

## ALLEMAGNE : DES HAUSSES DE SALAIRE MI-FIGUE MI-RAISIN EN 2022

Anthony Morlet-Lavidalie

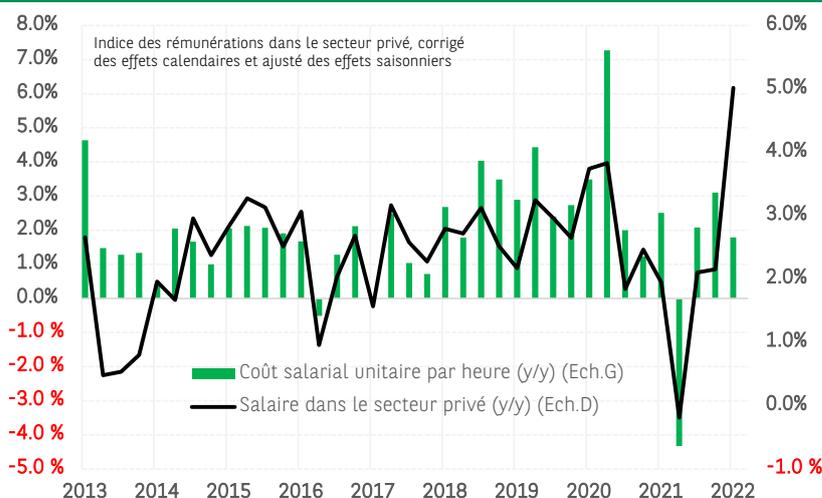
En 2021, les négociations salariales ont été difficiles dans un contexte de reprise économique fragile et inégale ; les hausses de salaires devaient être plus élevées en 2022 sans toutefois compenser les effets de la forte inflation.

Le très puissant syndicat allemand IG Metall a obtenu une revalorisation des salaires inédite depuis 30 ans dans le secteur de la métallurgie : +6,5%. Mais cette progression est à relativiser puisque l'accord a été signé sur 18 mois, ce qui ramène le taux de croissance annuel à +4,5% en 2022.

Les négociations salariales en Allemagne s'effectuent principalement de façon centralisée (secteur, branche). Le tournant de la décentralisation dans les années 90 a surtout permis aux entreprises d'accroître la flexibilité et de s'extraire des normes de branches professionnelles en cas de situations exceptionnelles (difficultés financières, conjoncture économique défavorable).

La Confédération allemande des syndicats (DGB), pilier du syndicalisme allemand, centralise la plupart des organismes syndicaux et regroupe près de 6 millions d'adhérents. Elle est dominée par deux grandes puissances syndicales : IG Metall (métallurgie, textile) et Ver.Di (transports, commerce, banque et assurance).

### COÛTS SALARIAUX ET DYNAMIQUE DES SALAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BUNDESBANK, BNP PARIBAS

Les négociations collectives ont été particulièrement difficiles en 2021 en Allemagne. Malgré la pugnacité des syndicats, les circonstances peu propices liées aux deux années de pandémie de Covid-19 ont empêché les salaires de progresser significativement. En moyenne annuelle, les salaires négociés n'ont augmenté que de 1,7%, un plus bas depuis 2006 selon l'institut WSI<sup>1</sup> qui est rattaché à la Fondation Hans-Böckler. Cette faible dynamique s'explique aussi par le fait que 2021 a été marqué par la distribution de primes exceptionnelles plutôt que par des revalorisations salariales. Dans un contexte de reprise économique inégale entre les secteurs, les entreprises ont préféré conserver de la flexibilité en attribuant aux salariés des « primes Corona » (*Corona Prämie*), comme le définit le WSI dans son rapport annuel. Ce bonus exceptionnel d'un montant maximum de EUR 1 500 par travailleur a été exonéré de taxes jusqu'en mars 2022. En pratique, les primes distribuées se sont élevées en moyenne à EUR 500, allant de EUR 90 dans l'industrie de la confiserie à EUR 1 300 dans le secteur public.

