

## ZONE EURO : LES FINANCES PUBLIQUES ÉPROUVÉES PAR LA CRISE

Frédérique Cerisier

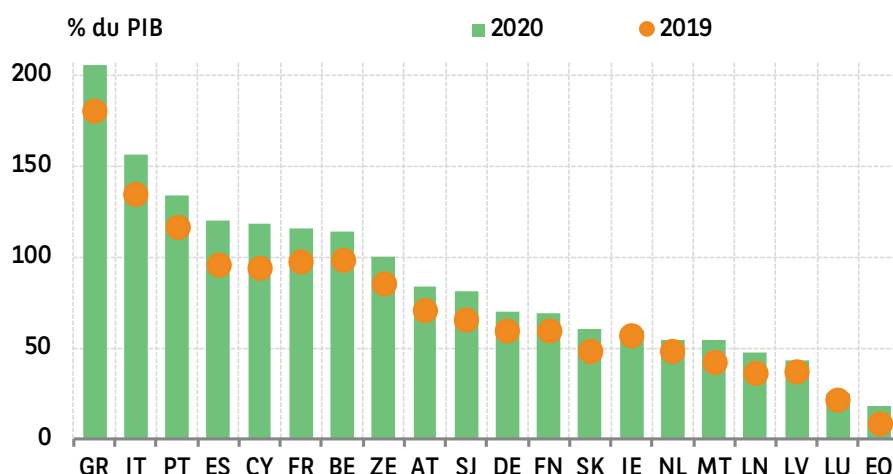
Dans les États de la zone euro, les ressources publiques ont été massivement mobilisées pour répondre à l'urgence sanitaire, afin de soutenir les ménages et les entreprises confrontés à la perte d'activité. Le ratio de dette publique a ainsi fortement augmenté en 2020, pour s'établir à 98% du PIB.

Alors que le besoin de soutenir l'activité économique reste fort en ce début d'année, l'endettement de la zone euro devrait franchir le seuil de 100% du PIB en 2021.

La BCE prévoit de poursuivre ses achats d'actifs dans le cadre du PEPP au moins jusqu'en mars 2022, alors que l'Eurosystème détient actuellement presque 30 points de PIB de titres de dettes publiques de la zone euro.

Les premiers versements du plan *Next Generation EU* pourraient intervenir dès le second semestre 2021. La Commission européenne estime, à ce stade, que 40% des subventions offertes par la facilité pour la reprise et la résilience pourraient être dépensées d'ici fin 2022, pour un montant de près de 1% du PIB de l'UE.

### RATIOS DE DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCE : AMECO

### LA DETTE PUBLIQUE EN ZONE EURO JUSTE EN DEÇÀ DE 100% DU PIB EN 2020

La crise de la Covid-19 a des conséquences massives sur la situation des finances publiques européennes. Dans tous les États membres, les comptes publics ont été mis à rude épreuve en 2020 par la récession économique, l'envolée des dépenses sanitaires, et le soutien massif des États aux ménages et aux entreprises, une nécessité qui perdure durant la première moitié de 2021.

En publiant fin avril une première estimation des données de dettes et de déficits au sein de la zone, Eurostat a donné une idée de la facture, tout du moins pour la seule année 2020. Sans surprise, ces estimations montrent une explosion des déficits publics dans la plupart des États membres, ainsi qu'une interruption du lent mouvement de réduction des dettes publiques entamé ces dernières années<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La France et l'Italie faisaient exception, et se situaient plutôt dans une phase de stabilisation de leur ratio d'endettement.

Quasiment nul en 2018 et 2019, le déficit public de la zone euro a ainsi atteint 7,2 % du PIB en 2020. Le ratio d'endettement s'est quant à lui établi juste en deçà du seuil symbolique de 100, à 98% du PIB. Il est en hausse d'environ 14 points de PIB par rapport à 2019, une augmentation historique, encore un peu plus forte que celle qui avait été enregistrée en 2009 (environ 11 points de pourcentage du PIB), lors de la crise financière. Cette hausse est principalement due à l'augmentation nominale de la dette brute des administrations publiques des États membres. Elle s'est accrue de plus de 1000 milliards d'euros en 2020 (à plus 11 000 milliards), mais elle est également le reflet de la baisse du produit intérieur brut au dénominateur (en baisse de plus de 600 milliards).

