

ALLEMAGNE : LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT APRÈS LE COVID-19

Raymond Van Der Putten

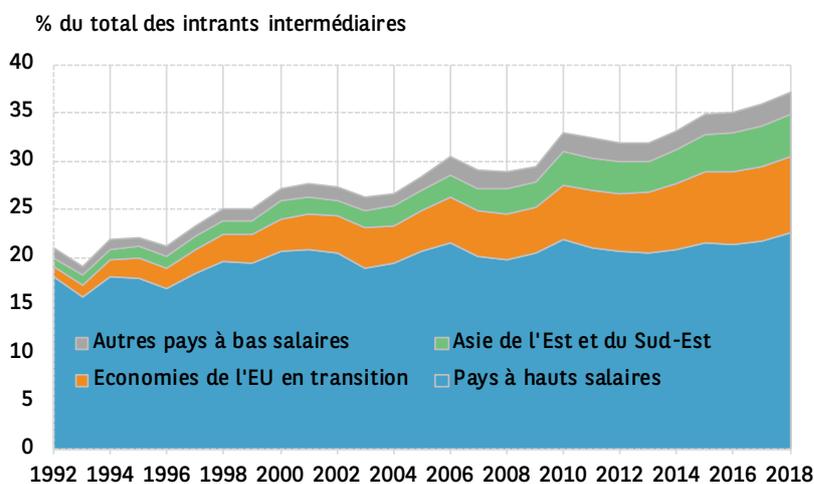
Au cours des dernières décennies, les entreprises allemandes ont délocalisé leurs activités, en particulier au profit de l'Europe centrale et orientale et de la Chine.

Malgré le ralentissement de la mondialisation ces dernières années, l'industrie allemande continue de perdre du terrain dans le textile, la chimie et la pharmacie, l'informatique, l'électronique et les équipements électriques. En dépit de la place prédominante de la Chine dans la production manufacturière mondiale, l'Allemagne reste un important acteur au plan mondial et régional.

Devant la rupture des chaînes d'approvisionnement, liée à l'épidémie de Covid-19, des appels de plus en plus nombreux se sont fait entendre en faveur d'un réexamen de la situation. Cependant, une modification significative des circuits d'approvisionnement mondiaux est peu probable.

Ce n'est qu'en cas de défaillance du marché, comme cela a été observé dans le domaine des produits pharmaceutiques, que des politiques devraient être élaborées pour y remédier.

ALLEMAGNE : IMPORTATIONS DES INTRANTS INTERMÉDIAIRES DU SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

L'épidémie de Covid-19 a eu des effets perturbateurs sur les chaînes d'approvisionnement. En Allemagne, même si les entreprises manufacturières n'ont pas été directement affectées par les restrictions dues au confinement, les chaînes de production ont dû être mises à l'arrêt en raison de la pénurie de composants essentiels, fournis par la Chine. Compte tenu du rôle central que jouent les entreprises manufacturières allemandes en Europe, cette situation a également conduit à des fermetures dans d'autres pays. L'Allemagne a, par ailleurs, découvert sa forte dépendance vis-à-vis de la Chine et d'autres pays asiatiques pour des produits tels que les médicaments, les respirateurs et les équipements de protection individuelle.

Ces événements vont probablement nous amener à repenser notre modèle de production, caractérisé par l'éclatement des processus de production, la gestion des stocks en flux tendus et l'approche reposant sur un fournisseur unique. La crise du Covid-19 pose des questions d'une importance cruciale concernant, en particulier, le risque de rupture des chaînes d'approvisionnement : a-t-il été suffisamment pris en compte ? Comment rendre les chaînes d'approvisionnement plus résilientes ? Enfin, la mise en place des chaînes d'approvisionnement est, en grande partie, le résultat d'une analyse des coûts et des bénéfices. D'autres inquiétudes, comme les questions environnementales et les considérations de stratégie politique, sont souvent totalement absentes des décisions de délocalisation. Les politiques économiques peuvent-elles corriger les défaillances possibles du marché ? Ce débat dépasse quelque peu le cadre de cette étude.

QUATRE DÉCENNIES DE MONDIALISATION

Au cours des dernières décennies, les entreprises allemandes ont délocalisé leurs activités au profit de pays à bas salaires pour une meilleure rentabilité économique. Plusieurs événements ont contribué à une telle évolution, comme la chute du rideau de fer, le développement des porte-conteneurs et l'adhésion de la Chine à l'OMC.

