



Flash Recherche

N°15-8/// 29 janvier 2015

Grèce : et maintenant ?

Thibault Mercier

■ **Vainqueur des élections législatives, Syriza a formé un gouvernement de coalition avec les souverainistes d'ANEL. L'objectif affiché est d'effacer une partie des dettes et de réorienter complètement la politique économique.**

■ **Les marges de manœuvre sont très minces. Les Etats créanciers excluent toute perte en capital. Par ailleurs, une éventuelle renégociation des termes de leurs créances serait conditionnée à une stricte adhésion au programme de la Troïka.**

■ **En réalité, la priorité du nouveau gouvernement grec sera d'obtenir le déblocage des tranches d'aide en suspens. Les contraintes de liquidité pourraient rapidement étouffer l'économie.**

■ **Les intérêts de la Grèce et de ses créanciers vont dans le sens du compromis. Un terrain d'entente portant sur un statu quo budgétaire et des réformes clés est envisageable.**

Le parti de la gauche radicale Syriza est sorti vainqueur des urnes le 25 janvier manquant la majorité absolue de seulement deux sièges. Une alliance avec le parti de droite, souverainiste, ANEL (les Grecs Indépendants) a rapidement été formée. Diamétralement opposées sur l'échiquier politique, les deux formations se rejoignent sur le rejet de l'austérité et la volonté de restructurer la dette publique. Les négociations à venir avec la Troïka et les Etats membres de la zone euro s'annoncent donc plus tendues que ce qu'une alliance entre Syriza et un parti plus modéré n'aurait suggéré. Nous revenons dans cet article sur les défis qui s'annoncent pour le nouveau gouvernement grec. Quelles sont ses marges de manœuvres pour appliquer son programme et réorienter la politique économique ? Qu'attendre des négociations sur la dette publique grecque ? Quels sont les enjeux pour l'économie grecque ?

Le calendrier

La première tâche du gouvernement nouvellement formé sera de faire élire un Président de la République. Rappelons que c'est l'échec du précédent gouvernement à cet exercice qui avait provoqué la dissolution de l'assemblée et les élections

législatives anticipées. La tâche s'annonce cependant moins ardue pour la coalition Syriza-ANEL. Si une majorité des trois-cinquièmes (180 députés sur 300) est toujours requise au premier tour, elle tombe à la majorité simple (151 députés) en cas de deuxième tour et à la majorité relative dans l'hypothèse d'un troisième et dernier tour. Le calendrier est déjà fixé. Le nouveau Parlement se rassemble le 5 février, le lendemain aura lieu le premier tour de l'élection présidentielle, suivi (si besoin) d'un deuxième tour le 12 février et d'un troisième tour le 18 février. Le gouvernement Syriza-ANEL pouvant compter sur au moins 162 députés (149 de Syriza et 13 d'ANEL), le nouvel exécutif devrait être opérationnel au plus tard le 12 février, c'est-à-dire précisément le jour du prochain sommet de l'Union Européenne. Le calendrier est toutefois serré, l'extension du programme d'aide octroyée fin décembre se terminant le 28 février un nouveau délai semble d'ores et déjà nécessaire. Il devra être demandé par le gouvernement grec et sera vraisemblablement accordé lors de la réunion mensuelle des ministres de la zone euro (Eurogroupe) du 16 février. Faute de programme, les banques grecques n'auraient plus accès aux opérations de refinancement de la BCE (voir *infra*).

Le programme économique de Syriza

Le programme économique de Syriza repose sur trois piliers :

- Le traitement de la crise humanitaire. Concrètement, il s'agit d'un vaste programme de dépenses sociales à destination principalement de 300 000 ménages vivant en dessous du seuil de pauvreté. Il comprend la prise en charge des dépenses d'électricité, des allègements fiscaux pour le fuel domestique, des subventions pour l'alimentation, la diminution du prix des transports, la restauration du 13^{ème} mois pour les pensions les plus modestes (inférieurs à EUR 700) et l'augmentation du SMIC de EUR 580 à 751.
- Le redémarrage de l'économie. Ce volet comprend la suppression des taxes foncières, le relèvement du seuil de revenus imposables pour les particuliers (de 5000 à 12 000 euros) et la création d'une nouvelle banque d'investissement.
- L'emploi. Il s'agit de créer 300 000 postes dans le secteur public et le secteur privé ainsi que de revenir sur les mesures de flexibilisation du marché du travail décidées depuis 2012.

