

## ÉCHANGES COMMERCIAUX SINO-GERMANIQUES : UNE DÉPENDANCE CROISSANTE

Anthony Morlet-Lavidalie

La Chine est le principal partenaire commercial de l'Allemagne depuis 2016. Les importations allemandes en provenance de Chine représentent près de 12 % du commerce total de l'Allemagne, et les exportations 8 %. Dans l'ensemble, les échanges commerciaux avec la Chine atteignent désormais près de 20% des échanges commerciaux allemands.

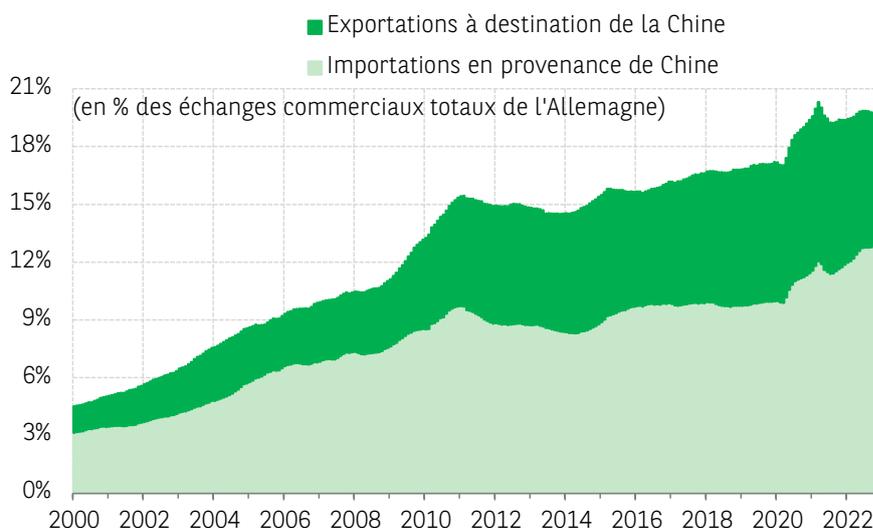
Si, par le passé, le déficit commercial de l'Allemagne vis-à-vis de la Chine a été relativement limité, il se creuse substantiellement depuis le début de l'année 2021.

L'Allemagne, dont le niveau de gamme de la production industrielle est particulièrement élevé, est très dépendante de la Chine en matière d'intrants stratégiques, et en particulier dans son approvisionnement en terres rares.

Les fleurons industriels allemands dépendent également de la demande intérieure chinoise puisqu'ils y réalisent, en moyenne, environ 20% de leurs ventes, et cette part ne cesse de croître.

Pour l'Allemagne, le chemin vers une moindre dépendance s'annonce long et complexe. La Chine lui fournit des intrants essentiels et elle est une source de débouchés importante pour l'industrie la plus puissante d'Europe.

ALLEMAGNE : POIDS DE LA CHINE DANS LE TOTAL DES ÉCHANGES COMMERCIAUX



GRAPHIQUE 1

SOURCES : DESTATIS, CALCULS BNP PARIBAS

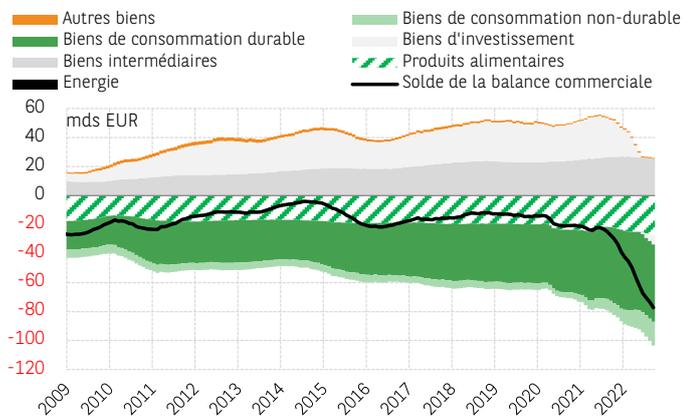
Les liens commerciaux noués entre l'Allemagne et la Chine n'ont cessé de se renforcer au cours des deux dernières décennies. Alors qu'ils représentaient à peine 5% des échanges totaux de l'Allemagne au début des années 2000 (ventilé avec 3,5% pour les importations et 1,5% pour les exportations), ils pèsent aujourd'hui près de 20% (graphique 1). Le poids de la Chine apparaît plus élevé pour les importations que pour les exportations allemandes : 11,8% des biens importés proviennent de Chine en 2022, alors la part des exportations à destination de la Chine s'établit à 7,5%<sup>1</sup>.

