

À l'est de l'Union européenne : le rattrapage à grands pas

Anna Dorbec

Cet article analyse les récentes performances économiques des pays de l'Est membres de l'Union européenne, en particulier celles du groupe de « Visegrad élargi » – aussi appelé « V-6 » – qui réunit la Pologne, la Hongrie, la République tchèque, la Slovaquie, la Bulgarie et la Roumanie. Longtemps considérés comme des « partenaires juniors » de l'UE, la très bonne performance macroéconomique de ces pays ces dernières années laisse penser que le rapprochement avec leurs homologues de l'ouest de l'Union européenne n'est plus si lointain. Assistons-nous à l'aboutissement de plus de dix années de convergence ? C'est oublier les défis structurels que ces économies doivent affronter.

Quelles sont les performances économiques des six pays Visegrad-6 qui inclut les quatre pays de Visegrad - Pologne, Hongrie, République tchèque, Slovaquie, qui ont rejoint l'UE en 2004 - et la Bulgarie et la Roumanie, deux pays qui l'ont rejointe en 2007. Ces pays représentent aujourd'hui 61% du PIB de la région Europe centrale et orientale¹ et 86% de sa population. Parmi eux, seule la Slovaquie est membre de la zone euro.

La première partie aborde les sujets relatifs au secteur réel (croissance, compétitivité). La deuxième partie présente la convergence macro financière (inflation, taux d'intérêt, grands équilibres macroéconomiques). La troisième partie analyse les aspects structurels notamment la démographie et la capacité d'innovation. En étudiant ces trois axes, nous tâcherons de définir les trajectoires futures à court et moyen-long terme ainsi que les risques qui pèsent sur cette région.

Performance des économies réelles

La performance économique des pays d'Europe de l'Est attire les regards. La région affiche les taux de croissance du PIB les plus dynamiques de l'Union européenne. Depuis fin 2016, la région semble bénéficier le mieux du retour de la croissance mondiale, du rebond du commerce international et d'une amélioration de la confiance des investisseurs. Depuis leur accession à l'Union européenne, les pays du V-6 dans leur ensemble ont toujours affiché des performances supérieures à la moyenne de l'UE et de la zone euro (tableau 1).

Croissance moyenne de la période (moyenne géométrique)

	V-6	Union européenne	Zone euro
2010-2016	2,3%	1,3%	1,1%
2008-2009	0,1%	-2,0%	-2,1%
2004-2007	6,1%	2,7%	2,6%

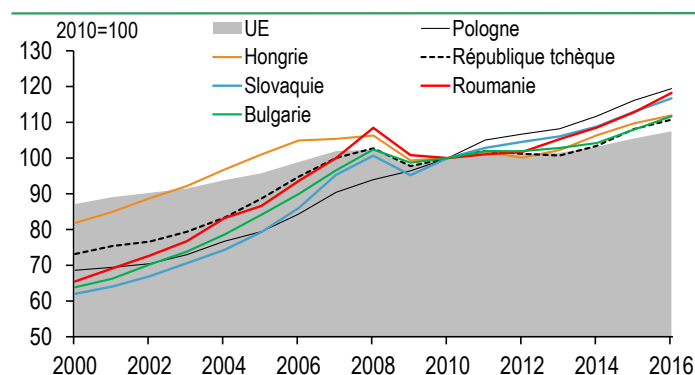
Tableau 1

Sources : Eurostat, BNP Paribas

¹ On inclut dans le groupe des pays d'Europe centrale et orientale (les PECO) les pays de l'ancien bloc de l'Est (Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Albanie), ceux issus de la dislocation de la Yougoslavie (Croatie, Slovénie, Serbie, Bosnie-Herzégovine, Macédoine, Monténégro et Kosovo...), de la Tchécoslovaquie (République tchèque et Slovaquie) et les Etats Baltes (Lettonie, Lituanie et Estonie, anciennes républiques soviétiques).

Bien que leur croissance se soit fortement modérée depuis 2010, elle se poursuit à un rythme nettement supérieur à celui de l'UE et de la zone euro. Si la Pologne a échappé à la récession, les autres ont tous traversé des épisodes récessionnistes. La croissance était globalement revenue dans la région en 2010-2011, à l'exception de la Hongrie et la République tchèque qui ont de nouveau vu leur PIB se contracter en 2012 (en 2012 et 2013 pour la République tchèque).

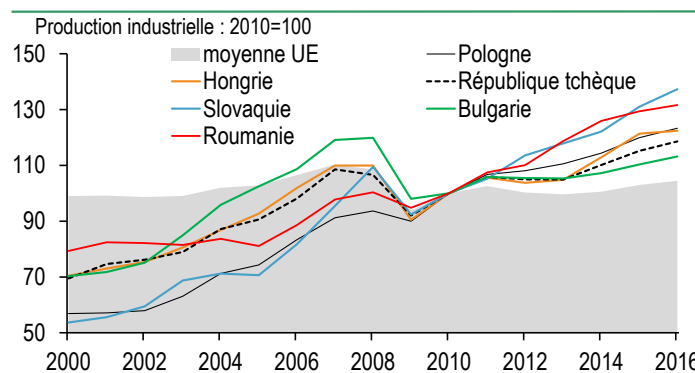
La croissance de nouveau supérieure à la moyenne de l'UE



Graphique 1

Sources : FMI, Eurostat, Commission européenne, BNP Paribas

Boom industriel



Graphique 2

Sources : FMI, Eurostat, Commission européenne, BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Mais depuis 2014, ces difficultés appartiennent au passé car - à l'exception de la Bulgarie - les PIB réels ont aujourd'hui dépassé les pics atteints en 2008 (graphique 1). Le processus de rattrapage a donc repris, tiré notamment par une très bonne performance industrielle.

Accélération dans l'industrie et gains de parts de marché

La performance des industries Est-européennes dépasse la moyenne de l'UE depuis 2001. Seule l'année 2009 fait exception car quatre des six pays y ont vu leur production industrielle se contracter davantage que dans l'ensemble de l'Union européenne, signe de l'importance des activités de sous-traitance des géants industriels européens qui ont fortement réduit leurs commandes face à l'incertitude de la crise financière. Mais les secteurs industriels du V-6 ont vite retrouvé le chemin de la croissance. L'année 2012, marquée par les inquiétudes concernant la crise des dettes souveraines, a aussi été une année difficile. Là encore les industries Est-européennes ont réussi très rapidement à s'adapter et finalement à tirer leur épingle du jeu. Au total, depuis 2004, tandis que l'industrie européenne dans son ensemble n'a crû que de 2,5% sur toute la période, la production industrielle des pays du V-6 impressionne : sur la même période elle a augmenté de 18% en Bulgarie (la performance la plus faible du groupe) et de 93% en Slovaquie qui affiche la plus forte performance industrielle de la région (graphique 2).

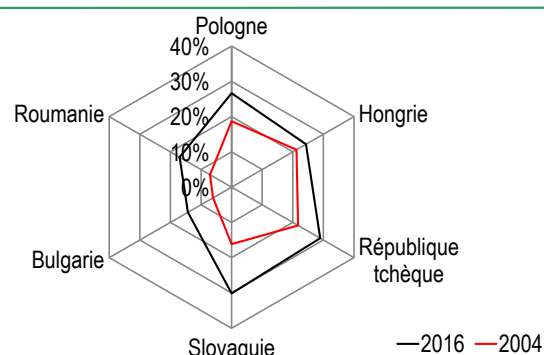
Les pays gagnent des parts du marché au sein de l'UE, grâce à une main-d'œuvre à la fois qualifiée et à moindre coût, à un environnement institutionnel qui se rapproche des standards européens et à l'absence de barrières douanières. Cela crée un environnement propice à l'implantation de nouvelles unités de production par de grands groupes et pour le développement des sous-traitants notamment dans le secteur automobile, l'Allemagne restant le principal acteur de ce nouveau tissu industriel.