### L'INFLATION DEVRAIT ROGNER LES HAUSSES DE SALAIRES POURTANT IMPORTANTES EN 2022

Initialement, l'année 2022 devait être un bon millésime pour les négociations salariales<sup>2</sup>. Les accords provisoires pour cette année étaient favorables aux salariés compte tenu de la reprise post-Covid et des tensions croissantes sur le marché du travail. Le rapport annuel du WSI, publié fin 2021, mentionnait que le contexte d'une « forte reprise économique et de pénuries de main-d'œuvre qualifiée dans de nombreuses branches créeraient des conditions favorables à des augmentations de salaire substantielles. Les travailleurs s'attendent à ce que leur pouvoir d'achat progresse en 2022 ». Plusieurs secteurs avaient négocié des revalorisations

<sup>1</sup> Institut chargé du suivi des négociations salariales et de l'évolution du salaire minimum en Allemagne.

<sup>2</sup> Dullien et al. (2021), « Auf Winterpause folgt kräftiges Wachstum: Die konjunkturelle Lage in Deutschland zur Jahreswende 2021/2022 » IMK-Report No. 172, Düsseldorf

significatives, souvent complétées par des primes comme en 2021 : l'hébergement (hausse comprise entre +4% à 6% selon le grade), le transport (de 1,5% à 5%), la construction (+2% à +3%).

Mais la dégradation rapide et violente de l'environnement économique a pris à contrepied un grand nombre d'organismes syndicaux. Le ralentissement de l'activité va peser sur le pouvoir de négociation des salariés. Or, ces derniers souhaiteraient négocier des hausses de rémunération plus importantes que prévu pour préserver leur pouvoir d'achat face à une inflation qui devrait atteindre un peu plus de 8 % en moyenne annuelle en 2022.

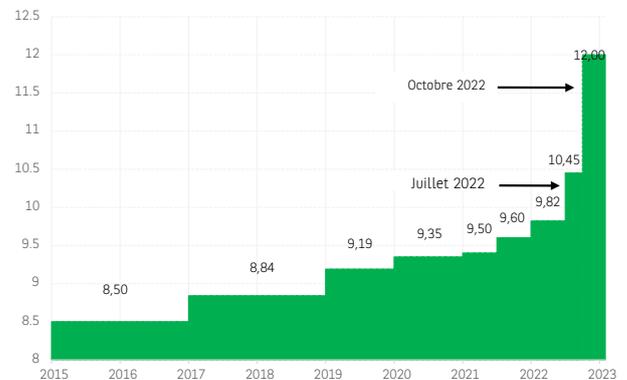
À l'issue d'un récent mouvement de grève, le plus puissant syndicat Allemand, IG Metall, a obtenu le 15 juin dernier des augmentations de salaires de +6,5% à compter du mois d'août et sur les 18 prochains mois pour les salariés de la métallurgie. Cela fait suite aux négociations dans la filière du textile où IG Metall avait obtenu une augmentation de +5,6% des salaires début mai. Bien qu'il s'agisse de la plus forte hausse depuis 30 ans dans le secteur de la métallurgie, la progression est à relativiser. En effet, l'accord a été signé sur 18 mois, ce qui ramène le taux de croissance annuel à +4,5% en 2022. Sans oublier que les salaires de base n'ont pas augmenté l'année dernière car les employés ont reçu des primes en compensation. Ainsi, la croissance des salaires négociés n'est pas si élevée puisqu'elle sera calculée par rapport au salaire de base qui est inchangé depuis 2020, et non par rapport à la rémunération totale qui comprend les primes qui ont été très importantes en 2021. De plus, les hausses de salaires dans les autres branches devraient être plus modérées car IG Metall bénéficie d'un pouvoir de négociation plus important que d'autres organisations syndicales plus petites.

