

ZONE EURO : DYNAMISME ET TENSIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Hélène Baudchon, Stéphane Colliac, Guillaume Derrien (avec la collaboration de Romane Surel, alternante)

Les créations d'emplois au sein de la zone euro ont été très importantes en 2021. Cela a permis de ramener le taux de chômage à un niveau historiquement bas. Mais cette dynamique s'est aussi traduite par des difficultés de recrutement et un manque de main d'œuvre.

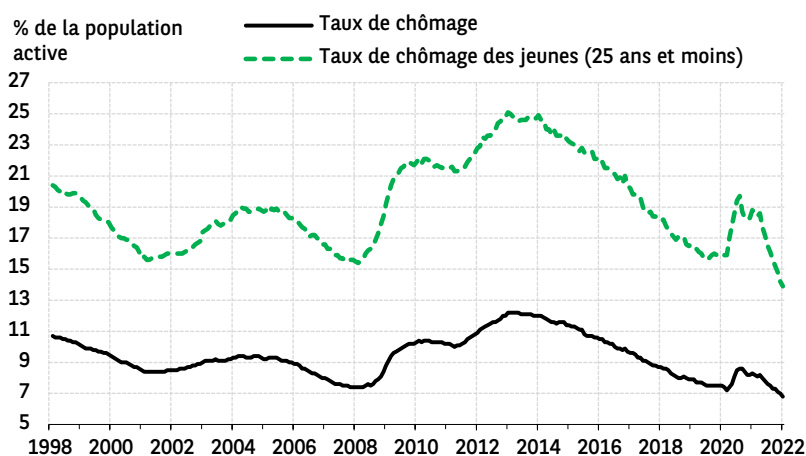
Les pénuries de main d'œuvre les plus contraignantes frappent l'Allemagne (dans tous les secteurs), en lien avec un faible taux de chômage, et les plus faibles touchent l'Italie dont le marché du travail est le moins dynamique de la zone (hiérarchie vérifiée quel que soit le secteur).

En France, les tensions sont plus vives dans le secteur de la construction et plus modérées par ailleurs.

Les contraintes de production dues au manque de main d'œuvre atteignent un niveau record dans le secteur des services, dans une ampleur particulièrement marquée en Allemagne.

Ces tensions sont de bon augure mais à surveiller. De bon augure car elles sont le corollaire du dynamisme de la croissance et de l'emploi ; à surveiller en raison de la force de freinage qu'elles exercent sur la production et du risque inflationniste qu'elles peuvent alimenter.

TAUX DE CHÔMAGE EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Dans cet article, nous revenons sur le dynamisme remarquable du marché du travail en 2021 dans la zone euro. Nous dressons, tout d'abord, un rapide état des lieux et livrons les principaux éléments d'explication de cette performance inattendue. Celle-ci se traduit par un pourcentage d'emplois vacants historiquement élevé associé à des difficultés de recrutement et des pénuries de main d'œuvre. L'ampleur de ces tensions, par secteur, dans les quatre principales économies de la zone euro, est évaluée dans une deuxième partie et leurs implications en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire font l'objet de la troisième et dernière partie.

RÉTABLISSEMENT SIGNIFICATIF DU MARCHÉ DE L'EMPLOI EN 2021: COMMENT ET POURQUOI

À la fin de l'année 2021, l'emploi dans la zone euro n'a pas seulement rattrapé son niveau d'avant-crise, il l'a dépassé de près de 600 000 personnes¹. Le taux de chômage au sein de l'Union monétaire est ainsi descendu sous la barre des 7% en décembre 2021, un niveau jamais observé depuis la création de l'euro au début des années 2000 (cf. graphique 1). Le taux de chômage des jeunes (25 ans et moins) a reculé également à un niveau inédit (14,9% en décembre 2021).

Parmi les 19 pays membres la zone euro, onze d'entre eux ont atteint, à la fin de l'année dernière, un taux de chômage inférieur à ce qu'il était deux ans auparavant, avant le début de la crise sanitaire. Dans certains pays, le taux de chômage reste très élevé (Grèce et Espagne en particulier). La baisse montre toutefois que la plupart des économies de la zone euro sont parvenues assez rapidement à surmonter la crise sanitaire, même si les risques n'ont pas encore totalement disparu.

¹ Source : Eurostat.