Dans l'ensemble, le coût du programme économique est estimé à EUR 13,5mds par Syriza. Son financement repose sur la lutte contre l'évasion fiscale, la réorientation des fonds structurels européens et l'effacement d'une partie de la dette du pays détenue par ses partenaires européens.

Quelles marges de manœuvres ?

C'est évidemment sur le sujet de la dette que risquent de buter les discussions entre la Grèce et ses partenaires créanciers européens. Des allègements de dette sont possibles, il y en a eu par le passé et de nouveaux sont envisagés depuis fin 2012. Mais au moins deux points font l'objet de dissensions. Le premier porte sur la nature d'éventuelles concessions. Syriza souhaite d'abord obtenir un moratoire sur le service de la dette en 2015 puis, surtout, l'effacement de 30% à 50% des prêts européens avant d'indexer le paiement du reliquat sur les performances de l'économie. De leur côté, les Etats européens ne semblent pas fermés à l'idée d'un nouvel aménagement des conditions de remboursement de leurs créances (extension des maturités principalement) mais ils excluent catégoriquement toute perte en capital, que ce soit sur les prêts bilatéraux (EUR 52,9mds) ou ceux octroyés *via* le FESF (EUR 141,8mds). Les précautions prises par la Banque Centrale Européenne, sous la pression de certains Etats, pour réduire *a minima* la mutualisation des risques dans son programme d'achats d'actifs sont, à ce titre, particulièrement éclairantes. Le second point de conflit potentiel concerne la conditionnalité d'un nouvel allègement de dette. A l'instar des prêts officiels, des réaménagements de créances européennes ne sauraient être octroyés qu'en contrepartie de la réalisation d'objectifs budgétaires et la mise en œuvre de réformes. En aucun cas, ils ne pourraient être utilisés pour réorienter la politique budgétaire et revenir sur les ajustements réalisés depuis 2010.

Ces deux points sont fondamentaux. Ils sont par ailleurs largement indissociables. L'opposition à tout effacement de dette renvoie à l'absence de consensus autour de la création d'une « union budgétaire » en zone euro. A cette intégration « par le haut » est préférée une harmonisation des économies européennes par la mise en œuvre de réformes communes censées rapprocher le fonctionnement des marchés du travail, des biens et des services, des systèmes fiscaux et sociaux à travers l'Union. Dans ce schéma « décentralisé », l'intégration économique vient de la similarité des politiques économiques menées. Une solidarité financière est organisée mais elle est conditionnelle, la stabilité de la zone reposant *in fine* sur la rigueur budgétaire et la transformation des structures économiques des Etats membres vers un modèle commun¹.

C'est bien plus que de la dette grecque dont il sera question dans les négociations à venir. En l'état, il semble très improbable qu'un changement radical dans le fonctionnement de l'Union Economique et Monétaire soit envisageable. Une telle évolution requerrait probablement un approfondissement de l'intégration politique en zone euro, un saut fédéral dont les

conditions ne sont aujourd'hui pas réunies. Pour les gouvernements des pays créanciers il est aussi question de leur popularité (voir de leur crédibilité) aux yeux d'opinions publiques souvent réticentes à l'idée de transferts budgétaires. L'idée de créer un « précédent » semble exclue.

En définitive, les marges de manœuvre du nouveau gouvernement grec apparaissent très minces. Sauf à tabler sur d'importantes recettes budgétaires nées de la lutte contre l'évasion fiscale, le changement de cap promis par Syriza devrait atterrir sur l'absence de financement de la part des bailleurs de fonds officiels. Une telle issue ne manquera certainement pas de tester la solidité de l'alliance *a priori* contre nature (ou de circonstance) entre Syriza et ANEL.

