

MARCHÉ DU TRAVAIL FRANÇAIS (PARTIE 1) : BILAN 2020

Hélène Baudchon

En 2020, l'impact de la pandémie de Covid-19 sur le marché du travail français a été bien moins marqué que sur le PIB : celui-ci a chuté de 8,2% en moyenne annuelle tandis que l'emploi salarié privé n'a baissé que de 1,7%, le taux de chômage s'inscrivant même en légère baisse par rapport à 2019 (-0,4 point en moyenne annuelle).

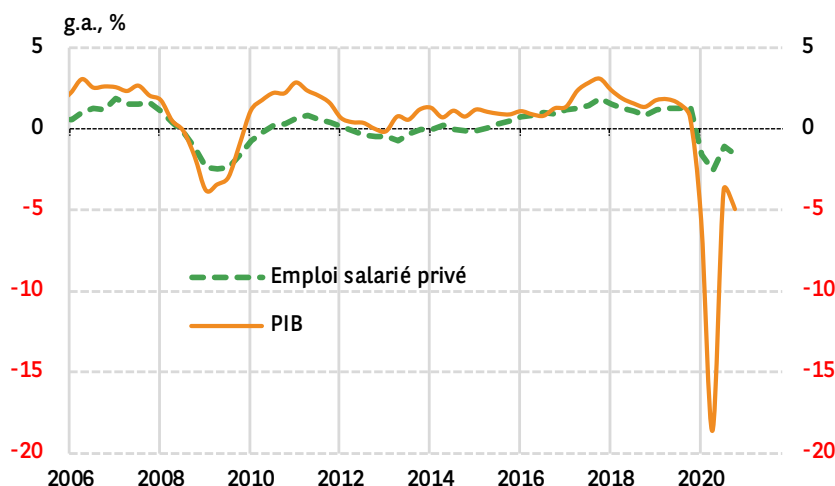
Il faut voir derrière cet impact négatif contenu l'effet des mesures d'urgence, notamment le renforcement important du dispositif de chômage partiel.

L'impact sectoriel est toutefois disproportionné : au T4 2020, les quatre secteurs les plus durement touchés par la crise (hébergement-restauration, services aux ménages, services de transports et fabrication de matériels de transports) concentrent 75% des pertes d'emplois salariés par rapport au T4 2019, alors que leur part dans l'emploi salarié total est environ 5 fois moindre (16%).

Les évolutions, contre-intuitives, du taux de chômage relèvent du trompe-l'œil méthodologique. Les périodes de confinement amènent, en effet, nombre de personnes sans emploi à sortir de la population active, faute de pouvoir en chercher activement un et/ou signaler leur disponibilité pour travailler. Elles ne satisfont alors plus la définition du BIT d'un chômeur. Elles sont comptabilisées dans le halo entourant le chômage qui a, lui, fortement augmenté, de même que le sous-emploi (qui inclut le chômage partiel).

Les déclarations d'embauche et le nombre des demandeurs d'emploi portent aussi la trace de la crise de manière plus attendue.

VARIATION DU PIB ET DE L'EMPLOI SALARIÉ PRIVÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

Après une année 2019 déjà remarquable¹, les résultats du marché du travail en 2020 le sont plus encore compte tenu du contexte et du choc récessif massif qui a frappé l'économie française. Les quelques chiffres qui suivent illustrent bien le caractère contenu et amorti du choc subi par le marché du travail. En glissement annuel, au T4 2020, le PIB accuse une baisse de 5% par rapport à son niveau d'avant-crise du T4 2019 mais celle de l'emploi salarié² se limite à 1,6%, le taux de chômage affichant même une légère baisse (-0,1 point, à 8% de la population active). En moyenne annuelle, le PIB a reculé de 8,2% en 2020 mais l'emploi de seulement 1,7% et le taux de chômage réussit l'exploit de s'inscrire en recul de 0,4 point par rapport à 2019, à 8%.

La disponibilité des principaux indicateurs du marché du travail sur l'ensemble de 2020 nous permet de dresser, dans cet article, un premier bilan d'une année très particulière. Dans un second article à suivre, nous brosserons les perspectives pour 2021.

