

Autriche, portrait économique

Caroline Newhouse

L'expansion vigoureuse de l'Autriche des décennies 1990 et 2000 est en grande partie attribuable à une combinaison assez unique de facteurs favorables. Petit pays très ouvert sur l'extérieur, elle a largement bénéficié de son entrée dans l'Union européenne et de son adhésion à la zone euro. Toutefois, elle fait face aujourd'hui à de nombreux défis et se doit de poursuivre ses efforts dans la voie des réformes structurelles pour relever son niveau de croissance potentielle et respecter ses engagements européens.

Puissance impériale et phare de la culture européenne au début du vingtième siècle, avec ses nombreux peintres, écrivains, économistes et savants, l'Autriche est aujourd'hui un très petit pays, du moins au regard de sa superficie (à peine 2% de la surface totale de l'Union Européenne à 28, contre plus de 12% pour la France, ce qui la place au 115^{ème} rang mondial). Elle reste, en revanche, relativement importante d'un point de vue économique. Son PIB représente 0,4% de la richesse mondiale, ce qui la classait, en 2013, à la 47^{ème} place (au niveau de Hong Kong). Rapporté au nombre d'habitants (plus de huit millions), l'Autriche occupe même le treizième rang des pays les plus riches au monde, la cinquième place dans l'Union européenne à 28 et la quatrième dans la zone euro, derrière le Luxembourg, l'Irlande et les Pays-Bas (cf. graphique 1).

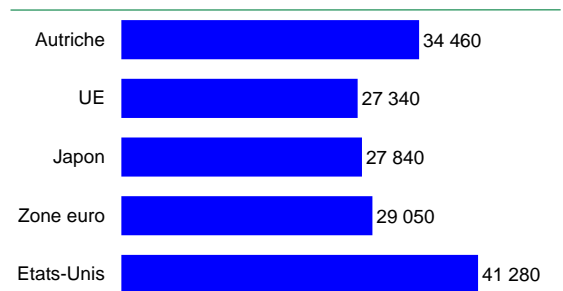
Ouverte au commerce et aux réformes...

Depuis 1995, date de son adhésion à l'Union européenne, l'Autriche a connu une croissance annuelle moyenne supérieure de 0,4 point de pourcentage (pp) à celle de la zone euro (cf. graphique 2). En outre, la comparaison avec son voisin allemand lui a été très favorable sur la période (0,52 pp en moyenne). Profitable, l'appartenance à l'UE a pourtant mis du temps à se décider.

Une entrée tardive dans l'Union européenne...

En raison de sa proximité géographique et de son histoire commune avec les pays ayant fait partie de l'empire austro-hongrois (Bosnie, Croatie, Hongrie,

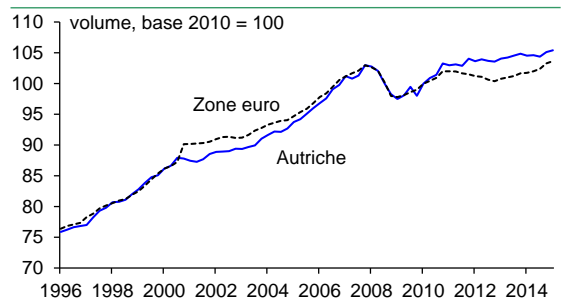
PIB par habitant en euros, PPA, en 2014



Graphique 1

Source : Ameco

PIB



Graphique 2

Source : Eurostat

Serbie, Slovaquie, Slovénie, Tchéquie, provinces polonaises et roumaines), l'Autriche opte en effet, après la seconde guerre mondiale, pour la neutralité politico-militaire. Cette dernière est une conséquence directe de la signature du Traité d'État autrichien (Staatsvertrag!) le 15 mai 1955 à Vienne. L'Autriche



décide ainsi de ne pas faire partie de l'OTAN et de rester à l'écart de la construction communautaire. Elle préfère adhérer à l'AELE (Association européenne de libre-échange) dont elle est membre de 1960 à 1995. A la suite de la chute du mur de Berlin et de la disparition de l'Union soviétique au début des années quatre-vingt-dix, plus rien ne s'oppose toutefois à l'intégration de l'Autriche à l'UE, d'autant que la création de l'EEE (Espace économique européen) en 1991 étend les règles du marché commun aux pays de l'AELE. L'Autriche dépose sa candidature auprès de l'Union européenne en 1989. Les négociations commencent en février 1993 et aboutissent à la signature officielle du traité d'accession en juin 1994, après l'organisation d'un référendum où le « oui » l'emporte avec 66,6% des suffrages. L'adhésion est effective au 1er janvier 1995. L'Autriche fait ainsi partie de la quatrième vague d'adhésion à l'UE². Le pays conserve, néanmoins, sa neutralité militaire et ne fait toujours pas partie de l'OTAN.

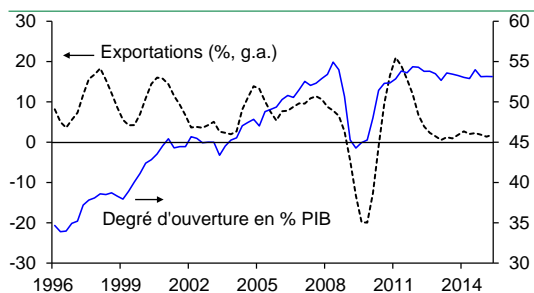
...qui a cependant profité à l'économie

Si l'Autriche a clairement tiré bénéfice de son ouverture croissante à l'international, elle s'est aussi réformée de l'intérieur (cf. infra). Aussi les effets directs de l'appartenance à l'UE ou de l'élargissement de celle-ci aux PECO (partenaires commerciaux historiques de l'Autriche...) sont-ils difficiles à isoler. Les travaux de Fritz Breuss³ tentent néanmoins d'en faire l'estimation. Selon lui, les effets de l'intégration de l'Autriche à l'UEM représentent 0,5 pp du PIB par an sur une période de dix ans. Par ailleurs, Breuss⁴ a mené une étude comparative entre la Finlande, l'Autriche et la Suède, ayant toutes trois accédé en 1995 à l'UE. Ses conclusions montrent que les trois pays ont bénéficié de leur appartenance à l'UE, eu égard à leur performance économique, depuis 1995. La Finlande apparaît comme la grande gagnante, avec une croissance annuelle du PIB supérieure de 0,8 point de pourcentage depuis 1995 comparativement à la période 1988 à 1995, suivie de l'Autriche (0,4 pp) et de la Suède (0,3 pp). Dans les trois pays, l'inflation a ralenti pour converger vers le niveau européen. Breuss montre en particulier que la croissance autrichienne a été affectée négativement par la faible

croissance enregistrée en Allemagne, au début des années 2000, en dépit de l'importance grandissante que prenaient les marchés de l'Europe centrale et orientale, bon nombre d'entreprises autrichiennes assurant la sous-traitance du secteur manufacturier allemand, en particulier dans l'automobile et l'électronique.