## UNE HÉTÉROGÉNÉITÉ ACCRUE

Parmi les pays les plus touchés, on retrouve ceux qui ont enregistré les récessions les plus marquées, soit parce que la pandémie y a été particulièrement forte (et les périodes de confinement longues), soit parce que le tourisme représente une part importante de l'activité économique. L'Espagne, la Grèce et Chypre (avec un ratio en hausse +25 pp de PIB) et, dans une moindre mesure l'Italie (+20 pp) et la France (+18 pp) sont ainsi parmi les pays les plus touchés. À l'inverse, parmi les grands pays, l'Allemagne et les Pays-Bas tirent la moyenne européenne vers le bas (cf. graphique 1).

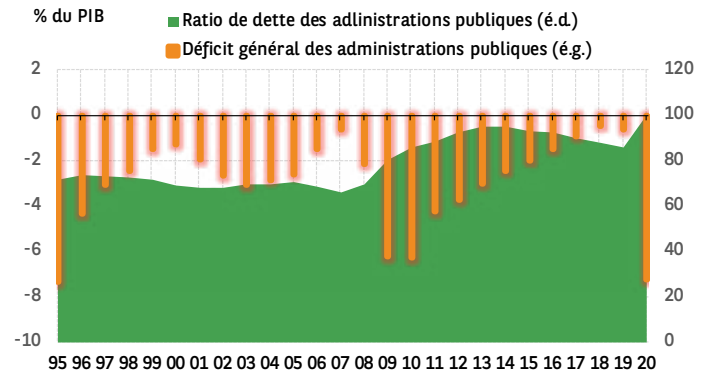
En niveau, les ratios d'endettement des différents pays de la zone euro s'évaluaient finalement de 18,2% du PIB en Estonie à 205,6% en Grèce fin 2020. La crainte est que la crise de la Covid-19 se traduise par un nouveau choc sur la dispersion des positions budgétaires dans la zone euro, qui serait amplifié les années suivantes par le fait que les États membres, dont les ratios ont le plus augmenté en 2020, sont probablement de ceux qui risquent d'enregistrer les performances de croissance les plus faibles dans les prochaines années.

Si cette hétérogénéité croissante est source d'inquiétudes, il convient de souligner que l'accroissement des ratios de dette ne s'est pas nécessairement accompagné d'une dégradation marquée de la soutenabilité des dettes publiques européennes l'an dernier. En effet, le rebond actuel des perspectives de croissance et le maintien probable des taux d'intérêt souverains à des niveaux extrêmement faibles pour plusieurs années facilitent le financement de la dette publique et rend relativement « indolore » son augmentation. En outre, une partie importante de cette dette est actuellement détenue par l'Eurosystème (cf. infra). Aux yeux des investisseurs qui anticipent que les paiements en principal reçus par l'Eurosystème pourraient être réinvestis pendant une période bien plus prolongée que les échéances actuellement annoncées, cette détention constitue un support important à la soutenabilité des dettes publiques de la zone euro. L'Eurosystème détient presque 30% de la dette publique de la zone euro

## L'EUROSYSTÈME DÉTIENT PRESQUE 30% DE LA DETTE PUBLIQUE DE LA ZONE EURO

En mars 2020, la Banque centrale européenne a, dans le cadre de son soutien aux économies face à la crise sanitaire, renforcé sa politique d'assouplissement quantitatif avec l'ouverture d'un programme d'urgence pour la pandémie - *le Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) - qui a relancé ses achats d'actifs, et en particulier de titres de dettes publiques de la zone euro. La répartition des achats