Une dette déjà soutenable

Contrairement à une idée répandue, l'effacement d'une partie des prêts officiels n'est pas nécessaire pour rétablir la soutenabilité des finances publiques grecques. Comme nous l'avons déjà évoqué², le ratio d'endettement public n'est qu'un élément parmi d'autres pour juger de la soutenabilité de la dette. Dans le cas de la Grèce, le ratio d'endettement public, à 175% du PIB, ne permet pas de rendre compte des multiples aménagements concédés par les créanciers (publics et privés) afin d'alléger son service. Ainsi, la maturité moyenne de la dette grecque est désormais d'environ 16 ans et le taux d'intérêt implicite de 2,4%. Par ailleurs, ces derniers éléments ne tiennent pas compte des nombreux moratoires dont bénéficient déjà l'Etat grec : jusqu'en 2020, ce dernier ne devra s'acquitter que du remboursement des prêts du FMI, du paiement d'intérêts faibles aux créanciers privés ayant participé à l'échange de dette de 2012³ et du paiement d'intérêts extrêmement faibles sur les prêts bilatéraux (le taux d'intérêt est égal à Euribor +50pb, soit aujourd'hui 0,56%). Il devra aussi rembourser les obligations détenues par la BCE. Ce dernier point mérite également une observation. 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 subséquentement 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'Eurosysteme a acquis avec une décote, cette différence (i.e. le gain en capital de l'Eurosysteme) lui est ensuite reversée.

La conséquence de ces divers arrangements est que la charge réelle de la dette est déjà considérablement allégée. En tenant compte de la redistribution des profits de la BCE et du moratoire sur les paiements d'intérêts au FESF, celle-ci ne représente plus qu'environ 2,5% du PIB, soit un niveau très

² Voir EcoFlash, « La dette grecque est-elle soutenable ? », 23 janvier 2014

³ Dans le cadre du Private Sector Involvement, les créanciers privés ont accepté, en plus d'une réduction du nominale et d'un allongement substantiel des maturités, des baisses importantes de taux d'intérêt : 2% entre 2013 et 2015 (3 coupons), 3% entre 2016 et 2020 (5 coupons), 3,65 % en 2021 (1 coupon), 4,30% entre 2022 et 2042 (21 coupons)

¹ Pour plus de détails, voir F. Cerisier « Union budgétaire ? Le champs des possibles », *Conjoncture*, BNPP, Avril 2014



proche de la moyenne de la zone euro et bien inférieur aux autres pays périphériques.

La liquidité est la priorité

Au-delà de considérations politiques, le gouvernement grec est contraint par la liquidité. Privé d'accès aux marchés des capitaux internationaux (les taux d'intérêt sont encore à des niveaux prohibitifs), il n'a pas les moyens de financer des dépenses supplémentaires et de refinancer sa dette. En 2015, l'Etat devra faire face au remboursement d'environ EUR 9mds de prêts au FMI, dont EUR 2,3mds en février-mars, et EUR 6,7mds d'obligations détenues par la BCE en juillet-août (EUR 3,5mds en juillet et EUR 3,2mds en août). A cela s'ajoutent EUR 15mds d'obligations de court terme (T-Bills) détenues par le secteur bancaire, qui devront aussi être refinancées.

Par ailleurs, les dernières informations font état d'une sous performance des recettes budgétaires début 2015 par rapport aux objectifs. Le programme de Syriza incluant la suppression de certains impôts, à commencer par la taxe foncière, il est possible que certains ménages se soient soustraits au paiement de cet impôt, prévu en fin d'année, dans la perspective d'une victoire de la gauche radicale. Cela pourrait entamer l'excédent primaire et accroître encore davantage la pression sur le gouvernement grec.

Les contraintes de liquidités du gouvernement sont étroitement liées aux contraintes de financement du secteur bancaire grec. Hormis les prêts officiels, la seule source de financement extérieur provient de la capacité d'absorption du papier grec par le secteur bancaire national. Cette dernière est directement fonction de l'accès des banques grecs aux opérations de refinancement de la BCE ou, exceptionnellement, aux opérations dites ELA (*Emergency Liquidity Assistance*)⁴.

L'éligibilité des actifs grecs apportés en collatéraux dans les opérations de refinancement de la BCE tient à la dérogation à la règle de notation minimum dont ils bénéficient tant que l'Etat grec est sous un programme UE-FMI. Une rupture des relations avec les créanciers s'accompagnerait rapidement d'un assèchement des liquidités en euros dans l'économie. Les banques grecques n'auraient plus accès aux opérations de politique monétaires de la BCE et une limite aux opérations ELA serait probablement fixée alors que les fuites de capitaux s'intensifieraient. L'économie replongerait probablement en récession. L'Etat grec, privé de ressources, serait mis en défaut vis-à-vis de ses créanciers extérieurs mais aussi, parce que l'excédent primaire ne résisterait pas au retour en récession, vis-à-vis des fonctionnaires et des retraités.

