

# ECO FLASH

30 avril 2019

## Italie : l'intervention du FITD en faveur de Banca Tercas n'était pas une aide d'Etat

Thomas Humblot

- Le Tribunal de l'Union européenne a annulé la décision de la Commission européenne qui qualifiait d'aide d'Etat les mesures de soutien accordées à Banca Tercas par le fonds de garantie des dépôts italien (FITD).
- A l'instar de l'imputabilité de l'intervention aux autorités italiennes, son financement au moyen de ressources d'Etat avait été insuffisamment démontré.
- Le coût des mesures de soutien était estimé inférieur à celui d'une mise en œuvre du dispositif de garantie des dépôts en cas de liquidation de Banca Tercas. Cette intervention, décidée volontairement par un consortium de banques en faveur de l'un de ses membres, avait donc pour objet de préserver leurs intérêts privés. En l'occurrence, ces derniers coïncidaient avec les intérêts publics.
- Les besoins en fonds propres de la banque italienne étant exclusivement comblés avec des ressources privées, cette intervention ne contourne ni le cadre prévu par la directive européenne BRRD, ni les règles relatives aux aides d'Etat. Il ne s'agit donc pas d'une exception au principe du renflouement interne (*bail-in*).

Le Tribunal de l'Union européenne a annulé<sup>1</sup> la décision de la Commission européenne<sup>2</sup> qui qualifiait d'aide d'Etat illégale les mesures de soutien prises en faveur de Banca Tercas par le fonds de garantie des dépôts italien (*Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi* ou FITD) en 2014. Selon l'arrêt rendu, la contribution à fonds perdus et les garanties apportées par le FITD, lors de l'acquisition de Banca Tercas par Banca Popolare di Bari, ne remplissent pas deux conditions distinctes et cumulatives nécessaires à leur qualification d'aide d'Etat<sup>3</sup> : être imputables à l'Etat et être financées au moyen de ressources d'Etat.

A défaut d'éléments prouvant suffisamment le contrôle substantiel de l'Etat italien sur l'adoption des mesures de soutien ou les ressources mobilisées, le FITD, un consortium de droit privé, est intervenu dans l'intérêt de ses membres. En effet, si Banca Tercas avait dû faire l'objet d'une liquidation administrative, le coût de la mise en œuvre du dispositif de garantie des dépôts aurait été supérieur à celui des mesures de soutien, selon les estimations réalisées préalablement par un audit.

<sup>1</sup> Arrêt du Tribunal de l'Union européenne du 19 mars 2019 dans les affaires jointes T-98/16, Italie/Commission, T-196/16, Banca Popolare di Bari SCPA/Commission, et T-198/16 Fondo interbancario di tutela dei depositi/Commission

<sup>2</sup> Décision (UE) 2016/1208 de la Commission du 23 décembre 2015 concernant l'aide d'Etat SA.39451 (2015/C) [ex 2015/NN] mise à exécution par l'Italie en faveur de Banca Tercas

<sup>3</sup> Afin d'être légale, l'intervention doit être préalablement portée à la connaissance de la Commission européenne. Un plan crédible de restructuration visant à restaurer la viabilité de long terme de la banque doit être présenté, les détenteurs de titres de dette subordonnée doivent être mis à contribution (en plus des actionnaires) et les distorsions de concurrence doivent être limitées.

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque  
d'un monde  
qui change

Cette intervention du système bancaire italien en faveur d'un de ses membres tend à mettre en lumière l'une des options lui permettant de poursuivre l'assainissement, par ses propres moyens, de son bilan agrégé. Les mesures que pourrait prendre à l'avenir le FITD sont susceptibles d'être influencées par cet arrêt, comme dans le cas de Banca Carige, par exemple. Au demeurant, ces mesures de soutien n'enfreignent pas le cadre prévu par la directive européenne relative au redressement et à la résolution des établissements de crédit (*Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD*), le Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) et la communication de 2013 relative aux aides accordées aux banques<sup>4</sup>. L'intervention du FITD ne constitue donc pas une exception aux règles relatives aux aides d'Etat ou au principe de renflouement interne.

### L'intervention n'est pas imputable à l'Etat italien

De façon préliminaire, la Commission européenne concluait que les mesures de soutien prises par le FITD en faveur de Banca Tercas constituaient une aide d'Etat. Elle estimait que le fonds était placé sous le contrôle des autorités publiques italiennes en vertu du mandat public qu'elles lui avaient confié et qu'en conséquence, l'intervention leur était imputable.