### DÉFICIT ET DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCE : AMECO

### LES PROGRAMMES D'ACHATS DE DETTES PUBLIQUES DE LA BCE PAR PAYS

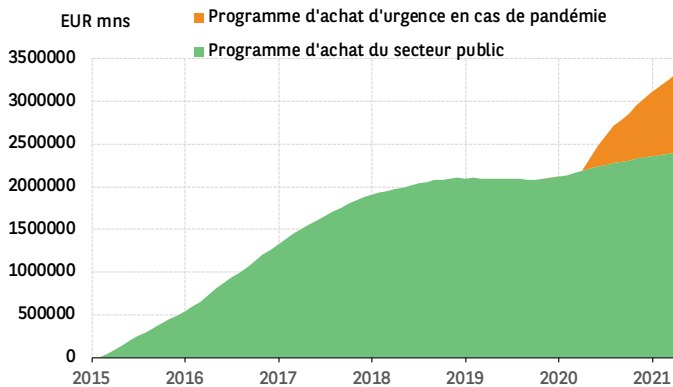
EUR mds	PSPP	PEPP	Total	% du PIB
Autriche	71	24	95	24.1%
Belgique	89	30	120	25.0%
Chypre	4	2	6	25.3%
Allemagne	599	221	820	23.4%
Estonie	0	0	1	2.2%
Espagne	297	104	401	33.5%
Finlande	36	15	52	20.8%
France	495	158	653	27.0%
Grèce	0	22	22	12.7%
Irlande	39	14	53	13.6%
Italie	425	157	582	33.5%
Lithuanie	5	2	7	14.2%
Luxembourg	3	1	5	6.8%
Lettonie	3	1	4	12.6%
Malte	1	0	2	11.1%
Pays-Bas	122	49	171	20.6%
Portugal	46	20	66	31.0%
Slovénie	9	4	13	27.1%
Slovaquie	15	6	21	22.0%
Supranationaux	262	67	329	2.8%
Total	2 521	900	3 421	28.6%

TABLEAU 1

SOURCE : BCE, ESTIMATIONS BNPPARIBAS



## PROGRAMMES D'ACHATS D'ACTIFS PUBLICS DE LA BCE



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BCE

s'appuie « de façon souple » sur la clé de répartition du capital de la BCE. Une clause dérogatoire autorise les achats des titres de dette publique grecs malgré leur notation en catégorie spéculative<sup>2</sup>.

Fin 2020, on estime ainsi que plus de 750 milliards d'actifs publics étaient détenus par l'Eurosystème au titre du PEPP, tandis que les détentions au titre du *Public Sector Purchasing Program* (PSPP) était en hausse d'environ 260 milliards par rapport à fin 2019<sup>3</sup>. Au total, la valeur des titres de dette publique détenus par l'Eurosystème s'est donc accrue de près de 1000 milliards d'euros sur un an en 2020, un montant quasiment identique à l'augmentation de la dette brute des administrations publiques sur la période, estimée par Eurostat à 1080 milliards d'euros<sup>4</sup>.

Les achats d'actifs de l'Eurosystème euro ont donc, indirectement et en moyenne, financé la quasi-totalité de la dette publique émise en 2020. Ces achats se sont ajoutés à ceux déjà effectués depuis 2015 dans le cadre du PSPP, et vont se poursuivre : l'enveloppe totale du PEPP a été portée en décembre 2020 à 1 850 milliards d'euros<sup>5</sup>. Le Conseil des gouverneurs s'est engagé à poursuivre sa politique d'achats nets jusqu'à la fin de la crise et au minimum jusqu'en mars 2022. Les paiements du principal des titres arrivant à échéance seront, pour leur part, réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2023. S'agissant du PSPP, et plus globalement de l'ensemble des programmes d'achats d'actifs, le conseil des gouverneurs de la BCE prévoit également de poursuivre ses achats tant que celle-ci ne sera pas prête à relever son principal taux directeur, puis de réinvestir les paiements du principal arrivant à échéance pendant une période prolongée.

Le graphique 3 montre la progression du stock de dette publique détenu par l'Eurosystème depuis 2015. Fin avril 2021, on peut estimer ce stock à environ 3 400 milliards d'euros, soit environ 29% du PIB de la zone euro.