## PLUS QU'UN SIMPLE COUP DE POUCE, LA REVALORISATION HISTORIQUE DU SALAIRE MINIMUM PRÉSERVERA LE POUVOIR D'ACHAT DES PLUS MODESTES

Avec un pouvoir d'achat en net augmentation cette année, les travailleurs rémunérés au salaire minimum ou à des niveaux proches feront figures d'exception. Ils verront, en effet, leur pouvoir d'achat s'améliorer grâce à l'augmentation substantielle du salaire minimum qui atteindra EUR 12 de l'heure en octobre 2022 (*Graphique 2*) après une première augmentation en juillet à EUR 10,45 de l'heure, contre EUR 9,82 actuellement (soit 22% de hausse au total).

Tous les salariés rémunérés au minima de branches ne seront toutefois pas directement concernés par cette revalorisation. En effet, le salaire minimum dépasse déjà les EUR 12 dans un certain nombre de secteurs. Mais la hausse du salaire minimum devrait générer des effets d'entraînement sur le salaire au voisinage de ce dernier<sup>3</sup>. Cela augmenterait le salaire d'un nombre significatif de salariés dans les premiers déciles de la distribution des revenus<sup>4</sup>. Les branches qui verront leur minima rehaussé sont essentiellement celles qui concentrent les travailleurs les plus précaires : agences d'intérim, agences de services de nettoyage et de propreté, agriculture, métiers du bâtiment (*Graphique 3*).

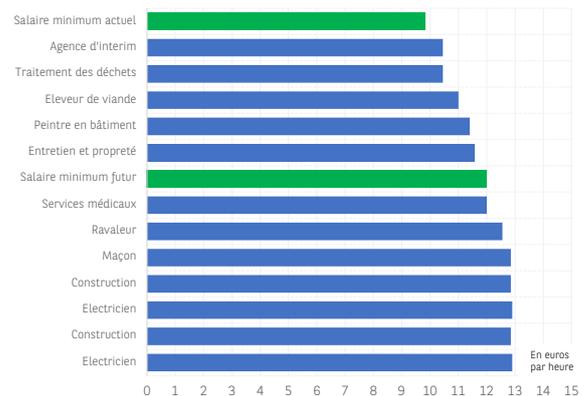
### ÉVOLUTION DU SALAIRE MINIMUM EN ALLEMAGNE DEPUIS SON INSTAURATION EN 2015



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINDESTLOHNKOMMISSION, WSI, BNP PARIBAS

### SECTEURS IMPACTÉS PAR LA HAUSSE DU SALAIRE MINIMUM ET SECTEURS DONT LES MINIMAS SONT PROCHES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : WSI, BNP PARIBAS

## DES HAUSSES DE SALAIRES INSUFFISANTES POUR ALIMENTER L'INFLATION DOMESTIQUE

Même si la croissance des salaires réels devrait être négative en 2022, il convient de se demander si l'ampleur des hausses nominales de salaires est susceptible d'enclencher une rétroaction entre les salaires et les prix.

Théoriquement, pour être en ligne avec la cible d'inflation de la Banque centrale européenne, les salaires nominaux peuvent augmenter de +3% par an puisque la hausse de la productivité du travail (+1% par an en moyenne à long terme) permet de contenir la hausse des coûts salariaux unitaires à +2% par an.

<sup>3</sup> Les études montrent, en moyenne, que les effets d'entraînement sont perceptibles jusqu'à 1,5 à 2 fois le salaire minimum, mais décroissent ensuite très rapidement.

<sup>4</sup> Koubi et al. (2007) « Les effets de diffusion de court terme des hausses du Smic dans les grilles salariales des entreprises de dix salariés ou plus sur la période 2000-2005 » *Dares, Les salaires en France*, Edition 2007 ; Goarant et al. (2012) « Les effets des hausses du Smic sur les salaires mensuels dans les entreprises de 10 salariés ou plus de 2006 à 2009 », document de travail de la DARES ; Aeberhardt et al. (2016) « Spillover effect of the Minimum Wage in France: An Unconditional Quantile Regression », *Working Papers, Center for Research in Economics and Statistics*.