Emploi : des évolutions amorties

En 2020, 332 000 emplois salariés privés ont été perdus en moyenne sur l'année. Cette perte relève de la prouesse. Elle est, en effet, de grande ampleur mais pas aussi importante que celle enregistrée en 2009 (-420k emplois), alors même que la contraction du PIB est sans commune mesure, sans précédent même (-8,2% en 2020, -2,8% en 2009).

¹ EcoFlash, *France : les résultats remarquables du marché du travail en 2019*, n°2, 28 février 2020
² Champ considéré par défaut dans cet article (sauf mention contraire).

Le caractère très amorti des évolutions de l'emploi par rapport à celles du PIB, à la baisse comme à la hausse, est remarquable et constitue l'une des principales caractéristiques de cette crise (cf. graphique 1). Il faut y voir notamment l'effet du recours massif au chômage partiel permis par l'important renforcement du dispositif, décidé par le gouvernement, dans le cadre des mesures d'urgence pour faire face au choc du confinement (cf. l'encadré en fin d'article pour un récapitulatif des changements apportés à ce dispositif et une synthèse des autres mesures en faveur du marché du travail ; cf. Unédic (2020)³ pour un premier bilan descriptif de l'usage du dispositif).

Dans les quatre secteurs les plus touchés par la crise (hébergement-restauration, services aux ménages, services de transports et fabrication de matériels de transports), le caractère amorti des évolutions de l'emploi, par rapport à celles de l'activité, est plus frappant encore (cf. graphique 2). L'impact sectoriel n'en est pas moins disproportionné. En effet, au T2 2020, sur les près de 700 000 destructions d'emplois salariés que l'économie française déplorait par rapport au T4 2019, 35% était le fait des secteurs les plus impactés, soit près de 240 000 emplois, alors même que leur part dans l'emploi salarié est environ deux fois moindre (16 %). Au T4 2020, l'impact est plus disproportionné encore : alors que le total des pertes par rapport au T4 2019 a diminué (environ -280k), dans les secteurs les plus affectés, l'écart ne s'est que peu réduit (environ -215k). Ces secteurs concentrent en conséquence les trois-quarts des pertes.

L'emploi intérimaire a aussi joué son rôle habituel de variable d'ajustement et payé un lourd tribut : sur les 332 000 destructions d'emplois en moyenne annuelle sur 2020, la moitié vient de ce seul secteur (-166k). Les services marchands hors intérim ont supporté près de l'autre moitié des pertes (-156k). Celles-ci ont été plus limitées dans l'agriculture (-5k) et l'industrie (-36k). La construction et les services non marchands se démarquent plus clairement encore en affichant des créations d'emplois (+28k et +2k, respectivement). Ces chiffres en moyenne annuelle donnent une première idée de l'ampleur du choc mais ils masquent les importants à-coups trimestriels subis par l'emploi (cf. graphique 3). On voit notamment que la baisse de l'emploi a été la plus importante au T1, et non au T2 comme pour le PIB, et que la chute de l'intérim s'est faite en totalité ce trimestre-là, ceci expliquant cela.

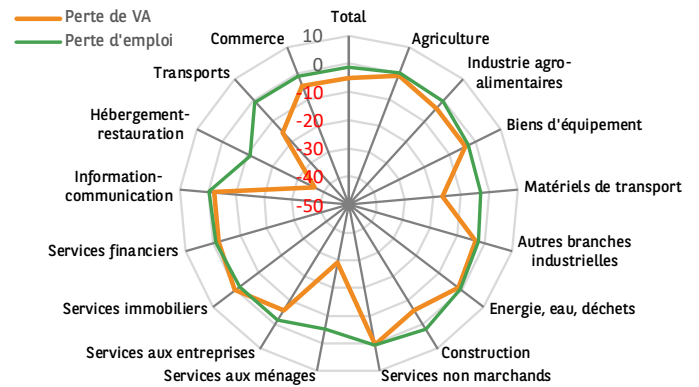
Le choc de la crise sur les déclarations d'embauche recensées par l'Aocoss n'a, en revanche, rien du caractère amorti mis en avant jusqu'ici. Toutes durées de contrat confondues, elles se sont en effet écroulées de près de 30% en 2020 en moyenne annuelle. En écho à la chute de l'emploi intérimaire, ce plongeon est dû à hauteur de 80% à celui des déclarations d'embauche en CDD de moins d'un mois, quand les déclarations d'embauche en CDD de plus d'un mois et en CDI ont nettement moins baissé (expliquant, respectivement, 9 et 12% de la chute totale), les CDI bénéficiant de l'effet amortisseur de l'activité partielle. Nous constatons, sans l'expliquer, la relativement moins mauvaise tenue des déclarations d'embauche en CDD de plus d'un mois. Celles-ci ont notamment dépassé de nouveau, ponctuellement, au T3 2020, leur niveau d'avant-crise, alors que les deux autres types d'embauches en sont restés éloignés.

