



## La dette grecque est-elle insoutenable ?

Thibault Mercier

■ Le ratio de dette publique grecque, à 175% du PIB, ne permet pas de rendre compte des multiples aménagements concédés par ses créanciers depuis 2012 pour alléger son service.

■ Surtout, la dynamique de la dette est positive. Grâce aux efforts budgétaires déployés depuis 2010 et au rebond de l'activité, la trajectoire du ratio d'endettement public est désormais inscrite à la baisse.

■ La dette publique grecque n'est donc pas insoutenable, *stricto sensu*. En revanche la charge d'intérêts représente une ponction très importante sur l'économie.

■ Une nouvelle restructuration de la dette grecque est sur les tablettes depuis novembre 2012. Elle fera partie de l'agenda politique européen de 2015, quel que soit le gouvernement grec qui émergera des élections du 25 janvier. Cela supposera nécessairement une poursuite des réformes engagées dans le pays depuis 2010.

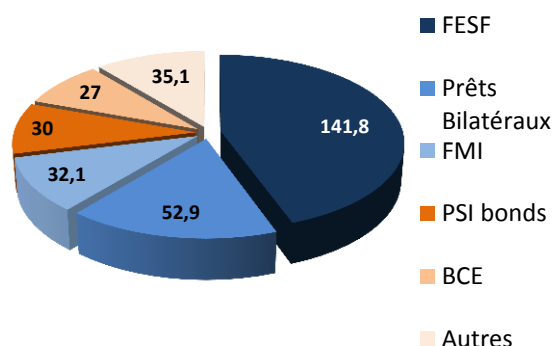
Fin 2014, la dette publique grecque représentait 175% du PIB. Ce ratio est souvent invoqué pour conclure à l'insoutenable des finances publiques grecques. Une telle « évidence » ne tombe pourtant pas sous le sens. D'une part, un ratio d'endettement peut recouvrir des réalités extrêmement diverses. Il n'est jamais qu'un élément parmi d'autres pour juger de la soutenabilité d'une dette. D'autre part, la solvabilité d'un Etat ne peut être appréhendée comme celle d'une entreprise ou d'un ménage. Parce que la durée de vie d'un Etat, comme sa capacité à augmenter ses revenus, est théoriquement illimitée, la dette publique n'a jamais besoin d'être intégralement remboursée. En revanche, son évolution doit pouvoir être maîtrisée.

### Valeur actuelle

Depuis 2010 et la mise en place du programme d'ajustement de la Troïka, la dette publique grecque rapportée au PIB n'a cessé d'augmenter. Ni les coupes drastiques dans les dépenses, ni les impôts supplémentaires, ni même l'échange de dette (*Private Sector Involvement*) conduit en mars 2012 n'auront permis de faire baisser le ratio d'endettement public. Il y a plusieurs raisons à cela. La raison première est que

### ■ Dette publique par créanciers

En EUR mds



Graphique 1

Sources: FESF, FMI, Bloomberg

l'ajustement budgétaire a provoqué une baisse considérable de l'activité. Grâce au PSI, le stock de dette (le numérateur) est plus faible aujourd'hui qu'en 2010, mais le PIB (le dénominateur) l'est encore davantage. Par ailleurs, dans un environnement économique fortement dégradé, le secteur bancaire a dû être recapitalisé par l'Etat. Ces dépenses ont été comptabilisées dans les comptes publics.

Néanmoins, malgré cette apparente dégradation, la soutenabilité de la dette publique a été considérablement améliorée. Plusieurs mesures, prises par les créanciers publics et privés, ont contribué à assouplir les conditions de son remboursement. Ainsi, l'échange de dette mené par le secteur privé en mars 2012 (le PSI) a non seulement permis l'effacement d'un peu plus de EUR 100mds<sup>1</sup> d'obligations grecques mais il s'est également traduit par de fortes réductions des taux d'intérêt et un allongement substantiel des maturités. Les premiers remboursements de capital ne commenceront qu'en 2023 et s'achèveront en 2042. De leur côté, les créanciers publics (les Etats membres de la zone euro principalement) ont également consentis des aménagements de leurs créances. Les EUR 52,9mds de prêts bilatéraux européens octroyés entre mai 2010 et décembre 2011 ont vu leurs conditions de remboursement profondément modifiées.

<sup>1</sup> Un montant qu'il convient cependant de relativiser en considérant que suite au PSI l'Etat grec a recapitalisé son secteur bancaire à hauteur de EUR 50mds.



