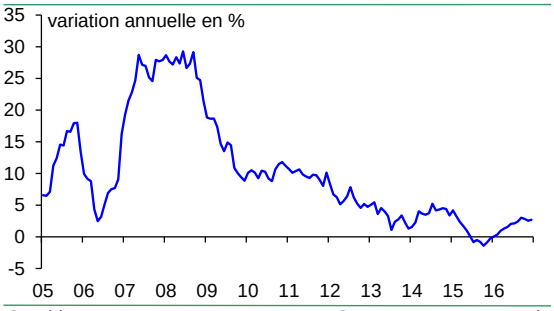
Indice de confiance des ménages



Graphique 3 Source : HCP

La politique monétaire devrait rester accommodante mais ses effets sur l'activité économique sont décevants. Le taux directeur de la banque centrale est historiquement bas, tant en termes nominaux (2,25%, après la baisse cumulée de 75 points de base depuis septembre 2014) qu'en termes réels (l'inflation sous-jacente est à 1,3% fin 2016). Malgré cela, la croissance du crédit bancaire au secteur privé (graphique 4) est toujours anémique du fait de la faiblesse de la demande des entreprises.

Crédit au secteur privé

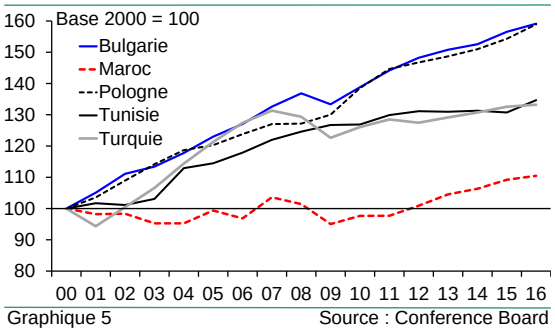


Graphique 4 Source : Banque centrale

Transformation structurelle : un bilan mitigé

Au-delà des facteurs cycliques, les difficultés du secteur non agricole sont aussi le reflet de contraintes structurelles. Malgré un niveau d'investissement élevé au cours des dix dernières années (34 % du PIB), l'économie n'a pas connu de transformations sectorielles significatives. En particulier, la lenteur du processus d'industrialisation a freiné l'intégration de l'économie dans les chaînes de valeur mondiales. De la même façon, la productivité est restée faible comparée aux principaux concurrents du Maroc (graphique 5).

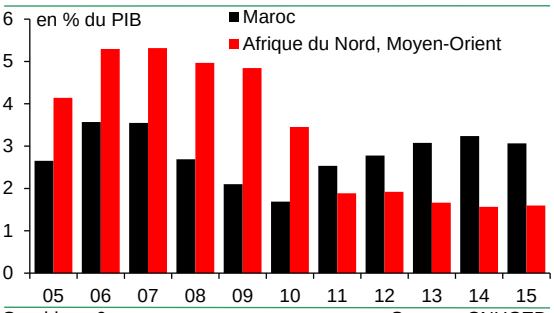
Productivité du travail



Graphique 5 Source : Conference Board

Partant de ce constat, les autorités ont adopté une politique industrielle active basée sur le développement d'infrastructures et la formation de *clusters* via des incitations budgétaires et un coût du travail relativement bas. Cette stratégie a eu un certain succès comme en témoigne le niveau élevé des investissements directs étrangers (3 % du PIB depuis 2013, graphique 6), dont une part croissante s'est réorientée vers le secteur industriel (30 % de l'ensemble de l'IDE).

