

# ECO FLASH

30 octobre 2019

## Attractivité de la France : un bon cru 2018

Hélène Baudchon (\*)

(\*) avec la contribution de Kenza Charef, apprentie

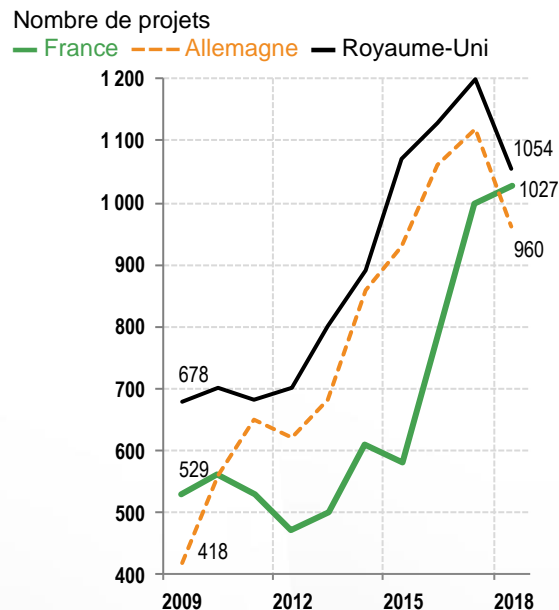
- En 2018, malgré un climat social tendu et un environnement économique marqué par l'essoufflement de la croissance européenne, le Brexit et le différend commercial sino-américain, les indicateurs d'attractivité de la France sont restés bien orientés.
- D'après le baromètre EY en particulier, la France devance l'Allemagne et talonne le Royaume-Uni en nombre de projets d'investissements étrangers (IDE) sur son territoire. Ces projets sont essentiellement portés par l'industrie, le numérique et les services aux entreprises.
- Cette attractivité de l'Hexagone témoigne de la solidité de ses secteurs historiques, de la densité de son écosystème entrepreneurial et du dynamisme de sa recherche. Les réformes récemment entreprises jouent également favorablement. Des progrès restent cependant à faire en matière de fiscalité et de coût du travail.

D'après l'INSEE, l'attractivité économique d'un territoire se définit comme « sa capacité à attirer des ressources spécifiques provenant de l'extérieur. Les contours de l'attractivité économique englobent deux aspects complémentaires : un aspect « productif » traditionnel et un aspect « résidentiel ». Ils définissent ensemble une géographie de l'attractivité des territoires ».

### Attractivité : définition et mesures

L'attractivité économique d'un territoire désigne sa capacité à attirer, sur une période donnée, de nouvelles activités économiques et des facteurs de production mobiles. Elle reflète la performance d'un territoire à une période donnée. Cette notion permet de justifier les choix d'investissements et d'accueil d'activités nouvelles d'un pays ou d'une région. Les politiques d'attractivité visent à attirer les investissements étrangers sur le territoire national afin d'augmenter le niveau

### ■ Evolution des IDE des grands pays européens



Graphique 1

Source : EY, BNP Paribas

de l'activité économique. Ces politiques sont légitimées par les théories de l'attractivité territoriale telles que celles développées par la nouvelle économie géographique ou l'économie industrielle.

La nouvelle économie géographique justifie la prise en compte de facteurs hors prix dans l'attractivité et la compétitivité d'une économie. Les choix d'implantation des entreprises dépendent d'externalités liées à l'agglomération ou à la dispersion des activités économiques. Des entreprises d'un même secteur peuvent ainsi être incitées à se concentrer géographiquement pour bénéficier d'économies d'échelle et

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque  
d'un monde  
qui change

d'externalités d'infrastructures (transports, proximité et accessibilité des fournisseurs ou du marché, etc). Elles peuvent, au contraire, être amenées à se disperser lorsqu'elles pâtissent d'externalités négatives liées à leur concentration, telles que la pollution, la concurrence locale responsable de la hausse du prix des intrants, etc. Les pouvoirs publics peuvent agir sur ces externalités. Par exemple, l'Etat peut décider d'établir des prix plafond sur les intrants ou développer les infrastructures, facteur essentiel dans le choix d'implantation des entreprises.