Le rattrapage salarial s'accélère sur fond d'amélioration spectaculaire du marché du travail

Les économies du V-6 disposent toujours d'avantages en termes de coût de travail (graphique 3). Ainsi, pour la Slovaquie - pays du groupe où les salaires sont les plus élevés avec un salaire moyen à 7,8 euros de l'heure en 2016 selon la Commission européenne - ces coûts ne représentent que 30% de la moyenne de l'UE. En Bulgarie, où les salaires sont les plus faibles, la rémunération moyenne est de 3,7 euros de l'heure, soit seulement 14% du salaire moyen européen (25,9 euros de l'heure en 2016). Malgré tout, l'écart entre les salaires se réduit au fil des années. Ce rattrapage s'accélère même depuis 2014 (graphique 4). En 2017, l'écart de croissance se creuse davantage avec une hausse des salaires nominaux de 15% en glissement annuel en Roumanie, de 10% en Bulgarie ou de 9% en Hongrie au premier semestre 2017, comparé à la croissance moyenne de l'UE inférieure à 2%.

À l'exception notable de la République tchèque, les hausses de salaires dépassent de nouveau les hausses de productivité, bien que la situation n'ait pas encore atteint le niveau de 2007. Si l'écart entre la hausse des salaires et celle de la productivité se maintient aux niveaux actuels, la compétitivité de ces pays risque de se éroder progressivement. Cela rend d'autant plus indispensable le « saut qualitatif » qui consisterait à passer de la sous-traitance des industriels européens au développement de groupes industriels nationaux intégrés et au développement d'activités plus innovantes.

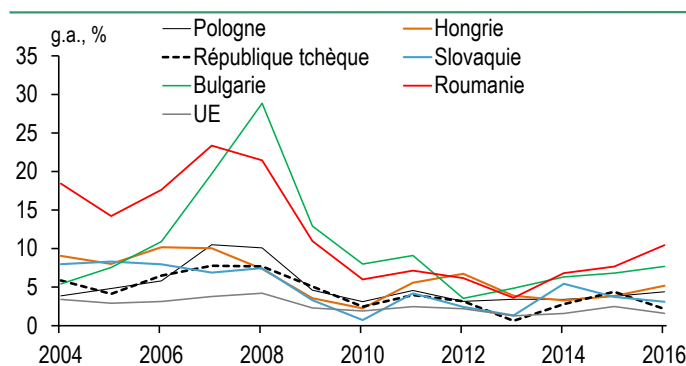
Des écarts de salaires encore importants... (salaires moyens, en % de la moyenne de l'UE)



Graphique 3

Sources : Eurostat, BNP Paribas

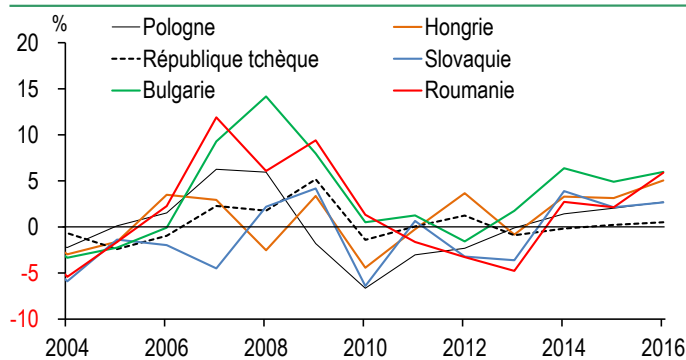
...mais une accélération sur la période récente



Graphique 4

Sources : statistiques nationales, Eurostat, BNP Paribas

Ecart entre hausse des salaires réels et hausse de la productivité

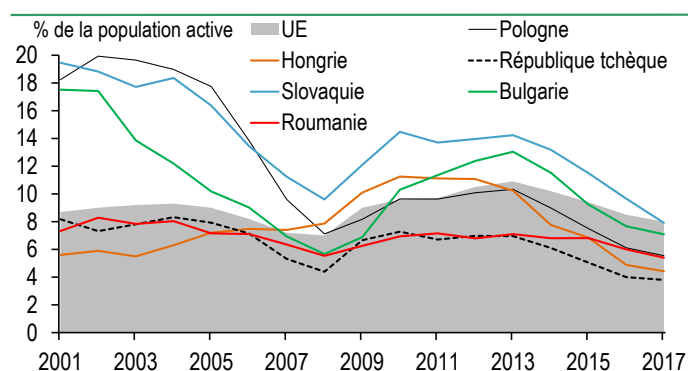


Graphique 5

Sources : FMI, Eurostat, Commission européenne, BNP Paribas

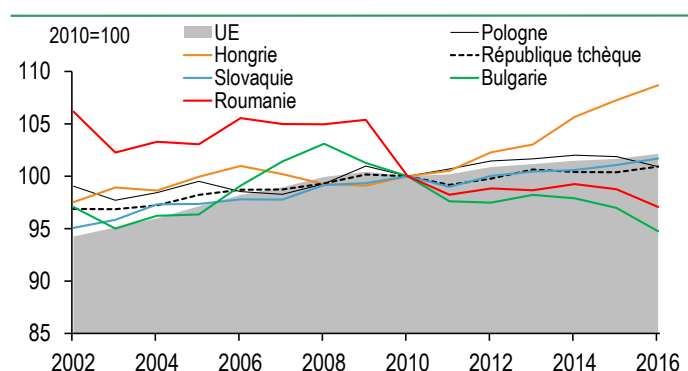
Or, les tendances récentes du marché du travail vont dans le sens d'une accélération des salaires. Après une longue période où, malgré une croissance dynamique, le sous-emploi restait important (notamment en Pologne, en Slovaquie ou en Hongrie) et s'était aggravé avec la récession de 2009, les taux de chômage des pays du groupe refluent depuis 2013. Aujourd'hui ils se situent à des minima historiques et à des niveaux inférieurs à la moyenne européenne (graphique 6).

Baisse historique du chômage...



Graphique 6 Sources : Eurostat, BNP Paribas

...favorisée par celle, inquiétante, de la population active



Graphique 7 Sources : Eurostat, BNP Paribas

La demande de main-d'œuvre est aujourd'hui en hausse : dans tous les pays du groupe, les entreprises se plaignent du manque de personnel qualifié. La demande excédentaire de main-d'œuvre est d'abord la conséquence de la vigueur de la croissance mais elle reflète également une aggravation des tendances démographiques ces vingt dernières années (baisse de la natalité, vieillissement) qui pèsent sur la population active. Cette dernière diminue en Pologne, en Bulgarie et en Roumanie et augmente très modestement dans les autres pays de la liste (graphique 7). Seule la Hongrie semble échapper à cette tendance avec une hausse continue de la population active depuis 2010, celle-ci résultant des mesures ciblées du gouvernement visant à la fois à réduire le chômage et à accroître le taux d'activité, notamment par la mise en place d'un programme de travaux publics à grande échelle qui permet d'offrir un emploi et ainsi de maintenir en activité ceux qui sont sortis du marché du travail après de longues et infructueuses recherches.