Chômage : des évolutions contre-intuitives, en trompe-l'œil

Concernant le taux de chômage, ses évolutions tout au long de 2020 ont eu ceci de remarquable qu'elles ont été contre-intuitives. Il a, en effet, d'abord nettement reculé au S1 (quand l'activité s'écroulait)

³ Unédic, *Activité partielle : premier bilan depuis le début de la crise Covid-19, Eclairages*, septembre 2020.

VARIATION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DE L'EMPLOI SALARIÉ PAR BRANCHES ÉCART AU NIVEAU D'AVANT-CRISE (T4 2020 PAR RAPPORT À T4 2019, %)

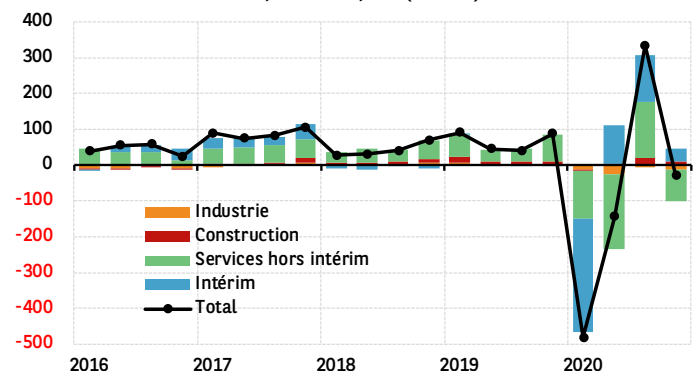


GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

DÉTAILS SECTORIELS DES À-COUPS TRIMESTRIELS DE L'EMPLOI

Variation trimestrielle de l'emploi salarié privé (milliers)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

avant de fortement remonter au T3 (quand le PIB faisait de même), puis de baisser à nouveau au T4 (simultanément à la rechute du PIB). L'explication principale tient à la définition d'un chômeur au sens du Bureau International du Travail, à savoir être sans emploi, en recherche active d'un emploi et disponible rapidement pour travailler. Or, en période de confinement, notamment celui du printemps, chercher activement un emploi et/ou signaler sa disponibilité est compliqué voire impossible. Cela s'est traduit par une forte baisse de la population active au S1 suivie d'une importante correction à la hausse au T3, puis d'une nouvelle baisse au T4. Ces évolutions ont entraîné avec elles le taux de chômage. Sa baisse au T4 (-1,1 point) est toutefois moins en trompe-l'œil que celles du T1 et du T2 (-0,3 et -0,7 point, respectivement) dans la mesure où elle s'explique surtout par la hausse du taux d'emploi.

Malgré le choc récessif massif qui a frappé l'économie française en 2020, le taux de chômage réussit donc l'exploit de terminer l'année 2020 au même niveau qu'un an auparavant (0,1 point en-dessous même pour être précis) et de se situer 0,4 point plus bas en moyenne (8% après 8,4%, un plus bas depuis 2007). Mais la médaille a deux revers :

