

ECO FLASH

16 juillet 2019

A propos des difficultés de l'économie italienne

Jean-Luc PROUTAT (*)

(*) avec la contribution de Théodore HUMANN, stagiaire

- L'économie italienne connaît un décrochage marqué depuis le milieu des années 1990, qui s'est aggravé après la crise de 2008.
- En cause : une productivité parmi les plus faibles des économies avancées, une démographie déclinante et un marché du travail peu efficient, excluant encore de trop nombreux jeunes.
- Des réformes structurelles ont toutefois été introduites à partir de 2011, sous le gouvernement de Mario Monti, entraînant un redressement des comptes budgétaires et extérieurs. Reste à savoir ce que le gouvernement actuel en fera.

Comment assumer une dette de 130% du PIB sans croissance ? Au moment où l'Italie connaît un nouvel épisode de nervosité sur son *spread*¹, la langueur persistante de son économie interroge plus que jamais. Depuis 2012, la croissance de l'Italie s'est établie à 1% par an en moyenne, contre près de 2% pour la zone euro. Fin 2018, l'économie du pays s'est trouvée en récession, pour la 3^e fois en dix ans. Ce manque de dynamisme n'est pas nouveau et ses causes sont à chercher au-delà de la crise globale de 2008. La section qui suit s'intéresse aux faiblesses structurelles de l'économie ainsi qu'au ralentissement de son potentiel.

En mal d'investissements...

L'estimation comme la décomposition de la croissance potentielle² en Italie, sur la période 1995-2018, montrent une perte de dynamisme sans véritable équivalent dans l'Union européenne (UE), et qui est, par ailleurs, relativement

¹ Soit l'écart de rendement des obligations du Trésor italien par rapport aux *Bunds* allemands, remonté au-delà des 300 points de base (pour les emprunts à dix ans) fin 2018, et revenu à 200 points de base le 11 juillet 2019.

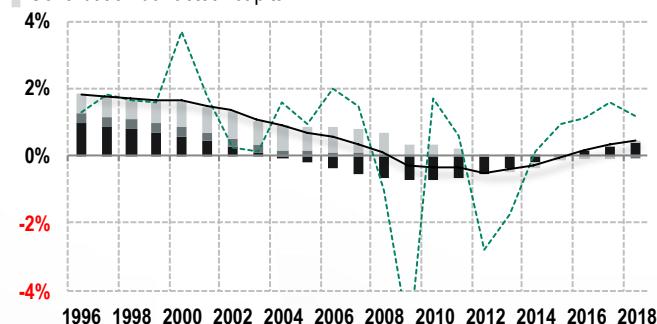
² La croissance potentielle est le taux de croissance du PIB qui peut durablement être atteint sans générer de tensions inflationnistes.

■ Effritement structurel

Décomposition factorielle de la croissance potentielle italienne

— Croissance potentielle - - - Croissance effective

■ Contribution de la productivité globale des facteurs (PGF)
■ Contribution du facteur travail
■ Contribution du facteur capital



Graphique 1

Source : BNP Paribas

ancienne. Avant 2008, la croissance potentielle du pays était déjà de moitié inférieure à celle de la zone euro (1% par an en moyenne entre 1996 et 2007). Les deux crises (financière et des dettes souveraines) l'ont ensuite emmenée en territoire négatif³, son rebond d'après 2016 restant timide (graphique 1).

A l'origine de ces deux « décennies perdues », une productivité globale des facteurs (PGF)⁴ stagnante, aujourd'hui au même niveau qu'en 1995 (graphique 2). Dans le même temps, les PGF allemande et française progressaient de près de 13%. Si celle de l'Espagne a stagné jusqu'en 2013, le rebond est marqué depuis.

³ Selon les estimations de la Commission européenne, assez proches de celles de l'OCDE.

⁴ L'estimation de la PGF se fait en identifiant le supplément de croissance qui n'est pas expliqué par les variations des deux facteurs de production, le travail et le capital.

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
FLASH

La banque
d'un monde
qui change

Outre un effet de structure (développement des activités tertiaires, poids relativement élevé des services publics non marchands), la faiblesse des gains de productivité en Italie renvoie d'abord à un déficit chronique d'investissement, tel que le stock de capital a cessé de croître depuis 2012 (graphique 3).