Dans ces conditions, le travail détaché, dont les pays du V-6 sont fournisseurs, renforce les tensions à court terme. Ainsi, en 2015 (dernières données disponibles) les travailleurs détachés représentaient 2% de la population active en Pologne, 3% de celle de la Slovaquie, 1% de la population active hongroise ou roumaine. Les dernières estimations

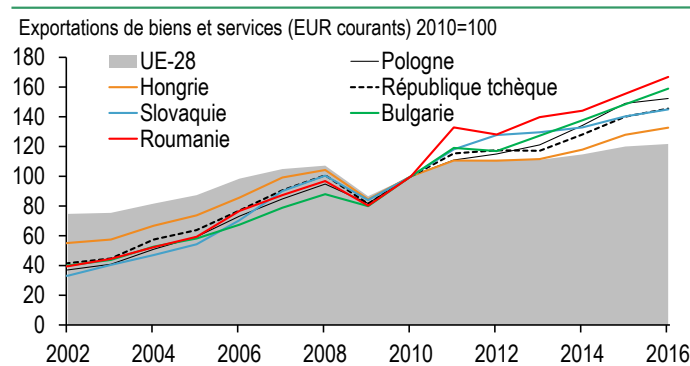
indiquent une amplification de cette tendance. La réforme de la directive européenne sur les travailleurs détachés reste un sujet très controversé. Les positions des pays fournisseurs nets de main d'œuvre sous le statut des travailleurs détachés, principalement situés à l'Est et au Sud de l'Union, se heurtent à une réticence grandissante des pays receveurs nets qui craignent une utilisation de cette directive pour accentuer le *dumping* social. Bien que la réforme de la directive sur les travailleurs détachés soit annoncée, la négociation s'annonce très compliquée et longue. La main-d'œuvre des pays du V-6 continuera alors à être « ponctionnée » par le départ de travailleurs vers les autres pays de l'UE où les salaires sont plus élevés.

Tous les facteurs soutiennent donc aujourd'hui la poursuite de l'accélération des salaires. Le problème de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée va perdurer et nécessitera des politiques spécifiques, notamment dans le domaine de la formation professionnelle, ainsi que le développement d'infrastructures de garde d'enfants pour accroître le taux d'activité des femmes. Celui-ci reste inférieur à la moyenne de l'UE malgré un accès égal à l'enseignement.

Relations avec l'UE : à la recherche d'un nouvel équilibre

Alors que l'on assiste, dans le même temps, à une stabilisation de l'intégration commerciale et à une stabilisation des flux d'investissements directs étrangers (IDE), les fonds budgétaires européens semblent jouer un rôle accru dans l'intégration et le développement des pays de l'Est au sein de l'UE. L'afflux net de fonds à destination des pays du V-6, prévu au budget 2014-2020, est très important et permet de mettre en place aujourd'hui des projets d'infrastructure à grande échelle, ce qui naturellement en fait un axe majeur de développement et d'aménagement des territoires. A contrario, les relations entre les nouveaux entrants et Bruxelles se sont durcies. Plusieurs dossiers épineux - travailleurs détachés, politique migratoire - émergent. Les réformes politiques intervenues dans certains pays sont également sources de tensions compliquant davantage les négociations.

Exportations plus dynamiques

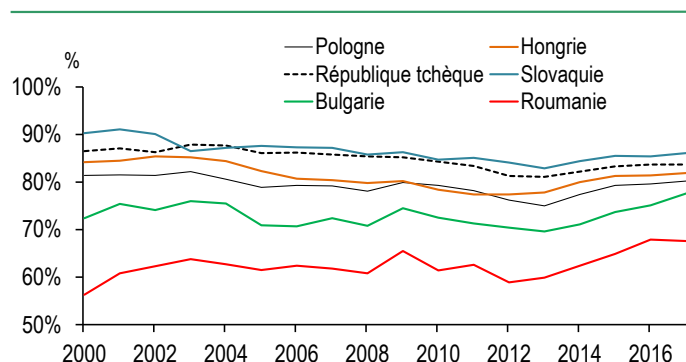


Graphique 8 Sources : Eurostat, BNP Paribas

Commerce extérieur et IDE : une stabilisation

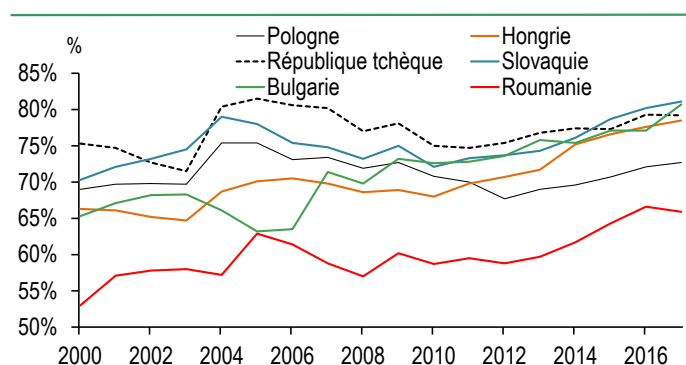
Les exportations restent un axe de convergence et de développement important des pays de la région, mais leur importance semble se stabiliser. Dans ce domaine, les pays du V-6 affichent une meilleure dynamique que l'ensemble de l'UE (graphique 8). L'UE occupe toujours une place prépondérante dans le commerce extérieur des pays du V-6 avec 79% des exportations de biens et services et 75% des importations totales en 2016. Paradoxalement, depuis 2000 la part de l'UE dans le total des exportations des pays de Visegrad est restée globalement éte (graphique 9). Elle s'était même contractée en 2005-2013. Côté importations, il a fallu attendre 2010 (2012 pour la Pologne) pour que l'UE pèse davantage en tant que fournisseur de biens et services. Aujourd'hui, sa part (75% en moyenne en 2016) dépasse le pic atteint en 2004 pour tous les pays, à l'exception de la Pologne qui semble accuser un retard de deux ans sur cette tendance (graphique 10). Globalement, même si le poids des importations devrait progresser, l'intégration des pays de Visegrad (V4) au marché européen est largement achevée. Les échanges avec la Roumanie et la Bulgarie vont, quant à eux, continuer de s'intensifier.

Exportations vers l'UE dans le total des exportations de biens et services



Graphique 9 Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Importations de l'UE dans le total des importations de biens et services

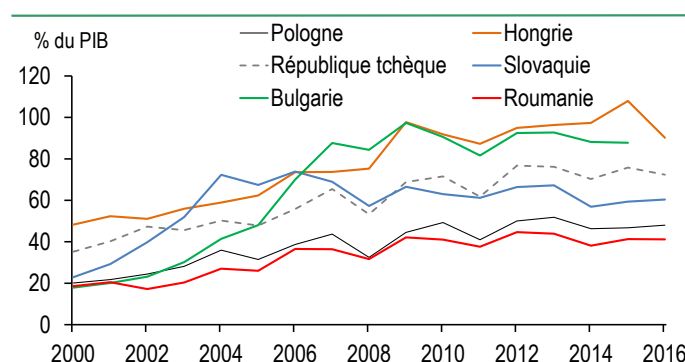


Graphique 10 Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Les pays ont su profiter des opportunités offertes par le marché unique européen pour développer le commerce avec les autres pays, mais aussi pour s'intégrer dans les chaînes de production à l'échelle européenne.

Le développement des exportations s'est beaucoup appuyé sur les investissements directs étrangers, ces derniers représentant un autre axe d'intégration important. Après une accumulation accélérée en 2000-2008, le stock d'IDE, mesuré en pourcentage du PIB, tend à se stabiliser (graphique 11) à des niveaux allant de 40% du PIB pour la Roumanie à 90% du PIB pour la Hongrie. Cette stabilisation confirme la fin de l'époque où l'arrivée massive d'investissements directs étrangers constituait une source primordiale de croissance pour ces pays (notamment pour l'investissement) et appelle à trouver d'autres sources de financement de croissance à l'avenir.

Stock cumulé d'IDE



Graphique 11 Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Fonds structurels européens : corne d'abondance jusqu'en 2020...

Les fonds structurels ont joué un rôle accru dans les nouvelles sources de financement de la croissance ces dernières années. Partant de niveaux inférieurs à 1% du PIB les premières années qui ont suivi l'adhésion à l'UE, les transferts nets de fonds ont atteint 4% du PIB en moyenne en 2015. L'enveloppe 2014-2020 est également généreuse avec les transferts bruts (i.e. hors contributions) budgétés à 3% du PIB en moyenne. Ainsi, la montée en puissance de projets cofinancés par l'Europe vers la fin de la décennie 2000 a contrebalancé les effets récessifs du *credit crunch* et de la réduction des marges de manœuvre budgétaires à la suite de la récession de 2008-2009.