Dans le cas allemand, les hausses de salaires négociées en 2022 paraissent élevées à cause d'un effet de base important : les travailleurs ont été majoritairement récompensés via des primes l'année dernière, or les grilles salariales n'ont quasiment pas progressé en 2021. En réalité, une partie des hausses de salaires va être rognée par la baisse des primes versées à titre exceptionnel l'an passé. La rémunération totale des salariés va donc augmenter plus modérément en 2022 que ce que suggèrent les accords signés.

Les coûts salariaux unitaires tiennent compte de la rémunération totale et sont corrigés des gains de productivité. Ils devraient progresser plus modérément que les salaires (de l'ordre de 3% en 2022) et ainsi ne pas générer de pressions inflationnistes sur les coûts des entreprises. Les données disponibles pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2022 semblent confirmer cette thèse : alors que les salaires dans le secteur privé ont augmenté de +5% a/a, les coûts salariaux unitaires n'ont progressé que de +1,8% a/a (Graphique 1).

Du côté des salariés, leur pouvoir de négociation s'est effrité à mesure que conjoncture s'est dégradée. Alors qu'ils étaient en position de force en fin d'année dernière, avec une croissance du PIB prévue à plus de 4%<sup>5</sup>, la baisse de l'activité et des bénéfices attendus par les entreprises a renforcé la capacité des syndicats patronaux à conclure des accords de branches moins généreux. Le recul du chiffre d'affaires dans de nombreux secteurs, notamment industriels, a aussi permis aux entreprises en difficultés de s'exclure des accords signés et de geler les salaires.

On peut donc conclure qu'à ce stade la dynamique des salaires en Allemagne n'est pas d'une ampleur suffisante pour alimenter une inflation par les coûts.

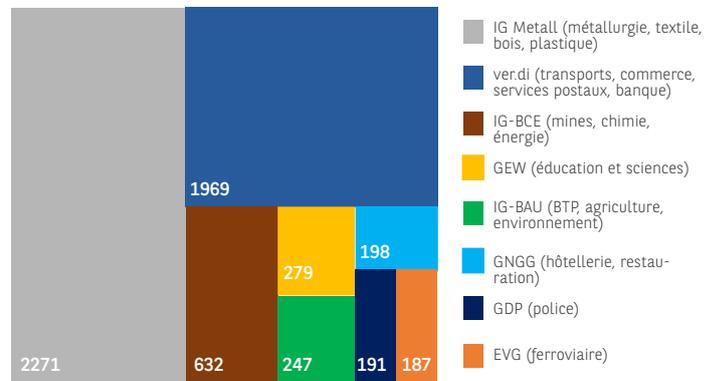
Pour comprendre dans quel cadre ont lieu ces négociations salariales, il est essentiel de revenir sur la structure des syndicats allemands et les mécanismes de fixation des salaires.

## DES SYNDICATS ORGANISÉS ET REGROUPÉS POUR LUTTER CONTRE À LA BAISSÉ STRUCTURELLE DU NOMBRE D'ADHÉRENTS

Historiquement, les syndicats allemands sont organisés par branches (*Industriegewerkschaft*). Chaque organisme défend les intérêts des salariés du secteur qu'il représente. Cela conduit à une multiplicité de syndicats dès lors qu'un secteur est suffisamment important pour en créer un. Ce système a perduré de l'après-guerre jusqu'à la fin des Trente glorieuses en Allemagne de l'Ouest. Ensuite, les grandes organisations ont progressivement souffert de l'individualisation du travail qui n'a plus favorisé l'entente des travailleurs au sein d'une structure commune. En d'autres termes, les syndicats ont perdu de leur influence en raison de la modification de la structure du marché du travail. Les travailleurs de l'industrie et de l'agriculture, dont le nombre a fortement diminué au cours du temps, étaient fortement représentés par les organisations syndicales, or ce n'est pas le cas pour les nouveaux emplois dans les services. Par exemple, seulement 2% des informaticiens sont membres d'un syndicat en Allemagne<sup>6</sup>.