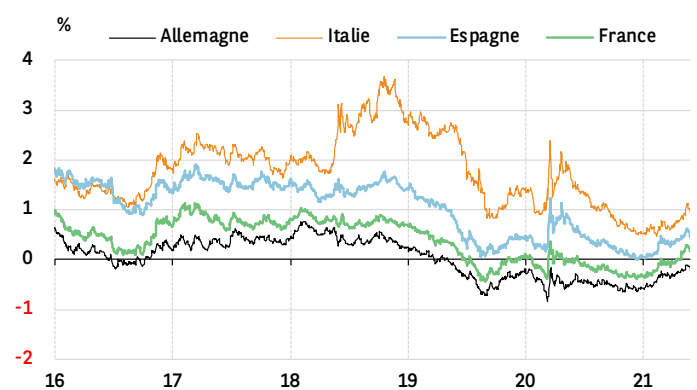
## LA CHARGE D'INTÉRÊT MAINTENUE À UN NIVEAU HISTORIQUEMENT FAIBLE

Dans ce contexte, les États européens ont vu leurs coûts de financement se réduire à nouveau au cours de 2020. Les États les mieux notés ont bénéficié de taux négatifs sur des échéances de plus en plus longues, tandis que l'Italie, par exemple, a vu son taux à 10 ans baisser de 90 points de base entre janvier 2020 et janvier 2021.

Dans l'ensemble, la Commission européenne estime que la charge d'intérêt des États de la zone euro, qui s'établissait déjà à des niveaux historiquement faibles avant la crise sanitaire, a de nouveau reculé l'an dernier, à 1,5% du PIB en moyenne. Des tensions sont apparues sur les taux nominaux depuis le début de 2021, en lien avec le rebond des anticipations inflationnistes, la remontée de l'inflation, et les anticipations de reprise aux États-Unis et dans la zone euro. Cela dit, tant que ce mouvement restera globalement en ligne avec le redressement progressif des perspectives d'activité et d'inflation dans la zone euro, il ne remettra pas en cause la faiblesse des coûts de financement de la dette publique qui, fondamentalement, dépend de l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance nominal.

En outre, le redressement attendu des taux de marché ne s'appliquera qu'à la dette nouvellement émise ou refinancée, sachant que la maturité moyenne des titres de dettes publiques dans la zone euro est supérieure à sept ans. Dès lors, il est tout à fait normal que le coût moyen de la dette publique (ou taux d'intérêt implicite, voir graphique 6) n'ait pas encore touché son point bas, et que la Commission européenne anticipe un nouveau repli cette année et l'an prochain de la charge d'intérêt payée rapportée au PIB, malgré le redressement des taux de marché et l'accroissement du stock de dette publique. D'après ses dernières prévisions, cette charge pourrait ainsi s'établir à 1,3% du PIB en 2022.

## RENDEMENT DES TITRES DE DETTE PUBLIQUE (10 ANS)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : REFINITIV

<sup>2</sup> À noter que ce n'est pas le cas pour le programme « historique » d'achats d'actifs publics, le PSPP, auquel les titres de dette publique grecs ne sont pas éligibles.

<sup>3</sup> Voir <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/pepp/html/index.en.html> et <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/index.en.html#pspp>

<sup>4</sup> À noter que de la dette brute des administrations publiques inclue la dette de l'État, donc les émissions des Trésors européens, mais également la dette des administrations locales et sociales.

<sup>5</sup> Y compris les achats d'actifs privés qui restent à ce stade très minoritaires.



**ENDETTEMENT ET CHARGE D'INTÉRÊT DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO**

**L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN 2021**

Quelle sera l'orientation des politiques budgétaires en 2021 et au cours des prochaines années ? S'agissant de 2021, cela dépend au premier chef de l'évolution de l'épidémie, du bon déroulé des campagnes de vaccination et de l'efficacité, dans le temps, des vaccins. Ainsi, au premier semestre, la plupart des États membres ont été amenés à maintenir, voire renforcer les mesures d'urgence et de soutien à l'économie au-delà de ce qu'ils prévoyaient dans leurs lois de finances initiales, compte tenu de nouvelles vagues épidémiques intervenues cet hiver. Ils peaufinent actuellement leurs plans de déconfinement en espérant qu'un rebond durable de l'activité s'amorcera cet été, mais des déconvenues sont possibles. La question du retrait progressif des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises ne se posera donc au mieux qu'au second semestre, plus probablement en 2022.