- la forte hausse du halo autour du chômage (qui regroupe les personnes sans emploi qui souhaitent travailler mais qui ne satisfont pas les critères du BIT en matière de recherche d'emploi ou de disponibilité, et ne sont donc pas comptées comme chômeurs) : +0,8 point sur l'année, 4,6% des personnes âgées de 15 à 64 ans, soit la proportion la plus élevée depuis le début de la série en 2003 et dépassant d'un peu plus d'un point la moyenne 2003-2019.
- la forte hausse du sous-emploi (qui regroupe les personnes en temps partiel souhaitant travailler plus et les personnes en chômage technique ou partiel) : +3,7 points sur l'année, 7,3% des personnes âgées de 15 à 64 ans, un plus haut également depuis le début de la série en 2003 et nettement, la moyenne 2003-2019 étant de 3,9%. Les personnes en chômage technique ou partiel, habituellement une part infime de l'emploi (0,4%), en ont représenté 15% au plus haut du recours au dispositif au T2 2020.

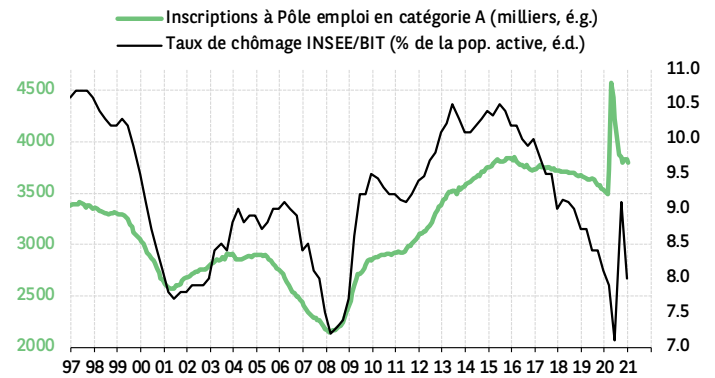
Le nombre des demandeurs d'emploi en catégorie A porte de manière plus attendue la trace de la crise au gré des phases de confinement et de déconfinement (cf. graphique 4) : hausse historique en mars et avril (+33% en cumulé), décrite importante ensuite de mai à octobre (-18%), remontée en novembre (+1% m/m, une hausse d'ampleur normale, habituelle en situation de crise), stabilité en décembre, reflux en janvier 2021 (-0,9% m/m). À noter que, sur l'ensemble du T4 2020, la baisse l'emporte (-3% t/t) : moins importante qu'au T3 (-11% t/t), elle retient l'attention au regard de la baisse simultanée du PIB. En moyenne sur 2020, la hausse du nombre des demandeurs d'emploi en catégorie A atteint 8,8%, un autre résultat remarquable : cette hausse est en effet bien moins importante que celle enregistrée en 2009 (+22%) pour une contraction du PIB bien moindre (-2,8%) que celle de 2020. À retenir, pour finir, qu'en janvier 2021 (dernier point disponible), le nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A demeure toutefois 8% au-dessus de son niveau d'avant-crise du T4 2019.

Dans un prochain article, nous étudierons les perspectives du marché du travail en 2021. Une hausse de l'emploi et du taux de chômage sont attendues mais l'incertitude sur son ampleur est grande : possiblement faible pour l'emploi et importante pour le taux de chômage. L'incertitude entourant l'ampleur du redressement de l'emploi est pour partie liée à celle sur la vigueur de la reprise. La croissance de l'emploi sera certes soutenue par le plan France Relance. Elle restera aussi, et surtout, contrainte par l'effet retardé de la chute massive de l'activité en 2020, l'incidence négative de l'augmentation des défaillances d'entreprises, l'hétérogénéité sectorielle persistante, le retour en activité des personnes en chômage partiel et les efforts de reconstitution des gains de productivité et des marges des entreprises. S'agissant du taux de chômage, à l'incertitude portant sur la dynamique de l'emploi s'ajoute celle sur la population active.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