A l'origine, les prêts portaient un taux d'intérêt supérieur de 300 points de base (pb) au taux de l'Euribor à 3 mois et les remboursements en capital s'étendaient de 2020 à 2026. A la suite de deux réaménagements (en mars 2011 et novembre 2012) le taux d'intérêt a été ramené à l'Euribor augmenté de 50pb et la durée de remboursement a été allongée de 15 ans, s'étalant de 2020 à 2041. A partir de mars 2012, l'Etat grec a reçu des prêts du FESF, pour un montant d'EUR 141,8mds. Ces derniers ont également été largement restructurés. Depuis novembre 2012, leur maturité moyenne est de 30 ans et leur taux d'intérêt est égal au coût de financement du FESF augmenté d'1pb.

Par ailleurs, il convient de noter que, depuis mars 2012, les profits (gains en capital et revenus d'intérêts) réalisés par la BCE et les banques centrales nationales sur leurs portefeuilles d'obligations grecques (EUR 27mds) sont reversés subséquemment à l'Etat grec. Cela signifie non seulement que la Grèce ne paye plus d'intérêts sur cette partie de sa dette, puisque ces derniers lui sont redistribués *ex post*, mais aussi que son stock de dette est allégé. Si la Grèce rembourse effectivement au pair les obligations que l'Eurostystème a acquis avec une décote, cette différence (i.e. le gain en capital de l'Eurostystème) lui est ensuite reversée.

En définitive, la prise en compte de ces différents éléments invite à reconsidérer le poids réel de la dette grecque. Afin de mieux l'appréhender, il peut être utile de calculer la valeur actualisée de la dette qui permet de tenir compte de l'étalement de son service dans le temps. Il est clair qu'une même quantité d'euros n'a pas la même valeur économique aujourd'hui que dans 20 ans. Pour comparer ces deux valeurs il faut tenir compte d'un facteur d'actualisation. Il s'agit du taux qui permet de transformer la valeur d'un flux futur en sa valeur d'aujourd'hui<sup>2</sup>.

Théoriquement, le taux d'actualisation des flux de remboursements futurs doit correspondre au taux d'intérêt auquel la Grèce se financerait dans des conditions normales. Les taux de marché actuels ne sont probablement pas représentatifs, car ils incorporent une forte prime de risque liée à l'incertitude politique. Nous retenons un taux d'actualisation de 5%, celui auquel la Grèce a regagné l'accès aux marchés de capitaux en avril 2014, en émettant de la dette à 5 ans pour la première fois depuis 2009. Sous cette hypothèse, la valeur actualisée des flux de dette grecque représente 93% du PIB de 2014.

### Dynamique de dette

La valeur actualisée de la dette permet de tenir compte du profil de remboursement. Elle est utile, comme dans le cas de la Grèce, pour prendre en considération les aménagements de dette qui ne sont pas reflétés dans sa valeur brute. Mais, plus fondamentalement, la solvabilité d'un Etat ne peut pas être analysée comme celle d'une entreprise ou d'un ménage. En général, un Etat ne rembourse jamais sa dette, il la refinance à

mesure que celle-ci arrive à échéance, ce qui suppose d'avoir la confiance des marchés. Ce qui importe en pratique, est que la politique budgétaire ne soit pas une fuite en avant, c'est-à-dire un financement de la dette par un jeu à la Ponzi. Bien plus que le niveau de la dette publique, c'est donc sa dynamique qui compte. Ainsi, une dette publique de 60% du PIB dont l'évolution est explosive sera moins soutenable qu'une dette publique de 120% du PIB sur une pente descendante. En règle générale, on considère qu'un ratio d'endettement est soutenable s'il est stable en moyenne. Le niveau auquel la dette est stabilisée n'est pas pour autant indifférent. Plus une dette publique est élevée et plus la charge d'intérêt est conséquente. En outre, le solde primaire (solde budgétaire hors charge d'intérêts) nécessaire à la stabilisation du ratio d'endettement sera plus important en cas de choc.

La dynamique du ratio d'endettement dépend de deux facteurs : l'écart entre le taux de croissance nominale et le taux d'intérêt implicite sur la dette<sup>3</sup> (que l'on appelle l'écart critique) et le solde primaire. Lorsque l'écart critique est négatif, l'Etat doit dégager un excédent primaire pour stabiliser le ratio d'endettement public. Lorsque l'écart critique est positif un déficit primaire n'est pas incompatible avec la stabilisation du taux d'endettement. Un excédent primaire fait alors baisser le ratio de dette.