### DES LIENS PARTICULIÈREMENT ÉTROITS ENTRE L'ALLEMAGNE ET LA CHINE

Outre-Rhin, les relations commerciales avec la Chine se sont historiquement bâties sur des importations allemandes de biens à faible valeur ajoutée (biens de consommation durables et non durables, produits agroalimentaire) et des exportations de produits à plus haute valeur ajoutée (biens intermédiaires et bien d'investissement). Or, cette relation bilatérale est structurellement, bien que modérément, déséquilibrée sur le plan du solde commercial. Entre 2000 et 2019, l'Allemagne a en effet accusé un déficit commercial annuel moyen de EUR 15 mds vis-à-vis de la Chine (graphique 2). À titre de comparaison, l'excédent commercial global allemand s'est élevé en moyenne annuellement à EUR 177 mds sur la même période. En outre, le déficit bilatéral avec la Chine s'est considérablement creusé depuis le début de l'année 2021, pour atteindre EUR 81,9 mds au mois d'octobre 2022 sur douze mois cumulés.

<sup>1</sup> À titre de comparaison, le poids des États-Unis dans les importations allemandes de biens s'élève à 6% contre 8,8% pour les exportations.

## ALLEMAGNE : SOLDE COMMERCIAL AVEC LA CHINE PAR TYPE DE BIENS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DESTATIS, CALCULS BNP PARIBAS

Cette multiplication par cinq du déficit commercial en seulement deux ans s'explique principalement par deux phénomènes. Le premier est l'augmentation significative des prix des importations en Allemagne dans un contexte de pénuries de certains intrants, combinée à une dépréciation de l'euro qui a accentué la hausse des prix importés. À cela s'est ajoutée la faiblesse de l'économie chinoise, pénalisée par sa stratégie zéro Covid qui a engendré une baisse significative de la demande chinoise pour les biens d'investissement en provenance d'Allemagne. Pour ce type de biens, l'Allemagne connaît désormais un solde commercial déficitaire alors qu'en temps normal, c'est de loin le premier poste d'exportation de l'Allemagne vers la Chine (plus de 60% en 2019). Or, c'est en Allemagne que la dégradation de la balance commerciale avec la Chine est la plus marquée. Ce même mouvement est bien moins marqué dans les autres grands pays européens.

Dans le détail, les échanges commerciaux sino-germaniques sont dominés par quelques produits spécifiques. Les produits informatiques et électroniques sont de loin les biens les plus échangés entre les deux pays, suivis des produits électriques et textiles. Les produits chimiques et la fabrication d'automobiles, qui font partie des principaux segments d'exportations de l'Allemagne vers la Chine, se situent respectivement à la 6<sup>e</sup> et la 8<sup>e</sup> place.

## UNE DÉPENDANCE STRATÉGIQUE, PAS QUANTITATIVE

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, l'Allemagne n'est toutefois pas plus dépendante quantitativement des intrants chinois que ses partenaires européens. L'IFO a montré dans son Policy Report n°36 publié en juin 2022 que « la part des intrants chinois dans la production finale de l'Allemagne est comparable à celle d'autres pays européens, comme la France ou l'Espagne, et représente un nombre plutôt inférieur à la moyenne des autres pays du G20 ». D'un point de vue purement comptable, la Chine joue un rôle important mais pas dominant pour l'Allemagne en tant que fournisseur. Symétriquement, sur le plan des débouchés qu'offre la Chine aux biens allemands, les conclusions sont similaires.

Toutefois, cette analyse purement quantitative ne dit rien des dépendances stratégiques. Car si l'Allemagne n'est pas plus dépendante que d'autres pays européens en termes de volumes importés de Chine, elle

## QUE SONT EXACTEMENT LES TERRES RARES ?

Les « terres rares » sont improprement nommées puisque ces terres ne possèdent pas la rareté de l'or ou de l'argent, et sont aussi abondantes que le nickel ou le cuivre. En revanche, elles sont bien plus dispersées, ce qui rend leur extraction plus coûteuse et plus polluante. Les terres rares sont des métaux dont les propriétés électromagnétiques sont exceptionnelles. Elles sont mobilisées dans un grand nombre de procédés de fabrication de haute technologie. Certes, leur quantité contenue dans chaque bien est souvent infime mais l'augmentation continue de la production de biens technologiques a entraîné une forte hausse de la demande mondiale de terres rares.

