

ESPAGNE : VERS UNE HAUSSE PROLONGÉE DU DÉFICIT PUBLIC ?

Guillaume Derrien

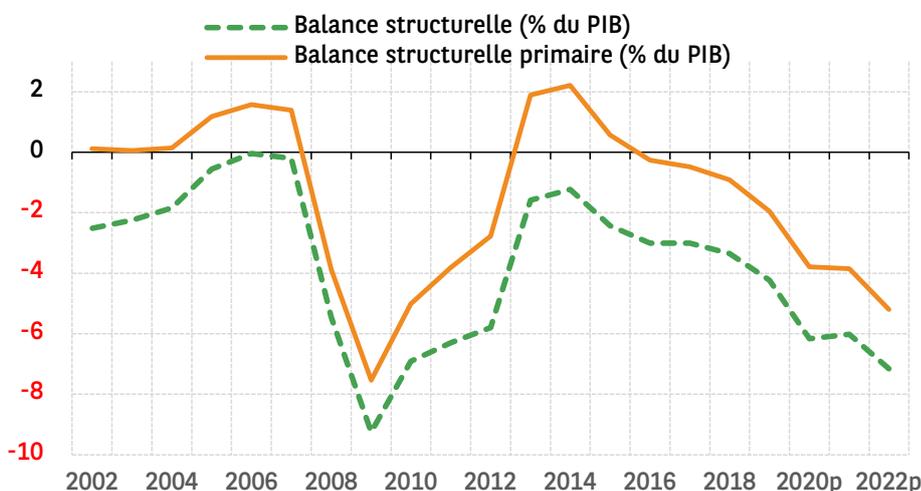
En Espagne, le soutien budgétaire reste, à l'heure actuelle, essentiel pour que la croissance et l'emploi résistent au choc de l'épidémie de coronavirus. Mais à terme, la question de la maîtrise des finances publiques se reposera.

En effet, dans ses dernières prévisions de novembre, la Commission européenne anticipe un déficit public structurel espagnol de 7,2% du PIB en 2022. Le pays enregistrerait ainsi le déficit le plus élevé depuis 2010 - 2009 étant une année record - et le plus large au sein de la zone euro.

Le déficit structurel primaire dépasserait la barre des 5% du PIB en 2022. Son impact sur les dépenses publiques sera néanmoins amorti par des taux d'intérêt souverains - et donc un coût de remboursement de la dette - qui devraient rester bas.

Trois obstacles majeurs, dont certains amplifiés par la Covid-19, devraient limiter la résorption du ratio de déficit public : la hausse du chômage et de la pauvreté, l'impact du vieillissement de la population sur le financement des retraites, et une croissance potentielle peu dynamique.

LE CREUSEMENT DU DÉFICIT STRUCTUREL SE POURSUIT



GRAPHIQUE 1

P : PRÉVISION
SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

La politique budgétaire restera très expansionniste en 2021. Le ministère des Finances espagnol prévoit ainsi un déficit public pour cette année de 7,7% du PIB¹, ce qui constituerait un niveau historiquement très élevé, bien qu'en baisse par rapport à 2020. Étant donné l'incertitude sur l'évolution de l'épidémie, et donc sur les restrictions d'activité, ces chiffres pourraient être révisés au cours des prochains mois.

L'explosion du déficit depuis le premier confinement, en mars, ne doit cependant pas masquer le fait que la trajectoire sous-jacente des finances publiques espagnoles était sur une mauvaise pente bien avant le début de l'épidémie de coronavirus. La balance budgétaire structurelle, qui exclut les variations de recettes et de dépenses liées au cycle conjoncturel, a en effet de nouveau basculé en déficit dès 2016 (cf. graphique 1). Cela faisait suite à plusieurs années de redressement en grande partie dû à l'impact des mesures d'austérité mises en place par le gouvernement de Mariano Rajoy (principalement une baisse des dépenses en investissement et en salaires).²

¹ Voir projet de loi de finance pour 2021. <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/PGE/PGE2021/Documents/LIBROAMARILLO2021.pdf>

² Entre 2009 et 2016, les dépenses structurelles primaires du gouvernement général ont chuté de 42,5% du PIB à 38,4% du PIB. Au cours de la même période, les recettes structurelles en part de PIB ont augmenté de 35,0% à 38,1% (Source: Commission européenne).