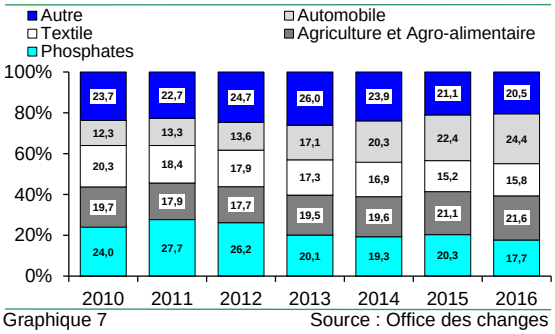
Investissement direct étranger



Graphique 6 Source : CNUCED

Le développement de l'industrie automobile a également été spectaculaire. Depuis le démarrage de l'usine Renault de Tanger en 2012, les ventes d'automobiles à l'étranger ont augmenté de plus de 20 % par an, dépassant depuis 2014 les exportations traditionnelles de phosphates et de textiles (graphique 7). Avec l'arrivée d'un constructeur français supplémentaire, Peugeot-Citroën, et la décision de Renault de créer une nouvelle plateforme d'approvisionnement, les perspectives à long et moyen terme sont prometteuses. D'autres entreprises étrangères, notamment dans le secteur de l'aéronautique, ont également profité de la création par l'État de parcs technologiques et de zones de libre-échange pour s'installer au Maroc.

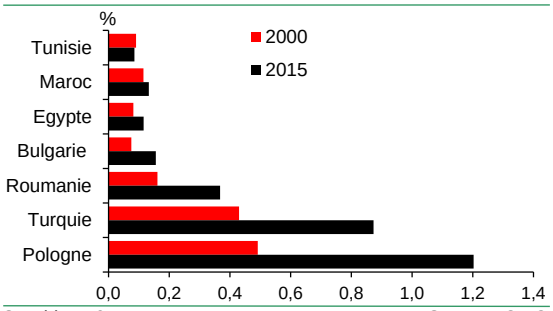
Composition des exportations



Graphique 7 Source : Office des changes

Le développement soutenu des banques marocaines en Afrique subsaharienne illustre aussi les efforts réalisés pour diversifier les partenaires commerciaux et dépendre moins de l'Europe.

Parts de marché mondiale des exportations



Graphique 8 Source : OMC

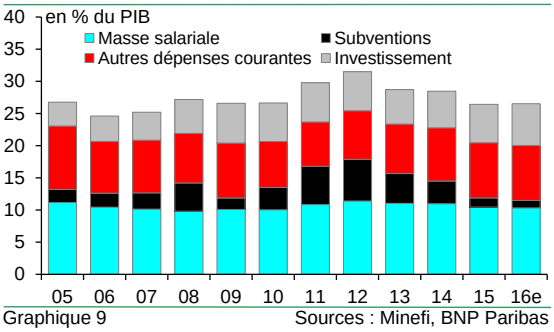
Il reste néanmoins encore beaucoup à faire pour améliorer le potentiel de croissance de l'économie marocaine. L'industrie est en effet le seul secteur avec l'agriculture à avoir détruit des emplois depuis 2009 (105 000). La part de marché des exportations est faible et, surtout, elle n'a pratiquement pas augmenté au cours des quinze dernières années (graphique 8). La base d'exportation, bien qu'en cours de diversification, reste en effet dominée par les produits à faible valeur ajoutée (phosphates, textiles et produits agroalimentaires représentent plus de la moitié des exportations) et pâtit d'un manque de compétitivité extérieure. C'est particulièrement vrai pour le textile, dont les parts de marché en Europe ont été divisées par deux depuis le début des années 2000. La faiblesse des indicateurs socioéconomiques est aussi une contrainte majeure. Le PIB par habitant s'élève à seulement 3 078 dollars US en 2015soit deux ou trois fois moins qu'en Bulgarie, en Roumanie ou en Turquie. De ce fait, le marché intérieur marocain n'est pas aussi profond, ce qui limite le potentiel de consommation et d'épargne. En outre, le niveau d'éducation est nettement en retrait par rapport aux pairs régionaux et une réglementation lourde pèse sur la flexibilité du marché du travail.

Des grands équilibres macroéconomiques robustes

Finances publiques: dette élevée, risque limité

La situation des finances publiques s'est nettement consolidée. Le budget, qui était encore à l'équilibre en 2008, a accusé un déficit de 6,8 % du PIB en 2012, avant de diminuer régulièrement pour s'établir à 3,9 % en 2016. L'amélioration vient en grande partie de la réforme de la caisse de compensation. Depuis 2015, les prix sur les carburants ne sont plus subventionnés par l'Etat. Ainsi le montant des subventions (gaz pour la cuisine, blé, sucre) ne représentaient plus que 1,2 % du PIB en 2016 contre 6,5 % en 2012 (graphique 9). Dans le même temps, des efforts ont été déployés pour contenir la progression des dépenses courantes, ce qui a permis à l'État de dégager quelques marges de manœuvre pour augmenter son budget d'investissement. De fait, les dépenses en capital sont passées de 5,4 % du PIB en 2013 à 6,5 % en 2016.