En 2018, la formation brute de capital fixe des entreprises (évaluée à prix constants) est toujours à son niveau de 1999. Les dépenses de R&D n'ont représenté que 1,2% du PIB au cours des vingt dernières années selon l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE), contre, par exemple, 2,1% en France. Parmi les causes identifiées, un tissu industriel atomisé (constitué à 95% de microentreprises), trop peu concurrentiel, tourné vers des secteurs faiblement technologiques⁵. Alors que la plupart des études montrent que les dépenses de R&D augmentent avec la taille des sociétés, celle des entreprises italiennes est souvent en deçà du seuil requis pour bénéficier des transferts technologiques et accéder aux marchés extérieurs⁶. De fait, l'indice de performance digitale de l'économie (DESI), développé par la Commission européenne, classe l'Italie au 25^e rang des pays de l'UE, soit parmi les derniers⁷.

... et de financements

Autre frein à l'investissement, le crédit aux entreprises qui, contrairement à la tendance observée dans d'autres pays, ne s'est pas redressé en Italie (graphique 4). Suite à la crise des dettes souveraines en zone euro et du fait de leur exposition aux titres du Trésor italien, les banques nationales ont vu leurs coûts de financement augmenter et leurs *ratings* abaissés, un phénomène aggravé par le retour en récession de 2012-2013 et la dégradation de la qualité des bilans. Si la situation s'est améliorée depuis (prêts à long terme et achats d'actifs de la BCE, recul de la part des prêts non performants, amélioration des ratios de solvabilité...) les banques transalpines pâtissent toujours d'une rentabilité faible au regard des standards européens, leur capacité à financer l'économie demeurant contrainte (FMI, 2019)⁸.

Outre le fait qu'elles aient pu manquer, les ressources bancaires n'ont pas été allouées efficacement. Une étude de la Banque d'Italie (Schivardi et al., 2017)⁹ indique que, en réaction au durcissement des normes prudentielles qui s'est opéré après 2008, les établissements insuffisamment capitalisés (pour l'essentiel, les banques régionales) ont prolongé leurs prêts aux entreprises dites « zombies »¹⁰, ceci de manière à éviter la matérialisation des défauts. Cette mauvaise allocation des ressources s'est faite au détriment des sociétés plus rentables, ce qui a pu constituer un facteur de fragilité.

⁵ Trésor français, *Comment expliquer la faiblesse de la productivité en Italie*, Trésor-Eco n°170, mai 2016

⁶ OFCE, *Italie: sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance*, Policy Brief, mai 2019.

⁷ The Digital Economy and Society Index (DESI), classement de 2019.

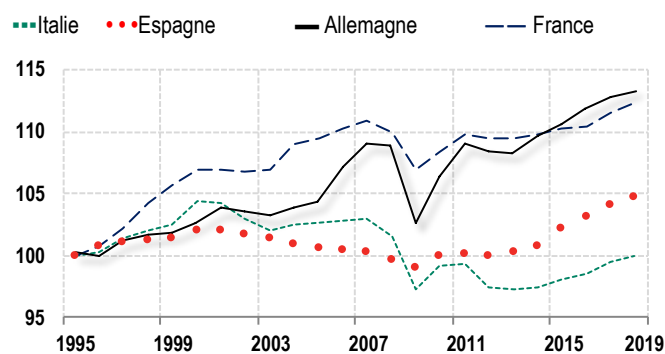
⁸ FMI, 2018 Article IV Consultation on Italy, février 2019

⁹ Schivardi F., Sette E. et Tabellini G., *Credit misallocation during the European financial crisis*, Banca di Italia, Working paper n°1139, septembre 2017

¹⁰ Définies par les auteurs comme celles dont la rentabilité des fonds propres est inférieure au coût du capital. Ibid, p.13.