Le développement de chaînes de valeur mondiales a accru l'interconnexion entre les secteurs manufacturiers des différents pays. Entre 1991 et 2018, les importations d'intrants intermédiaires du secteur manufacturier allemand ont progressé d'environ 5 % par an (graphique 1). En particulier, le commerce avec les pays à bas salaires s'est rapidement développé : de 3 % seulement au début des années 1990, les importations de biens intermédiaires en provenance de ces pays s'établissaient à près de 15 % en 2018. Ce sont surtout les importations en provenance des économies européennes en transition qui se sont développées, s'inscrivant à 8 % en 2018, soit plus de huit fois leur niveau du début des années 2000 (cf. Stéphane Colliac (2020)). De plus, les importations en provenance des pays à bas salaires du Sud et de l'Est asiatique ont rapidement augmenté : elles s'élevaient à 4,5 % en 2018.

La question reste posée de savoir dans quelle mesure la mondialisation s'est poursuivie au cours des dernières années. À l'aide des tableaux des entrées et des sorties entre pays de l'OCDE, Baldwin et Freeman (2020b) montrent que l'exposition totale des pays (c'est-à-dire leur exposition directe et indirecte), entre eux ne cesse de progresser. En revanche, Kilic et Marin (2020) soutiennent que l'ère de l'hyper-mondialisation a pris fin après la crise financière mondiale de 2008/2009 en raison de l'augmentation de l'incertitude qui a suivi.

La base de données TiVA (OCDE/OMC) fait également ressortir une stabilisation de la part de la valeur ajoutée de l'Allemagne dans la demande finale au niveau macro-économique (cf. tableau 1). Entre 2005 (début de la série) et 2010, la part de l'Allemagne dans la demande finale a reculé, passant de 66,7 à 59,5. Elle s'est maintenue autour de ce niveau jusqu'en 2015, année des dernières données disponibles. Au cours de la période 2010-2015, la part des économies en transition d'Europe centrale et orientale a augmenté au détriment du reste de l'UE et des pays de l'Est et du Sud-est asiatique. Cela pourrait signifier que les entreprises ont raccourci leurs chaînes d'approvisionnement, comme le soulignent Kilic et Marin.

Cependant, cette évolution est plus probablement le résultat de tendances divergentes au niveau sectoriel. Dans les secteurs du textile (D13-15), de la chimie et de la pharmacie (D20-21), de l'informatique, de l'électronique et des équipements électriques (D26-27), la part de l'industrie allemande s'est progressivement contractée, tandis que les pays de l'Est et du Sud-est asiatiques ont renforcé leur position. En revanche, les fabricants de machines et équipements (D28) ont conservé leur place alors que les producteurs d'équipements de transport (D29-30) ont renforcé encore davantage leur part de marché. Dans ce dernier secteur, les entreprises ont, de toute évidence, relocalisé une partie de leurs activités en Allemagne et dans les économies européennes en transition. La part des pays de l'Est et du Sud-Est asiatique, qui atteignait près de 12 % en 2010, ne représentait plus que 3,5 % en 2015. Cela s'explique probablement par la rupture des chaînes d'approvisionnement, sous l'effet de catastrophes naturelles, mais aussi par la hausse des coûts de production en Asie.

VALEUR AJOUTÉE DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER (PAYS D'ORIGINE DE LA V.A. EN % DE LA DEMANDE FINALE)