En 2016, le ralentissement des financements dû aux particularités du cycle budgétaire européen² a pesé sur la croissance de l'investissement des pays de la région. Mais il s'agissait d'un facteur temporaire. D'ici à

² Ce cycle de sept ans est basé sur les projets d'investissement dont l'UE n'est pas l'unique investisseur. Les projets doivent obligatoirement être cofinancés. Le nouvel exercice budgétaire a commencé en 2014, mais les fonds alloués aux projets approuvés lors de l'exercice précédent (2007-2013) pouvaient être utilisés jusqu'en 2016. L'organisation en projets fait que les fonds ne sont pas débloqués en parts égales chaque année, mais en fonction de l'état d'avancement des projets. Le temps de préparation nécessaire pour les projets d'investissement est à l'origine de ce que l'on appelle le « cycle budgétaire » : les transferts sont faibles en début d'exercice et leur absorption augmente à la fin (avec possibilité de dépassement de deux ans).

2020, l'absorption des fonds devrait accélérer et soutenir de nouveau l'investissement et la croissance³.

Quid de la poursuite de cette politique au-delà de 2020 ? A priori, la région devrait continuer à bénéficier des fonds structurels, mais on peut raisonnablement s'attendre à une moindre générosité de l'UE. D'une part parce que la sortie du Royaume-Uni de l'UE (officiellement au premier trimestre 2019) va aboutir à une réduction des capacités financières de l'Union européenne. Rappelons qu'aujourd'hui le Royaume-Uni contribue environ à hauteur de 20% net au budget européen. Les modalités de l'exercice 2021-2027 seront donc fondamentalement différentes, ce qui va obliger à remettre à plat les priorités des politiques structurelles. D'autre part, certains pays, notamment en Europe du Sud, souffrent aujourd'hui d'une croissance potentielle insuffisante avec des taux de chômage élevés, qui s'accompagne d'une érosion des capacités de financement du secteur privé notamment en matière d'accès au crédit (suite aux difficultés de leurs secteurs bancaires) ainsi que de la nécessité de redresser les comptes publics. Le rééquilibrage des transferts de fonds structurels vers ces pays pourrait alors être mis à l'ordre du jour des négociations sur le prochain exercice budgétaire. Enfin, les sujets de controverse avec l'UE se sont multipliés, cette dernière allant jusqu'à brandir la menace de sanctions financières qui pourraient prendre la forme d'une réduction des fonds européens.

Relations politiques : émergence de controverses

Les récentes controverses entre les pays d'Europe de l'Est et Bruxelles se sont multipliées, notamment au sujet des quotas de migrants que les gouvernements, soutenus par l'opinion publique, ne souhaitent pas appliquer⁴. En juin 2017, l'UE a ouvert une procédure visant à sanctionner la Hongrie et la Pologne pour le non-respect de la décision de réallocation des réfugiés prise par Bruxelles.

La réforme de la directive sur les travailleurs détachés constitue un autre dossier épineux dans les relations Est-Ouest. Celle-ci permet aux ressortissants européens de travailler provisoirement dans un autre pays de l'Union sans y être assujettis aux cotisations sociales. Ainsi, les pays de l'Ouest et du Sud de l'UE (à salaires et taux de cotisations sociales élevés), mais souffrant pour beaucoup de forts taux de chômage, sont des receveurs nets des travailleurs détachés. Les pays de l'Est (à salaires plus faibles) sont des fournisseurs nets de cette main-d'œuvre. La réforme, en cherchant à lutter contre le *dumping* social, vise à rapprocher les conditions d'embauche des travailleurs détachés de celles de la main-d'œuvre locale. Parmi les propositions figure notamment le raccourcissement de la période maximale de détachement (aujourd'hui de 36 mois) à douze mois sur une période de deux ans qui obligerait les travailleurs de longue durée à se mettre en conformité avec la réglementation du pays d'accueil. Malgré les taux de chômage très bas à

l'Est et le besoin de retenir la main-d'œuvre qualifiée (cf. infra), les pays à l'Est de l'UE ne voient pas cette réforme d'un bon œil. La négociation s'annonce compliquée et à l'heure actuelle aucun consensus ne semble se dégager.

A cela s'ajoutent les réformes politiques de certains pays (la Hongrie en 2013 puis la Pologne en 2015-2017) qui, aux yeux de Bruxelles, mettent en péril l'équilibre des pouvoirs nécessaire au bon fonctionnement de la démocratie. Bruxelles menace ainsi régulièrement certains pays de mesures disciplinaires. La capacité de l'appareil européen à infléchir les décisions des autorités nationales reste assez faible. Des dirigeants européens s'agacent des positions non coopératives prises par les nouveaux Etats-membres qui, d'une part, bénéficient largement des transferts de fonds budgétaires et, d'autre part, rechignent à accepter des décisions prises collectivement, malgré le bénéfice pour l'UE dans son ensemble. La capacité à parvenir à des compromis (et à s'y tenir) sera cruciale pour éviter la lourdeur des procédures d'avertissement et de sanctions éventuelles, et cela dans l'intérêt de toutes les régions. Des choix plus « conflictuels » qui pourraient déboucher sur des tensions durables et une perte de confiance dans la dynamique de convergence ne sont toutefois pas à exclure.

Convergence macro financière

L'analyse des indicateurs financiers indique un progrès notable de la convergence macro financière des pays V-6 voire même un aboutissement du processus. Partant de niveaux et de dynamiques très disparates, les taux d'inflation et les taux d'intérêt évoluent aujourd'hui dans un couloir très proche. La convergence des taux d'inflation conditionne une convergence des politiques monétaires indépendamment de l'appartenance à la zone euro.

Inflation et taux d'intérêt

Un regard rétrospectif sur la dynamique des taux d'inflation depuis 2000 permet de constater que, malgré des situations très différentes, les taux d'inflation se sont fortement rapprochés, indépendamment des choix faits en matière de politique de change (taux flottants pour la Pologne, la Hongrie et la Roumanie, adoption de l'euro en 2009 pour la Slovaquie, taux de change fixe dans le cadre du *Currency Board* en Bulgarie, taux plancher pour limiter l'appréciation de la couronne par la Banque nationale tchèque entre novembre 2013 et avril 2017).

Au début de la décennie 2000, la région dans son ensemble affichait des taux d'inflation très disparates et supérieurs à la moyenne de l'UE. Ainsi, en 2000 l'inflation en glissement sur un an avoisinait 50% en Roumanie, alors qu'elle n'était que de 2% en République tchèque (graphique 12). Le choc de 2008-2009 marque un début de synchronisation qui s'intensifie à partir de 2012. Vers 2017, les taux d'inflation des pays de l'Est tiennent dans un mouchoir de poche et s'écartent peu de la moyenne de l'UE. Ils sont aujourd'hui proches ou en deçà du niveau considéré comme celui de la « stabilité des prix » par la BCE (2% par an).

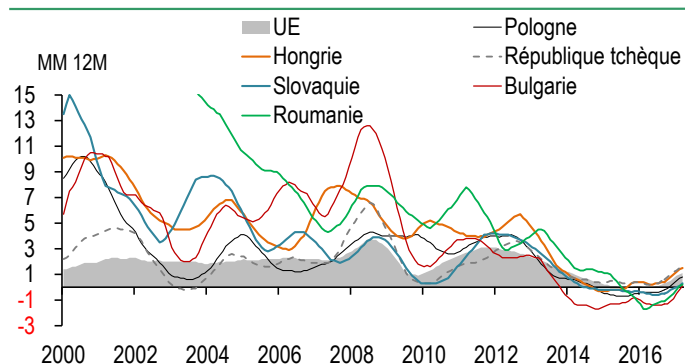
Cependant, si la convergence des tendances inflationnistes est évidente, en termes de niveaux les écarts de prix restent significatifs si l'on compare avec des « anciens » pays membres de la zone euro (UE-15).