Un long déclin de la productivité

Evolution de la PGF, 1995=100



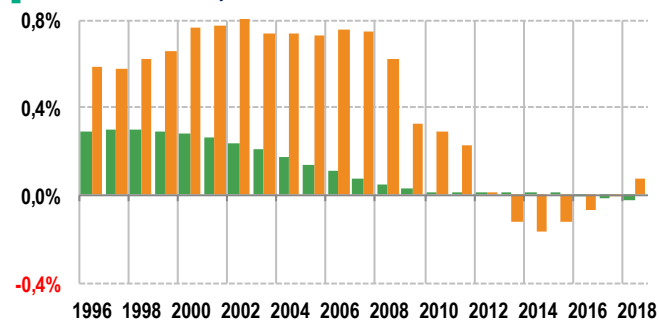
Graphique 2

Source : AMECO

Panne moteur

Variation annuelle moyenne du stock de capital

Variation annuelle moyenne du volume total d'heures travaillées



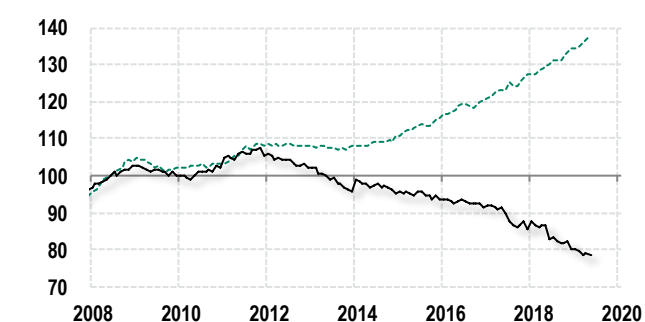
Graphique 3

Source : estimations BNP Paribas

Panne de financements

Encours du crédit aux entreprises domestiques, 2008 = 100

— Italie — France



Graphique 4

Source : BCE

Le travail, richesse rare, mal valorisée

L'évolution du facteur travail en Italie est elle aussi en cause dans la dégradation de la croissance potentielle, et ce malgré les réformes des années 1990 et 2010 (dont le Jobs Act)¹¹.

¹¹ Adoptée en 2015 sous le gouvernement de Matteo Renzi, la réforme du marché du travail dite "Job Act" a essentiellement consisté à assouplir les règles encadrant les CDI (introduction d'un barème fixe d'indemnisation des licenciements, et de la rupture amiable des contrats, suppression de la règle de réintégration automatique, etc.)

La croissance annuelle moyenne du nombre d'heures travaillées, encore positive dans les années 2000 (+0,3%), est tombée à zéro, sa contribution à la croissance potentielle devenant même négative à partir de 2014 (graphique 3). Les réformes ont permis un enrichissement de la croissance en emplois, mais ont cependant laissé de côté les politiques de formation. A 22%, la part des 25-34 ans ayant un diplôme universitaire est inférieure de 7 points à la moyenne de l'UE. Par ailleurs, l'Italie se classe mal en termes de formation professionnelle ou d'évaluation des compétences des adultes (OCDE, 2019¹²).

La proportion de chômeurs de longue durée reste élevée et stable, à 60% du total en 2018, tout comme le chômage structurel. A 10,2% de la population active en 2019 (chiffre de la Commission européenne), celui-ci est l'un des plus élevés de l'OCDE. Surtout, il ne baisse pas alors que quelques progrès ont pu être récemment obtenus sur ce terrain en Espagne, au Portugal ou en France.

Enfin, la population vieillit (près d'un Italien sur quatre atteint ou dépasse 65 ans, ce qui fait de l'Italie le 2^e pays le plus vieux au monde après le Japon) et celle en âge de travailler décroît. Par ailleurs, et bien qu'en hausse, le taux d'activité des Italiens reste, à 67%, l'un des plus faibles de la zone euro (il atteint par exemple 81% en Allemagne)¹³. Record dans l'UE, 29% des jeunes Italiens (20-34 ans) ne sont ni employés, ni en formation ou en études (NEET, Eurostat) contre 17% en moyenne dans l'UE¹⁴. De plus, ils sont 50 000 à quitter le pays chaque année.

L'output gap déjà refermé ?

L'affaiblissement du potentiel pourrait aboutir au fait que, bien qu'inscrite dans une reprise tardive et modeste, l'économie italienne bute d'ores et déjà sur des contraintes de capacités. C'est, semble-t-il, l'analyse faite par la Commission européenne, qui indique que l'*output gap* (l'écart du PIB à son potentiel) s'est refermé en 2018 (graphique 5). Si l'approche directe (cf. encadré 1) vient plutôt confirmer ce diagnostic, celui-ci est loin de faire l'unanimité. L'OCDE, tout comme le Fonds monétaire international (FMI), se démarquent de la Commission en indiquant que l'*output gap* de l'Italie est encore largement négatif.

