

## FRANCE, BUDGET 2022 : RÉDUCTION MÉCANIQUE DU DÉFICIT

Hélène Baudchon

Dans son projet de loi de finances pour 2022, le gouvernement français prévoit un déficit de 8,4% du PIB en 2021 et de 4,8% en 2022 (après 9,1% en 2020). Le ratio de dette publique s'élèverait à 115,6% du PIB en 2021 (après 115% en 2020), avant de refluer légèrement à 114% en 2022.

La réduction importante du déficit entre 2021 et 2022 est de nature mécanique. L'amélioration du déficit conjoncturel y contribue pour 1,6 point, tandis que la diminution de 2,1 points du déficit structurel est imputable à l'arrêt de l'essentiel des mesures d'urgence. Cette disparition contribue à la forte baisse du poids des dépenses publiques dans le PIB (-4,3 points), qui fait plus qu'expliquer la réduction du déficit budgétaire (-3,6 points) et couvre également la baisse de la pression fiscale (-0,8 point).

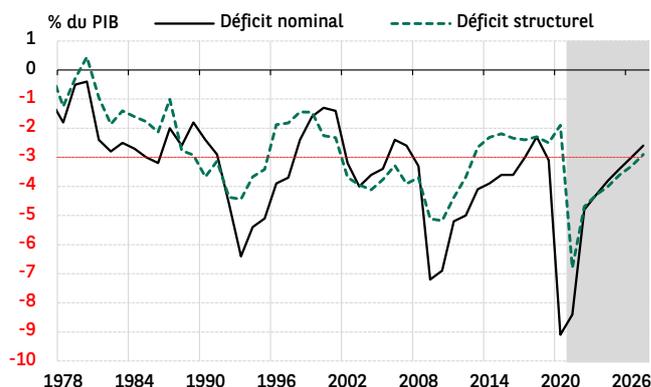
L'heure de la consolidation budgétaire discrétionnaire n'a pas encore sonné. L'ombre de la crise de la Covid-19 plane toujours sur ce budget 2022: l'économie et la société française ont encore besoin d'être soutenues, et elles le sont (montée en puissance du plan France Relance, plan France 2030 à venir, hausse des dépenses ordinaires). Bien que dans des proportions nettement moindres qu'en 2020 et 2021, la logique du « quoi qu'il en coûte » continue de prévaloir : aucune mesure de financement n'est mise en face des mesures de soutien.

Le Haut Conseil des Finances Publiques estime « prudente » la prévision de croissance du gouvernement pour 2021 (6%) et « plausible » celle pour 2022 (4%).

S'agissant des prévisions de déficit budgétaire, le HCFP ne s'est pas prononcé sur leur plausibilité, faute de disposer d'un PLF complet. En effet, certaines dépenses, annoncées mais non finalisées (nouveau plan d'investissement France 2030, revenu d'engagement notamment), ne sont pas intégrées au PLF 2022. Il est prévu qu'elles le soient par voie d'amendement lors du débat parlementaire.

Les prévisions de déficit budgétaire du gouvernement sont donc susceptibles de bouger dans les prochaines semaines. Le gouvernement a déjà rehaussé sa prévision de croissance pour 2021 à 6,25%. Un déficit plus dégradé en 2022 n'est toutefois pas une certitude, la sous-estimation actuelle des dépenses pouvant être contrebalancée par celle des recettes.

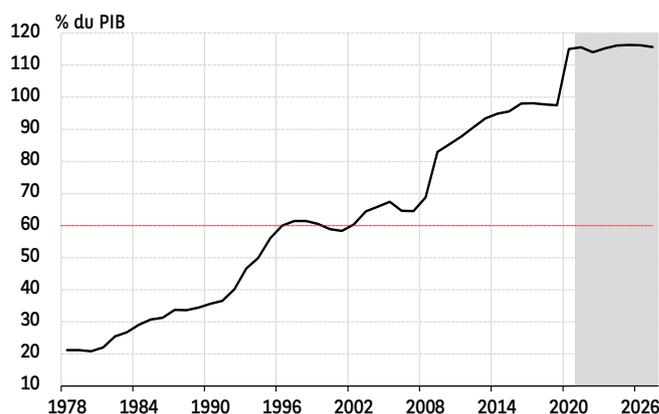
### DÉFICIT NOMINAL ET STRUCTUREL



GRAPHIQUE 1

SOURCE : INSEE, COMMISSION EUROPÉENNE, PRÉVISIONS DU GOUVERNEMENT (ZONE GRISÉE), BNP PARIBAS

### RATIO DE DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : INSEE, PRÉVISIONS DU GOUVERNEMENT (ZONE GRISÉE), BNP PARIBAS