Avec la baisse sensible du taux de syndicalisation dans les années 90, qui a conduit à une réduction des effectifs des syndicats et des recettes liées aux cotisations, les fédérations indépendantes ont entamé un mouvement de fusion. Des structures plus grandes, capables de conserver une influence importante, ont été créées. La taille étant un facteur déterminant dans les négociations, dès 1996 le syndicat du

### NOMBRE D'ADHÉRENTS (EN MILLIERS) DES SYNDICATS MEMBRES DE LA CONFÉDÉRATION ALLEMANDE DES SYNDICATS (DGB) EN 2018



GRAPHIQUE 4

SOURCES : DGB, BNP PARIBAS

bâtiment a fusionné avec la fédération agricole, forestière et horticole pour donner naissance au IG BAU. L'année suivante, les organisations syndicales de la chimie, des extractions minières et des tanneries se sont associées pour former le IG BCE, et IG Metall (composé des secteurs de la sidérurgie, du bois, du plastique) a aspiré le syndicat du textile. Le secteur des services a lui aussi connu un regroupement massif, avec la création de Ver.Di en 2001 issu de la fusion des syndicats du transport, du commerce, de la poste, des autres services publics, et des activités bancaires et assurantielles.

Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'à ce que la grande majorité des syndicats se regroupe au sein de la Confédération allemande des syndicats (DGB). Celle-ci regroupe près de 6 millions de syndiqués à travers l'Allemagne (Graphique 4). Bien que plurielle, la principale confédération du pays est dominée par de grands acteurs comme IG Metall ou Ver.Di qui bénéficient d'une influence considérable.

## DES NÉGOCIATIONS SALARIALES CENTRALISÉES AVEC UNE DOSE DE FLEXIBILITÉ

En matière de négociations salariales, l'Allemagne se caractérise par un fort degré de centralisation, les accords étant majoritairement définis au niveau d'un branche ou d'un secteur. Bien qu'un mouvement de décentralisation ait été amorcé à partir du milieu des années 90, afin de favoriser les négociations à l'échelle des entreprises, les rémunérations restent principalement définies, et de très loin, lors de négociations collectives sectorielles. Les syndicats revêtent une importance particulière et leur rôle institutionnel majeur fait d'eux des acteurs de la négociation à part entière. Cette cogestion implique qu'ils soient co-responsables, au même titre que leurs homologues patronaux et les pouvoirs publics, des décisions économiques et sociales qui sont prises. Les syndicats allemands sont aussi peu en proie à des oppositions d'ordre idéologique. La nécessité et la volonté de trouver un accord commun laisse peu de place aux revendications politiques. Ce processus de fixation des salaires se traduit par une culture du compromis très prononcée.

<sup>5</sup> OCDE, perspectives économiques décembre 2021

<sup>6</sup> IFRI 2007 « Les syndicats en France et en Allemagne : Difficiles adaptations aux mutations de la société », Visions franco-allemandes n° 12.

Une autre particularité du modèle allemand est la flexibilité accrue dans l'application des conventions collectives. Les entreprises peuvent plus facilement qu'ailleurs en Europe se soustraire à certains accords de branche si leur situation financière individuelle est délicate ou une crise économique frappe un secteur. Cela se traduit notamment par des gels temporaires de la rémunération<sup>7</sup>.

Néanmoins en Allemagne, le taux de couverture des négociations collectives est faible. La plupart des négociations étant centralisées (la part d'employés représentés par une organisation syndicale ou couverts par les négociations collectives atteint à peine 55% ; *graphique 5*), les comités d'entreprise (*Betriebsrat*) jouent un rôle de premier plan dans la négociation au niveau de l'entreprise. Ces comités, composés d'employés et de dirigeants, permettent aux salariés d'être représentés et défendus<sup>8</sup> en l'absence d'organisations syndicales. Ces dernières souffrent de la baisse tendancielle du taux de syndicalisation à laquelle l'Allemagne, comme les autres pays industrialisés, n'a pas échappé (de 35% au début des années 1980 à 16% en 2019). Néanmoins, empiriquement, les effets de la présence des salariés dans les comités d'entreprise sur la dynamique des salaires est faible voire inexistante<sup>9</sup>.