Avant d'aborder le sujet de la dette, il s'agira donc, dans un premier temps, pour le gouvernement grec d'obtenir le déblocage des tranches d'aide en suspens. Une tranche de EUR 1,8 mds du FESF et une de EUR 3,5mds du FMI ont été retenues. A cela s'ajoutent EUR 1,9mds provenant de la BCE au titre des profits réalisés sur son portefeuille de dette grecque (voir *supra*). Au total, ce sont EUR 7,2mds de financement qui permettraient à l'Etat de faire face à ses échéances de court terme. Cela permettrait aussi de desserrer

⁴ Les opérations ELA prévoient la fourniture de liquidité d'urgence par les banques centrales nationales à des établissements de crédit solvables mais faisant face à des difficultés de liquidité temporaires. Ces opérations sont encadrées par la BCE qui peut les limiter en cas d'interférence avec les objectifs et les missions de l'Eurosystème.

l'étau autour du financement du secteur bancaire grec, donc de l'Etat. A ces questions de liquidité succéderont immédiatement celles relatives à l'après programme. Une ligne de précaution reste l'issue la plus probable. En offrant un filet de sécurité à l'Etat grec, elle rendrait possible son retour sur les marchés financiers. Ce dernier serait encore facilité par la possibilité laissée ouverte par la BCE d'inclure la Grèce dans son programme d'achat d'actifs à la double condition que le pays respecte les conditions d'un programme d'ajustement et que l'encours d'obligations détenues soit inférieur à 33% du stock. La première condition serait vraisemblablement satisfaite par un programme de précaution de type ECCL, un programme conditionnel moins contraignant que celui actuellement en cours en Grèce. La seconde condition devrait être remplie en juillet lorsque l'Etat grec remboursera la tombée de dette de EUR 3,5mds détenue par la BCE.

Enfin, de nouveaux aménagements de dette, sous la forme de nouvelles extensions de la maturité des prêts européens (bilatéraux et du FESF) et d'une baisse du taux d'intérêt sur les prêts bilatéraux ne sont pas à exclure non plus. Mais ils viendront, nécessairement, en contrepartie d'avancées dans les réformes prônées par la Troïka.

Un compromis difficile, mais possible

Evidemment, ces développements supposent que la Grèce et ses créanciers trouvent un terrain d'entente. Comme nous l'avons déjà exposé précédemment⁵, les intérêts des deux parties vont dans le sens du compromis. Le maintien de la Grèce dans zone euro passe par la continuation du programme d'ajustement. Du côté des créanciers, une sortie de la Grèce de l'Union Monétaire serait très coûteuse, financièrement mais aussi politiquement. Une période de difficiles négociations devrait s'ouvrir, probablement ponctuée de pics de tension. Les lignes de clivage devraient toutefois s'assouplir à mesure que les contraintes de liquidité pèseront sur le gouvernement grec. Une solution politiquement acceptable où les concessions côté grec seraient accompagnées d'une certaine flexibilité dans les contreparties de l'aide financière est possible. Le gouvernement grec devra nécessairement revenir sur un certain nombre de mesures promises, notamment celles qui impliquent un retour en arrière. Mais un statu quo budgétaire est envisageable. Le solde public primaire grec est jusqu'à présent excédentaire. Du côté de la Troïka, les lignes bougent. L'austérité prônée au début de la crise a montré ses limites. Le FMI et la Commission Européenne s'accordent sur la nécessité de ne pas étouffer la reprise et de mettre davantage l'accent sur les réformes de structure. Les principaux chantiers grecs sont clairement identifiés : la lutte contre la corruption et l'évasion fiscale, l'amélioration de la collecte de l'impôt et du fonctionnement de l'appareil étatique, l'introduction de davantage de concurrence dans les activités protégées, la diminution des rentes excessives. Ce sont, aussi, les priorités de Syriza.

Thibault Mercier

thibault.mercier@bnpparibas.com

⁵ Voir *ecoweek* du 09/01/14 «Grèce : l'exercice de l'Etat »



GROUP ECONOMIC RESEARCH

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

OECD COUNTRIES

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

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

BANKING ECONOMICS

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

EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISKS

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

- **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 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>