Qu'en est-il pour la Grèce ? Sous le double effet du rebond de l'activité et de la baisse du taux d'intérêt implicite (liée aux différents réaménagements de dette), l'écart critique est redevenu positif, pour la première fois depuis 2007. Par ailleurs, l'Etat grec affiche un excédent primaire depuis 2013. Ce dernier est appelé à se renforcer dans les prochaines années, à mesure que l'écart de production (*output gap*) creusé pendant la crise se réduit. Pour 2015, la Commission Européenne prévoit un taux de croissance nominale de 3,3% et un taux d'intérêt implicite de 2,4%. L'excédent primaire est attendu à 4,1% du PIB. Grâce à cette combinaison de facteurs, le ratio de dette grecque devrait baisser d'au moins 6 points en 2015<sup>4</sup>. Cette dynamique devrait se poursuivre, et se renforcer, dans les années à venir. Toujours d'après les projections de la Commission, le ratio d'endettement grec devrait baisser de 11 points en 2016 pour atteindre 157,8% du PIB. Tant que la croissance nominale demeurera supérieure à 2,5% et que l'Etat grec maintiendra un excédent primaire, le ratio de dette publique baissera. Ces hypothèses sont-elles réalistes ? Après six ans de récession et une baisse du PIB de 25%, l'économie grecque amorce une phase de rattrapage qui devrait se traduire par des taux de croissance élevés. Le FMI prévoit une croissance nominale de 5% en moyenne entre 2016 et 2019. Toutes choses égales par ailleurs, une telle performance ira de pair avec d'importants excédents primaires. Structurellement, les soldes publics grecs sont largement excédentaires.

<sup>2</sup> Par exemple, 100 euros aujourd'hui sont parfaitement équivalents à 110 euros dans un an s'il est possible de placer 100 euros à un taux annuel de 10%.

<sup>3</sup> Le taux d'intérêt implicite est le rapport entre les paiements d'intérêts en  $t$  et le stock de dette en  $t-1$ . Il prend donc en compte la maturité des prêts en plus du taux d'intérêts.

<sup>4</sup> La Commission prévoit une baisse plus importante, de 6,7 points, du fait de recettes de privatisations que nous n'avons pas considérées ici.



## De nouveaux allègements de dettes

*Stricto sensu*, la dette publique grecque apparaît donc soutenable. Néanmoins, il est indéniable que son poids constitue un handicap très lourd pour l'économie. Même après les mesures d'allègement de dette concédées depuis 2012, la charge d'intérêt représente toujours 4% du PIB, soit environ 9% des recettes de l'Etat<sup>5</sup>. S'il ne s'agit plus d'un problème budgétaire dès lors que l'excédent primaire couvre la charge d'intérêt (ce qui sera vraisemblablement le cas en 2015), les coûts économiques sont importantes. L'Etat n'a plus les moyens d'investir dans l'avenir - ce qui pèsera à terme sur la croissance potentielle - ni de faire face à un choc inattendu. Au-delà de l'incertitude politique, ces éléments pèsent sur l'accès du pays aux marchés des capitaux et donc sa capacité à refinancer sa dette à échéance.

En novembre 2012, les chefs d'Etat et de gouvernements de la zone euro s'étaient engagés à prendre de nouvelles mesures pour soulager le fardeau de la dette grecque et ramener le ratio substantiellement sous 110% du PIB à horizon 2022<sup>6</sup>. Les négociations devaient commencer à l'été 2014 avant que les développements politiques grecs ne les ajournent.

La restructuration de la dette grecque sera à l'agenda 2015 quel que soit le gouvernement grec qui sortira des urnes le 25 janvier. De nouvelles extensions de la maturité des prêts européens (bilatéraux et du FESF) et une baisse du taux d'intérêt sur les prêts bilatéraux au coût de financement des Etats sont les options généralement envisagées. Elles auraient le potentiel de dégager encore plus l'horizon et d'accélérer le retour de la Grèce sur les marchés.