La crise sanitaire devrait, en l'état actuel des choses, contribuer au maintien d'un déficit public conséquent dans les années à venir, en augmentant durablement les dépenses publiques. Selon la Commission européenne, la part des dépenses publiques structurelles dans le PIB pourrait ainsi, en 2022, rester près de 6,5 points au-dessus du niveau pré-Covid de 2019 (cf. graphique 2)³. En part du PIB, les postes de dépenses qui devraient le plus augmenter d'ici à la fin 2022 sont les transferts sociaux, les compensations salariales et les consommations intermédiaires.

1^{ER} OBSTACLE : UN BOND DES DÉPENSES DE « SOLIDARITÉ » POST-COVID ?

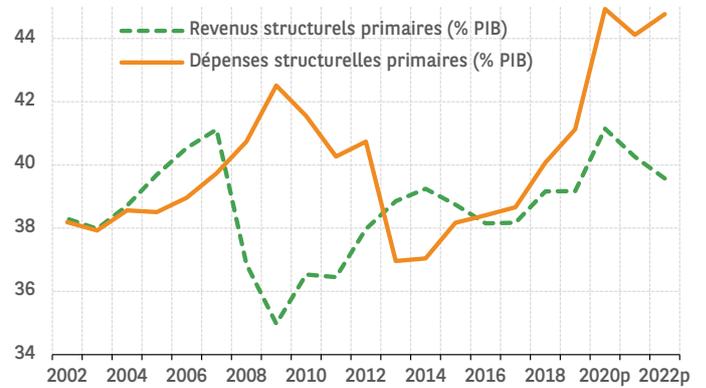
Même si les dispositifs d'aide au maintien de l'emploi (programme ERTE de chômage partiel, durcissement des conditions de faillites d'entreprises, etc.) ont indéniablement contenu le choc économique sur le marché du travail, le chômage en Espagne a d'ores et déjà bondi de près de 725 000 (+22%) au cours de l'année 2020.⁴ Compte tenu de la nature de la crise actuelle (exogène), une grande partie de ces nouveaux chômeurs pourraient retrouver un emploi une fois l'épidémie endiguée et les restrictions d'activité levées. Néanmoins, la crise actuelle laissera des traces sur le marché du travail : selon les dernières prévisions de la Banque d'Espagne, le taux de chômage ne retrouverait son niveau d'avant-crise pas avant la fin 2023.⁵

Le gouvernement a déjà mis en place en 2020 des mesures structurelles pour répondre à la situation sociale qui se détériore. Le revenu minimum vital a été créé en juin dernier. Censé aider près de 850 000 ménages au total, ce dispositif montera en puissance en 2021, l'enveloppe budgétaire dédiée à ce dispositif passant de 1 milliard d'euros en 2020 à 3 milliards d'euros en 2021. De plus, le point d'indice IPREM, qui est l'indicateur utilisé pour calculer la plupart des prestations sociales dans le pays, sera revalorisé de 5% cette année. Cela constitue la plus forte augmentation annuelle depuis la création de cet indice en 2004.

En contrepartie, et hormis le surplus mécanique de recettes lié à la reprise économique, le gouvernement prévoit d'instaurer de nouvelles sources de revenus. Parmi elles, on note la création de taxes « vertes » sur les déchets et le plastique, sur le numérique, d'une taxe « Tobin » sur les transactions financières, ainsi qu'un renforcement de la lutte contre la fraude fiscale.⁶ Au total, ces nouvelles sources de revenus rapporteraient, selon le gouvernement, 6,1 mds d'euros supplémentaires en 2021, une somme qui ne comble que très partiellement l'écart entre les recettes et les dépenses structurelles primaires de l'État, qui se situait autour de 42 mds d'euros en 2020 (Commission européenne).⁷

D'autres facteurs devraient continuer à pousser les dépenses sociales à la hausse dans le moyen terme. On notera notamment la poursuite, jusqu'en 2023, du rééquilibrage du salaire minimum vers la barre des 60% du salaire médian (une promesse du gouvernement actuel).

DÉPENSES PUBLIQUES: UN AVANT ET APRÈS COVID?