Dépenses du gouvernement

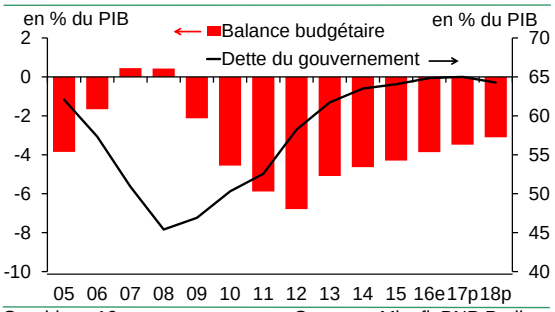


Graphique 9 Sources : Minefi, BNP Paribas

Les perspectives budgétaires demeurent bien orientées. Le déficit budgétaire devrait continuer de se résorber pour atteindre 3,5 % du PIB en 2017 et 3,1 % du PIB en 2018 (graphique 10). Mais, les contraintes resteront fortes. Les recettes budgétaires sont déjà élevées, à 27 % du PIB. L'assainissement budgétaire devrait par conséquent continuer de reposer sur la réduction des dépenses. Or, avec une masse salariale de la fonction publique qui représente 10,3 % du PIB et environ 40 %

des dépenses, les marges de manœuvre sont réduites. Les autorités pourraient ainsi être amenées soit à réduire l'investissement public au détriment de l'activité économique, soit à emprunter plus alors que la dette du gouvernement central est déjà élevée, à 64,8 % du PIB en 2016 (+18 points de pourcentage par rapport à 2009), et ne devrait commencer à décliner qu'à partir 2018.

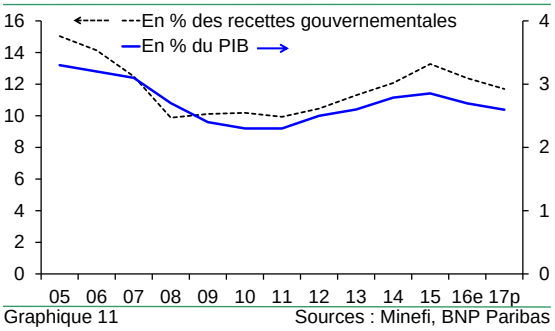
Indicateurs des finances publiques



Graphique 10 Sources : Minefi, BNP Paribas

Pour l'instant, les autorités bénéficient de conditions de financement favorables, internes (de loin la principale source de financement du déficit budgétaire) comme externes. Même si elle augmente, la charge d'intérêts demeure ainsi modérée, à moins de 3 % du PIB et 12 % des recettes de l'État (graphique 11).

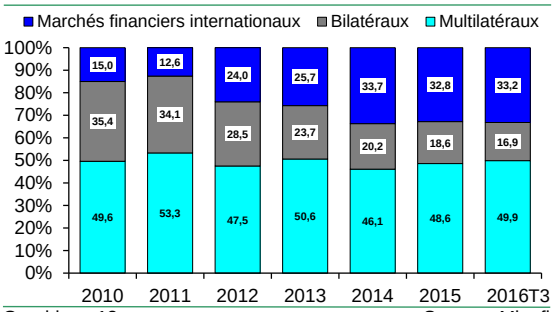
Charges d'intérêt



Graphique 11 Sources : Minefi, BNP Paribas

Le profil de l'endettement du gouvernement est également favorable. Avec moins d'un quart du stock de la dette libellé en devises étrangères, la vulnérabilité aux chocs de change est limitée. De plus, la part de la dette extérieure détenue par des créanciers officiels demeure significative (graphique 12), malgré le recours accru de l'État aux marchés financiers internationaux. La maturité de la dette domestique continue de s'allonger, passant de 5,8 années en 2014 à 6,3 ans en 2015. Dans ce contexte, le risque de refinancement est limité et devrait le rester à condition que la confiance des investisseurs ne s'érode pas.