Depuis deux ans, le rétablissement de la population active n'a pas été de même ampleur dans tous les pays, ce qui a impacté l'évolution du taux de chômage. Par exemple, si la France et l'Espagne ont connu une hausse significative de leur population active en 2021, ce n'est pas le cas de l'Allemagne et de l'Italie, où elle restait, à la fin de l'année dernière, en dessous de son niveau de 2019.

Les mesures exceptionnelles destinées à préserver les emplois durant les périodes de confinement, mises en place dans la quasi-totalité des pays de la zone euro², ont permis, dans un premier temps, de limiter considérablement les destructions de postes. Ainsi, et alors que le PIB de la zone euro chutait de 6,5% en 2020 en moyenne annuelle, l'emploi n'a reculé « que » de 1,4%. Un effet de rattrapage de la demande s'est ensuite enclenché en 2021, lié à l'allègement des mesures de restriction au sein de la zone euro (et ailleurs dans le monde).

Si l'emploi s'est rétabli aussi rapidement en 2021, c'est avant tout parce que la demande de main d'œuvre a connu une reprise exceptionnellement forte. Le nombre de postes vacants au sein de la zone euro a en effet progressé, à la fin de l'année dernière, de 15% par rapport à la fin 2019, pour s'établir à un niveau jamais observé auparavant. Onze pays enregistraient en effet, à la fin 2021, un nombre record de postes vacants³.

Le taux d'emplois vacants au sein de la zone euro⁴, qui mesure la proportion de postes libres par rapport au nombre total de postes (occupés et inoccupés) a atteint 2,7% au T4 2021, un chiffre nettement au-dessus de la moyenne de 2019 (2,4%, cf. graphique 2). Deux conclusions émergent : d'un côté, ces chiffres soulignent les problèmes de recrutement auxquels font face de nombreuses entreprises européennes aujourd'hui (« le verre à moitié vide »), un phénomène que nous détaillerons dans la seconde partie ; de l'autre côté, ils montrent l'exceptionnelle vigueur de la reprise économique au sortir du « grand confinement » (« le verre à moitié plein »).

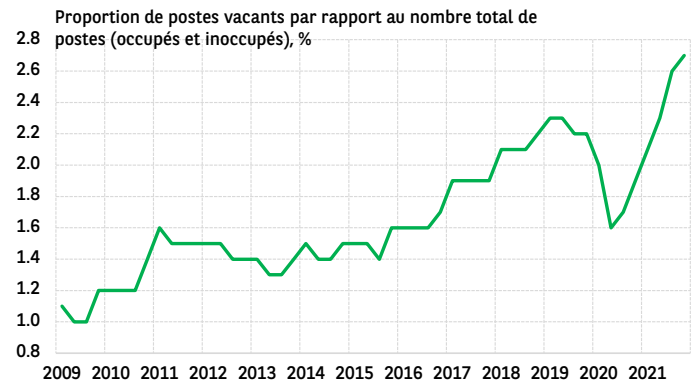
La hausse du taux d'emplois vacants devrait à terme se répercuter positivement sur le niveau d'emploi et le taux de chômage. Néanmoins, cette relation censément décroissante, connue sous le nom de courbe de Beveridge, n'est pas parfaite et varie beaucoup d'un pays à l'autre. Pour un même taux de chômage, le taux d'emplois vacants peut se situer, en effet, à un niveau très différent, en fonction des rigidités du marché du travail et du degré d'adéquation entre l'offre et la demande de travail (cf. encadré).

DIFFÉRENTS NIVEAUX DE TENSIONS ENTRE LES PAYS ET LES SECTEURS

En France, les difficultés de recrutement (61% des entreprises dans l'industrie au 1^{er} trimestre 2022) sont souvent mises en avant et comparées à un niveau de chômage encore significatif (7,4% au 4^e trimestre 2021) pour souligner un apparent paradoxe. Toutefois, un fait est de signaler une difficulté de recrutement, un autre est de quantifier l'impact que cette difficulté recouvre. Une comparaison à l'échelle européenne de la contrainte pesant sur la production, en raison d'un manque de main d'œuvre, est ici effectuée au travers de l'enquête sur les entreprises de la Commission européenne.