	2005	2010	2015
D10T33 : Manufacturier			
Allemagne	66,7	59,5	59,5
Europe de l'Est	3,7	4,5	5,3
Autres pays de l'UE	15,6	14,7	14,6
Alena	3,0	3,3	3,5
Asie Est et Sud-Est	5,5	11,2	9,7
Autres	5,6	6,9	7,4
D13T15 : Textile, habillement, cuir			
Allemagne	39,5	30,2	24,2
Europe de l'Est	7,9	7,2	6,2
Autres pays de l'UE	20,3	15,6	14,9
Alena	0,9	0,8	0,7
Asie Est et Sud-Est	14,2	27,1	31,8
Autres	17,1	19,1	22,2
D20T21 : Produits chimiques et pharmaceutiques			
Allemagne	57,7	48,7	44,3
Europe de l'Est	1,8	2,3	3,0
Autres pays de l'UE	24,7	24,6	24,9
Alena	4,5	6,2	6,9
Asie Est et Sud-Est	4,9	9,2	10,2
Autres	6,5	9,0	10,7
D26T27 : Informatique, électronique et équipement électrique			
Allemagne	70,4	51,8	51,3
Europe de l'Est	2,8	4,5	4,8
Autres pays de l'UE	9,1	10,2	9,6
Alena	3,3	5,4	5,8
Asie Est et Sud-Est	11,4	23,4	23,3
Autres	3,1	4,7	5,3
D28: Machines et équipements			
Germany	72,6	69,6	71,1
Eastern Europe	2,8	3,7	3,6
Other EU	12,7	11,7	11,7
NAFTA	3,3	2,9	2,6
East and South-East Asia	4,4	8,1	6,8
Other	4,2	4,1	4,2
D29T30: Equipements de transport			
Germany	65,5	62,7	70,2
Eastern Europe	5,7	5,7	7,1
Other EU	16,1	14,0	13,3
NAFTA	5,2	3,4	3,7
East and South-East Asia	5,2	11,8	3,5
Other	2,2	2,4	2,3

TABLEAU 1

SOURCE : TiVA (OCDE/OMC), BNP PARIBAS

MONDIALISATION OU RÉGIONALISATION

Sur le tableau 2, nous avons cartographié l'interconnexion des secteurs manufacturiers entre grands pays et zones géographiques sur la base des contributions à la valeur ajoutée en 2005 et 2015¹. Les chiffres correspondent à la part des pays de la colonne dans le contenu en valeur ajoutée de la demande finale des pays disposés aux lignes.

¹ Freeman et Baldwin (2020a) ont fait des calculs similaires à l'aide des tableaux des entrées et sorties de l'OCDE.



**CONTRIBUTIONS EN VALEUR AJOUTÉE PAR LES PAYS DE LA COLONNE À LA PRODUCTION FINALE
DU SECTEUR MANUFACTURIER DES PAYS DU RESTE DU MONDE**

2005

	CAN	MEX	USA	FRA	DEU	ITA	ESP	GBR	CHN	JPN	KOR
CAN	45,1	1,4	27,2	1,0	2,3	0,9		1,4	5,2	4,0	1,7
MEX	1,1	60,9	18,8	0,7	2,1	0,8	0,7	0,5	2,8	3,1	1,4
USA	3,3	1,5	69,9	0,8	2,2	0,9		1,1	4,7	4,1	1,5
FRA			3,9	50,3	9,4	4,6	3,5	3,0	2,8	2,3	1,1
DEU			2,7	3,0	66,7	2,4	1,2	1,8	1,8	1,6	0,9
ITA			2,2	4,1	7,7	61,4	1,8	1,9	2,1	1,3	1,0
ESP			2,3	5,9	7,2	4,2	55,8	2,7	2,5	1,9	1,2
GBR	0,6		5,3	4,0	7,3	2,7	2,1	49,8	3,3	2,6	1,1
CHN			2,8	0,6	2,0	0,5			74,8	5,6	3,4
JPN			2,8		0,8				3,8	84,1	1,1
KOR			5,2	0,6	1,9	0,7		0,6	5,6	8,7	66,4

2015

	CAN	MEX	USA	FRA	DEU	ITA	ESP	GBR	CHN	JPN	KOR
CAN	42,0	2,2	24,7	0,8	2,6	1,0		1,1	11,0	2,4	1,8
MEX	0,9	50,9	19,7	0,6	2,5	0,9	0,6		9,9	2,6	2,2
USA	2,2	2,5	66,4	0,7	2,6	0,8		0,9	9,0	2,8	1,9
FRA			4,9	42,7	10,8	4,0	3,3	2,5	7,1	1,5	1,0
DEU			3,2	2,7	59,5	2,2	1,2	1,7	5,7	1,3	0,8
ITA			2,3	3,2	7,7	57,2	2,0	1,6	5,4	0,8	1,0
ESP			3,3	4,6	7,8	3,2	50,2	2,3	7,0	1,0	0,9
GBR			5,4	3,2	9,7	2,4	2,1	43,0	8,5	1,5	1,4
CHN			2,5		1,8				82,1	2,4	2,4
JPN			3,1	0,5	1,2				9,1	75,0	1,4
KOR			4,9	0,8	2,7	0,8		0,6	11,5	5,0	62,0

Amérique du Nord

Europe

Asie

TABLEAU 2

SOURCES : TIVA (OCDE/OMC), BNP PARIBAS,

Les calculs se fondent sur les données TIVA (OCDE-OMC). Par exemple, en 2015, l'Allemagne a contribué pour 59,5 % à la demande finale de son secteur manufacturier et pour 9,7 % à celle du Royaume-Uni. Pour plus de clarté, nous avons supprimé toutes les contributions inférieures à 0,5 %.