Structure de la dette extérieure du Trésor par créanciers

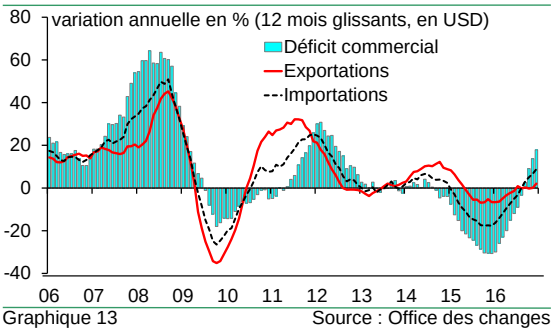


Graphique 12 Source : Minefi

Les finances extérieures sont plus solides

Sous l'effet de la chute des cours mondiaux du pétrole (95 % des besoins énergétiques proviennent de l'extérieur), le Maroc a vu ses déséquilibres extérieurs se résorber de façon significative. Le déficit de la balance des paiements courants a été ramené de 9,5 % du PIB en 2012 à 2,2 % en 2015 avant de s'élargir de nouveau en 2016 à 3,1%. Une combinaison de chocs a dégradé la balance commerciale l'an dernier (graphique 13). Chute des exportations de phosphates, hausse marquée des achats de biens alimentaires pour compenser la mauvaise campagne agricole et progression soutenue des importations de biens d'équipement ont ainsi annihilé les gains liés aux bons résultats de la filière automobile et à l'allègement de la facture énergétique.

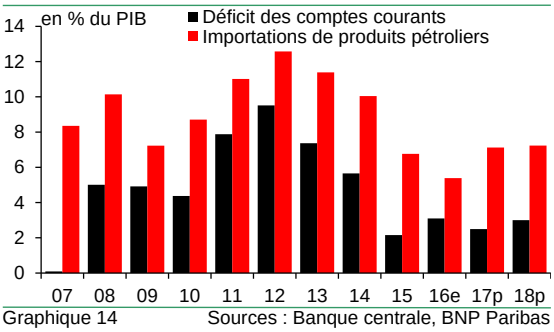
Balance commerciale



Graphique 13 Source : Office des changes

Dans un contexte de remontée des cours du brut, l'ampleur du déficit commercial (17% du PIB en 2016) a de quoi soulever quelques inquiétudes. Toutefois, les importations de pétrole, même en progression, seront inférieures d'environ 5% de PIB aux pics atteints en 2011 et 2012. Ensuite, les transferts des Marocains résidant à l'étranger et les recettes touristiques représentent toujours près de 40% des recettes courantes du pays et 12,5% du PIB. Or, à ce stade, rien ne permet de penser qu'elles pourraient s'effondrer à court terme, même si les incertitudes en Europe et l'insécurité régionale demeurent des risques importants. Dans l'hypothèse d'un redressement progressif des cours des phosphates et compte tenu du rebond attendu de la production agricole, le déficit des comptes courants serait contenu entre 2,5 % et 3 % du PIB en 2017 et 2018 (graphique 14).

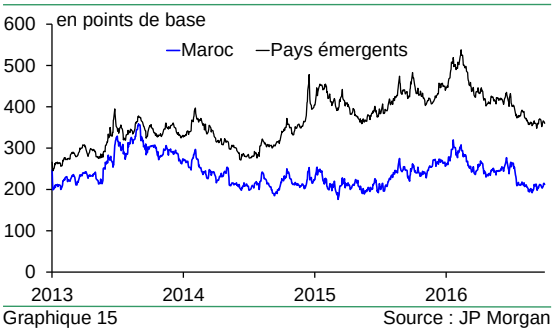
Comptes externes



Graphique 14 Sources : Banque centrale, BNP Paribas

Par ailleurs, les flux de capitaux sont robustes. À 2,5 % du PIB depuis 2013, les investissements directs étrangers nets jouent un rôle central dans la couverture des besoins de financement extérieur. De plus, en raison de ses fondamentaux macroéconomiques solides et grâce au renouvellement de la ligne de précaution et de liquidité du FMI, le pays devrait continuer de bénéficier d'un accès aux marchés financiers internationaux à des conditions favorables si nécessaire. La prime de risque exigée par les investisseurs sur les euro-obligations du royaume (graphique 15) est à la fois plus faible et moins volatile que pour la moyenne des pays émergents.