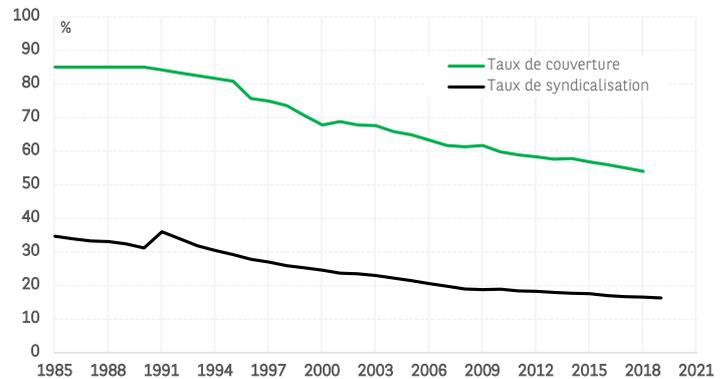
Contrairement à la France, où le rythme de la négociation salariale est annuel, la fréquence des accords salariaux ne sont pas dictés par la loi en Allemagne. En pratique toutefois, les organismes syndicaux engagent tous les ans des négociations avec le patronat au niveau des branches. Les accords courent souvent sur les deux années suivantes (depuis le début des années 2000, la durée moyenne des accords collectifs s'établit à 22,3 mois). Par ailleurs, les négociations décentralisées au niveau de l'entreprise sont plus fréquentes ; c'est ce que montre l'enquête « *Wage Dynamics Network* », supervisée par la Banque centrale européenne et la Bundesbank : 39% des entreprises allemandes déclarent que les salaires de base sont ajustés plus d'une fois par an, et 31% chaque année.

Pour résumer, le modèle de négociation salariale allemand est relativement performant économiquement et socialement. Il est suffisamment centralisé pour être efficace, comme le suggère la littérature sur le sujet<sup>10</sup>, et prévoit des clauses de flexibilité qui permettent aux entreprises les plus fragilisées de se soustraire à un accord trop contraignant et de préserver l'emploi<sup>11</sup>.

**Anthony Morlet-Lavidalie**

[anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com](mailto:anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com)

#### TAUX DE SYNDICALISATION ET TAUX DE COUVERTURE DES SALARIÉS PAR UNE NÉGOCIATION COLLECTIVE



GRAPHIQUE 5

SOURCE: OCDE, AIAS, ICTWSS BNP PARIBAS

<sup>7</sup> Jimeno et Thomas (2013) « *Collective bargaining, firm heterogeneity and unemployment* », *European Economic Review*, vol. 59, Elsevier.

<sup>8</sup> Freeman et Lazeur (1995) « *An economic analysis of works councils* » in J Rogers and W Streeck (eds.), *Works Councils: Consultation, Representation, Cooperation in Industrial Relations*, NBER Comparative Labor Markets Series; Freeman et al. 2020 (« *Unions raise worker wellbeing* » VoxEU, 11 November).

<sup>9</sup> Blandhol et al. (2020) « *Do employees benefit from worker representation on corporate boards?* », NBER Working Paper n°28269; Jager et al. 2021 (« *Labor in the boardroom* », *Quarterly Journal of Economics* 136 : 669-725).

<sup>10</sup> Calmfors et Driffill (1988) « *Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance* », *Economic Policy*, vol. 3, n° 6; Cahuc et Zylberberg, 1991 (« *Niveaux de négociations salariales et performances macroéconomiques* », *Annals of Economics and Statistics*, n° 23).

<sup>11</sup> Jimeno et Thomas (2013) « *Collective bargaining, firm heterogeneity and unemployment* », *European Economic Review*, vol. 59, Elsevier.



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 - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+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, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@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 du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

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

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaëlle.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 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 : [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