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

Le projet de loi de finances pour 2022 (PLF 2022) a été présenté le 22 septembre 2021 en Conseil des ministres. Cet article passe en revue les principaux chiffres et éléments que nous retenons de ce budget, le dernier avant l'élection présidentielle de 2022. En résumé, le budget 2022 reste marqué par le soutien à la croissance et à l'emploi. La question d'une réduction volontaire du déficit budgétaire, pour apporter un début de réponse à son ampleur, n'est toujours pas un sujet pour 2022 : toute consolidation discrétionnaire reste prématurée. L'enjeu du budget 2021 résidait dans son efficacité à amortir la crise et à soutenir la reprise. C'est chose faite. S'agissant du budget 2022, qui s'intitule « Pour une croissance durable », l'enjeu est, aussi, de réussir la sortie de crise, avec en toile de fond le retrait progressif des mesures d'urgence, la poursuite de la montée en puissance de France Relance et le lancement du nouveau plan d'investissement France 2030.

Selon les prévisions arrêtées pour le PLF 2022, le gouvernement table sur un déficit budgétaire de 8,4% du PIB en 2021, après 9,1% en 2020, et qui sera ramené à 4,8% en 2022. L'amélioration entre 2020 et 2021 est limitée (0,7 point) alors même que la croissance devrait connaître un rebond conséquent (+6% après -7,9%). La raison en est que la réduction de près de 3 points du déficit conjoncturel, comme celle des mesures ponctuelles et temporaires (*one-offs*), est contrebalancée par le creusement de 5 points du déficit structurel. Ces évolutions portent la trace du choix du gouvernement de comptabiliser les mesures d'urgence en *one-offs* en 2020 et dans le solde structurel en 2021.

La réduction attendue du déficit entre 2021 et 2022 est plus importante (3,6 points) et elle se caractérise par sa nature mécanique. Elle repose à hauteur de 1,6 point sur l'amélioration du déficit conjoncturel, permise par la croissance forte attendue en 2022 (4%), et, à hauteur de 2,1 points, sur l'amélioration du déficit structurel imputable à la disparition de l'essentiel des mesures d'urgence. Après avoir totalisé EUR 69,7 mds en 2020 puis EUR 63,7 en 2021, ces mesures d'urgence ne compteront en effet plus que pour EUR 8,1 mds en 2022 (*cf. tableau 3*). Face à cette diminution, les mesures de France Relance représentent encore EUR 30,1 mds en 2022 après EUR 38,2 mds en 2021. Cet ajustement structurel de 2,1 points ne recouvre pas des mesures discrétionnaires de consolidation budgétaire. De telles mesures auraient certes permis de réduire plus nettement le déficit mais il n'est pas encore temps d'amorcer le tournant de la rigueur budgétaire : aussi nécessaire soit-il, le faire en 2022 reste prématuré compte tenu de l'ampleur du choc de la Covid-19 et du soutien dont l'économie et la société française ont encore besoin (soutien apporté notamment par la montée en puissance du plan France Relance, par le plan France 2030 à venir et au regard aussi de l'augmentation des dépenses ordinaires, *cf. infra*).

Combinée à l'effet favorable de la forte hausse du PIB au dénominateur, l'arrêt de l'essentiel des mesures d'urgence sous-tend la forte baisse du poids des dépenses publiques dans le PIB (-4,3 points<sup>1</sup>) ; celle-ci fait plus qu'expliquer la réduction du déficit budgétaire et couvre aussi la baisse de 0,8 point du poids des recettes totales (-0,2 point pour le taux de prélèvements obligatoires (PO) nets des crédits d'impôts). Le gouvernement propose une version « retraitée » des mesures exceptionnelles d'urgence et de relance de l'évolution des dépenses publiques en volume, afin de mettre en avant l'effort de maîtrise qui est consenti d'après lui, malgré l'impression du contraire due aux nombreuses dépenses nouvelles annoncées (la plupart pérennes)<sup>2</sup> s'ajoutant à celles déjà engagées<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Le poids des dépenses publiques redescend ainsi à un niveau proche de 2017.