Spreads sur les euro-obligations



Graphique 15 Source : JP Morgan

Au total, la consolidation de la liquidité extérieure devrait de poursuivre. Les réserves de change, qui avaient atteint un point de bas fin 2012 à 16,2 de milliards de dollars US, ont retrouvé un niveau plus confortable depuis. Elles s'élevaient à 25,1 milliards de dollars à fin 2016 et une nouvelle hausse de près de 5 milliards est attendue en 2017/2018, assurant ainsi une couverture de sept mois d'importations de biens et services. De plus, l'exposition aux flux d'investissements de portefeuille est négligeable et l'endettement extérieur est modéré (47 % du PIB, dont 31% du PIB pour les entreprises). En outre, plus de 80 % de l'endettement extérieur est à échéance longue.

Vers une flexibilisation du régime de change

Selon la banque centrale, le processus de flexibilisation du régime de change va débuter cette année. Une telle évolution répond à un double objectif : 1/ renforcer la capacité d'ajustement de l'économie aux chocs extérieurs ; 2/ accompagner la stratégie de positionnement du Maroc en tant que *hub* commercial et financier. En fait, depuis la décision prise en avril 2015 de réviser la pondération de l'euro et du dollar dans le panier auquel le dirham (MAD) est arrimé (60 % EUR et 40 % USD, contre 80 % et 20 % respectivement auparavant), une telle réforme était largement anticipée. Mais le mouvement sera progressif afin de laisser suffisamment de temps à l'économie pour s'y préparer. Une première étape sera de tolérer davantage de volatilité du MAD via un élargissement de la fourchette.

Dans un pays où le système de change très encadré a longtemps été perçu comme un pilier de la stabilité économique, une telle mesure soulève néanmoins des inquiétudes. Pour autant, la plupart des conditions sont réunies pour que la réforme se passe bien. Le taux de change effectif réel ne fait pas apparaître de signes de surévaluation marquée du MAD (graphique 16), l'inflation est maîtrisée, les fondamentaux macroéconomiques se sont renforcés au cours des deux ou trois dernières années, pour des raisons à la fois cycliques (baisse des cours du pétrole) et structurelles (réforme du système de subventions, montée en puissance des exportations automobiles), et l'endettement est soutenable. La ligne de précaution et de liquidité du FMI constitue également une sécurité. Avec des engagements vers les non-résidents qui représentent moins de 3 % du passif total, le système bancaire est aussi en bonne position pour faire face à une plus grande volatilité du MAD. Enfin, le risque d'une éventuelle fuite des capitaux, accompagnant la flexibilisation du taux de change, est faible. En effet, les contrôles de capitaux actuellement en vigueur seront maintenus, du moins dans un premier temps.

Taux de change effectif réel



Graphique 16 Source : Datastream

Secteur bancaire : faire face à la montée du risque de crédit

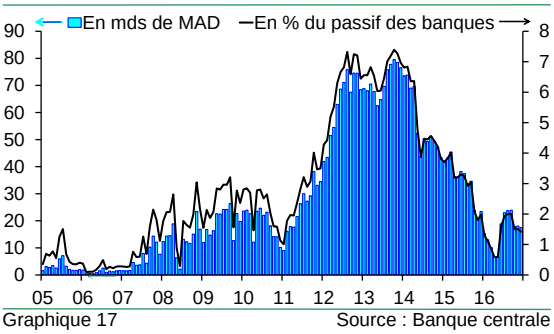
Des indicateurs macro-prudentiels satisfaisants

Le système bancaire du Maroc est l'un des plus développés de la zone. Le montant total des actifs représente 120 % du PIB mais avec une forte concentration, les trois premières banques détenant 65 % des avoirs du secteur. La présence significative d'établissements étrangers (environ 20 % des actifs du secteur) constitue une autre caractéristique. Cela peut être perçu comme un facteur de stabilité, les sociétés mères ayant démontré par le passé leur engagement à soutenir leurs filiales si nécessaire. En outre, la qualité de la réglementation est satisfaisante et a été renforcée ces dernières années par l'adoption d'une nouvelle législation bancaire en 2014. La banque centrale a également fait preuve de réactivité lorsque des tensions de liquidité ont émergé en 2012, que ce soit par une augmentation des facilités de refinancement, une extension des garanties éligibles pour les prises en pension ou une réduction du taux des réserves obligatoires à un plancher historique de 2 %.