Lorsque l'on compare les deux tableaux, la première chose qui saute aux yeux est la baisse de la contribution de chaque pays à sa propre demande finale (diagonale du tableau) à l'exception de la Chine, et de l'importance croissante de cette dernière dans la production manufacturière. En 2005, la Chine contribuait à hauteur de 1,8 % au contenu en valeur ajoutée de la demande finale des produits manufacturés allemands. En 2015, ce chiffre est passé à près de 6 %, en grande partie au détriment de l'industrie allemande.

L'autre aspect qui se dégage est que les chaînes d'approvisionnement sont restées plutôt régionales. Seuls les États-Unis, l'Allemagne, la Chine, le Japon et la Corée contribuent de manière significative à la demande finale de tous les pays. Les secteurs manufacturiers canadien et mexicain sont très dépendants à l'égard des États-Unis, leur contribution à la valeur ajoutée de ce dernier pays s'établissant, respectivement, à 24,7 % et 19,7 %. L'Allemagne joue aussi, mais dans une moindre mesure, un rôle important pour les entreprises manufacturières des pays voisins.

Durant la crise du Covid-19, le secteur manufacturier allemand a été immédiatement frappé par la fermeture de l'appareil industriel chinois en vue d'enrayer l'épidémie. En mars, 60 % des entreprises du secteur allemand de l'ingénierie mécanique indiquaient faire face à des ruptures d'approvisionnement dues aux confinements mis en œuvre en Chine et en Italie². Seuls 10 % des producteurs étaient en mesure de faire appel à d'autres fournisseurs. Plus de 45 % des fabricants de

² VMDA, 2. Blitzumfrage zum Coronavirus 2020, 25-27 mars 2020.

machines ont procédé à des ajustements de capacités en recourant principalement au compte de temps de travail et au chômage partiel. En mars, l'Allemagne a, à son tour, adopté des mesures de confinement. Les usines du secteur manufacturier ont pu rester opérationnelles, mais la production a été sérieusement pénalisée par l'introduction des règles de distanciation sociale et par la chute brutale de la demande, les entreprises ayant revu à la baisse leurs plans d'investissement. Devant l'effondrement des ventes, les constructeurs automobiles ont mis à l'arrêt leurs lignes de production, ce qui a eu des répercussions majeures sur les sous-traitants en Allemagne, mais aussi dans les pays voisins.

DANS QUELLE MESURE LA CRISE DU COVID-19 PEUT-ELLE AFFECTER LES CHAÎNES DE VALEUR MONDIALES ?

L'épidémie de Covid-19 a relancé le débat sur l'importance des chaînes de valeur mondiales et les limites de la mondialisation. Les appels en faveur de chaînes de valeur plus résilientes se sont de nouveau fait entendre. Il faudrait, pour ce faire, accroître les stocks et réduire la dépendance à l'égard de la Chine ou diversifier la base de fournisseurs et rapatrier une partie de l'activité. Dans une enquête réalisée en Allemagne auprès d'économistes, 38 % des personnes interrogées se disent favorables à une relocalisation de la fabrication des produits de santé publique, tandis que 27 % sont plutôt en faveur du maintien du statu quo (Blum 2020). Ceux qui souhaiteraient une plus large diversification internationale dans ce domaine ne représentent que 19 %.

La crise du Covid-19 n'est pas la première à avoir fortement perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales. Parmi les précédents



épisodes, figurent les catastrophes naturelles comme l'ouragan Katrina qui a frappé les États du sud des États-Unis, en août 2005, ainsi que le tsunami et l'accident de la centrale nucléaire de Fukushima en mars 2011. La rupture des chaînes d'approvisionnement peut, par ailleurs, être provoquée par des événements géopolitiques comme le conflit commercial sino-américain et le Brexit. Néanmoins, dans ces cas les perturbations ne sont souvent pas aussi brutales que lors de pandémies et de catastrophes naturelles. Par ailleurs, des ruptures d'approvisionnement peuvent aussi être causées par des cyberattaques, mais elles sont en général très brèves.