<sup>2</sup> Revalorisations salariales dans l'Education nationale ; renforcement des moyens pour les forces de l'ordre et Beauvau de la sécurité ; augmentation des crédits budgétaires pour MaPrimeRénov' ; hébergement d'urgence ; mesures en faveur des jeunes (création du Pass Sport, augmentation de la dotation pour le Pass culture, augmentation de la capacité d'accueil du Service national universel, prolongation du plan « 1 jeune, 1 solution ») ; plan Marseille ; chèque énergie supplémentaire ; gestes salariaux en faveur des sages-femmes de l'hôpital public ; gratuité de la contraception pour les femmes jusqu'à 25 ans ; plan pour les indépendants, les agriculteurs.

<sup>3</sup> Ségur de la santé ; lois de programmation (Défense, Recherche, Justice, Aide publique au développement).

## CHIFFRES-CLÉS DU BUDGET 2022 ET MISE EN PERSPECTIVE

% du PIB et du PIB potentiel	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Croissance	2,3	1,9	1,8	-7,9	6,0	4,0	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-8,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,6</b>
Solde conjoncturel	-0,3	0,1	0,4	-4,3	-1,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Mesures ponctuelles et temporaires	-0,2	-0,1	-1,0	-2,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Solde structurel</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,9</b>
Ajustement structurel	0,3	0,2	-0,2	0,6	-4,9	2,1	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Dont effort structurel				0,6	-5,6	2,6					
Mesures nouvelles en recettes (nettes des CI*)				-0,6	-0,6	-0,1					
Effort en dépenses				0,9	-5,0	2,7					
Clé en crédits d'impôt				0,4	0,0	0,0					
Dont composante non discrétionnaire				0,0	0,7	-0,5					
Recettes hors PO				-0,4	0,9	-0,4					
Effet d'élasticité fiscale				0,4	-0,1	0,0					
<b>Ratio de dette publique</b>	<b>98,1</b>	<b>97,8</b>	<b>97,5</b>	<b>115,0</b>	<b>115,6</b>	<b>114,0</b>	<b>115,2</b>	<b>116,1</b>	<b>116,3</b>	<b>116,2</b>	<b>115,7</b>
Dépenses publiques (hors CI) - Ratio	55,1	54,0	53,8	60,8	59,9	55,6	54,7	54,1	53,6	53,2	52,9
Evolution en valeur			2,8	6,8	4,8	-2,0					
...en volume	1,5	-0,5	1,9	6,6	3,4	-3,5	-0,3	0,2	0,2	0,5	0,6
...retraitée**	1,5	-0,9	1,4	1,2	2,1	0,8	1,0	0,5	0,6	0,6	0,6
Taux de PO (nets des CI)	45,1	44,7	43,8	44,5	43,7	43,5	43,4	43,5	43,6	43,6	43,7

Les mesures ponctuelles et temporaires recouvrent notamment les contentieux fiscaux et, en 2019, le coût de la bascule du CICE en baisse de charges. // \*CI : crédits d'impôts. // La composante non discrétionnaire tient compte notamment des effets d'élasticité des recettes lorsque cette élasticité diffère de l'unité. La majorité des recettes hors PO (prélèvements obligatoires) en 2021 est issue du financement européen du plan de relance. // La clé en crédits d'impôt équivaut à l'écart entre le coût budgétaire et celui en comptabilité nationale des CI restituables et reportables. Son niveau élevé en 2020 est lié à la suppression du CICE et à l'écart important entre les versements encore substantiels au titre des années précédentes et la quasi-disparition des créances. // La décomposition du solde public est basée sur des hypothèses révisées de croissance potentielle (0,0% en 2020, 0,8% en 2021, avant de renouer avec son rythme estimé d'avant-crise à 1,35%). // \*\*Evolution retraitée de la création de France Compétences en 2019 et des mesures de soutien et de relance en 2020, 2021 et 2022.