Alors que les échanges avec l'UE stagnaient avant 1995, l'adhésion à l'UE puis à l'UEM les a fortement renforcés. Le commerce extérieur s'est nettement développé. Le degré d'ouverture de l'Autriche a augmenté de 34% en 1996 à plus de 50% en 2014 (cf. graphique 3). Ses échanges demeurent toutefois très concentrés sur l'Union européenne, l'Allemagne restant son principal partenaire commercial. En 2014, près de 70% des exportations autrichiennes étaient à destination des pays de l'UE, près de la moitié à destination de la zone euro et 30% vers l'Allemagne.

Commerce extérieur



Graphique 3

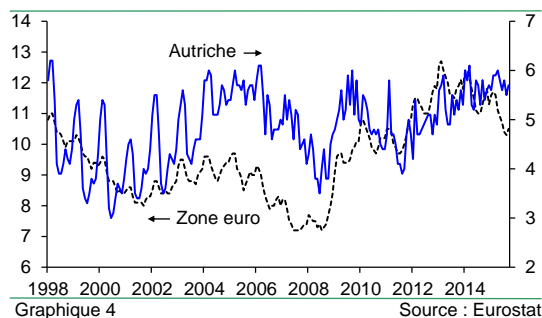
Source : Statistics Austria

Un marché du travail libéralisé

L'Autriche a relativement bien passé la crise économique et financière de 2009. Le PIB autrichien s'est contracté de « seulement » 3,7%, à comparer avec une chute de plus de 5,5% en Allemagne et de 4,9% dans la zone euro. En outre, le PIB a retrouvé son niveau d'avant crise dès le deuxième trimestre (T2) 2011, alors que dans la zone euro il a fallu attendre le T4 2014. Le marché du travail a plutôt bien résisté. Même si le taux de chômage reste, à ce jour, proche d'un plus haut

historique national, il est encore deux fois inférieur à celui de la zone euro. En 2009, le taux harmonisé, calculé par Eurostat, a bondi de plus de un point à 5,9% pour reculer dès l'année suivante à 4,8%. Dans la zone euro, le repli du taux de chômage n'a commencé que début 2013, après avoir atteint en février de cette année un pic historique à 12,7% (cf. graphique 4).

Taux de chômage, non cvs



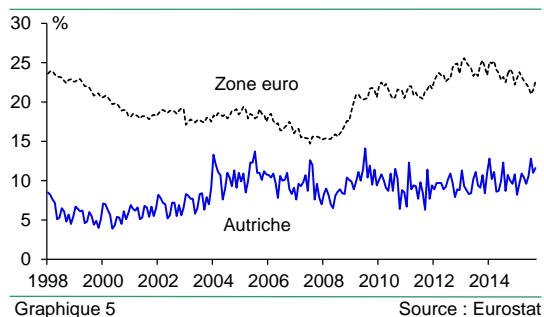
Le système de « flexisécurité » autrichien explique en partie ces bonnes performances. En effet, les entreprises ont eu recours à la baisse des heures travaillées pendant la crise pour maintenir leurs effectifs. L'emploi a reculé de 1,5% g.a. en 2009 et a commencé à se redresser dès l'année suivante (0,6% en 2010). Il a ainsi retrouvé le niveau de 2008 en 2011. Dans ce contexte, le taux de chômage est resté proche de ses plus bas historiques. En septembre 2009, il a franchi la barre des 5% avant de reculer à nouveau, et de se retrouver sous 4% en juillet 2011. Depuis, il a repris une pente ascendante et a atteint en août dernier un plus haut depuis 1995 (5,7%). Toutefois cela place l'Autriche à un niveau bien inférieur à celui de la zone euro (11%) et à l'Allemagne (6,4%).

Le système autrichien de « flexisécurité » date du début des années 2000. Dès 2002, les entreprises ont obtenu des facilités pour licencier (absence de justification préalable, allègement des indemnités de licenciement, etc.). En 2007, le gouvernement de coalition a introduit une série de nouvelles mesures

visant à libéraliser encore un peu plus le marché du travail. La loi « Marché du travail 2009 » généralise le recours au chômage partiel, à la retraite progressive (qui permet de continuer de travailler à temps partiel tout en commençant à percevoir une fraction de sa retraite de base et complémentaire) et au congé de formation. Pour gagner en flexibilité, de nouvelles formes de contrat de travail ont vu le jour, comme les emplois à temps partiel ou encore les accords de suspension avec promesse de réembauche. La mobilité des Autrichiens est particulièrement élevée, puisque la moitié d'entre eux changent d'emploi au moins une fois par an.

Par ailleurs, l'agence autrichienne pour l'emploi dispose d'un budget conséquent pour mettre en œuvre une politique active de retour à l'emploi et augmenter le taux de participation de certaines catégories de personnes, en particulier les jeunes, les femmes et les personnes de plus de 55 ans. A cet égard, l'Autriche fait figure de modèle en matière d'emploi des jeunes en Europe, avec un taux de chômage des 15 - 24 ans de 10,3% en 2014 contre près du double en moyenne dans l'UE à 28 (cf. graphique 5). Notons que le système d'apprentissage repose, en Autriche, sur une étroite collaboration entre l'agence pour l'emploi qui répertorie les demandes d'apprentis de la part des entreprises et le système scolaire qui lui envoie les élèves « décrocheurs », de sorte qu'environ 40 % des jeunes Autrichiens âgés de 15 ans choisissent l'apprentissage à l'issue de leur scolarité obligatoire.