³ Certains gouvernements, comme celui de la Hongrie, conscients des effets d'entraînement que ces projets peuvent avoir sur la croissance à court et à moyen terme, déploient des efforts spécifiques pour accélérer l'absorption des fonds disponibles pour la période 2014-2020, espérant « lisser » les variations de ce cycle budgétaire, mais aussi stimuler la croissance à court terme pour les raisons de politique domestique.

⁴ La Hongrie et la Slovaquie avaient entamé une procédure devant la Cour de justice européenne en 2015. Bien que la décision de la Cour, rendue en juillet 2017, ne leur ait pas été favorable, elles continuent, ainsi que la République tchèque, de refuser d'appliquer les quotas de migrants.



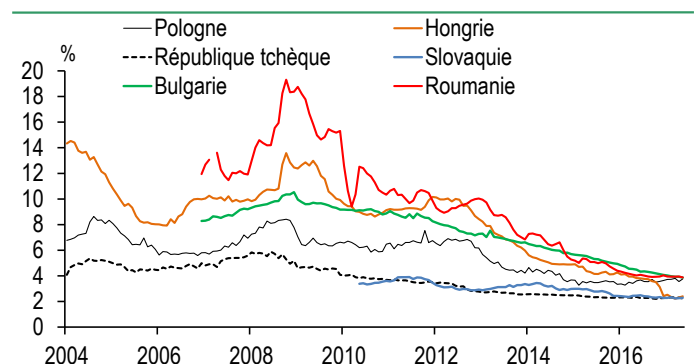
Inflation : convergence spectaculaire



Graphique 12

Sources : Eurostat, BNP Paribas

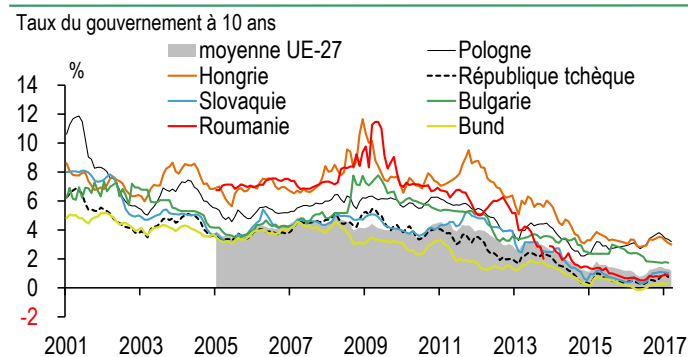
Taux d'intérêt sur les crédits aux entreprises



Graphique 15

Sources : BCE, BNP Paribas

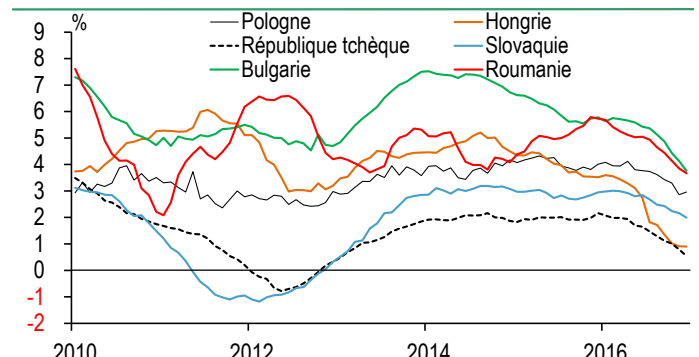
Taux d'intérêt sur emprunts d'Etats : vers une convergence après un double choc



Graphique 13

Sources : Reuters Datastream, BNP Paribas

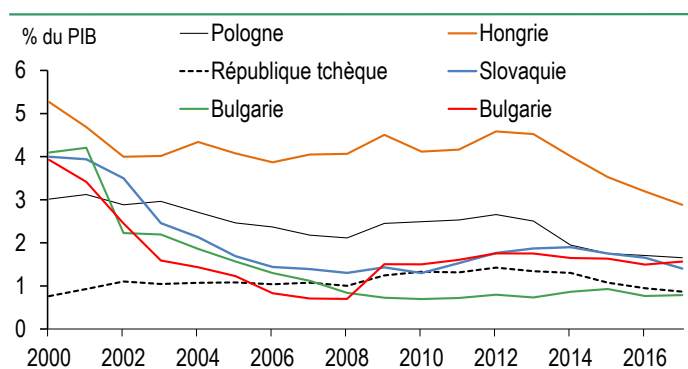
Taux d'intérêt réels (ajustés par l'indice des prix à la consommation)



Graphique 16

Sources : BCE, Eurostat, BNP Paribas

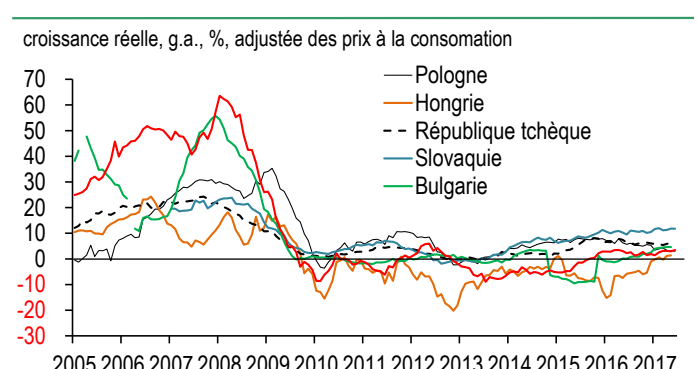
Coût du service de la dette



Graphique 14

Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Croissance du crédit : lent redémarrage



Graphique 17

Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Cet écart est plus important encore pour les biens non commercialisables à l'international (le secteur dit « abrité »). Selon les estimations de la Commission européenne, en 2014 les prix des biens exportables et des biens d'investissement dans les nouveaux pays membres étaient respectivement à 80% et 85% de la moyenne des pays de l'UE-15, les prix des biens « abrités » n'atteignaient que 50% de cette moyenne avec des disparités fortes selon les pays. La convergence des niveaux de prix rend la tâche des banques centrales plus délicate car elle suppose de laisser s'apprécier les taux de change, au risque d'éroder la compétitivité des secteurs exposés et d'augmenter les risques de bulles des prix d'actifs, notamment immobiliers.

La convergence et la baisse des taux d'inflation ont ouvert la voie à l'amélioration significative des conditions de financement en monnaie nationale pour les gouvernements et les secteurs privés.

On observe une tendance au rapprochement des taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat (graphique 13 pour les taux d'obligation d'Etat à dix ans) : après deux chocs, en 2009 et en 2012, qui correspondent à des périodes de stress sur les marchés financiers, les taux obligataires ont atteint des niveaux très bas et très proches des obligations d'Etat allemandes. La Pologne et la Hongrie font depuis peu exception à cette tendance, les marchés étant sensibles aux tensions existant avec Bruxelles. Bien qu'une augmentation de la volatilité sur les taux d'intérêt des pays de l'Europe de l'Est soit possible, leur baisse actuelle améliore significativement les conditions de financement des gouvernements de ces pays. Certains, comme la Hongrie, ont cherché à tirer profit rapidement de cette situation avec un programme qui vise à privilégier les financements domestiques en monnaie locale par rapport aux financements en devise sur les marchés internationaux, ce qui a permis de réduire à la fois le risque de change et le coût de la dette (cf. graphique 14). Les autres pays ont également bénéficié de cet effet taux.