Les théories de l'économie industrielle viennent compléter les apports de la nouvelle économie géographique en mettant l'accent sur les ressources spécifiques d'un territoire, d'ordre institutionnel, industriel et technologique. La présence de technopoles, *clusters*, districts industriels au sein d'un territoire permettent aux entreprises de bénéficier d'externalités technologiques et de capital humain. Le développement de la recherche et de la formation de sa population sont aussi des clefs de l'attractivité.

Pour définir une politique d'attractivité, tout Etat doit au préalable chercher à mesurer cette attractivité. Plusieurs indicateurs développés par des institutions supranationales, telles que la Banque mondiale, permettent d'en rendre compte. Le premier consiste à comptabiliser les flux entrants d'investissements directs étrangers (IDE). Le nombre d'emplois créés sur le territoire par les centres de décision étrangers est un autre indicateur important.

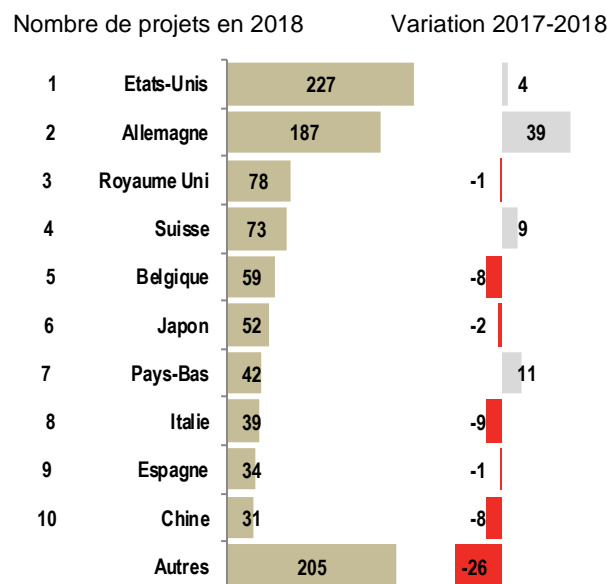
Nous nous intéressons ici plus particulièrement aux enquêtes d'opinion développées par des cabinets de conseil, telles que le baromètre EY, celui de l'AmCham France (Chambre de commerce américaine en France), de Bain & Company ou encore les enquêtes de Kantar. Toutes rendent compte du point de vue d'investisseurs sur un pays donné. Ainsi, en 2019, 500 investisseurs ont été sondés dans le cadre de l'enquête de Kantar sur l'attractivité de la France tandis que le baromètre EY a recueilli les propos de 210 chefs d'entreprises. Le rapport annuel de Business France sur les investissements internationaux en France est également riche d'informations. Il établit les caractéristiques des IDE en France (pays d'origine, secteurs, emplois concernés, etc.) et dresse un bilan de l'attractivité de l'Hexagone et du contexte international dans lequel ces flux d'IDE sont générés.

Deux autres indicateurs composites viennent compléter ces enquêtes. La Banque mondiale publie chaque année son indice *Doing Business* classant 190 économies en fonction de la qualité du climat des affaires qui y règne et leur attribue des scores quant à la facilité d'implantation d'une activité sur leur territoire. Chaque année est également établi le *Global Competitiveness Index* à la suite du *World Economic Forum*. Cet indice de compétitivité réunit les aspects macro et microéconomiques de la compétitivité de 140 pays en un seul indice. Ce dernier croise les résultats de 98 indicateurs concernant, notamment, les institutions, les infrastructures, la stabilité macroéconomique et la capacité d'innovation. Cet indice permet de classer les économies en fonction de leur degré de compétitivité.

### Etat des lieux

En 2019, dans le classement *Doing Business*, la France obtient le score de 77,29 sur 100, en légère augmentation par rapport au classement 2018 (+0,99), signe que le pays résiste bien dans un environnement mondial et européen toujours plus incertain sur le plan économique et politique. Ce constat

## ■ Top 10 des pays d'origine des IDE en France



Graphique 2

Source : EY, BNP Paribas

est validé par l'indice de compétitivité du *World Economic Forum* qui classe la France quinzième pays le plus compétitif en 2019, en hausse de 2 places par rapport à 2018.