Taux de chômage des moins de 25 ans



Par ailleurs, l'agence pour l'emploi est aussi chargée de mettre en œuvre une politique dite passive de traitement social du chômage (allocations chômage etc...). Ces mesures continuent de représenter environ 65% des dépenses publiques consacrées au marché du travail. Mais la courte durée de la couverture chômage (versée en moyenne pendant seulement six mois) et le niveau peu élevé d'indemnisation (55 % du salaire net) relèvent, là aussi, d'une volonté de l'Etat d'inciter les chômeurs à chercher activement un emploi. De fait, la durée moyenne de chômage est courte (97 jours en 2014) et la part des chômeurs de longue durée est faible, 25%, contre plus de 45% dans l'UE-28.

Faible dans l'absolu, le taux de chômage autrichien pourrait remonter un peu dans les mois et trimestres à venir, en raison, notamment, d'une pression plus forte de la population active. Sous l'effet de la réforme des retraites qui relève l'âge effectif de sortie de la vie active et de la hausse de la participation des femmes au marché du travail, la population active a augmenté de près de trois points de pourcentage entre 2000 et 2014 (de 68,3% à 71,1%). La progression a été particulièrement marquée pour la tranche d'âge 55 - 64 ans (de 28,3% à 45,1%). En outre, l'arrivée des demandeurs d'asile (voir infra) pose la question de l'intégration de cette main d'œuvre jeune, ne parlant pas allemand et qui, au moins en partie, est faiblement qualifiée. De fait, en 2013, le taux de chômage des personnes ne disposant pas d'un diplôme de l'enseignement secondaire (8,4%) était supérieur de plus de trois points au taux moyen (5,4%) et près de trois fois plus élevé que celui de la population disposant d'un diplôme universitaire (3,1%).

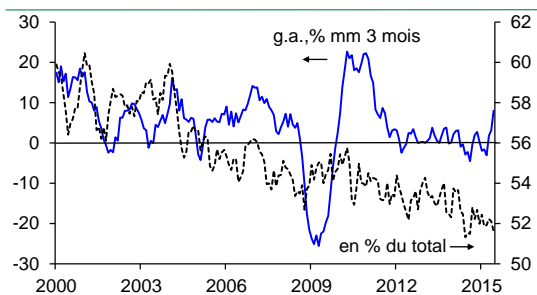
Des perspectives d'activité en demi-teinte

Depuis 2014, le « bon élève » autrichien enregistre quelques contre-performances. Sa croissance est inférieure à celle de la zone euro (+0,4% contre +0,9% respectivement), et l'écart devrait, à court terme, se maintenir.

Raison principale, les exportateurs autrichiens ont tendance à perdre des parts de marché (cf. graphique 6), y compris sur leurs places

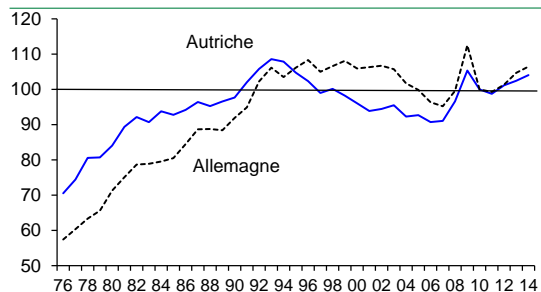
traditionnellement fortes. Les ventes vers l'Allemagne (environ 30% des exportations de l'Autriche) sont, ainsi, directement concurrencées par les produits en provenance des pays d'Europe de l'Est, en particulier sur les marchés des pièces détachées automobiles. La compétitivité des produits autrichiens a baissé depuis la crise. Les gains de productivité ont reculé, pesant sur les coûts unitaires salariaux (cf. graphique 7) dans un marché du travail proche du plein emploi. La compétitivité prix des produits autrichiens a, de ce fait, souffert du niveau relativement élevé de l'inflation (graphique 8). Les hausses de tarifs dans le secteur des services (en particulier hôtels et restaurants) ainsi que le relèvement des taxes indirectes expliquent en partie ce différentiel défavorable à l'Autriche.

Exportations vers la zone euro



Graphique 6 Source : Eurostat

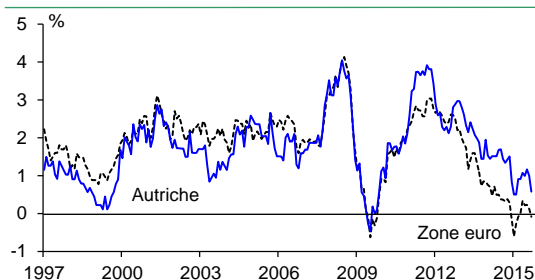
Coûts salariaux unitaires Industrie hors construction, base 2010 = 100



Graphique 7 Source : Ameco



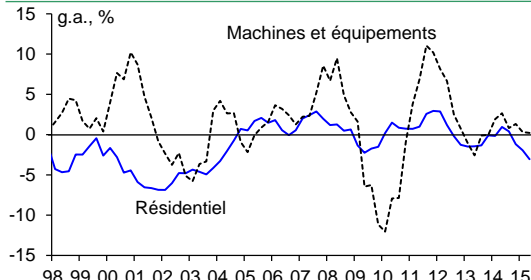
Inflation



Graphique 8

Sources : Eurostat, Statistics Austria

Investissement privé



Graphique 9

Source : Statistics Austria

La croissance est essentiellement soutenue par la demande interne, en ligne avec l'effet positif de la baisse des prix du pétrole sur le revenu disponible des ménages et les marges des entreprises. En outre, les crédits d'impôts accordés aux bas et moyens revenus, pour un montant total de EUR 5 mds, représentent une hausse de 2,5% du revenu disponible des ménages. Par ailleurs, ces derniers restent très sensibles à une hausse des taux d'intérêt, dans la mesure où ils détiennent encore une part importante d'emprunts immobiliers à taux variable. Ils devraient, par conséquent, en partie épargner ce surcroît de revenu disponible plutôt que le consommer.