Première observation, les contraintes que font peser les pénuries de main d'œuvre sur la production dépendent du cycle et sont corrélées

TAUX D'EMPLOIS VACANTS EN ZONE EURO (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

au niveau de chômage. C'est frappant concernant l'Allemagne, qui présente la proportion d'entreprises déclarant être limitées dans leur production, en raison de pénuries de main d'œuvre, la plus importante parmi les grands pays de l'Union européenne. Lors de précédentes phases de forte croissance, comme au début des années 2000 ou de la décennie 2010, le taux de chômage allemand n'était pas encore descendu au niveau où il a gravité ces cinq dernières années, et qui est symptomatique d'une situation proche du plein emploi. Par conséquent, c'est la première fois que les entreprises voient le manque d'œuvre affecter à ce point leur production. Ces conclusions sont vérifiées dans l'industrie et les services (cf. graphiques 3 et 4). Dans l'industrie allemande, la plupart des secteurs sont touchés, et de façon encore plus nette ceux qui bénéficient de la plus forte demande des ménages et des entreprises en Europe : informatique, électronique, équipements électriques, plastiques et caoutchoucs.

La France, l'Italie et l'Espagne sont confrontées à des pénuries de main d'œuvre moins intenses qu'en Allemagne, nonobstant des contraintes plus fortes dans le secteur des équipements électriques. En France, ces pénuries ont récemment augmenté mais elles restent inférieures au plus haut atteint il y a vingt ans et nettement en deçà de la moyenne européenne. En Espagne et en Italie, le facteur limitant des difficultés de recrutement pour la production est relativement marginal. Dans les deux pays, bien que le taux de chômage ait diminué récemment, le marché du travail n'est pas suffisamment tendu pour réellement limiter la capacité des entreprises à recruter, ce qui constituerait à son tour une contrainte sur la croissance de la production.

Les pénuries de main d'œuvre ont atteint des niveaux records dans les services, à l'exception de la France où elles sont tout de même proches du point haut de 2017 (cf. graphique 4). Ceci est dû à une demande actuellement élevée (phénomène de rattrapage post-Covid), qui a conduit à une forte hausse des créations d'emplois dans le tertiaire marchand. Une autre tendance pourrait expliquer ce phénomène de pénuries dans les services. De plus en plus de travailleurs se détourneraient des secteurs où les conditions de travail sont difficiles et les rémunérations faibles. Difficile à quantifier, ce phénomène est particulièrement important aux États-Unis (on parle de « Big Quit »

² Pour une étude détaillée des mesures de protection de l'emploi prises par les pays européens, voir par exemple l'article de l'Institut syndical européen (ETUI), Job retention scheme in Europe, a lifeline during the Covid-19 pandemic, juillet 2021.

³ Belgique, Irlande, Espagne, France, Luxembourg, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Finlande, Slovaquie, Lituanie.

⁴ Selon la définition d'Eurostat, « une vacance d'emploi se définit comme un poste rémunéré nouvellement créé, inoccupé ou sur le point de devenir vacant ».



ou « Grande Démission »⁵⁾ mais il existe vraisemblablement en Europe également.

C'est en Espagne et en Italie que cette spécificité des services apparait le mieux, alors que chacun de ces deux pays subit peu de contraintes dans l'industrie. Partout en Europe, l'hôtellerie-restauration souffre de pénuries de main d'œuvre. À un degré moindre, les secteurs du transport terrestre, de l'informatique, de la recherche et développement et les agences d'intérim sont également concernés. En Allemagne, l'immobilier fait état de pénuries de main d'œuvre conséquentes.

En France, c'est dans la construction que les pénuries de main d'œuvre sont les plus contraignantes (cf. graphique 5). Elles atteignent actuellement un niveau record, mais leur moyenne historique aussi est plus élevée que dans les autres grands pays de l'Union européenne. La France fait face à une forme de persistance puisque les contraintes touchent rarement moins de 5% des entreprises, même en période récessive. L'Allemagne présente un niveau de pénuries dans la construction plus important dans la période récente (profil temporel similaire aux autres secteurs) qui est, de la même façon, à relier avec le faible niveau du chômage. En Espagne et en Italie, les tensions sont plus modérées et concernent rarement plus de 5% des entreprises. En Italie, la proportion d'entreprises concernées s'approche de ce niveau sur la toute fin de période, signe d'une activité qui gagne en dynamisme.