Les marges de manœuvre dégagées par une éventuelle restructuration ne sauraient être utilisées pour réorienter la politique budgétaire. La contrepartie est en effet que le prochain gouvernement grec poursuive les mesures engagées depuis 2010. Un *statu quo* budgétaire (c.a.d. pas d'austérité supplémentaire mais pas de retour en arrière) associé à une poursuite des réformes structurelles semble envisageable. Des réformes portant sur le fonctionnement de l'Etat, la lutte contre la corruption, l'amélioration de la collecte de l'impôt, l'introduction de davantage de concurrence dans les activités protégées, sont des priorités revendiquées à la fois par Syriza, Nouvelle Démocratie et la Troïka.

**Thibault Mercier**

[thibault.mercier@bnpparibas.com](mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com)

<sup>5</sup> A titre de comparaison, la charge d'intérêt atteint 2,7% du PIB en moyenne dans la zone euro, soit un peu moins de 6% des recettes budgétaires.

<sup>6</sup>[http://www.eurozone.europa.eu/media/367646/eurogroup\\_statement\\_greece\\_27\\_november\\_2012.pdf](http://www.eurozone.europa.eu/media/367646/eurogroup_statement_greece_27_november_2012.pdf)



## GROUP ECONOMIC RESEARCH

- **William DE VIJLDER** +33.(0)1.55.77.47.31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)  
 Chief Economist

## OECD COUNTRIES

- **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 [jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)  
 Head
- **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 [alexandra.estiot@bnpparibas.com](mailto:alexandra.estiot@bnpparibas.com)  
 Deputy Head - Globalization, United States, Canada
- **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
 France, Belgium, Luxembourg
- **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)  
 Public finances - European institutions
- **Clemente DE LUCIA** +33.(0)1.42.98.27.62 [clemente.delucia@bnpparibas.com](mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com)  
 Euro area, Italy - Monetary issues - Economic modelling
- **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 [thibault.mercier@bnpparibas.com](mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com)  
 Spain, Portugal, Greece, Ireland
- **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 [caroline.newhouse@bnpparibas.com](mailto:caroline.newhouse@bnpparibas.com)  
 Germany, Austria - Supervision of publications
- **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)  
 United Kingdom, Switzerland, Nordic countries - Labour
- **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)  
 Japan, Australia, Netherlands – Environment - Pensions

- **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)  
 Statistics

## BANKING ECONOMICS

- **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)  
 Head
- **Delphine CAVALIER** +33.(0)1.43.16.95.41 [delphine.cavalier@bnpparibas.com](mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com)
- **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)
- **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 [laurent.nahmias@bnpparibas.com](mailto:laurent.nahmias@bnpparibas.com)

## EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISKS

- **François FAURE** +33.(0)1.42.98.79.82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)  
 Head
- **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)  
 Deputy Head - Methodology - China, Vietnam
- **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)  
 Africa, French-speaking countries
- **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)  
 Latin America - Methodology, Turkey
- **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)  
 Africa - English and Portuguese speaking countries
- **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)  
 Middle East - Scoring
- **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 [anna.dorbec@bnpparibas.com](mailto:anna.dorbec@bnpparibas.com)  
 CIE, Hungary, Poland, Czech Republic, Slovakia
- **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)  
 Asia
- **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)  
 Asia - Capital flows
- **Ekaterina MOLODOVA** +33.(0)1.43.16.95.44 [ekaterina.molodova@bnpparibas.com](mailto:ekaterina.molodova@bnpparibas.com)  
 Russia and other CIS countries
- **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.55.77.80.60 [alexandra.wentzinger@bnpparibas.com](mailto:alexandra.wentzinger@bnpparibas.com)  
 Africa, Brazil

- **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)  
 Public Relation Officer