Du côté des enquêtes d'opinion, la France reste une destination attractive puisque 55% des investisseurs américains interrogés dans le cadre de l'enquête menée en 2018 par l'AmCham pensent que la France est une « bonne » destination d'investissement. Ils étaient 48% à le penser en 2017. Le résultat de l'enquête EY pour 2018 est également intéressant et instructif, la France se hissant à la seconde place du palmarès des pays européens les plus attractifs juste derrière le Royaume-Uni et devant l'Allemagne (cf. graphique 1). Elle concentre ainsi 1027 décisions d'investissement en 2018, devançant l'Allemagne (973 projets) et talonnant le Royaume-Uni (1054 projets). Néanmoins, le nombre d'emplois créés par ces IDE reste très faible : 43 emplois par projet en moyenne.

Autre résultat positif : selon EY, la France est devenue, en 2018, la première destination européenne des projets d'investissement dans les centres de recherche et développement (R&D), avec 144 projets, soit plus que l'Allemagne et le Royaume-Uni réunis (respectivement 64 et 74 projets). La France s'est également maintenue en tête du palmarès européen des projets d'IDE dans l'industrie. C'est le secteur du numérique qui a attiré le plus d'IDE en 2018 (171 projets), suivi par les services aux entreprises (121 projets). Au total, les cinq premiers secteurs les plus attractifs en France représentent 50% des investissements captés, faisant de la France le pays européen où la répartition des IDE est la plus diversifiée.

Par ailleurs, tous types d'investissements confondus, Paris se place au deuxième rang des métropoles mondiales en termes de nombre d'IDE reçus, juste derrière Londres. La France accuse néanmoins un retard sur le Royaume-Uni et l'Allemagne dans des secteurs stratégiques comme le numérique et les centres de décision. En effet, bien que le numérique ait été le secteur le plus porteur d'IDE en 2018, la France reste distancée par ses concurrents britanniques et

allemands qui concentrent, respectivement, 288 et 218 projets d'investissement dans ce secteur. Quant aux centres de décision, d'après le baromètre EY, le nombre de QG a régressé de 24%, un déclin d'une ampleur toutefois similaire à la tendance européenne (-23%).

Toujours selon le baromètre EY, après avoir augmenté continûment pendant six ans, le nombre de projets d'IDE en Europe a accusé un recul de 4% en 2018. Un tel repli n'avait pas été observé depuis 2012. Il est également remarquable de constater ce signal négatif ne vaut pas pour la France, dont l'attractivité s'est maintenue, portée notamment par l'industrie. Un tiers des projets d'investissement concernent en effet des sites de production ou des extensions de sites de production : un résultat qui retient l'attention alors que l'industrie est l'un des secteurs les plus touchés par la baisse des IDE sur le vieux continent.

Cette diminution historique des IDE en Europe s'inscrit dans un contexte géopolitique complexe : l'absence d'accord sur les conditions de sortie du Royaume-Uni inquiète particulièrement les investisseurs. En effet, 38% des investisseurs interrogés dans le baromètre EY considèrent le Brexit comme le principal risque menaçant l'attractivité européenne. En tant que point d'entrée géographique sur le continent, la France bénéficie cependant de la situation. L'Île-de-France enregistre même la plus forte progression d'IDE en provenance du Royaume-Uni, suivie de Madrid et Francfort. De plus, le Royaume-Uni apparaît comme le troisième pays d'origine des IDE entrants en France.

Par ailleurs, si la réforme fiscale américaine pousse les entreprises américaines et étrangères à rapatrier leurs profits sur le sol américain, cela n'empêche pas les entreprises américaines de se tourner vers la France puisque les Etats-Unis sont les premiers investisseurs en France juste devant l'Allemagne. Ils concentrent 18% des projets d'investissement en 2018, contre 13% pour l'Allemagne (cf. graphique 2).

### Points forts et points faibles

Les principaux facteurs d'attractivité de la France sont la solidité de son maillage industriel, son écosystème entrepreneurial et le dynamisme de sa recherche. Les réformes entreprises ces dernières années jouent également favorablement. En revanche, des progrès restent à faire en matière de poids de l'administration, de fiscalité et de coût du travail.

En 2018, la France a maintenu sa position de première destination d'accueil des activités industrielles en Europe juste devant la Turquie et l'Allemagne, rang qu'elle occupe depuis maintenant plus de dix ans. Selon Business France, ce dynamisme devrait se renforcer dans les années à venir puisque le gouvernement s'est engagé à revitaliser le tissu industriel français afin de bénéficier des effets d'une « révolution industrielle 4.0 ». D'après les enquêtes menées par Business France, plus de 84% des investisseurs interrogés plébiscitent plus particulièrement la qualité de la main d'œuvre, la montée en gamme des produits et la digitalisation des processus industriels.