TABLEAU 1

SOURCE : GOUVERNEMENT (PLF 2022, RESF 2022)

## TOTAL DES BAISSES D'IMPÔTS

EUR mds	Cumul	2018	2019	2020	2021	2022
En faveur des ménages	-51,6	-2,2	-20,5	-18,5	-3,5	-6,9
En faveur des entreprises - hors CICE (et France Compétences)	-50,1	-9,4	-9,0	-10,5	-17,1	-4,1
y compris CICE	-53,7	-9,4	-29,1	+3,9	-16,6	-2,5

TABLEAU 2

SOURCE : GOUVERNEMENT (PLF 2022)



D'après cette nouvelle métrique, la progression des dépenses publiques ordinaires se limite à 0,8% en 2022, un taux de croissance légèrement inférieur à la moyenne annuelle de 1% obtenue au cours du quinquennat précédent, considérée comme déjà très contenue (cf. graphique 3). Un surcroît de dépenses est toutefois visible dans la hausse de près de 2 points du ratio de dépenses publiques en 2022 par rapport à 2019. Le graphique 4 illustre également bien ce surcroît et d'où il vient. Et les compteurs ne sont pas encore définitivement arrêtés puisque le PLF 2022 n'intègre pas le nouveau plan d'investissement France 2030 (détaillé le 12 octobre), ni le revenu d'engagement (dernières prévisions attendues d'ici le 22 octobre), ou encore le nouveau plan compétences, annoncé fin septembre par le Premier ministre, pour répondre aux difficultés de recrutement.

Ce budget 2022 est assis sur des prévisions de croissance très élevée, dans un contexte de rattrapage post-Covid-19, soutenue également par les mesures d'urgence et de relance déployées. Dans son avis du 17 septembre, le HCFP considère « prudente » (comprendre « sous-évaluée ») la prévision de croissance du gouvernement pour 2021 et « plausible » celle pour 2022. S'agissant de 2021, le gouvernement a, depuis, corrigé le tir et rehaussé sa prévision de 6% à 6,25% (se calant sur l'INSEE). Entre cette révision et la sous-estimation des recettes par ailleurs identifiées par le HCFP, d'un côté, et, de l'autre, un total de dépenses qui sera également plus élevé en bout de course (auquel s'ajoute le coût des mesures prises pour amortir la hausse des prix du gaz, de l'électricité et des carburants), nous ne sommes pas en mesure, au moment de la rédaction de cet article, d'évaluer l'effet net sur les déficits 2021 et 2022. Que cela se solde par des chiffres moins négatifs paraît moins probable que par des déficits plus importants, mais les différents changements pourraient tout autant se neutraliser.

Face à ses manques, on mettra à l'actif de ce budget 2022 la poursuite de la trajectoire de baisse de l'impôt sur les sociétés et de la taxe d'habitation. Cette poursuite apporte, de manière salubre, de la stabilité et de la visibilité dans un environnement marqué par l'incertitude. Et si les économies budgétaires manquent à l'appel au moment des premiers bilans du quinquennat d'Emmanuel Macron, ce n'est pas le cas des baisses d'impôts, nombreuses et importantes. Elles totalisent EUR 52 mds pour les ménages et EUR 54 mds pour les entreprises (cf. tableau 2).