GRAPHIQUE 2

P : PRÉVISION
SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

2^È OBSTACLE : LES DÉPENSES DE RETRAITE CONTINUENT LEUR PROGRESSION

Le deuxième axe de dépense majeur est le financement des retraites, dont le coût continuera de croître progressivement dans les années à venir en raison du vieillissement de la population. En part du PIB, les dépenses de retraite augmenteront de 0,4 point de PIB d'ici à 2030 pour atteindre 9,4% du PIB.⁸

Comme dans la plupart des pays occidentaux, le taux de dépendance de la population – c'est-à-dire le ratio entre la population âgée de 65 ans+ et la population en âge de travailler (20-64 ans) – est en constante augmentation. À l'heure actuelle (2020), l'Espagne possède un taux de dépendance proche de celui de la moyenne européenne. Cependant, le vieillissement de la population va, au cours des prochaines années, s'accroître, et de façon plus rapide que la moyenne de l'OCDE.⁹ À terme, l'Espagne posséderait ainsi le ratio le plus élevé en Europe et le second parmi les pays de l'OCDE, derrière le Japon. Il est important cependant de noter que l'âge légal de départ à la retraite augmente progressivement en Espagne depuis 2013, ce qui limitera quelque peu le déséquilibre entre cotisants et bénéficiaires : de 65 ans en 2013, l'âge légal est passé à 66 ans en 2021, et il atteindra 67 ans d'ici à 2027.

Cela dit, le déficit de la caisse des retraites n'est pas seulement dû à un déséquilibre entre cotisants et bénéficiaires. Le calcul des pensions de retraite en Espagne est en effet « généreux », comparativement aux autres pays de l'OCDE : en particulier, le taux de remplacement (c'est-à-dire le pourcentage du dernier salaire perçu au moment de la retraite) est supérieur à 80%, soit l'un des plus élevés des pays développés.

³ Les calculs de la Commission européenne excluent les mesures ponctuelles et temporaires mises en place par les gouvernements pour faire face à la Covid-19.

⁴ Agence pour l'emploi espagnol (SEPE).

⁵ Précisément, le scénario central de la Banque d'Espagne prévoit un taux de chômage à 14,3% en 2023 contre 14,1% en 2019.

⁶ Pour le document complet détaillant le budget 2021, voir https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/Presup/PGE2021Proyecto/MaestroDocumentos/PGE-ROM/doc/3/1/N_21_AA_1_1.PDF

⁷ Le déficit primaire structurel est estimé à 3,6% du PIB potentiel en 2020. Ce dernier étant estimé à 1164,4 mds d'euros, le déficit primaire structurel en euros est donc de 41,9 mds (1164,4 x 0,036 = 41,9).

⁸ *The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)*, European Commission paper, mai 2018.

⁹ <https://www.oecd.org/spain/PAG2019-ESP.pdf>



L'un des principaux points d'achoppement portera, dans les prochaines années, sur le mode de calcul de la revalorisation des pensions. En 2017, le gouvernement a décidé de suspendre la méthode de calcul choisie en 2013. Cette dernière consistait à réajuster les pensions afin que les revenus des cotisations sociales et les dépenses de retraite croissent de façon identique. Cela permettait un meilleur équilibre budgétaire à long terme, au détriment d'un taux de revalorisation faible. L'indexation des retraites est faite, depuis 2018, sur l'indice des prix à la consommation, ce qui a mené à une hausse bien plus prononcée (+1,6% de hausse annuelle en 2018 et 2019, contre +0,25% selon la mesure établie en 2013).¹⁰

3^e OBSTACLE : UN POTENTIEL DE CROISSANCE TROP FAIBLE POUR ABAISSER DURABLEMENT LE RATIO DE DÉFICIT PUBLIC SUR PIB

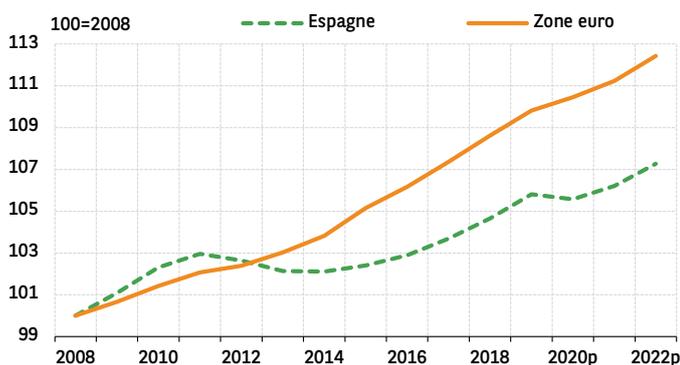
Cette hausse attendue des dépenses publiques se déroule dans un contexte de croissance économique « sous-jacente » peu dynamique. La croissance potentielle du pays, déjà mise à mal par les crises successives de 2008 et 2011, pourrait être encore une fois freinée par le choc économique du coronavirus. La contraction du PIB a, en effet, été sans précédent en 2020 (certainement supérieure à 11%). Une étude récente de la Banque centrale européenne souligne notamment l'impact négatif de la Covid-19 sur la contribution du facteur travail à la croissance à long terme.¹¹ Cela s'explique principalement par la chute du nombre d'heures travaillées qui, elle-même, résulte du placement de nombreux travailleurs en chômage partiel. Selon les estimations de la Commission européenne, entre 2019 et 2022, le PIB potentiel de l'Espagne serait en hausse de 1,4%, l'un des rythmes de croissance les plus faibles au sein de la zone euro, et il serait inférieur à l'augmentation des dépenses publiques structurelles. La trajectoire du PIB potentiel espagnol resterait donc bien en deçà de celle du PIB de la zone euro dans son ensemble (cf. graphique 3).