#### L'intervention en faveur de Banca Tercas n'entre pas dans le cadre du mandat public confié au FITD

La transposition en droit italien de la directive européenne sur les systèmes de garantie des dépôts<sup>5</sup> a conduit les autorités publiques à confier un mandat de fonds de garantie des dépôts au FITD. En cas de liquidation d'une banque, les dépôts sont couverts par le dispositif de garantie à hauteur de EUR 100 000. En cas de renflouement interne d'une banque à l'occasion de sa mise en résolution, les déposants ne sont sollicités qu'en dernier ressort et pour la part de leurs dépôts excédant EUR 100 000. Les déposants occupent ainsi un rang privilégié dans la hiérarchie des créanciers de la banque.

Le Tribunal de l'UE estime, contrairement à la Commission européenne, que l'intervention du FITD en faveur de Banca Tercas ne constitue pas une mise en œuvre de son mandat de fonds de garantie des dépôts. Selon lui, le mandat public confié au fonds est circonscrit au remboursement des déposants dans la limite de EUR 100 000 en cas de liquidation administrative forcée d'une banque.

Du reste, la finalité de ces mesures de soutien différait du mandat public confié au fonds (protéger les déposants). Elles avaient pour objet de préserver les intérêts privés des banques membres du consortium. Préalablement à l'acquisition de Banca Tercas par Banco Popolare di Bari au travers d'une souscription à une émission d'actions ordinaires, le FITD avait commandité un audit qui a confirmé qu'un remboursement des déposants en cas de liquidation administrative forcée aurait représenté un coût supérieur à celui des mesures de soutien. Les intérêts publics coïncidaient donc avec les intérêts privés des banques mais le Tribunal rappelle que, selon une jurisprudence constante, cela ne donne aucune indication sur une éventuelle implication de l'Etat. Au demeurant, les autorités publiques italiennes n'ont pas la capacité légale d'imposer au fonds des

interventions de la nature de celles mises en œuvre en faveur de Banca Tercas.

Le FITD a ainsi versé en 2014 EUR 265 millions à Banca Tercas à fonds perdus pour combler ses fonds propres négatifs. Les actions préexistantes d'une valeur de EUR 337 millions avaient préalablement vu leur valeur ramenée à zéro après l'absorption d'une partie des pertes. Toutefois, le principe de renflouement interne (*bail-in*) tel que défini par la BRRD n'a été que partiellement appliqué puisque la mise à contribution des détenteurs de titres subordonnés est également prévue. La Commission européenne a critiqué cet aspect car, dans la perspective où il se serait agi d'une aide d'Etat, la communication de 2013 prévoit la conversion en actions des instruments de dette subordonnée en vertu du principe de répartition des charges. Enfin, des garanties d'un montant de EUR 65 millions ont été accordées à Banca Tercas afin de couvrir le coût du risque et d'éventuels frais.

#### La Banque d'Italie a respecté l'indépendance du fonds dans l'adoption des mesures de soutien

En tant que consortium de droit privé, le FITD est, *a priori*, autonome dans sa prise de décision. L'exercice d'une influence substantielle des autorités publiques italiennes sur l'adoption des mesures de soutien doit donc être démontré. Dans le cas présent, le Tribunal estime que les éléments retenus par la Commission européenne ne suffisent pas à prouver l'implication de l'Etat italien. L'intervention du fonds a ainsi été réalisée sur une base volontaire puisque décidée par ses organes de contrôle sans preuves suffisantes d'une intervention des autorités publiques italiennes.

Plus particulièrement, le Tribunal de l'UE estime que la validation des mesures de soutien par la Banque d'Italie le 7 juillet 2014 n'avait pas de valeur contraignante. Il ne s'agirait que du dialogue normal entre une banque et son superviseur qui ne prouve donc pas l'intervention de l'Etat italien. De plus, les procès-verbaux des différentes réunions mettent en évidence que les représentants de la Banque d'Italie qui y ont assisté n'ont exercé qu'un rôle d'observateurs ; ils n'ont pas pris part aux échanges et ne disposaient pas de droit de vote.

### L'intervention n'a pas été financée au moyen de ressources d'Etat

Dans le cadre des aides d'Etat, le simple fait que les fonds mobilisables demeurent sous le contrôle permanent des autorités publiques suffit à les qualifier de « ressources d'Etat ». Les aides d'Etat peuvent ainsi être financées au moyen de ressources détenues par l'intermédiaire d'organismes privés. Le seul fait que les fonds mobilisés en faveur de Banca Tercas aient été apportés par un consortium de droit privé ne permet pas d'écarter la qualification d'aide d'Etat. Le contrôle de l'Etat sur les fonds mobilisés doit néanmoins être prouvé.

La Commission européenne concluait que les ressources mobilisées étaient sous le contrôle de l'Etat italien puisque les banques sont légalement tenues d'adhérer à un fonds de garantie des dépôts et que leur contribution en cas d'intervention du FITD est également obligatoire. Le Tribunal estime cependant que l'obligation faite aux banques du consortium de participer au financement de l'intervention trouve sa source dans une disposition statutaire tandis que celle d'adhérer à un fonds de garantie des dépôts, dans une disposition réglementaire. Les banques sont donc tenues de contribuer au financement des mesures de soutien décidées par le FITD car elles ont choisi d'adhérer à ce dernier, tandis

<sup>4</sup> Communication de la Commission concernant l'application, à partir du 1<sup>er</sup> août 2013, des règles en matière d'aides d'Etat aux aides accordées aux banques dans le contexte de la crise financière.