Avec la montée de l'incertitude, les entreprises pourraient envisager, dans une logique intuitive, le raccourcissement des chaînes d'approvisionnement en rapatriant certaines de leurs activités (cf. Kilic et Marin 2020). Cependant, comme nous l'avons indiqué plus haut, cela ne semble pas être le cas au vu de la situation au niveau sectoriel. Cela peut s'expliquer par le fait que les changements d'approvisionnement sont longs à mettre en œuvre et peuvent générer de nombreuses perturbations, ce qui rend leur préparation difficile. Enfin, la diversification pourrait renforcer les chaînes d'approvisionnement. De ce point de vue, la concentration de l'activité dans un seul pays, par le rapatriement, ne permet pas de sécuriser la chaîne d'approvisionnement.

La relocalisation a également ses limites en raison d'une âpre concurrence sur les prix qui oblige les entreprises à comprimer les coûts de production. Il n'est pas possible de produire en Allemagne et de verser au personnel allemand les salaires pratiqués en Chine. L'accroissement de la robotisation pourrait représenter une partie de la solution. Or, l'Allemagne est déjà un leader dans ce domaine. L'industrie manufacturière allemande compte 309 robots installés pour 10 000 salariés, contre 189 aux États-Unis, 132 en France et 79 au Royaume-Uni³. Baldwin et Freeman (2020b) soutiennent tout simplement que si les chaînes d'approvisionnement sont comme elles sont aujourd'hui, c'est pour de très bonnes raisons, à savoir : les frais de transport et les coûts de production, les progrès technologiques en matière de communications et de transports, les réglementations relatives au marché du travail et à l'environnement et la suppression des barrières commerciales.

De plus, on peut se demander si la relocalisation aurait permis de réduire les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement pendant la crise du Covid-19. En réalité, le rapatriement des activités n'aurait pas été une si bonne idée, dans la mesure où les pays européens sont entrés en confinement un mois à peine après la Chine.

Il n'en reste pas moins que le marché connaît des défaillances et que des politiques doivent, par conséquent, être élaborées pour y remédier. Pendant la crise du Covid-19, de nombreux pays occidentaux ont eu beaucoup de mal à trouver le matériel médical nécessaire, comme les respirateurs, les équipements de protection individuelle et les médicaments. Avant ces événements déjà, certains observateurs avaient soulevé la question de la position dominante de l'Inde et de la Chine dans ce domaine. Ainsi, en 2019, l'Agence américaine de l'alimentation et des médicaments (FDA) a tiré la sonnette d'alarme dans une étude consacrée à ce sujet⁴. Attribuant la pénurie à l'absence d'incitations financières pour produire des médicaments moins rentables, elle recommandait de mieux rémunérer les entreprises pour

une plus grande fiabilité de la production. Dans leurs conclusions, les auteurs ne cachent pas leur pessimisme, craignant que l'impact des pénuries de médicaments ait été sous-estimé. La crise du Covid-19 aura peut-être fait pencher la balance en faveur d'une politique de prix plus rémunérateurs pour une production locale des médicaments.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Références

Baldwin Richard and Rebecca Freeman, 2020a, *The Covid concussion and supply-chain contagion*, Voxeu.org, 1er avril 2020.

Baldwin Richard and Rebecca Freeman, 2020b, *Trade conflict in the age of Covid-19*, Voxeu.org, 22 mai 2020.

Blum, J., M. Mosler, N. Potrafke and F. Ruthardt, 2020, *Bewertung der wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Coronakrise*, ifo Schnellendienst 73(4) 48-51(en allemand).

Colliac, Stéphane, 2020, *L'Europe centrale devrait rester le poumon industriel de l'Europe*, BNP Paribas EcoFlash 29 juin 2020.

Kilic, Kemal and Dalia Marin, 2020, *How COVID-19 is transforming the world economy*, Voxeu.org, 10 mai 2020

³ D'après les *Statistiques mondiales 2017 sur les robots*, publiées par la Fédération internationale de la robotique (IFR).
⁴ FDA, 2019, *Drug shortages: root causes and potential solutions*.



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+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

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE 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

ECONOMIES EMERGENTES 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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@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, Kazakhstan, 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 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 :

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change