Les taux de crédit au secteur privé ont suivi les mêmes trajectoires permettant de meilleures conditions de financement. Cependant, la baisse des taux d'intérêt à elle seule n'a pas suffi pour sortir de la situation de *credit crunch* que ces pays ont traversée à la suite de l'éclatement des bulles de crédit en 2009. Si la République tchèque, la Slovaquie et la Pologne ont seulement subi un fort ralentissement du crédit au secteur privé, la Bulgarie, la Roumanie et la Hongrie ont traversé une longue période sans nouveaux financements bancaires ; il a fallu attendre 2016 pour que le crédit au secteur privé retrouve enfin une trajectoire de croissance (graphique 17). Durant cette période, les banques des pays du V-6 ont su rééquilibrer leurs positions extérieures. Les dépôts sont alors redevenus la principale source de financement de leur bilan.

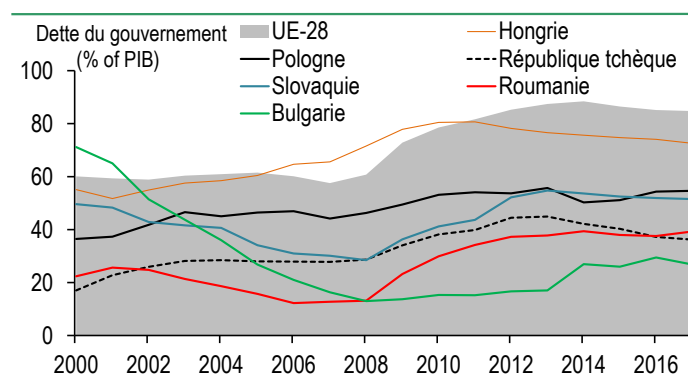
Bien que la croissance du crédit qui en résulte soit plus modérée qu'avant la crise, le crédit bancaire finance désormais la croissance. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt nominaux extrêmement bas et de baisse des taux réels enclenchée depuis 2013 et renforcée depuis 2016, l'environnement est de plus en plus favorable aux financements de long terme en monnaie locale. Le niveau de crédit sur PIB (50% en moyenne pour les pays du V-6 variant entre 28% du PIB en Roumanie et 57% du PIB en Slovaquie à la fin de 2016) reste aujourd'hui très inférieur à la moyenne européenne (97% du PIB), démontrant ainsi le potentiel de développement du crédit. Les conditions sont réunies pour une reprise de

la croissance du secteur bancaire à condition toutefois d'éviter les excès de la période 2004-2008.

Déséquilibres macroéconomiques en baisse

La crise financière de 2009 a laissé des traces. Les finances publiques des pays sous revue se sont détériorées. En 2009-2010 plusieurs d'entre eux se sont trouvés sous le coup de procédures pour déficit excessif de la Commission européenne qui se sont achevées entre 2013 et 2015. La Pologne qui, rappelons-le, a été l'unique pays de V-6 à éviter la récession en 2009 a été le dernier à sortir de la procédure pour déficit excessif en 2015. La dette publique des pays a augmenté de 15 points de PIB en moyenne entre le 2007 (dernière année avant la crise) et 2016. Son niveau reste cependant inférieur à la moyenne de l'UE (graphique 18) et à celle de la zone euro. A l'exception de la Hongrie, les autres pays ont un taux d'endettement public inférieur à 60% du PIB et respectent donc les critères de convergence. La dette hongroise recule depuis 2011 pour s'établir à 74% du PIB en 2016 : selon les estimations du FMI, cette dette devrait continuer de reculer pour atteindre 70% du PIB en 2020, toujours en deçà de la moyenne de l'UE.

Dette publique



Graphique 18

Sources : Eurostat, BNP Paribas

La Hongrie et la Roumanie ont dû demander un soutien international pour faire face au choc de la crise financière sur leur balance des paiements respective. La Hongrie a bénéficié d'un prêt *stand-by* du FMI de 10,5 mds de droits de tirage spéciaux (DTS) entre novembre 2008 et octobre 2010, dont 7,6 effectivement tirés. La Roumanie a également fait appel au Fonds monétaire international entre 2009 et 2011 avec un prêt *stand-by* de 11 mds de DTS utilisé presque en totalité et bénéficié des facilités *stand-by* jusqu'en 2015 (les dernières lignes n'ayant pas été utilisées). La Pologne bénéficie toujours d'une ligne de précaution ouverte pour la première fois en 2009 mais jamais utilisée, renouvelée une nouvelle fois pour deux ans en janvier 2017 (pour un montant plus faible de 6,5 mds de DTS).

Les taux de change sont restés stables depuis 2010, après deux décennies de forte volatilité et le choc lié à la crise financière de la fin de 2008. La Slovaquie a définitivement adopté l'euro en 2009, tandis que la Bulgarie reste attachée à sa politique du taux de change fixe (dans le

cadre du *Currency board* en place depuis 1997). La liquidité extérieure s'est améliorée ; les réserves de change des pays du V-6 ont globalement augmenté depuis 2010, à l'exception de la Hongrie, à un niveau suffisant pour faire face à un éventuel choc d'ampleur modérée sur la liquidité mondiale. Les comptes courants se sont redressés depuis 2009 et la plupart des pays dégagent des excédents courants ou des déficits très faibles (Pologne), à l'exception de la Roumanie où la vigueur de la demande intérieure maintient le déficit légèrement au-dessus de 2% du PIB, un niveau sans commune mesure avec les 15% du PIB que le pays affichait en 2007. L'endettement extérieur a également tendance à se réduire depuis 2012. Avec une moyenne à 76% du PIB, il reste toutefois élevé. Les prêts intra-groupes représentent environ un quart de cette dette (entre 21% en Slovaquie et 51% en Hongrie fin 2016), ce qui réduit les risques. Ainsi, globalement les risques liés à la balance des paiements se sont réduits et les pays de la région apparaissent mieux armés face à des chocs de liquidité globale.

Défis structurels

Si la convergence macroéconomique est bien avancée, les défis à moyen et long terme restent importants. Le moment est opportun pour s'y atteler : avec le retour de la croissance, des banques en meilleure santé et un abondant soutien de l'UE, les pays disposent des ressources nécessaires. Parmi ces défis, il convient de relever en premier lieu les problèmes démographiques liés à la chute de natalité et à l'émigration massive. La nécessité de progresser dans la chaîne de valeur et de réorienter l'appareil productif vers des biens à plus forte composante d'innovation est un autre axe important de politique structurelle. Les secteurs industriels, déjà bien intégrés dans la chaîne de production mondiale, vont devoir participer plus activement au progrès technique mondial.

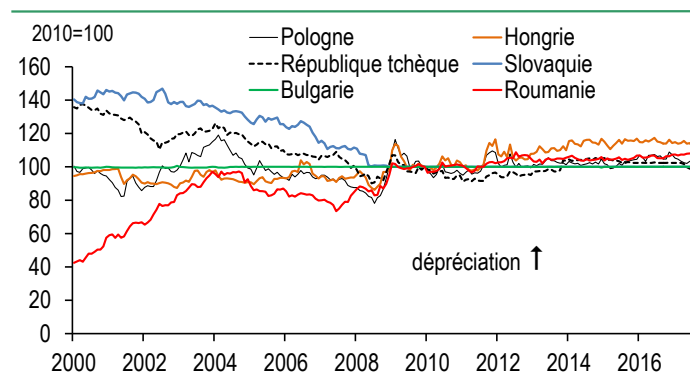
Démographie : baisse de la natalité et émigration

Les taux de natalité se sont effondrés dans les pays de la région depuis 1990. La situation s'est légèrement redressée au cours des années 2000, mais l'amélioration a été de courte durée car les taux de natalité se contractent à nouveau depuis la crise de 2009-2010. Dans tous les pays sous revue, les taux de natalité sont inférieurs à la moyenne de l'UE et bien en deçà du niveau nécessaire (2,1 enfants par femme) pour assurer le renouvellement des générations (graphique 20).