Le secteur bancaire est solidement capitalisé - le ratio de fonds propres s'élevait à 13,7 % mi-2016 - et le niveau de rentabilité reste satisfaisant, soutenu par des marges d'intérêt élevées (supérieures à 3 % depuis

2007) et un développement rapide dans les pays d'Afrique subsaharienne (cf. infra). À cela s'ajoute un profil de financement conservateur, largement dominé par les dépôts domestiques (70 % du passif du secteur), et un niveau de liquidité satisfaisant et en amélioration. Le ratio prêts/dépôts n'a cessé de diminuer depuis la mi-2014 pour s'établir actuellement à 95 %, la dynamique s'expliquant à la fois par la faible croissance du crédit mais aussi par un environnement macroéconomique plus propice à la collecte de dépôts. La baisse marquée de la dépendance des banques au financement de la banque centrale (graphique 17) constitue une autre illustration de l'amélioration du profil de liquidité.

Financement de la Banque centrale au secteur bancaire

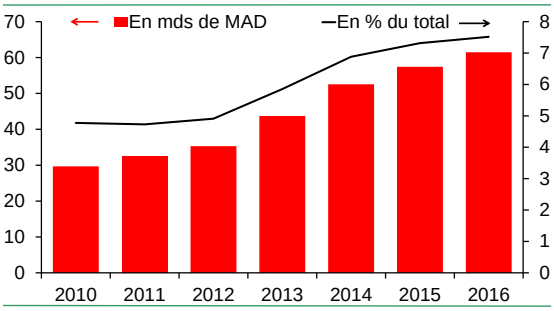


Graphique 17 Source : Banque centrale

Mais l'environnement opérationnel est difficile

La qualité des actifs s'est détériorée. Le poids des créances douteuses dans le total des prêts bancaires est passé de 4,9 % à fin 2012 à 7,5 % à fin 2016 (graph 18). Une inversion de cette dynamique est peu probable à court terme puisque la faible activité du secteur hors-agricole va continuer de peser sur la demande de crédits. À ce stade, les banques sont suffisamment solides pour absorber de nouvelles pertes. La politique d'expansion des trois principales banques du pays, tout en apportant d'importantes sources de revenus, a ouvert la voie à un canal externe de transmission des risques. À fin 2015, la contribution des filiales à l'étranger atteignait 22 % du total de leurs actifs consolidés. Or, l'essentiel de l'activité internationale est situé en Afrique subsaharienne, c'est-à-dire dans des économies beaucoup plus fragiles que le Maroc.

Créances en souffrance



Graphique 18 Source : Banque centrale

Conclusion

L'économie marocaine dispose de bases solides. Les déséquilibres sont contenus, les infrastructures de bonne qualité, et le système bancaire est sophistiqué et résilient. En outre, la feuille de route est claire. Les autorités souhaitent positionner le pays comme un *hub* entre l'Europe et l'Afrique, et le développement spectaculaire de la filière automobile ne peut que les encourager à poursuivre sur cette voie. Pour autant, il reste encore beaucoup à faire pour installer la croissance économique sur une trajectoire solide et plus dynamique. Par rapport à ses pairs régionaux, la base industrielle marocaine demeure encore étroite et dans l'ensemble insuffisamment compétitive. Le niveau relativement bas de l'éducation constitue également un frein pour une économie qui doit améliorer sa productivité. Néanmoins, les autorités ont aussi démontré leur capacité à entreprendre des réformes délicates (élimination des subventions énergétiques, etc.), suscitant l'espoir que les obstacles structurels pourront être levés.

Achevé de rédiger le 3 mars 2017
stephane.alby@bnpparibas.com

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 (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER Zone euro (conjoncture et politique monétaire),France (réformes structurelles)	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Manuel NUNEZ Japon, Irlande - Projets	+33.(0)1.42.98.27.62	manuel.a.nunez@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond VAN DER PUTTEN Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik RHARRAB Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline 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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d' Asie du Nord - 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 et du Sud - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - 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
Johanna MELKA Asie, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
Alexandra WENTZINGER Chili, Uruguay, Paraguay	+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 : Mars 2017

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change