**OUR PUBLICATIONS**



**CONJONCTURE**  
 Structural or in the news flow, two issues analysed in depth



**EMERGING**  
 Analyses and forecasts for a selection of emerging economies



**PERSPECTIVES**  
 Analyses and forecasts for the main countries, emerging or developed



**ECOWEEK**  
 Weekly economic news and much more...



**ECOFASH**  
 Data releases, major economic events. Our detailed views...



**ECOTV**  
 In this monthly webTV, our economists make sense of economic news



**ECOTV WEEK**  
 What is the main event this week? The answer is in your two minutes of economy

The information and opinions contained in this report have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made that such information is accurate, complete or up to date and it should not be relied upon as such. This report does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any securities or other investment. Information and opinions contained in the report are published for the assistance of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by any recipient, are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein. Any reference to past performance should not be taken as an indication of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNP Paribas group company accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this report. All estimates and opinions included in this report are made as of the date of this report. Unless otherwise indicated in this report there is no intention to update this report. BNP Paribas SA and its affiliates (collectively "BNP Paribas") may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell securities of any issuer or person mentioned in this report, including a long or short position in their securities and/or options, futures or other derivative instruments based thereon. Prices, yields and other similar information included in this report are included for information purposes. Numerous factors will affect market pricing and there is no certainty that transactions could be executed at these prices. BNP Paribas, including its officers and employees may serve or have served as an officer, director or in an advisory capacity for any person mentioned in this report. BNP Paribas may, from time to time, solicit, perform or have performed investment banking, underwriting or other services (including acting as adviser, manager, underwriter or lender) within the last 12 months for any person referred to in this report. BNP Paribas may be a party to an agreement with any person relating to the production of this report. BNP Paribas, may to the extent permitted by law, have acted upon or used the information contained herein, or the research or analysis on which it was based, before its publication. BNP Paribas may receive or intend to seek compensation for investment banking services in the next three months from or in relation to any person mentioned in this report. Any person mentioned in this report may have been provided with sections of this report prior to its publication in order to verify its factual accuracy.

BNP Paribas is incorporated in France with limited liability. Registered Office 16 Boulevard des Italiens, 75009 Paris. This report was produced by a BNP Paribas group company. This report is for the use of intended recipients and may not be reproduced (in whole or in part) or delivered or transmitted to any other person without the prior written consent of BNP Paribas. By accepting this document you agree to be bound by the foregoing limitations.

**Certain countries within the European Economic Area:**

This report is solely prepared for professional clients. It is not intended for retail clients and should not be passed on to any such persons. This report has been approved for publication in the United Kingdom by BNP Paribas London Branch. BNP Paribas London Branch is authorised and supervised by the Autorité de Contrôle Prudentiel and authorised and subject to limited regulation by the Financial Services Authority. Details of the extent of our authorisation and regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

This report has been approved for publication in France by BNP Paribas SA, incorporated in France with Limited Liability and is authorised by the Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) and regulated by the Autorité des Marchés Financiers (AMF) whose head office is 16, boulevard des Italiens 75009 Paris, France.

This report is being distributed in Germany either by BNP Paribas London Branch or by BNP Paribas Niederlassung Frankfurt am Main, a branch of BNP Paribas S.A. whose head office is in Paris, France. BNP Paribas S.A. – Niederlassung Frankfurt am Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt is authorised and supervised by the Autorité de Contrôle Prudentiel and it is authorised and subject to limited regulation by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

**United States:** This report is being distributed to US persons by BNP Paribas Securities Corp., or by a subsidiary or affiliate of BNP Paribas that is not registered as a US broker-dealer to US major institutional investors only. BNP Paribas Securities Corp., a subsidiary of BNP Paribas, is a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and other principal exchanges. BNP Paribas Securities Corp. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-U.S. affiliate only when distributed to U.S. persons by BNP Paribas Securities Corp.

**Japan:** This report is being distributed to Japanese based firms by BNP Paribas Securities (Japan) Limited or by a subsidiary or affiliate of BNP Paribas not registered as a financial instruments firm in Japan, to certain financial institutions defined by article 17-3, item 1 of the Financial Instruments and Exchange Law Enforcement Order. BNP Paribas Securities (Japan) Limited is a financial instruments firm registered according to the Financial Instruments and Exchange Law of Japan and a member of the Japan Securities Dealers Association and the Financial Futures Association of Japan. BNP Paribas Securities (Japan) Limited accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-Japan affiliate only when distributed to Japanese based firms by BNP Paribas Securities (Japan) Limited. Some of the foreign securities stated on this report are not disclosed according to the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

**Hong Kong:** This report is being distributed in Hong Kong by BNP Paribas Hong Kong Branch, a branch of BNP Paribas whose head office is in Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch is registered as a Licensed Bank under the Banking Ordinance and regulated by the Hong Kong Monetary Authority. BNP Paribas Hong Kong Branch is also a Registered Institution regulated by the Securities and Futures Commission for the conduct of Regulated Activity Types 1, 4 and 6 under the Securities and Futures Ordinance.

**Some or all the information reported in this document may already have been published on <https://globalmarkets.bnpparibas.com>**

© BNP Paribas (2014). All rights reserved.

To receive our publications, please subscribe on our website. You can read and watch our analyses on EcoNews, our iPad and Android application.



<http://economic-research.bnpparibas.com>