Enfin, l'investissement des entreprises, en particulier celui en biens et équipement, devrait se redresser progressivement à mesure que les incertitudes reculent. A la faveur de la hausse de la demande de logements dans un environnement monétaire et financier toujours très favorable, l'investissement résidentiel devrait lui aussi accélérer (cf. graphique 9). A cet égard, les dépenses publiques d'investissement dans le secteur de la construction devraient augmenter pour répondre aux besoins en logements sociaux et en capacités de premier accueil pour les réfugiés.

Des handicaps persistants

Un système bancaire encore fragile

Comme d'autres petites économies très ouvertes sur l'extérieur, l'Autriche dispose d'un système bancaire important eu égard à la taille de son économie, équivalant à trois fois le PIB national. Il exerce principalement une activité classique d'intermédiation bancaire. Ainsi, le ratio agrégé des crédits bancaires rapportés à l'actif total du système bancaire était égal à 63% en juin 2014 contre 45,5% en moyenne pour l'UE à 15.

Le système bancaire autrichien

Le système bancaire autrichien est un système bancaire universel. Les établissements de crédit sont en principe en mesure de proposer toutes les formes d'opérations financières et de crédit. L'Autriche dispose de l'un des réseaux bancaires les plus denses d'Europe. En 2009, plus de 850 établissements de crédit géraient un total de plus de 4 000 guichets.

Les établissements de crédit sous licence et/ou implantés en Autriche par le biais de succursales sont principalement divisés en cinq secteurs en fonction de leur forme juridique et de leur concentration sur des segments de clientèle spécifiques :

- Banques commerciales
- Caisses d'épargne
- Banques de crédit agricole
- Banques coopératives de crédit
- Banques de crédit hypothécaire

Après la chute du mur de Berlin, les activités financières du secteur bancaire autrichien se sont développées rapidement dans les pays d'Europe centrale et orientale, notamment à partir de l'adhésion de dix nouveaux membres (Chypre, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la Slovaquie et la Slovénie) à l'Union européenne en 2004. En 2003, les actifs bancaires détenus par les banques autrichiennes dans les PECO4 (i.e. la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la République slovaque) représentaient moins de 10% du PIB autrichien. En 2009, ils étaient proches de 40%. La valeur de ce portefeuille de créances internationales, dont une part importante était libellée en devises étrangères (en 2012, 25% de l'ensemble des crédits accordés aux ménages était encore libellé en devises, principalement en franc suisse), a été fortement affectée par la crise économique et financière mondiale de 2007-2008. Les autorités publiques ont été amenées à intervenir, nationalisant totalement ou partiellement plusieurs établissements (KommunalKredit Austria en novembre 2008, Hypo Group Alpe Adria en décembre 2009, Erste Bank en 2008 et l'Österreichische Volksbanken, l'ÖVAG, l'organisation faîtière du secteur des banques coopératives autrichiennes en 2009). L'une des réponses à la crise a, en outre, consisté à renforcer la supervision bancaire, au niveau européen mais aussi autrichien.

Aujourd'hui les banques autrichiennes restent fortement exposées à l'Europe centrale et orientale (34,7% du PIB en 2014). Toutefois, la capitalisation du secteur bancaire a continué de s'améliorer en 2014. Cinq des six principaux établissements de crédit ont passé avec succès l'évaluation complète (revue de la qualité des actifs et stress tests) effectuée par la BCE et l'EBA en 2014. Leur ratio agrégé de capital CET1 était de 11,8% fin 2014. Seule l'ÖVAG a échoué aux tests de la BCE. Depuis lors, la restructuration d'ÖVAG et de Hypo Group Alpe Adria (HGAA) a nettement progressé. Le Conseil autrichien de stabilité des marchés financiers (FMSB) a décidé d'imposer des coussins supplémentaires de capital aux onze plus grands établissements, à hauteur de 2%, pour les quatre premiers (Erste Group Bank, Raiffeisen

Zentralbank, Raiffeisen Bank International, Unicredit Bank Austria) à compter de la mi-2017 et de 1% pour les sept suivants à partir de mi-2016. Cette exigence supplémentaire de « fonds propres durs » viendra en complément du niveau minimal requis par la Commission européenne et la BCE (dans le cadre du Supervisory Review and Evaluation Process). Enfin, en début d'année le gouvernement autrichien a eu recours pour la première fois aux nouveaux instruments prévus par la directive européenne relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances. Il a ainsi annoncé la mise en résolution ordonnée de Heta Asset Resolution, la structure de défaillance de HGAA ainsi qu'un moratoire de quinze mois, allant jusqu'à fin mai 2016, sur le remboursement du principal et les paiements d'intérêts des obligations détenues par Heta (à hauteur d'environ EUR 10 mds) qui accusait un déficit de fonds propres de EUR 7,6 mds.

Un « millefeuille administratif »

En dépit des efforts du gouvernement autrichien pour réduire le poids de l'Etat dans l'économie (privatisation des entreprises publiques, assainissement des finances publiques, du système d'assurance maladie, autonomisation des universités et baisse du taux des prélèvements obligatoires de plus de trois points de pourcentage), le déficit public autrichien s'est accru pendant la crise économique et financière, passant de 1,3% du PIB en 2007 à 5,3% du PIB en 2009, et provoquant l'ouverture de la procédure pour déficit excessif. Malgré le retour du déficit sous la barre des 3% dès 2011, la Commission européenne a attendu juin 2014 avant de recommander la clôture de la procédure, considérant que le risque d'adoption de mesures supplémentaires d'assainissement du secteur financier était trop élevé. Le déficit des administrations publiques devrait cependant continuer de se réduire. Il passerait de 2,4% en 2014 à 2,1% en 2016, à la faveur, notamment, d'une baisse des transferts de l'Etat vers les banques.