<sup>5</sup> Directive 2014/49/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux systèmes de garantie des dépôts

que l'appartenance à un dispositif de garantie des dépôts est une obligation légale. L'autonomie du fonds est donc préservée dans le cadre des mesures de soutien. Le *Schema volontario di intervento* dispose, en outre, d'une section distincte de celle du dispositif de garantie des dépôts dans le document qui établit les statuts du fonds. Le Tribunal rappelle également que la création de ce dernier est antérieure à la directive européenne de 2014.

Au demeurant, à l'instar des arguments de la Commission européenne imputant l'intervention du FITD à l'Etat italien, le mandat public confié au fonds et le supposé contrôle des autorités publiques sur celui-ci ne permettent pas de qualifier les fonds mobilisés de « ressources d'Etat ». Le Tribunal estime à ce titre que la Commission européenne a insuffisamment distingué la question de l'imputabilité aux autorités publiques de l'intervention de celle de son financement par des ressources d'Etat.

### Le système bancaire italien doit poursuivre l'assainissement de son bilan par ses propres moyens

L'arrêt du Tribunal de l'UE permet de rappeler les limites des règles en matière d'aide d'Etat en faveur des banques dans l'UE<sup>6</sup>. La décision de la Commission européenne de qualifier les mesures de soutien en faveur de Banca Tercas comme une aide d'Etat illégale avait contraint la banque à rembourser les fonds perçus en avril 2016. Au demeurant, estimant que cette décision avait conduit à une augmentation du coût des difficultés de Banca Tercas pour le système bancaire, le ministre italien des affaires étrangères, Enzo Moavero Milanesi, n'a pas exclu de demander des compensations à la Commission européenne. Cette dernière étudie quant à elle les suites à donner puisqu'elle dispose de deux mois à compter de la notification de l'arrêt pour former un pourvoi auprès de la Cour de justice de l'UE.

L'arrêt du Tribunal de l'UE consacre l'intervention du FITD comme un moyen dont, pour le système bancaire italien, de poursuivre l'assainissement de son bilan, à un niveau agrégé. A brève échéance, cet arrêt pourrait influencer les mesures du FITD, notamment en faveur de Banca Carige. En effet, le 30 novembre 2018 une intervention volontaire a été décidée par le fonds afin d'acheter EUR 318,2 millions d'obligations subordonnées *Tier 2* de la banque. Toutefois, le plan de redressement présenté par la direction de Banca Carige n'a pas été validé dans sa globalité par l'ensemble de ses actionnaires. La banque fait actuellement l'objet d'une mesure d'intervention précoce, comme le prévoit la BRRD. Trois administrateurs temporaires ont été nommés par la BCE et leurs missions, prolongées jusqu'au 30 septembre 2019. Banca Carige pourrait en outre bénéficier d'une aide d'Etat justifiée par sa forte empreinte régionale.

#### Thomas Humblot

thomas.humblot@bnpparibas.com

<sup>6</sup> Pour le cas NordLB, voir notamment C.Choulet (2019), *Le soutien d'un IPS constitue-t-il une aide d'Etat ?* BNP Paribas, EcoFlash 29 avril 2019

# Recherche Economique Groupe

**William De Vijlder** +33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)  
Chef économiste

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

**Jean-Luc Proutat** +33 1 58 16 73 32 [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)  
Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

**Hélène Baudchon** +33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
France – Marché du travail

**Louis Boisset** +33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)  
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

**Frédérique Cerisier** +33 1 43 16 95 52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

**Catherine Stephan** +33 1 55 77 71 89 [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)  
Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

**Raymond Van Der Putten** +33 1 42 98 53 99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

**Tarik Rharrab** +33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)  
Statistiques

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon** +33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)  
Responsable

**Laure Baquero** + 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet** +33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot** + 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure** +33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)  
Responsable

**Christine Peltier** +33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

**Stéphane Alby** +33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)  
Afrique francophone

**Sylvain Bellefontaine** +33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

**Sara Confalonieri** +33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)  
Afrique lusophone et anglophone

**Pascal Devaux** +33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)  
Moyen-Orient, Balkans

**Hélène Drouot** +33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

**Salim Hammad** +33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)  
Amérique latine

**Johanna Melka** +33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini** +33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)

## NOS PUBLICATIONS

**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

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'emploi 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 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 Frankfurt, 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.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN

<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>

OU TWITTER

[https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)