Ce problème de baisse de la natalité est exacerbé par l'émigration. Selon les estimations du FMI (2016)⁵, entre 2009 et 2012 les pays du V-4 ont perdu environ 9% de leur population, celle-ci ayant émigré vers les autres pays à plus haut revenu. Ce niveau approche 15% pour la Bulgarie et la Roumanie. L'effet de cette émigration, qui touche en priorité la main-d'œuvre jeune et qualifiée (voire très qualifiée), sur la croissance des pays « sources » reste globalement négatif malgré un impact positif des transferts des expatriés et l'investissement dans la construction. L'étude conclut notamment à une baisse du potentiel de croissance qui ralentit la convergence de ces pays ainsi qu'une baisse de compétitivité du secteur privé en raison de la fuite des cerveaux. L'effet sur les finances publiques

serait également négatif car les gouvernements sont contraints de maintenir un niveau élevé de dépenses sociales pour les inactifs qui restent, ce qui laisse peu de marges de manœuvre pour les dépenses notamment celles d'investissement et de développement.

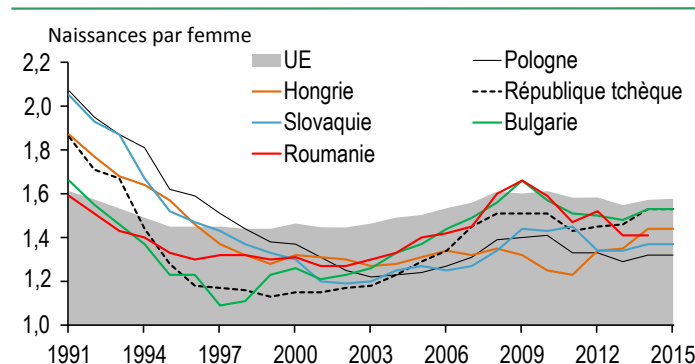
Taux de change



Graphique 19

Sources : Reuters Datastream, BNP Paribas

Taux de natalité



Graphique 20

Sources : Banque mondiale, BNP Paribas

Prévisions démographiques à horizon 2050

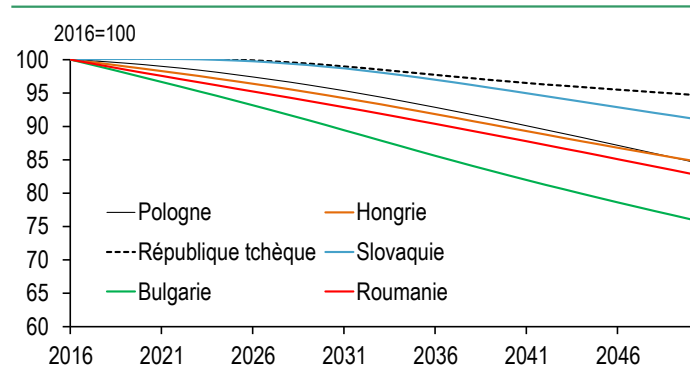


Chart 21

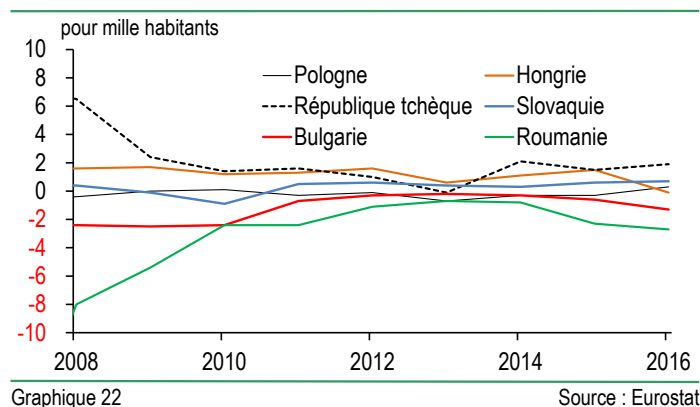
Source : Nations Unies

⁵ Atoyan et al. (2016) *Emigration and its Economic Impact on Eastern Europe*, IMF Staff Discussion note, July, SDN/16/07



Selon les estimations de la Coface (2017)⁶, sur la période récente (2010-2014) les flux d'émigration ont pu atteindre 19% du total de la population en Roumanie, 14% en Bulgarie, 9% en Pologne et en Slovaquie, 7% pour la Hongrie et 2% pour la République tchèque. D'autre part, les autorités et l'opinion publique de ces pays restent très opposées à l'entrée massive d'immigrants qui pourrait compenser la pénurie de la main-d'œuvre à court terme. Seule l'immigration depuis l'Ukraine semble susciter un certain intérêt, notamment en Pologne pour des raisons de proximité culturelle et linguistique. Ainsi, le solde migratoire de la Pologne est devenu positif en 2016 après plusieurs années en territoire négatif. Pour l'instant les soldes migratoires globaux sont légèrement positifs en République tchèque et en Slovaquie et proches de zéro en Hongrie après plusieurs années dans la zone positive. La Bulgarie et la Roumanie semblent rencontrer davantage de difficultés pour limiter l'émigration et/ou attirer la main-d'œuvre étrangère (graphique 22).

Soldes migratoires



Même si la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne réduit quelque peu l'émigration, cette persistance de flux migratoires négatifs, malgré une hausse des revenus et une baisse du chômage, appelle les gouvernements à réagir, notamment en améliorant le cadre institutionnel, en encourageant le retour et en créant des conditions attractives pour la main-d'œuvre la plus qualifiée.

Tous les gouvernements annoncent aujourd'hui vouloir mettre en place des politiques « natalistes ». La Pologne, dont le taux de natalité est le plus bas du groupe (de 1,31 enfant par femme) et parmi les plus faibles au monde, a lancé son premier programme d'allocations familiales (appelé « 500+ ») : une allocation de 500 zlotys (EUR117) par mois est versée aux familles à partir du deuxième enfant. La Hongrie s'est fixée l'objectif de faire remonter le taux de natalité moyen de 1,5 enfant par femme actuellement à 2,1 en 2030. Pour cela, le gouvernement entend agir sur le remboursement des prêts étudiants (qui seront réduits de moitié pour les femmes ayant eu deux enfants et totalement annulés en cas de naissance du troisième enfant). Des subventions pour les crédits logement sont prévues jusqu'à HUF 1 mn (EUR 3200) par enfant. Des programmes de développement des crèches et des garderies visant à

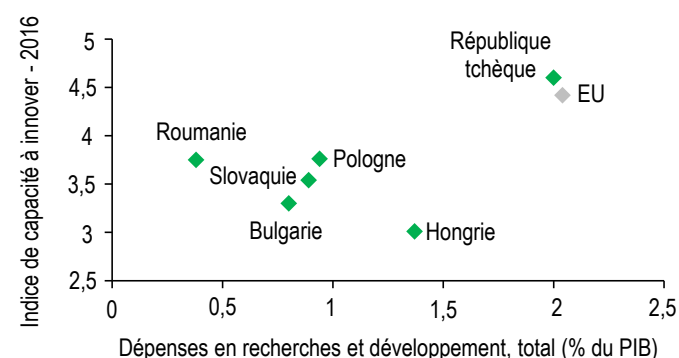
accroître le taux de participation des femmes seront également lancés. Les allègements fiscaux pour les familles avec deux enfants et plus sont également à l'étude : le budget total affecté aux familles pourrait ainsi atteindre 5% du PIB. Les autres pays affichent une volonté politique d'enrayer le dépeuplement mais avec un soutien financier moindre.