La faible croissance potentielle reflète en partie les effets du vieillissement de la population qui fragilise la contribution de la « force de travail » à la croissance économique. Mais ce n'est pas le seul obstacle. L'Espagne n'investit pas assez : la part des investissements (formation brute de capital fixe) dans le PIB reste inférieure à la moyenne de l'Union européenne.¹² Le grand plan de relance national de 140 mds d'euros stimulera l'investissement et la croissance potentielle dans les prochaines années, sans conséquences majeures sur les finances publiques espagnoles puisque la quasi-totalité de ce programme sera financée par les sommes perçues du fonds de relance européen. Néanmoins, avec une croissance potentielle toujours fragile, les marges de manœuvre pour abaisser sensiblement le ratio de déficit sur PIB sur le moyen et long terme restent minces.

Avec la crise sanitaire qui perdure en 2021, un rééquilibrage à court terme des comptes publics n'est ni souhaitable, ni souhaité. La poursuite des mesures monétaires de la BCE, dans un contexte d'inflation basse, permet à l'Espagne d'émettre de la dette à des taux historiquement bas.¹³ Néanmoins, des inquiétudes à long terme pourraient refaire surface, une fois la crise sanitaire passée et la relance économique durablement enclenchée. La Commission européenne, en réponse à la hausse du déficit structurel, a évoqué fin 2020 la possibilité de conditionner une partie des sommes allouées par le fonds de relance européen à la mise en place, entre autres, de mesures permettant de pérenniser l'équilibre du système de sécurité sociale.¹⁴ Tôt ou tard, des questions sur les conséquences, en termes de stabilité financière, de l'endettement croissant du secteur public se poseront. D'ici à fin 2022, la dette espagnole pourrait approcher la barre des 125% du PIB, ce qui représenterait une hausse supérieure à 25 points de PIB par rapport au niveau d'avant-Covid (cf. graphique 4).

Guillaume Derrien

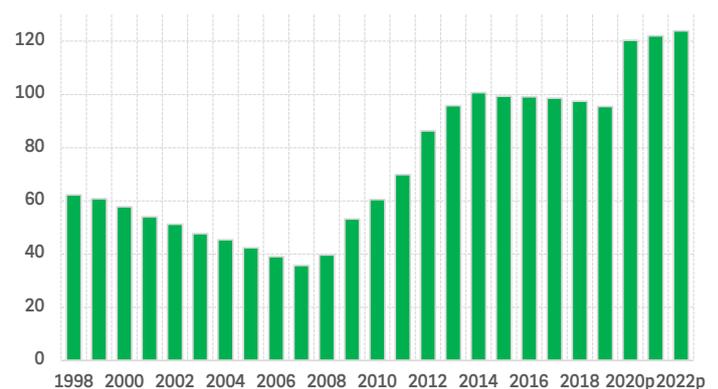
PIB POTENTIEL : ESPAGNE ET ZONE EURO



GRAPHIQUE 3

P : PRÉVISION
SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

ESPAGNE : DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE (% DU PIB)



GRAPHIQUE 4

P : PRÉVISION
SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

¹⁰ Voir *Pensions at a Glance 2019: How does Spain compare?* OCDE, novembre 2019.

¹¹ Bodnar et al., *The impact of COVID-19 on potential output in the euro area*, bulletin économique de la BCE, novembre 2020.

¹² Voir BNP Paribas *Econjoncture Europe du Sud ; pourquoi une croissance potentielle si faible?*, novembre 2020.

¹³ *Spain draws more than EUR 130 bn of orders in record sale of 10-year debt*, Financial Times, 13 janvier 2021.

¹⁴ *Brussels urges Spain to reform pensions and jobs in return for EU funds*, El País, 8 décembre 2020.



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

+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)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change