UN BON SIGNE, À SURVEILLER

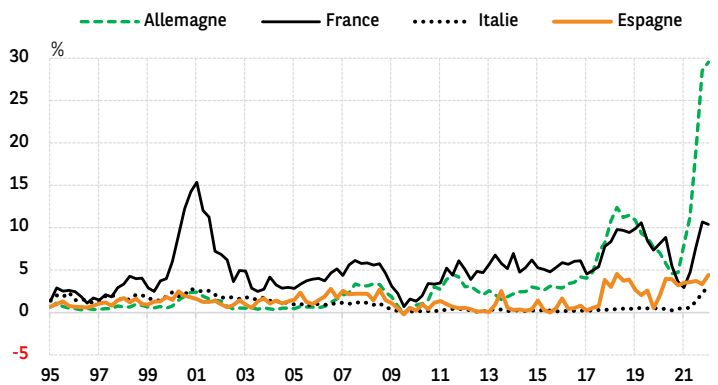
Nous avons tendance à voir la forte montée des tensions observées sur le marché du travail des quatre plus grandes économies de la zone euro depuis le début de l'année 2021 comme une bonne nouvelle. Les difficultés de recrutement et le manque de main d'œuvre sont, en effet, en grande partie, le revers de la médaille de la vigueur du redressement de l'activité et de l'emploi. Elles ont probablement aussi une dimension structurelle, traduisant une inadéquation durable entre la main d'œuvre et les compétences disponibles et nécessaires, mais dont il est difficile d'apprécier l'ampleur à ce stade. La qualité de cet appariement constitue en tout cas un enjeu majeur pour les prochaines années compte tenu des transformations économiques profondes qu'entraînent la transition énergétique, la digitalisation et le vieillissement de la population. Les efforts en matière de formation et de reconversion professionnelle devront être à la hauteur.

L'autre problématique liée à ces difficultés de recrutement est leur traduction en inflation salariale et l'enclenchement éventuel d'une boucle prix-salaires excessive sur fond d'envolée de l'inflation. Pour l'heure, les preuves de pressions salariales restent anecdotiques en zone euro (contrairement aux États-Unis). Une importante hausse de 16% des salaires a certes été annoncée dans l'hôtellerie-restauration en France, et d'autres négociations sectorielles sont en cours, mais il n'est pas encore possible de dire si le mouvement fera tache d'huile et se traduira par une hausse généralisée et forte des salaires. Une enquête récente de la BCE a indiqué que la plupart des entreprises interrogées s'attendaient à une certaine accélération des salaires cette année⁶⁾. L'expérience des années 2015-2019 invite aussi à la prudence car la montée des contraintes de main d'œuvre ne s'était pas traduite par un emballement des salaires (cf. graphique 6). Il est vrai que l'inflation était alors nettement plus modérée qu'aujourd'hui.

⁵⁾ Ce phénomène est apparu au cours de la crise de la Covid-19 et résulte dans le fait que de nombreux actifs décident de quitter leur emploi, pour de multiples raisons (emplois peu ou mal rémunérés, mécontentement au travail, retraites anticipées).

⁶⁾ Voir Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies, Bulletin économique de la BCE, janvier 2022.

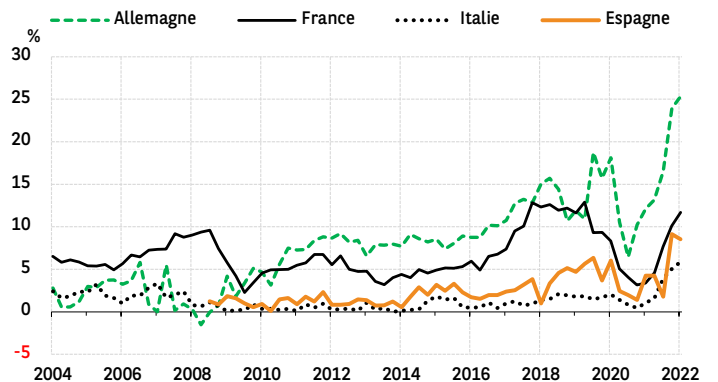
POURCENTAGE D'ENTREPRISES SIGNALANT DES CONTRAINTES SUR LA PRODUCTION EN RAISON DE LA MAIN D'ŒUVRE : SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