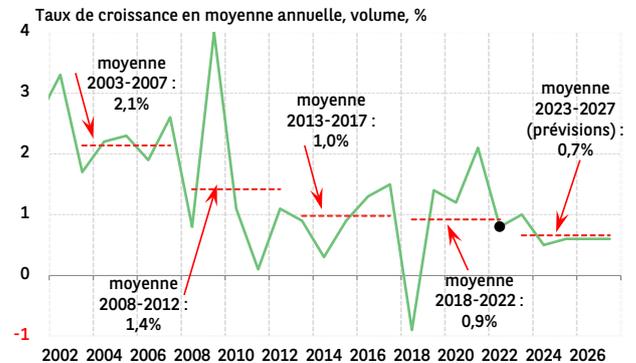
Ce budget 2022 est encore loin d'être un budget normal ou même de « retour à la normale » selon les termes d'Olivier Dussopt, le ministre délégué chargé des comptes publics. Il marque un début de normalisation de la politique budgétaire exceptionnelle mise en œuvre pour faire face à la crise de la Covid-19. Il entérine le retrait de l'essentiel des mesures d'urgence (sous l'hypothèse que la situation sanitaire n'obligera pas à les réactiver) mais il comporte encore nombre de mesures de soutien et la logique du « quoi qu'il en coûte », bien que dans des proportions nettement moindres qu'en 2020 et 2021, continue, à nos yeux, de prévaloir dès lors qu'aucune mesure de financement n'est mise en face de ces mesures de soutien. Le déficit attendu en 2022 rejoint, certes, un niveau moins anormalement élevé, déjà atteint par le passé (en 2012, en 1995). Mais il n'en reste pas moins important et, qui plus est, quasiment 100% structurel. En outre, le ratio de dette publique est à peine stabilisé. Ce sujet, et plus globalement celui de la soutenabilité de la dette publique française, sera développé dans un prochain numéro d'EcoConjoncture.

Hélène Baudchon

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

## PROGRESSION « RETRAITÉE » DES DÉPENSES PUBLIQUES

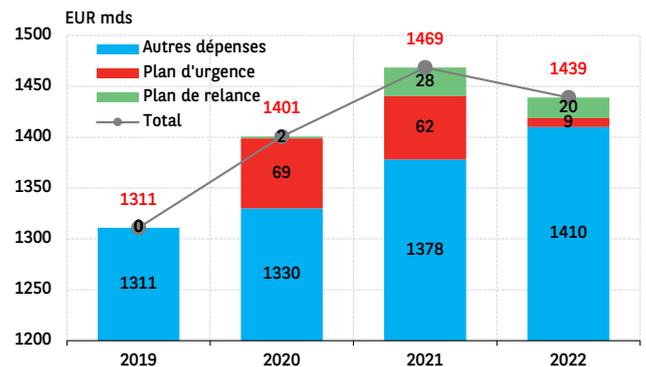
Hors crédits d'impôts, France Compétences, mesures d'urgence et de relance



GRAPHIQUE 3

SOURCES : GOUVERNEMENT, BNP PARIBAS

## ÉVOLUTION DES DÉPENSES PUBLIQUES ENTRE 2019 ET 2022



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, GOUVERNEMENT, HCFP, BNP PARIBAS

## RÉCAPITULATIF DES MESURES D'URGENCE ET DE RELANCE (EUR MDS)

	2020	2021	2022
<b>SOUTIEN D'URGENCE</b>			
Activité partielle (AP Covid, hors APLD)	26,5	9,3	
Fonds de solidarité et aides annexes, y compris secteurs sport, montagne, culture	15,9	23,0	
Dépenses de santé	14,0	14,7	5,0
Exonérations et aide au paiement des cotisations sociales	5,8	2,6	
Trésorerie de l'Agence de services et de paiement (ADP) et de Santé publique France (SPF)	-2,6	2,6	
Prolongation des revenus de remplacement et décalage de l'entrée en vigueur de la réforme de l'assurance-chômage	3,9	5,3	0,3
Report en arrière des déficits sur l'assiette fiscale de l'IS	0,1	0,9	-0,1
Crédit d'impôt bailleurs	0,0	0,1	0,0
Autres mesures de soutien spécifiques (masques, permis, etc.)	6,4	2,5	0,2
Sinistralité BEI			0,5
Sinistralité PGE nette des primes	-0,2	0,1	2,2
Dotations pour dépenses accidentelles		1,5	
Autres dépenses sous norme pilotable		1,0	
<b>TOTAL</b>	<b>69,7</b>	<b>63,7</b>	<b>8,1</b>
<b>PLAN DE RELANCE</b>			
Impulsion avant financement UE (A)	1,8	38,2	30,1
Financement UE (B)		-16,5	-10,6
Plan de relance net des financements UE (A+B)	1,8	21,7	19,6
<b>TOTAL URGENCE ET RELANCE</b>	<b>71,5</b>	<b>101,9</b>	<b>38,2</b>

TABLEAU 3

SOURCE : GOUVERNEMENT (PLF 2022)





## 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 et 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 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 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 agréé 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