Si du point de vue de son attractivité, la France est sortie indemne du ralentissement économique européen en 2018, le gouvernement pourrait craindre pour 2019 les retombées d'un climat social tendu. Le deuxième sommet « Choose France », initié par le président Emmanuel Macron, avait d'ailleurs notamment pour but de rassurer les dirigeants des 120

### ■ Le crédit d'impôt recherche

Le crédit d'impôt recherche (CIR), un dispositif fiscal créé en 1983, vise à réduire le coût des dépenses de R&D des entreprises. Depuis sa création, un certain nombre de modifications ont été apportées. En 2008, son mode de calcul a été repensé : les déductions d'impôt ne sont plus calculées sur la base de l'accroissement des dépenses de R&D mais sur leur volume, ce qui rend le dispositif plus incitatif pour les entreprises dont les dépenses n'augmentent pas ou peu d'une année sur l'autre. Les critères d'éligibilité n'ont, en revanche, jamais changé. Toutes les entreprises peuvent en bénéficier quels que soient leur secteur et leur taille pourvu qu'elles soient éligibles à l'impôt sur les sociétés (IS) et qu'elles engagent des dépenses de R&D. Les trois types de dépenses couvertes par le dispositif sont les recherches fondamentales, appliquées et expérimentales. Le taux du crédit d'impôt est appliqué sur le prorata des heures travaillées destinées à la recherche. Ce taux s'élève à 30% pour les dépenses inférieures ou égales à EUR 100 millions et à 5% au-delà. Le montant obtenu est déductible de l'IS ou se transforme en créance sur le Trésor si l'entreprise est non imposable. Depuis 2013, il existe en outre le crédit d'impôt innovation destiné aux PME qui bénéficient d'un taux de 20% de crédit d'impôt sur les dépenses de conception ou de réalisation de prototypes ou d'installations pilotes d'un produit nouveau.

multinationales présentes. 31% des dirigeants interrogés par EY pensent que réformer le dialogue social aurait un impact sur l'attractivité de l'Hexagone. 47% d'entre eux déplorent le poids des démarches administratives pour les entreprises et plus d'un tiers celui de la fiscalité et du coût du travail.

De nombreuses réformes ont été engagées ces dernières années pour alléger ces contraintes et créer un environnement des affaires plus favorable. Initiée par François Hollande, puis poursuivie et amplifiée par Emmanuel Macron, la politique de l'offre est le cadre général dans lequel elles s'inscrivent. On citera la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisse de charges pour abaisser le coût du travail ; la transformation de l'ISF en impôt sur la fortune immobilière (IFI) et le prélèvement forfaitaire unique (PFU) pour alléger la fiscalité du capital ; la loi PACTE, pour répondre notamment aux besoins de simplification administrative des entrepreneurs. Des initiatives telles que « Territoires d'industrie » et le Pacte productif 2025, en cours d'élaboration, ont aussi pour objectif de lever des barrières à l'entrée.

La France promeut également un environnement favorable à l'innovation. Sa performance – en tant que destination la plus attractive d'Europe pour les projets de R&D – en atteste, tout comme le bouillonnement de la *French Tech*. Ce dynamisme de la recherche et de l'innovation est soutenu par un maillage solide d'incubateurs mais aussi par un ensemble d'incitations fiscales dont le crédit d'impôt recherche et le crédit d'impôt innovation (cf. encadré). Couplées au nombre d'étudiants en recherche avancée et d'ingénieurs, ces incitations poussent les géants de la Tech à renforcer leur présence dans l'Hexagone. L'innovation est ainsi perçue par 84% des dirigeants interrogés par Business France comme l'avantage compétitif qui permet à la France de faire la différence. La majorité d'entre eux saluent également le réseau de *clusters* de l'Hexagone, la possibilité de collaborer avec des équipes de recherche universitaires et l'accès facilité au financement.

**Hélène Baudchon**  
[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Kenza Charef**  
[kenza.charef@bnpparibas.com](mailto:kenza.charef@bnpparibas.com)



# Recherche Economique Groupe

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+ 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+ 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)



## NOS PUBLICATIONS

**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 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 options 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 au 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 loi 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 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 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.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://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](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)