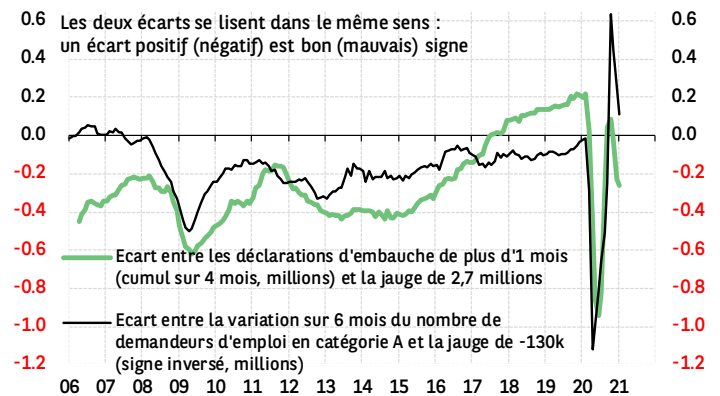
TAUX DE CHÔMAGE ET DEMANDEURS D'EMPLOI



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, PÔLE EMPLOI, BNP PARIBAS

LES DEUX NOUVELLES JAUGES POUR ÉVALUER LA SANTÉ DU MARCHÉ DU TRAVAIL FRANÇAIS



GRAPHIQUE 5

SOURCES : ACOSS, PÔLE EMPLOI, BNP PARIBAS



LES MESURES DE PRÉSERVATION ET DE SOUTIEN DE L'EMPLOI

		Indemnité du salarié (en % du salaire brut)	Allocation à l'employeur (en % de l'indemnité versée au salarié)	Durée	
Activité partielle avant crise		70% ; plancher au Smic net	Forfaitaire	6 mois renouvelables	
Avant le 1 ^{er} juin 2020		70% ; plancher au Smic net	100% ; limite de 4,5 Smic ; plancher à 8,03€	12 mois renouvelables	
Activité partielle de droit commun	Après le 1 ^{er} juin 2020	Entreprises fermées administrativement ou avec une perte de 80% du CA et secteurs protégés	100% ; limite de 4,5 Smic, plancher à 8,03€	12 mois renouvelables	
		Secteurs non protégés	85% ; limite de 4,5 Smic, plancher à 8,03€		
	Après le 1 ^{er} avril 2021	Entreprises fermées administrativement ou avec une perte de 80% du CA	70% ; limite de 70% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	100% ; limite de 70% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	12 mois renouvelables
		Secteurs protégés		85% ; limite de 60% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	
		Secteurs non protégés	60% ; limite de 60% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	60% ; limite de 36% de 4,5 Smic, plancher à 7,30€	
	Après le 1 ^{er} mai 2021	Entreprises fermées administrativement ou avec une perte de 80% du CA	70% ; limite de 70% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	100% ; limite 70% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	12 mois renouvelables
		Secteurs protégés et non protégés	60% ; limite 60% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	60% ; limite de 36% de 4,5 Smic, plancher 7,30€	
	À partir du 1 ^{er} juillet 2021		60% ; limite 60% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	60% ; limite de 36% de 4,5 Smic, plancher à 7,30€	3 mois renouvelables (6 mois max. sur 12 mois)
Activité partielle longue durée (APLD)	À partir du 1 ^{er} juillet 2020	Secteurs protégés et connexes	100% ; limite 70% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	6 mois renouvelables (2 ans max. sur 36 mois)	
		Autres secteurs	85% ; limite 60% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€		
	Après le 1 ^{er} avril	Entreprises fermées administrativement ou avec une perte de 80% du CA	70 % ; limite de 70% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	100% ; limite 70% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	6 mois renouvelables (2 ans max. sur 36 mois)
		Secteurs protégés		85% ; limite 60% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	
		Secteurs non protégés		85% ; limite 60% de 4,5 Smic, plancher à 7,30€	
	Après le 1 ^{er} mai	Entreprises fermées administrativement ou avec une perte de 80% du CA	70 % ; limite de 70% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	100% ; limite 70% de 4,5 Smic, plancher à 8,11€	6 mois renouvelables (2 ans max. sur 36 mois)
		Secteurs protégés et non protégés		85% ; limite 60% de 4,5 Smic, plancher à 7,30€	
	À partir du 1 ^{er} juillet 2021		70 % ; limite de 70% de 4,5 Smic ; plancher au Smic net	85% ; limite 60% de 4,5 Smic, plancher à 7,30€	6 mois renouvelables (2 ans max. sur 36 mois)

De nombreuses mesures ont été adoptées pour limiter l'impact du choc de la Covid-19 sur l'économie en général et le marché du travail en particulier. Le renforcement du dispositif d'activité partielle est la plus importante d'entre elles. Le tableau présente les différents changements apportés et rend bien compte de l'augmentation de la prise en charge par l'État et de l'extension des conditions d'indemnisation. Afin de répondre à la baisse d'activité prolongée de certains secteurs, un dispositif d'activité partielle de longue durée (APLD) a également été instauré, conditionné à la conclusion d'un accord collectif.