Compte tenu de la santé retrouvée des finances publiques, le gouvernement autrichien a entrepris en 2015 d'alléger la fiscalité sur le revenu. La réforme qui sera appliquée au 1er janvier 2016 concerne 6 millions



de contribuables et représente EUR 5 mds de baisse d'impôts, soit une hausse de 2,5% du revenu disponible des ménages en 2016. Elle accroît notamment la progressivité de l'impôt sur le revenu en introduisant trois nouveaux seuils d'imposition. En particulier, elle abaisse le taux d'imposition sur les revenus les plus faibles de 36,5% à 25% et relève, pour une période limitée dans le temps (de 2016 à 2020), le taux d'imposition sur les revenus les plus élevés (supérieurs à EUR 1mn) de 50% à 55%. Cette réforme sera financée en partie grâce à la lutte contre l'évasion fiscale, à l'augmentation (de 10% à 13%) des taux de TVA réduits (sur les fleurs, chambres d'hôtels, entrées de musée et places de théâtre...), et de l'impôt sur les revenus du capital de 25% à 27,5%. Par ailleurs, la politique familiale et le secteur de la recherche devraient bénéficier en 2016 d'un budget supplémentaire s'élevant à EUR 300 mns.

Dans le cadre du Semestre européen, le Conseil européen a rendu ses conclusions sur le programme de stabilité de l'Autriche pour 2015. Il estime que le pays risque de ne pas se conformer aux dispositions du pacte de stabilité et de croissance. Il considère en effet que les relations entre les différents niveaux de pouvoir (fédéral, arrondissement, commune) restent complexes et génèrent des pertes d'efficacité dans des secteurs essentiels de l'administration publique. En particulier, les autorités infranationales disposent d'un faible niveau d'autonomie fiscale, tout en exerçant certaines responsabilités en matière de dépense et d'administration. A cet égard, l'Autriche, dont la superficie est inférieure à celle de la Bavière, est découpée en neuf Länder qui, tout comme les nombreuses communes, sont autonomes depuis la loi de 1849. La capitale, Vienne, est à la fois un Land et une commune. En outre, le nombre important de petites municipalités (2 100 depuis la réforme du Land de Styrie) limite les économies d'échelle dans la fourniture de services publics locaux. Une municipalité moyenne regroupe en Autriche 3 600 habitants (la moitié d'entre elles en compte moins de 2 500) contre 9 100 en moyenne dans les pays de l'OCDE. Les municipalités tirent leur plus importante source de revenus de l'impôt (52%) dont près de 19% relève des impôts municipaux. Les communes reçoivent aussi des dotations financières des Länder.

Au moment de l'entrée en vigueur du Pacte de Stabilité et de Croissance et du Traité budgétaire (TSCG), fin 2011, l'Autriche était encore sous procédure de déficit excessif. Le pays n'était donc pas obligé de se soumettre à la fameuse « règle des 1/20ème » au moment de son introduction. Selon cette dernière, les Etats dont le ratio de dette publique est supérieur à 60% de PIB doivent faire décroître ce ratio à un rythme adéquat, la baisse annuelle devant atteindre 1/20ème de l'excès d'endettement. Autrement dit, l'Autriche dont le ratio atteignait 82,1% du PIB en 2011, aurait dû le faire baisser de $(82,1 - 60) \times 1/20 = 1,1$ pp de PIB par an en moyenne. La « règle des 1/20ème » ne s'appliquera qu'à partir de 2017, lorsque l'Autriche ne sera plus soumise aux dispositions transitoires en matière de dette qui prévalent jusqu'en 2016. Or, le plan de résolution de l'Hypo Group Alde Adria, approuvé fin 2013 par la Commission européenne, et qui prévoyait la mise en place d'une structure de défaillance, Heta, a fait bondir le ratio de dette de 80,9% en 2013 à 84,5% en 2014. L'Autriche devra donc abaisser son ratio de 1,25 pp de PIB par an en moyenne.

La mise en œuvre de réformes structurelles est donc nécessaire pour respecter le TSCG, d'une part, et assurer, d'autre part, la pérennité du financement des systèmes publics de retraite et des soins de santé dont les dépenses sont parmi les plus élevées de l'UE. En particulier, les dépenses publiques devraient représenter plus de 51% du PIB en 2016, selon le programme de stabilité 2015. En 2014, elles se montaient à 52,2%, trois points au-dessus de la moyenne de la zone euro. L'écart avec l'Allemagne est encore plus important (plus de huit points). Près de 40% d'entre elles correspondent à des dépenses de protection sociale. Une étude détaillée des postes de dépenses montre que les dépenses publiques sont particulièrement élevées dans quatre secteurs : la santé (les services hospitaliers en particulier), les transports publics (en particulier ferroviaires), le sauvetage du système bancaire et les pensions. En particulier les dépenses de santé qui représentent environ 15% des dépenses publiques totales, progressent très rapidement. Au cours des dix dernières années, elles ont augmenté en moyenne de



4,5% par an en termes nominales à comparer avec une croissance du PIB de 1,4% par an. Dans le cadre de la réforme de santé de 2013, les autorités se sont fixé un objectif ambitieux de limiter la progression nominale des dépenses de santé à 3,5% à partir de 2016.

Des défis à relever

Viser l'autarcie énergétique

L'Autriche a fait le choix de l'énergie renouvelable dès les années 1970 et ne produit pas d'énergie nucléaire sur son sol. Le virage a été pris à l'occasion du référendum, organisé en 1978, sur la mise en service de la centrale nucléaire de Zwentendorf, construite entre 1972 et 1977. Par la suite, une loi de non-utilisation de l'énergie nucléaire (Atomsperrgesetz) a suivi, renforcée par la loi "pour une Autriche sans nucléaire" intégrée à la Constitution en 1999. Vingt ans plus tard, la part des énergies renouvelables dans la consommation énergétique nationale est de près de 30%, l'énergie hydraulique comptant pour un tiers. Cela place l'Autriche au quatrième rang des pays de l'Union européenne après la Suède, la Lettonie et la Finlande. Les énergies renouvelables représentent 60% de la production locale totale d'énergie. Le solaire thermique est un des points forts de l'Autriche. En effet, la production d'énergie hydraulique se heurte, quant à elle, à des capacités limitées. L'essentiel des emplacements possibles pour des centrales de grande puissance étant déjà occupé, seules les unités de faible puissance et les rénovations de centrales existantes peuvent permettre d'augmenter les capacités de production de ce type d'énergie.