Pour beaucoup d'observateurs, il s'agit pour les Européens d'éviter de reproduire les erreurs commises à la sortie de la crise financière de 2009. Le resserrement trop précoce des politiques budgétaires n'avait alors pas permis d'éviter à la zone euro de retomber en récession en 2011. À l'époque, les États membres avaient été encouragés à contenir la détérioration de leurs finances publiques dès 2010 et à mettre en place des politiques clairement restrictives l'année suivante. Un objectif uniforme avait même un temps été assigné aux États membres (« 3% en 2013 »), les poussant à comprimer leur demande intérieure au même moment.

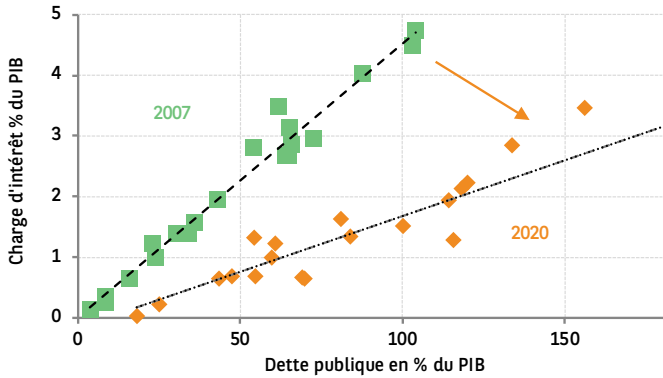
Pour éviter ces écueils, la Commission européenne a notamment demandé aux États membres d'étendre la mise entre parenthèses des règles du pacte de stabilité et de croissance, au moins jusqu'en 2022. Elle appelle cette fois-ci à la prudence dans le retrait des mesures de soutien et à plus de coordination des politiques économiques nationales.

Pour l'ensemble de l'Union européenne, la Commission européenne estime dans ses dernières prévisions<sup>6</sup> que le montant des mesures budgétaires d'urgence des États atteindra environ 4 points de PIB en 2021, comme en 2020. En 2022, il n'atteindrait plus que 1 point de PIB de l'UE.

S'agissant de la seule zone euro, elle estime ainsi que le déficit général des finances publiques, qui est passé l'an dernier de -0,6% du PIB en 2019 à -7,2% en 2020, pourrait s'élargir encore un peu cette année, l'effet (négatif) sur le solde des finances publiques du renforcement des mesures de soutien aux économies l'emportant sur celui (positif) du rebond de l'activité. Finalement, le déficit de la zone euro s'établirait autour de -8% du PIB en 2021. Il enregistrerait en revanche une amélioration substantielle l'an prochain, avec le retrait progressif des mesures temporaires de soutien aux agents économiques et le redressement de l'activité. Il s'établirait encore toutefois à -3,8% du PIB en 2022.

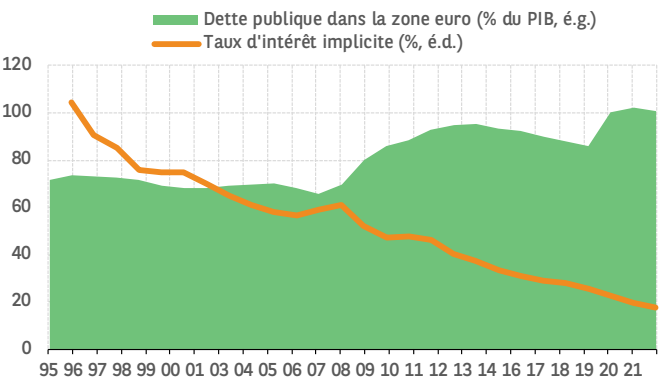
**PREMIERS CHIFFRAGES DES EFFETS ATTENDUS DU PLAN DE RELANCE EUROPÉEN**

À cet horizon, la Commission et les États membres comptent sur la mise en œuvre du plan de relance européen pour soutenir encore un peu l'activité et permettre aux États avec les finances publiques les plus fragiles de poursuivre leurs investissements.