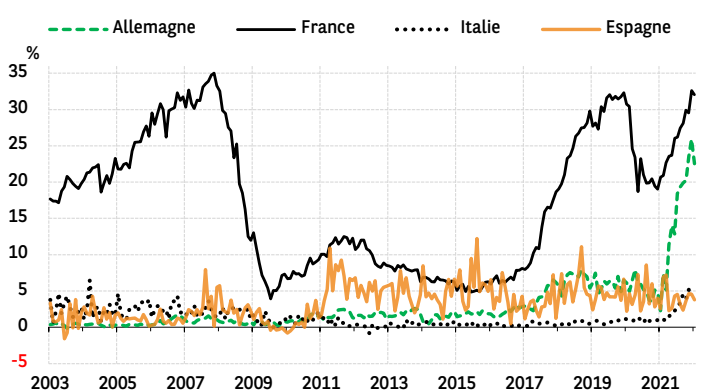
POURCENTAGE D'ENTREPRISES SIGNALANT DES CONTRAINTES SUR LA PRODUCTION EN RAISON DE LA MAIN D'ŒUVRE : SERVICES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

POURCENTAGE D'ENTREPRISES SIGNALANT DES CONTRAINTES SUR LA PRODUCTION EN RAISON DE LA MAIN D'ŒUVRE : CONSTRUCTION

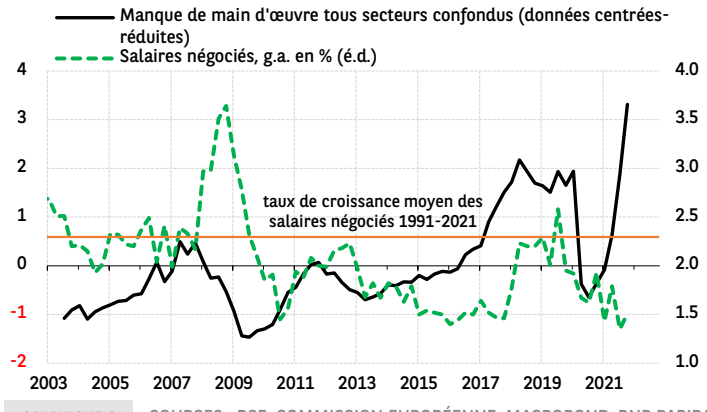


GRAPHIQUE 5

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

Note : l'indicateur utilisé retrace la proportion des entreprises signalant des contraintes liées à la main d'œuvre avec la proportion des entreprises qui signalent une ou plusieurs difficultés. Par exemple, 15% des entreprises allemandes ne signalent pas de difficulté, et sur les 85% qui en signalent, 35% font état de problématiques de main d'œuvre : 30% des entreprises allemandes font donc état de problématiques de main d'œuvre.

ZONE EURO : INSUFFISANCE DE MAIN D'ŒUVRE ET SALAIRES



Pour finir, il est plus probable que l'inflation salariale reste contenue plutôt qu'elle ne dérape. Le chiffre de 3% peut être considéré comme un « bon » rythme d'augmentation des salaires, ni trop élevé ni trop bas, compatible avec la cible de 2% d'inflation et des gains de productivité de l'ordre de 1%. Le dernier point disponible (hausse de 1,5% sur un an au T4 2021 des salaires négociés) montre qu'il existe une marge de progression. La situation n'en est pas moins surveillée de près par la Banque centrale européenne. Elle est dans son rôle en se montrant inquiète d'un possible enclenchement d'une boucle prix-salaires, qui pourrait générer une inflation non maîtrisée et trop élevée. Le risque d'un tel dérapage paraît toutefois faible, même s'il pourrait s'accroître avec la hausse de l'inflation liée à l'envolée actuelle des prix des matières premières. En outre, un peu plus d'inflation combinée à des salaires un peu plus élevés est à voir d'un bon œil dès lors que cela pourrait permettre, enfin, à l'inflation d'atteindre la cible de la BCE.

helene.baudchon@bnpparibas.com
stephane.colliac@bnpparibas.com
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