La stratégie énergétique autrichienne repose sur trois piliers. Elle est ainsi proche des axes européens⁵ : amélioration de l'efficacité énergétique, développement des énergies renouvelables et sécurisation de l'approvisionnement énergétique à long terme. L'un des instruments fondamentaux du soutien politique aux énergies renouvelables est le tarif garanti de rachat de l'électricité produite. Ainsi, en 2011, les tarifs de rachat de l'électricité produite par les nouvelles installations éoliennes, photovoltaïques, géothermiques ont été

garantis pour 13 ans, et pour 15 ans pour les installations valorisant la biomasse. L'Autriche devrait donc atteindre aisément l'objectif européen de 2020. Déjà supérieure à 30% en 2010, la part des énergies renouvelables dans la consommation intérieure brute d'énergie devrait pouvoir se conformer à l'objectif de 34% que le pays s'est fixé d'ici 2020. A contrario, l'Autriche ne devrait pas respecter son objectif de réduction des gaz à effet de serre en 2020, principalement en raison du secteur des transports. A cet égard, la loi de finance 2015 / 2016 prévoit une série de mesures fiscales afin de pénaliser l'utilisation des voitures de société polluantes et favoriser l'utilisation de véhicules à faibles émissions et de voitures électriques. Par ailleurs, 80 000 emplois sont attendus de la mise en œuvre de la stratégie 2020. Ces nouveaux postes de travail seront créés pour une moitié dans la rénovation de bâtiments et dans les domaines de la production et des services (industrie, commerce, mobilité, sécurité et approvisionnement énergétique). 31 000 emplois supplémentaires devraient aussi voir le jour grâce à l'extension des infrastructures de transport.

Toutefois l'Autriche, du fait de ses choix stratégiques, a une faible indépendance énergétique. Elle importe, en effet, près des deux tiers de sa consommation d'électricité (données de 2010) en majeure partie en provenance d'Allemagne et de République tchèque. En outre, les énergies fossiles (pétrole, gaz, charbon) constituent la majeure partie de ses importations. Or à horizon de 2050, l'Autriche vise l'autarcie énergétique, ou plus exactement un solde annuel nul des échanges d'énergie avec les autres pays. L'augmentation de l'efficacité énergétique, ainsi que la recherche et développement en matière d'isolation ou d'habitat passif, jouent, dans cette perspective, un rôle déterminant. L'Autriche dispose d'un des plus grands parcs de logements passifs (des logements dont la consommation d'énergie au m² est très basse voire totalement compensée par les apports internes d'énergie, i.e. chaleur humaine, utilisation des appareils électriques...) au monde, après l'Allemagne. A cet égard, après la construction en 1995 du premier habitat passif, le Land du Vorarlberg conduit une expérience pilote depuis 2007, obligeant les constructeurs de logements sociaux à bâtir en conformité avec les normes de maisons passives.



Répondre à l'afflux de demandeurs d'asile

L'Autriche est historiquement une voie de passage des migrations intra-européennes. La chute de l'empire austro-hongrois en 1918 a entraîné le retour de plus de 100 000 ressortissants tchèques vers la Tchécoslovaquie, nouvellement fondée, tandis que près de 80 000 Autrichiens de souche ont quitté le pays entre 1918 et 1938. Après la seconde guerre mondiale, l'Autriche a accueilli, à la suite du Printemps de Prague (mai 1968), plus de 160 000 Tchèques et Slovaques, victimes de la répression, puis environ 30 000 Polonais fuyant la loi martiale de 1981. Dès le début des années 1990, des réfugiés, notamment en provenance de Serbie, de Croatie et de Bosnie-Herzégovine sont arrivés en Autriche, fuyant les guerres de Yougoslavie. En 2012 (dernières données disponibles) la population d'origine étrangère représentait ainsi 16,2% de la population totale autrichienne, ce qui place le pays en tête de l'Union européenne avec l'Irlande (16,3% contre 11,9% en France et 13,3% en Allemagne), à l'exclusion du Luxembourg (42,6%) pour lequel les particularités du régime fiscal fausse la comparaison. Parmi cette population d'origine étrangère, la moitié provient des pays d'Europe centrale et orientale, 12% de Turquie et 15% d'Allemagne.

En dépit de cette tradition d'ouverture, l'Autriche a mis en œuvre, depuis les années 1990, une politique d'accès plutôt restrictif de son territoire, privilégiant les étrangers hautement qualifiés. En outre, depuis 2006, et à l'instar d'autres pays tels que l'Allemagne, la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, le Canada et les États-Unis, tout candidat à la naturalisation non-résident de l'UE se voit imposer un véritable examen portant sur l'histoire, la culture et les institutions du pays. Ainsi, la loi sur l'« accord d'intégration », modifiée en 2005 et en 2011, exige-t-elle le niveau A2 du cadre européen commun de référence pour les langues (appelé Niveau Intermédiaire ou de survie), pour l'obtention d'un titre de séjour à durée restreinte (qui permet de travailler sous certaines conditions). Pour les titres de séjour définitifs et l'obtention de la nationalité autrichienne, le niveau B1 (ou Niveau Seuil) est requis. Il équivaut à un début d'autonomie, niveau également exigé des candidat(e)s à la naturalisation en France.

Le vieillissement de la population (cf. infra) amène cependant la politique à s'assouplir un peu. En 2011, l'Autriche a amélioré la reconnaissance des diplômes et des qualifications obtenus à l'étranger et assoupli les conditions d'entrée et de séjour des professionnels hautement qualifiés en transposant la directive européenne de 2009. Au 1er juillet 2011, l'état fédéral a ainsi créé la « carte rouge blanc rouge » (aux couleurs du drapeau autrichien) et la « carte bleue » européenne⁶, qui donnent un droit d'entrée et de séjour aux diplômés décrochant un contrat de travail dans l'Union européenne et un accès au marché du travail autrichien sous certaines conditions.