Dans la mesure où l'arrivée massive de migrants pour remplacer la population active déclinante ne semble pas une option acceptable politiquement, les efforts devront être concentrés sur l'augmentation du taux d'activité de la population (notamment à travers le soutien de l'activité des femmes avec le développement des structures d'accueil de la petite enfance disparus depuis les années 1990) et l'augmentation de la productivité.

L'innovation, principal levier de développement

Pour les pays du V-4 (Pologne, Hongrie, République tchèque, Slovaquie), l'intégration dans la chaîne de production européenne semble très avancée tandis que le progrès est notable pour la Bulgarie et la Roumanie qui ont eu accès au marché unique plus tardivement. Cependant, la poursuite de la convergence et le maintien de la croissance des revenus se heurtent à la concurrence des autres pays à salaires encore plus faibles. Ainsi, les pays du V-4 semblent proches de la limite à partir de laquelle la poursuite de la croissance des salaires et des revenus affectera la compétitivité. Pour sortir de cette situation, appelée « trappe à revenu intermédiaire », ils doivent monter en gamme et développer des produits plus innovants, à plus forte valeur ajoutée. L'investissement accéléré dans l'innovation, la recherche et le développement devient ainsi un élément indispensable de la stratégie de développement. Or, en termes d'investissement en recherche et développement et de capacité à innover, à l'exception notable de la République tchèque, les pays de la région ont pris du retard par rapport à la moyenne européenne (graphique 23).

Capacité à innover



Graphique 23 Sources : Banque mondiale, Forum économique mondial

La politique d'innovation demande des investissements à long terme souvent très risqués et nécessite une participation du gouvernement (pour organiser et souvent contribuer financièrement ou assurer contre les risques). Les conditions semblent aujourd'hui très favorables pour s'atteler à cette tâche sans tarder. En effet, les finances publiques sont en meilleure santé, le climat institutionnel s'est beaucoup amélioré au cours

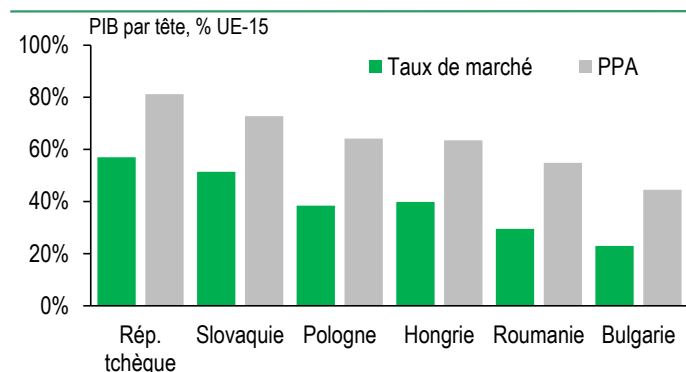
⁶ Fruchter D. Selewicz G. (2017) *Labour Shortages in Central and Eastern Europe countries : a growing concern for businesses*, Coface Economic Publications, May



de la dernière décennie et la stabilisation financière rend aujourd'hui possible le financement à long terme.

Les autorités polonaises ont bien compris le défi qui se présente à elles. Le pays a ainsi adopté le plan Morawiecki visant à sortir le pays de la « trappe à revenu intermédiaire » et du piège du producteur de moyenne gamme tout en soutenant une croissance équilibrée. Ce plan envisage un effort d'investissement important, notamment en s'appuyant sur les fonds européens, pour amener le taux d'investissement actuellement de 18% du PIB à 25%, tout en encourageant des investissements dans les nouvelles technologies et en soutenant les exportations. La Hongrie a bénéficié de l'expertise et des conseils de l'Union européenne qui a entrepris une revue approfondie de son système de recherche et d'innovation dans le cadre de sa *Policy Support Facility* en 2016 ayant débouché sur 33 recommandations spécifiques⁷. Le rapport reconnaît le potentiel du pays en termes d'innovation, mais insiste sur la nécessité d'une politique coordonnée avec des objectifs précis. Le pays a déjà mis en place l'Office national de recherche, développement et innovation chargé de coordonner ces politiques.

Le chemin à parcourir reste long



Graphique 24

Sources : Commission européenne, BNP Paribas

Le gouvernement entend promouvoir des produits « inventés en Hongrie » (par opposition à « fabriqués en Hongrie ») notamment à travers d'incitations fiscales. Selon l'OCDE, la République tchèque est le pays du groupe qui dépense le plus pour l'innovation avec un taux de dépenses légèrement supérieur à la moyenne de l'UE, et qui mise beaucoup sur les investissements privés. Ce pays devrait également se pencher davantage sur l'efficacité de ses investissements et sur comment améliorer la coordination entre les différents organismes intervenant dans la politique d'innovation. La Slovaquie, qui a longtemps misé sur l'importation de technologies via les filiales des multinationales, renforce son arsenal de soutien à l'innovation en définissant des secteurs prioritaires, en élargissant les mécanismes de prêts garantis et de partage des risques, en favorisant les programmes de capital risque, ainsi qu'en introduisant des incitations fiscales. Selon la Commission européenne⁸, la

Bulgarie devrait mieux coordonner le monde de la recherche et celui de l'entreprise et souffrirait d'une trop forte fragmentation des intervenants de la politique d'innovation. Tous les pays ont mis en place des programmes visant à améliorer l'efficacité de la recherche publique et à renforcer les liens entre le monde académique et celui de l'entreprise.

Au total, l'intérêt de l'innovation semble aujourd'hui bien compris par les autorités des pays de la région⁹. Bien évidemment, ces programmes comportent des risques d'implémentation importants. Mais la capacité à tirer profit du bon momentum économique sera décisive pour assurer le « saut qualitatif » nécessaire pour parachever le processus de convergence enclenché depuis 2004.

Conclusion

La reprise dans les pays d'Europe de l'Est est dynamique et devrait se poursuivre. Les conditions macroéconomiques sont favorables à une accélération de la consommation, soutenue par celle des salaires, et de l'investissement, grâce notamment à l'afflux de fonds structurels européens. Les déséquilibres macroéconomiques ont diminué depuis quatre ou cinq ans, améliorant la stabilité financière.

L'apparition de controverses dans les relations avec l'UE sonne la fin d'une « lune de miel politique ». Désormais, les forces politiques sont plus partagées sur la nécessité de poursuivre et d'approfondir les relations avec Bruxelles. D'autre part, l'absence de volonté de fournir un effort solidaire soulève des doutes parmi les pays de la « vieille » Europe sur la nécessité de poursuivre le soutien au développement, aujourd'hui massif, des pays de la région. Une nouvelle étape va alors s'ouvrir où, au niveau politique, la recherche de compromis sera essentielle.

Cependant, la « manne » des fonds européens diminuera probablement après 2020. Ces fonds ne pourront plus jouer le rôle qu'ils jouent actuellement pour la croissance. Les pays devront trouver d'autres sources pour financer leur croissance et s'appuyer davantage sur l'épargne domestique. Plusieurs défis subsistent : opérer une relance démographique tout en investissant massivement dans les industries innovantes. La capacité des gouvernements à les relever sera alors décisive pour l'aboutissement de la trajectoire de convergence.

Achévé de rédiger le 12 septembre 2017

anna.dorbec@bnpparibas.com

⁷ Commission européenne (2016) *Peer Review of the Hungarian Research and Innovation system*, Horizon 2020 Policy Support Facility

⁸ Commission européenne (2015), *Peer Review of Bulgaria's research and innovation system*, Horizon 2020 Policy Support Facility

⁹ Pour le détail des politiques mises en place pays par pays voir par exemple <https://www.innovationpolicyplatform.org>



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordnatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Colombie, Mexique, autres pays d'Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confaloneri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



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

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées 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 rémunérée 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 desquels il a été élaboré.

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

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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 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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© 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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change