Le débat n'est pas que théorique : la position de l'économie dans le cycle détermine la part conjoncturelle du déficit (celle qui peut se réduire spontanément en cas de rebond de l'activité) ainsi que l'efficacité des politiques de soutien à la demande. Dans sa dernière étude sur l'Italie, l'OCDE

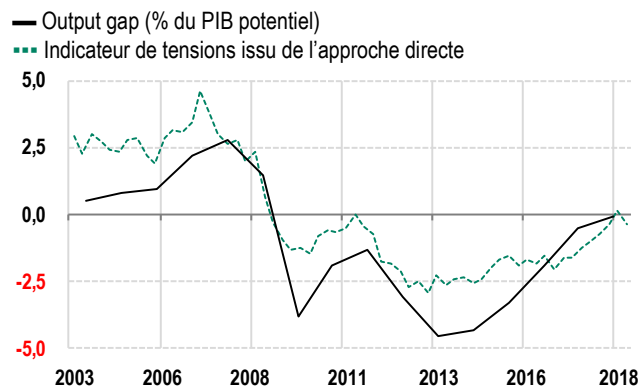
Cf. Trésor français, *Les réformes du marché du travail italien*, Trésor-Eco, octobre 2018.

¹² Le programme de l'OCDE pour l'évaluation internationale des compétences des adultes (PIAAC) classe l'Italie dernière parmi les pays répondant à l'enquête (en 2015). Par ailleurs, seules 60% des entreprises italiennes forment leurs salariés, contre 76% en moyenne dans les pays de l'OCDE. Cf. OCDE, *Adult learning in Italy, what role for training funds?* mars 2019.

¹³ La mesure des indicateurs du travail et de sa productivité est rendue complexe par l'importance de l'économie souterraine, qui représenterait près de 18% du PIB selon l'ISTAT.

¹⁴ Développé par Eurostat, le taux de NEETS (*neither in employment nor in education or training*), est une mesure de l'efficacité de la transition vers l'emploi et de la capacité d'intégration des individus de 20 à 34 ans dans l'économie.

Au potentiel ?



Graphique 5

Sources : BNP Paribas, Commission européenne

Estimation du potentiel

L'estimation du PIB potentiel se fonde sur une fonction de production macro-économique du type Cobb-Douglas

$$Y^{pot} = PGF * L^{\alpha} K^{1-\alpha}$$

K est le stock de capital et L est le facteur travail, qui se décompose de la manière suivante : $L = N * TP * Hrs * (1 - NAIRU)$

Avec :

N (population en âge de travailler),

TP (taux de participation),

Hrs (nombre d'heures travaillées en moyenne par travailleur),

$NAIRU$ (taux de chômage non inflationniste).

La PGF est estimée à chaque période de manière résiduelle (résidu de Solow), avant d'être filtrée (Hodrick-Prescott ou Kalman) pour en isoler la composante tendancielle et réduire les effets du cycle :

$$pgf = y^{effectif} - \alpha * l - (1 - \alpha) * k \quad \text{les variables sont en minuscule car passées au logarithme, on utilise généralement } \alpha = 0.63 \text{ en zone euro.}$$

La méthode utilisée pour l'approche directe de l'*output gap* se fonde sur une analyse en composantes principales (ACP), permettant de générer une variable latente à partir d'une série d'indicateurs, qui servira de proxy de la position de l'économie dans le cycle, c'est-à-dire l'écart de production. Les indicateurs de tensions dont est issue la première composante principale portent sur l'offre (insuffisance de main d'œuvre dans les services, l'industrie et la construction, taux de chômage, TUC, CSU) et la demande (insuffisance de la demande dans les services et l'industrie), selon les données d'enquêtes conjoncturelles d'Eurostat.

Encadré 1 Source : BNP Paribas, Recherche Economique groupe

accueille plutôt favorablement l'objectif budgétaire visant à améliorer la situation des plus pauvres. Mais l'Organisation doute qu'un revenu minimum garanti y parvienne sans mesures structurelles d'accompagnement visant à améliorer l'inclusion dans l'emploi des allocataires¹⁵. Quelle que soit finalement leur appréciation du cycle conjoncturel, toutes les grandes institutions - Commission, FMI ou OCDE - font le même diagnostic : pour se redresser, l'Italie devra d'abord se réformer.

Jean-Luc Proutat
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Théodore Humann
theodore.humann@bnpparibas.com

¹⁵ OCDE, Italy Economic Survey, avril 2019

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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 par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission 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.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change