Se pose, dans ces conditions, la question de l'intégration de cette nouvelle vague de migrants, fuyant les combats au Moyen-Orient. 80 000 demandeurs d'asile sont attendus cette année (à comparer avec 28 027 en 2014), ce qui place l'Autriche, comparativement à sa population, en tête des pays d'accueil. Il faut toutefois remarquer que le pays est aussi un point de passage pour les réfugiés en transit vers l'Allemagne ou la Suède. Tous les migrants entrés sur le sol autrichien n'ont donc pas vocation à s'y installer durablement. Par ailleurs, l'Autriche continue d'appliquer, pour les citoyens non-européens, les dispositions de la loi fédérale du 20 mars 1975 qui a instauré une forme de « préférence nationale » en matière d'accès au marché du travail, limitant de fait les offres d'emplois auxquelles peuvent postuler les travailleurs étrangers.

La présence d'un électorat d'extrême droite représenté par le parti populiste FPÖ (20% à 25% des votants) n'est pas étrangère à cette politique restrictive d'accès au territoire autrichien. Il faut toutefois nuancer ce constat par une approche régionale. En effet, Vienne se distingue des autres Länder par sa politique d'intégration des populations immigrées. Le Land est sans doute le territoire qui accueille le plus grand nombre de ressortissants étrangers. En 2014, la part de ressortissants non-Autrichiens installés à Vienne était de 25%. En outre, face à la situation humanitaire sans précédent, la Chambre haute autrichienne a modifié fin septembre la constitution afin de contraindre les communes à accueillir des migrants à hauteur de 1,5% de leur population.



Faire face au vieillissement

La population autrichienne est vieillissante et les perspectives démographiques ne sont guère plus favorables. Le taux de natalité est bas avec neuf naissances pour 1000 habitants. Il a commencé à reculer au milieu des années 1990 et se retrouve désormais au niveau allemand. Avec un taux de fertilité de 1,4, comme en Allemagne, le renouvellement de la population n'est pas assuré en l'absence d'immigration. Par conséquent, la population autrichienne pourrait commencer à se contracter dès 2018. Elle passerait sous huit millions en 2048, contre actuellement 8,545 millions. Ainsi le taux de dépendance devrait augmenter de près de 23 points de pourcentage entre 2015 et 2050, passant de 29,4% à 52,1%. La population en âge de travailler reculerait par conséquent de 61,8% en 2015 à 53,5% en 2050.

Dans ces conditions se pose avec d'autant plus d'acuité la question relative à la pérennité du financement du système de retraite. Ce dernier repose sur trois piliers. Le premier est le régime de base obligatoire qui finance les retraites, les pensions des personnes survivantes à charge et les pensions d'invalidité. Ce régime profite à tous les actifs du secteur privé et aux travailleurs indépendants. C'est un système par répartition à prestations définies. Le système est financé par les cotisations retraite d'une part et d'autre part par l'Etat pour moins de 25% (allocations vieillesse, pensions d'invalidité et pensions des personnes survivantes à charge). Le taux de remplacement, à savoir le rapport entre la première retraite versée (base et complémentaire) et le dernier revenu perçu total, est proche de 60%. En outre, les besoins de base (dépenses de logement et de chauffage) qui ne sont pas couverts par la retraite minimum standard sont pris en charge par des allocations complémentaires, versées par les Länder (par exemple l'allocation logement ou Wohnbeihilfe) et venant compléter le minimum ressource garanti.

Depuis 2000, le premier pilier du système de retraites a subi de nombreuses modifications. La dernière réforme en date, celle de 2012, va dans le bon sens. Elle vise, en effet, à relever progressivement, d'ici 2020, l'âge effectif de départ à la retraite à 60,1 ans. Si ce dernier

est de 65 ans pour les hommes et de soixante ans pour les femmes, l'âge effectif de départ à la retraite était de 58,4 ans en 2012. Désormais relevé à 59,7 ans actuellement, ce dernier reste nettement inférieur à la moyenne de l'Union européenne (63,1 ans) et n'a pas évolué en ligne avec l'allongement de l'espérance de vie. En outre, l'âge légal de départ à la retraite pour les femmes est bien inférieur à celui des hommes. Il ne sera pas harmonisé avant 2033, le rattrapage commençant seulement à partir de 2024. Certes la durée des carrières a été allongée grâce à la mise en œuvre de mesures pour limiter l'accès aux régimes de retraite anticipée ou d'invalidité. En outre la pénalité appliquée par année de retraite anticipée a été augmentée. Mais encore plus de 20% de la population active sort du marché du travail pour des raisons de santé ou d'invalidité. Il existe, par ailleurs, encore différentes procédures de départ à la retraite anticipée. La plus commune est celle pour carrière longue (45 ans de cotisation pour les hommes et 40 ans pour les femmes), même si l'accès y est toutefois plus restreint depuis 2014. Somme toute, l'écart de taux d'emploi entre les personnes âgées de 55 à 59 ans et celles entre 60 et 65 ans est important en Autriche (plus de 40 points pour les hommes comme pour les femmes). Cet écart est un bon indicateur du fait que les Autrichiens ne restent pas sur le marché du travail jusqu'à l'âge officiel du départ à la retraite. Ainsi le taux d'emploi des 15 à 64 ans était de 71,1% en 2014 contre 45,1% pour les 55 à 64 ans. Il faut toutefois noter que ce dernier a fortement progressé au cours de la dernière décennie. En 2000, il était inférieur à 28,1%. En outre, cette progression a été particulièrement marquée pour les femmes (de 16,8% à 36,4% contre 40,5% à 54,3% pour les hommes).

Par ailleurs, la période de référence pour le calcul du montant de la pension est passée des quinze « meilleures » dernières années à l'ensemble de la vie active. Le système d'indexation des pensions a été revu à la baisse. Seule la retraite de base est encore indexée sur l'indice des prix à la consommation. Au-dessus de ce seuil, la revalorisation est inférieure à l'inflation. Enfin, les fonctionnaires ont un système de retraite à part qui a toutefois été réformé pour l'uniformiser sur celui du secteur privé.



Le deuxième et le troisième piliers sont plus marginaux et jusqu'à présent le législateur n'a pas mis en œuvre les réformes nécessaires pour les promouvoir. Le second pilier concerne les retraites professionnelles signées dans le cadre d'accords relatifs aux conventions collectives. Plus de 750 000 personnes sont concernées, soit seulement 20% des salariés. Le troisième pilier repose sur les plans d'épargne retraite complémentaire privée, subventionnés par l'Etat.