En 2021, la production de ces métaux apparaît extrêmement concentrée d'après les données de l'« US Geological Survey » puisque la Chine approvisionne 61% de la demande mondiale (suivie des États-Unis à hauteur 16% et de la Birmanie pour 9%). Si les réserves mondiales connues à ce jour sont plus équitablement réparties, la Chine conserve une position dominante puisqu'elle posséderait 37% des réserves de terres rares (suivie du Vietnam et du Brésil à hauteur de 18% chacun) d'après les données du Statista Research Department. Quand bien même d'autres pays se mettraient à activement exploiter leurs réserves, la Chine est assurée de rester le producteur majoritaire du monde durant de nombreuses années puisqu'il faut environ 25 ans entre le début d'un projet minier et le début de l'exploitation.

l'est si on regarde le type de produits qu'elle importe. En effet, l'Allemagne est un gros importateur de « terres rares » (encadré) essentielles à la fabrication de biens à haute valeur ajoutée (imagerie médicale, ampoule basse consommation, véhicules hybrides, batteries rotors d'éoliennes). Or, 95% des importations allemandes de terres rares proviennent de Chine. Cette très forte dépendance crée une vulnérabilité stratégique particulièrement marquée par rapport aux autres métaux rares dont les sources d'approvisionnement sont, en moyenne, plus diversifiées : le lithium (Chili, Australie), le cobalt (Congo), le cuivre (Chili, Pérou, Brésil), le nickel (Indonésie, Canada, Russie).

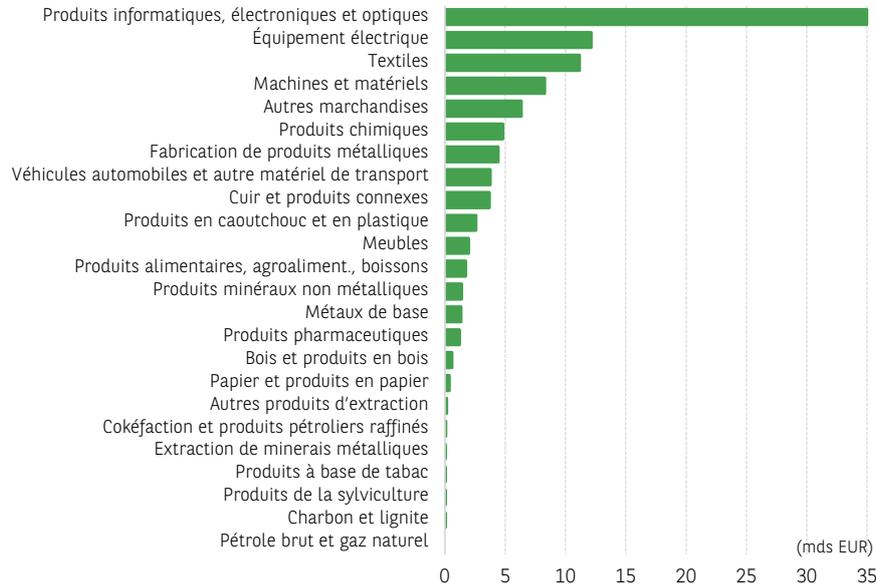
## DOUBLE EXPOSITION IMPORTANTE DES GRANDS GROUPES

Les grands groupes allemands sont les plus exposés au marché chinois au travers d'une double dépendance. La Chine leur est à la fois indispensable dans la fourniture d'intrants essentiels à leur processus de fabrication, mais aussi en aval de la production puisque la Chine demeure un marché en expansion qui offre des débouchés croissants aux entreprises allemandes. Les grands groupes ont profité du développement chinois pour s'implanter significativement sur le territoire au point où les fleurons industriels réalisent désormais en moyenne 20% de leurs ventes en Chine. Cette part peut monter jusqu'à 40% dans le cas de Volkswagen qui est le leader automobile incontesté sur le marché chinois.