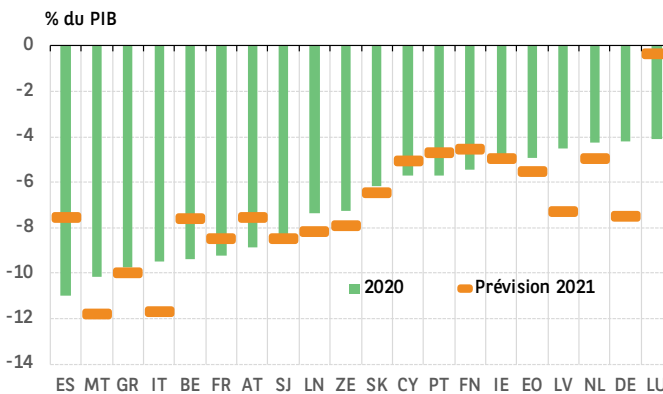
GRAPHIQUE 5 SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

**LA DETTE AUGMENTE ET SON COÛT DIMINUE**



GRAPHIQUE 6 SOURCE : AMECO

**SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO**



GRAPHIQUE 7 SOURCE : AMECO (PRÉVISIONS DE PRINTEMPS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE)

<sup>6</sup> Spring 2021 Economic Forecast

La Commission a notamment fourni dans ses dernières prévisions une première estimation des dépenses associées et des effets attendus du plan de relance européen. Ce chiffrage s'appuie en partie sur les informations des « plans nationaux pour la reprise et la résilience » envoyés à Bruxelles par les États membres.

Rappelons que le plan *Next Generation EU* organise le versement de 390 milliards d'euros de subventions aux États membres d'ici 2026 (dont EUR 312,5 mds via la facilité pour la résilience et la reprise) ; 350 milliards euros sont par ailleurs disponibles sous forme de prêts (d'où le total annoncé de EUR 750 mds pour l'ensemble du plan, soit plus de 5% du PIB de l'UE), mais, tous les États membres ne feront pas appel à cette possibilité, et rien n'assure que l'intégralité de l'enveloppe associée sera dépensée. À ce stade, parmi les grands pays de la zone, seule l'Italie a prévu a priori de recourir à cette possibilité.

Pour réaliser ses estimations, la Commission a supposé que, dans les pays pour lesquels elle ne disposait pas d'informations suffisantes, les subventions accordées par le plan seraient dépensées de façon uniforme d'ici à 2026. Pour d'autres, elle a tenu compte du fait que le rythme des dépenses pourrait être plus rapide : l'Allemagne, la France et l'Espagne pourraient ainsi avoir dépensé plus de la moitié de leur allocation d'ici un an et demi. Pour l'ensemble de l'Union européenne, elle estime que 40% des subventions accordées par NGEU pourraient être dépensées d'ici fin 2022, pour un montant de EUR 140 mds (près de 1% du PIB de l'UE). Elles serviraient à hauteur de 30% des dépenses en investissement public, 50% des investissements privés et de 20% des dépenses courantes.

**Frédérique Cerisier**

### PLAFOND DES SUBVENTIONS PAR ÉTAT MEMBRE (ESTIMATIONS, À PRIX COURANTS)

	EUR mds	% du PIB
Autriche	3.5	0.9%
Belgique	5.9	1.2%
Chypre	1	4.6%
Danemark	1.6	0.5%
Estonie	1	3.5%
Finlande	2.1	0.8%
France	39.4	1.6%
Allemagne	25.6	0.7%
Grèce	17.8	10.3%
Irlande	1	0.3%
Italie	68.9	4.0%
Lettonie	2	6.4%
Lithuanie	2.2	4.3%
Luxembourg	0.1	0.1%
Malte	0.3	2.2%
Pays-Bas	6	0.7%
Portugal	13.9	6.5%
Slovaquie	6.3	6.5%
Slovénie	1.8	3.7%
Espagne	69.5	5.8%
Zone euro	269.9	2.3%
Bulgarie	6.3	9.6%
Croatie	6.3	12.0%
Tchéquie	7.1	3.1%
Hongrie	7.2	5.0%
Pologne	23.9	4.4%
Roumanie	14.2	6.1%
Suède	3.3	0.6%
UE 27	338	2.2%

TABLEAU 2

<sup>7</sup> Cela implique que 27% des fonds seront dépensés d'ici à 2022. C'est notamment le cas, dans la zone euro, pour la Grèce et les Pays-Bas.



# 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    jean-luc.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



## 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 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 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 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](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