L'introduction de mesures ciblées incitant les Autrichiens à travailler plus longtemps permettrait d'alléger les contraintes de financement qui pèsent sur le régime général de retraite par répartition, mais aussi de limiter la progression du taux AROPE (taux de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale) des personnes âgées. En effet, l'indicateur d'écart de pauvreté, calculé par l'Union européenne en Autriche, pour les personnes âgées de plus de 65 ans est de plus de 20%, ce qui signifie que le revenu médian de cette catégorie de la population est inférieur de 20% au seuil de pauvreté. Plus de 4% de la population âgée de plus de 65 ans et plus dispose d'un revenu disponible inférieur de 40% au revenu médian autrichien. En outre, selon l'enquête sur les finances et la consommation des ménages de la BCE conduite en 2013, la richesse nette des personnes âgées de plus de 65 ans est inférieure à celle de la tranche d'âge précédente (55 à 64 ans), comme dans l'ensemble des pays participants à l'enquête (Chypre, Luxembourg, Malte, Espagne, Italie, Belgique, Allemagne, Autriche, Portugal, France, Grèce, Slovaquie, Pays-Bas, Finlande et Slovaquie), si ce n'est au Luxembourg, en Belgique et aux Pays-Bas

L'expansion vigoureuse de l'Autriche des décennies 1990 et 2000 est en grande partie attribuable à une combinaison assez unique de facteurs favorables : niveau de dette plutôt modéré, exportations fortes en ligne avec l'intégration européenne et le développement rapide des échanges avec les PECO... Elle doit désormais composer avec des courants moins porteurs. A moyen terme, la croissance autrichienne ne devrait pas accélérer significativement et resterait proche de la moyenne de la zone euro (1,4% contre 1,5% et 1,8% contre 1,7%, en 2016 et 2017 respectivement).

Aujourd'hui, le vieillissement de la population exerce une incidence négative sur la croissance potentielle qui ne devrait pas retrouver ses niveaux d'avant la crise. L'Autriche devra par conséquent poursuivre ses efforts dans la voie des réformes structurelles pour respecter ses engagements européens en termes de réduction de la dette publique.

Achevé de rédiger le 9 novembre 2015
caroline.newhouse@bnpparibas.com



NOTES

¹ Le *Traité d'État autrichien*, signé 15 mai 1955 à Vienne par les États-Unis, la France, le Royaume-Uni et l'Union soviétique, rétablit un État autrichien libre, souverain et démocratique, annulant ainsi l'Anschluss de l'Autriche par l'Allemagne. En contrepartie, et sans que cela ne figure dans le *Traité*, l'Autriche s'engageait à conserver une parfaite neutralité.

² L'Union européenne est fondée en 1958 par la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Le premier élargissement de 1973 voit entrer le Royaume-Uni, le Danemark et l'Irlande. A l'occasion du deuxième élargissement en 1981, la Grèce intègre l'UE puis en 1986, c'est au tour du Portugal et de l'Espagne. En 1995, la quatrième vague d'adhésion comprend l'Autriche, la Finlande et la Suède.

³ Fritz Breuss « An evaluation of Austria's EU membership » in *Austria Economic Quarterly* 4 2000

⁴ Fritz Breuss « Austria, Finland, Sweden in the EU – Economic effects », *Austria Economic Quarterly* 4 2000.

⁵ La stratégie énergétique de l'Union européenne repose sur trois axes : la sécurité de l'approvisionnement, la compétitivité et la durabilité. L'UE s'est fixée en 2010 des objectifs chiffrés et mesurables à l'horizon de 2020, 2030 et 2050. En 2020, il s'agit de réduire de 20% les émissions de gaz à effet de serre par rapport au niveau de 1990, augmenter de 20% l'efficacité énergétique et faire passer à 20% la part des énergies renouvelables dans la consommation énergétique. En 2030, réduire de 40% les émissions de gaz à effet de serre, faire passer à 27% au moins la part des énergies renouvelables, améliorer de 27% à 30% l'efficacité énergétique et atteindre 15% d'interconnexion électrique (autrement dit, 15% de l'électricité générée dans un pays de l'UE pourra être transférée ailleurs dans l'UE). En 2050, réduire de 80 à 95 % les émissions de gaz à effet de serre par rapport aux niveaux de 1990.

⁶ La directive européenne du 29 mai 2009 a pour but de renforcer les capacités de l'Union européenne à attirer les ressortissants de pays tiers pour occuper des emplois hautement qualifiés. Il s'agit non seulement de renforcer la compétitivité dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, mais aussi de limiter la fuite des cerveaux. La directive a pour objectif de faciliter l'admission de ces ressortissants en harmonisant les conditions d'entrée et de séjour dans l'Union européenne; simplifier les procédures d'admission; améliorer le statut juridique de ceux déjà présents sur le territoire des États membres. L'Autriche a transposé cette directive au 1er juillet 2011 et introduit la carte « Rouge Blanc Rouge », valable pour une période de douze mois.

Version électronique consultable avant l'édition papier sur :

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

Rédacteur en chef : William De Vijlder



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
Allemagne, Autriche, Irlande - Vieillesse, retraites - Consommation

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Japon, Pays-Bas, Scandinavie - Energie, climat - Croissance potentielle, productivité

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com
Statistiques

ECONOMIE BANCAIRE

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

■ **Céline CHOULET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIAS** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
Responsable - Russie

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
Adjointe - Chine, Vietnam, Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Amérique Latine, Turquie, Méthodologie

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com
Afrique anglophone et lusophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Moyen Orient, Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
CEI, Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
Asie

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
Contact Média



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



ECOFASH

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

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



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

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. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 mentionnés dans le présent document. Toute 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 douze 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 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 10 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 engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique 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'Institut des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 10, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, 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 aux investisseurs américains 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, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. 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 à des entreprises basées 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 agréée 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.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 10 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1 42 98 12 34
Internet : www.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef : William De Vijlder
Dépôt légal : Novembre 2015
ISSN 0338-9162 - Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change