En plus de ces outils de rétention de la main d'œuvre à des fins de sauvegarde de l'emploi et de préservation du capital humain, des mesures directes de soutien à l'insertion professionnelle des jeunes ont été prises (plan « 1 jeune, 1 solution »). Depuis le 1^{er} août 2020, toute entreprise recrutant un jeune de moins de 26 ans sur un contrat de plus de 3 mois bénéficie d'une compensation de charge de 4 000 euros. Cette aide, qui devait initialement expirer le 31 mars de cette année, a été prolongée de deux mois (dans la limite de 1,6 et non plus 2 SMIC). Le soutien aux contrats d'apprentissage et de professionnalisation passe par des primes importantes (5 000 euros pour un jeune de moins de 18 ans, 8 000 euros pour les alternants plus âgés). Entrées en vigueur en juillet 2020, ces primes couvrent jusqu'au 31 décembre 2021. De nouvelles formations sont ouvertes afin d'orienter et former 200 000 jeunes vers les secteurs et métiers d'avenir. Pour les jeunes les plus éloignés de l'emploi, 300 000 parcours d'insertion sur mesure sont prévus.

Le soutien à l'emploi est au cœur du plan France Relance : en plus des mesures directes du plan « 1 jeune, 1 solution » (volet « cohésion »), des retombées positives sont à attendre du soutien à la compétitivité des entreprises et à la transition énergétique et, plus globalement, du surcroît de croissance générée par ce plan.

Le soutien aux travailleurs précaires a pris la forme d'une aide financière mensuelle exceptionnelle de 900 euros. Cette aide, en vigueur depuis novembre 2020 et jusqu'à mai 2021, est soumise à une condition de revenu (moins de 900 euros brut par mois) et d'activité (avoir travaillé au moins 138 jours en 2019 dont plus de 70% dans le cadre de contrats courts).

Concernant l'assurance-chômage, le soutien est passé par une prolongation des droits des chômeurs arrivant à échéance durant les périodes de confinement et ce jusqu'au 30 juin 2021. L'entrée en vigueur des durcissements des conditions d'indemnisation prévus par la réforme de 2019 a été modifiée. Alors qu'il était initialement prévu d'augmenter la durée d'affiliation de 4 à 6 mois sur une période de 24 mois, les conditions ont été assouplies en instaurant un intervalle de référence allongé de la durée de confinement. La mesure de dégressivité de l'allocation de 30% au bout de 6 mois pour les chômeurs de moins de 57 ans et gagnant plus de 4 500 euros brut a été revue pour intervenir au bout de 8 mois à compter du 1^{er} avril 2021. Ces deux mesures seront durcies selon les modalités prévues en 2019 lorsque deux conditions seront concomitamment réunies : 1/ le nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A devra avoir diminué de 130 000 sur 6 mois, 2/ les déclarations d'embauche de plus d'1 mois (hors intérim) devront avoir dépassé les 2,7 millions sur 4 mois glissants. Au regard du graphique 5, cette clause de retour à meilleure fortune du marché du travail ne sera pas facile à satisfaire. Le nouveau calcul de l'indemnisation (qui vise à ce que celle-ci soit la même pour un même nombre d'heures de travail) s'appliquera à compter du 1^{er} juillet, dans une version assouplie pour éviter une trop forte diminution pour les plus précaires. L'entrée en vigueur du système de bonus-malus sur les cotisations chômage employeurs, pour lutter contre le recours abusif aux contrats courts, a été reportée à 2022.

*Les informations de cet encadré sont celles disponibles au 25 mars 2021. Sources : presse quotidienne, Gouvernement, BNP Paribas. Encadré rédigé par Julie Bouvry (stagiaire).

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



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



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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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 - 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