Les constructeurs automobiles allemands ne souhaitent pas ralentir leur développement en Chine, car ils y voient au contraire un avenir prospère. Cela se justifie par le fait que le marché automobile chinois est particulièrement dynamique. En 2011, les ventes d'automobiles en Chine représentaient déjà 30% des immatriculations à l'échelle planétaire (18,5 millions d'unités sur un total de 60,8 millions d'unités) et en



### ALLEMAGNE : ÉCHANGES COMMERCIAUX AVEC LA CHINE (IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS) PAR GROUPE DE PRODUITS (MOYENNE ANNUELLE, PÉRIODE 2008-2022)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : DESTATIS, CALCULS BNP PARIBAS

2021, cette part s'est accrue à près de 40% puisque 26,3 millions des 66,7 millions d'automobiles vendus dans le monde l'ont été en Chine selon les chiffres de l'Association chinoise des constructeurs automobiles. Les plus grands industriels allemands du secteur automobile mais aussi ceux de la chimie cultivent donc de grandes ambitions à l'égard du marché chinois.

Si la volonté d'émancipation vis-à-vis de la Chine ne fait pas consensus en Allemagne, c'est parce que les grands groupes continuent d'investir massivement en Chine alors que ce n'est plus le cas des petites et moyennes entreprises (y compris celles du *Mittelstand*) d'après les récents travaux du groupe Rhodium. Les trois grands constructeurs automobiles allemands que sont Volkswagen, BMW et Mercedes, ainsi que le mastodonte de la chimie BASF, ont généré à eux seuls un tiers des investissements émanant du continent européen à destination de la Chine sur les quatre dernières années. Et cette dynamique ne faiblit pas puisque sur les six premiers mois de l'année 2022, les investissements en provenance d'Allemagne vers la Chine ont atteint un record d'environ EUR 10 mds selon une étude de l'institut allemand IW.

Cette différence d'appréciation entre les entreprises à l'égard du marché chinois complique la tâche du gouvernement. Ce dernier fait face à un tissu productif extrêmement polarisé. Les petites et moyennes entreprises allemandes perçoivent désormais la Chine comme un concurrent, tandis que les grands groupes continuent d'y voir avant tout une opportunité de développement et de croissance.

## UN VŒU D'INDÉPENDANCE DIFFICILE À CONCRÉTISER

L'éclatement de la Guerre en Ukraine, le 24 février 2022, a mis en lumière la vulnérabilité de la première économie européenne dans ses approvisionnements énergétiques et a forcé le pays à repenser sa vision des relations internationales. Le conflit russo-ukrainien a accéléré l'envie du gouvernement de rééquilibrer les relations de l'Allemagne

avec ses principaux partenaires commerciaux afin d'éviter que les dépendances à l'égard de certains pays s'accroissent, comme cela est le cas avec la Chine.

Certaines entreprises se montrent déterminées à diversifier leurs sources d'approvisionnement. D'après une enquête menée par l'institut l'IFO en mars 2022, parmi les entreprises du secteur manufacturier qui déclarent dépendre (46% d'entre elles) des consommations intermédiaires en provenance de Chine, une sur deux prévoit de réduire ses importations en provenance de Chine dans les prochaines années.

Dans un document stratégique rendu public le 1<sup>er</sup> décembre 2022, le ministre de l'Économie, Robert Habeck, a clairement exprimé son souhait de voir la dépendance de l'Allemagne envers la Chine se réduire. Il soutient que les entreprises allemandes doivent miser sur des marchés alternatifs. Cela fait écho à ses propos tenus avant l'été : « *la naïveté envers la Chine est terminée* ». Pour autant, ce regain de souveraineté promu par le gouvernement ne devrait pas se traduire par un découplage avec la Chine. À ce sujet, le chancelier Olaf Scholz a fermé la porte à cette voie en énonçant, le 4 novembre 2022, peu avant un entretien avec son homologue Li Keqiang à Pékin, que l'Allemagne n'est pas « *partisane d'un découplage* » des relations économiques avec la Chine. Le chancelier explique vouloir simplement réduire « *les dépendances unilatérales* » tout en veillant à ce que les « *relations économiques soient équitables, avec une réciprocité, notamment sur la question de l'ouverture aux investissements* ». Jusqu'ici, ce vœu d'indépendance ne s'est pas traduit dans les actes, comme en témoigne la décision du gouvernement le 26 octobre dernier d'autoriser la montée au capital du port de Hambourg du Chinois Cosco, malgré la réticence de l'Union européenne et des alertes des renseignements allemands sur les conséquences d'une telle décision.

Anthony Morlet-Lavidalie



William De Vijlder  
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – zone euro - Climat +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni +33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord +33 1 53 31 59 14 anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@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

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaelle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com





## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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 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 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, 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

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



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](http://www.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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change