LA COURBE DE BEVERIDGE EN ZONE EURO

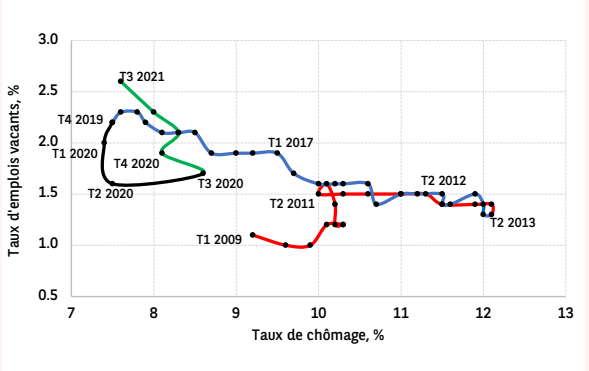
La courbe de Beveridge (1944) décrit la relation, décroissante, entre le taux d'emplois vacants et le taux de chômage. En période de prospérité économique, la demande de travail est forte. Elle fait croître le taux d'emploi vacants et favorise la baisse le taux de chômage. A contrario, lorsque la conjoncture économique se dégrade, la demande de travail baisse, entraînant avec elle le nombre d'emplois vacants et favorisant une hausse du chômage. Le positionnement de cette courbe par rapport à l'origine est également important : il indique le degré d'appariement du marché du travail, c'est-à-dire, pour simplifier, l'adéquation entre les emplois proposés et les qualifications des demandeurs d'emploi. Plus la courbe est proche de l'origine du repère, plus le processus d'appariement est efficace.

L'évolution de cette courbe est influencée par des facteurs structurels. Ils peuvent être positifs (politiques de formation plus efficaces, flexibilisation du marché de l'emploi, meilleure mobilité des travailleurs, etc.), et dans ce cas la courbe se rapproche de l'origine, ou négatif (hausse du chômage de long terme, etc.) et alors la courbe s'en éloigne.

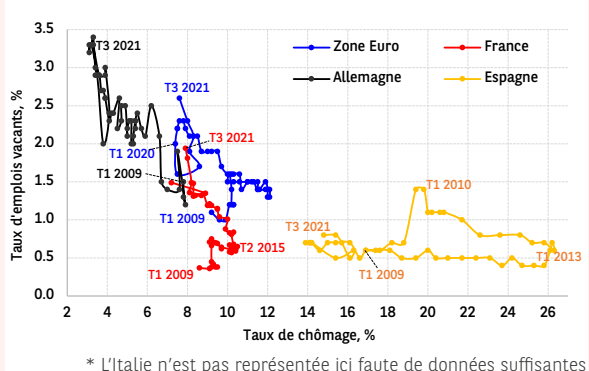
Ce double fonctionnement s'observe assez bien sur le marché du travail en zone euro. L'horizontalité de la courbe pendant les années de crise 2009-2013 frappe tout d'abord (partie rouge du graphique A) : au cours de cette période, le taux de chômage est allé croissant tandis que le taux d'emplois vacants est resté stable. La situation des différents pays européens est, toutefois, très disparate (cf. graphique B). En Espagne et en Allemagne par exemple, les situations sont opposées. En Allemagne, la baisse continue du taux de chômage depuis 2009 s'opère dans un contexte de taux d'emplois vacants élevé, l'un des plus importants de l'UE. En Espagne, le taux de chômage est nettement plus élevé et le taux d'emplois vacants plus bas. La pente de la courbe de Beveridge pour la France est proche de celle de la zone euro dans son ensemble, tout en se situant un peu plus près de l'origine.

À partir de la fin 2013 et jusqu'en 2019, la situation du marché du travail s'est progressivement améliorée en zone euro : la courbe de Beveridge se repentifie quelque peu durant ces années de reprise (partie bleue du graphique A). Si en France et en Allemagne, réduction du taux de chômage et hausse du taux d'emplois vacants sont allées de pair (déplacement le long de la courbe de Beveridge), la courbe espagnole semble s'être translaturée vers le bas. La diminution du taux d'emplois vacants serait le signe d'un meilleur appariement entre l'offre et la demande de travail, à la faveur des réformes qui ont permis de rediriger les travailleurs du secteur du bâtiment vers des secteurs où la demande était plus forte. Les traces de la crise économique causée par le Covid-19 sont également visibles en 2020 (hausse du taux de chômage, baisse du taux d'emplois vacants). Le point qui retient notre attention est le suivant : au T3 2021 (dernier point disponible au moment où nous écrivons), le taux de chômage est quasiment au même niveau qu'au T2 2020 mais le taux d'emplois vacants est environ 1 point plus élevé. On peut y voir le signe d'une détérioration de la qualité de l'appariement - temporaire ou durable (il n'est pas possible de trancher aujourd'hui) - et une explication possible aux difficultés de recrutement actuelles.

COURBE DE BEVERIDGE DE LA ZONE EURO 2009-2021



COURBE DE BEVERIDGE 2009-2021* : ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ESPAGNE



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, Allemagne - Climat

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

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac
France

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable - États-Unis, Royaume-Uni

+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

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

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

Perrine Guérin
Afrique anglophone

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

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@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 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 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 - 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