



## Flexisécurité, les rouages du modèle danois

- La « flexisécurité » à la danoise permet aux entreprises d'embaucher et de licencier relativement facilement, tout en garantissant aux individus des revenus et des moyens de reconversion suffisants en cas de perte d'emploi.
- Elle repose notamment sur une politique active de formation.
- Le dialogue social est au cœur du modèle et participe à son bon fonctionnement.
- Résultat, le Danemark affiche un taux d'emploi nettement supérieur à celui observé en moyenne dans l'Union européenne, et les inégalités y sont moindres qu'ailleurs en Europe.

Le système danois de flexisécurité, qui accorde une grande place au dialogue social et privilégie la protection de l'individu à celle de l'emploi, est souvent érigé en modèle. Le Danemark affiche de fait un taux d'emploi supérieur à ceux de la plupart des pays européens. En outre, les inégalités y sont moindres. Il peut dès lors être opportun de nous pencher sur les particularités d'un système qui suscite tant d'intérêt.

### Les trois piliers du modèle danois de « flexisécurité »

Les contours de la flexisécurité danoise évoluent constamment. Ainsi, la durée d'indemnisation des chômeurs a diminué depuis la crise de 2008 en raison de la détérioration des finances publiques. Toutefois, le modèle danois conserve ses spécificités, qui pour l'essentiel sont le fruit des réformes menées à partir du milieu des années 1990 afin de lutter contre un taux de chômage élevé.

Celles-ci visaient en particulier à concilier la flexibilité et la sécurité du marché du travail en permettant aux entreprises d'embaucher et de licencier facilement en fonction de l'évolution de leur activité, tout en assurant aux individus une source de revenus suffisante en cas de perte d'emploi (graphiques 1 et 2).

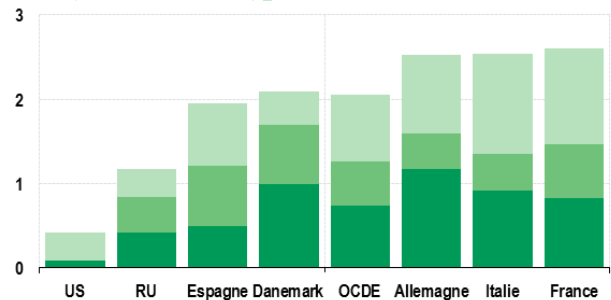
Les entreprises prennent dès lors davantage le risque d'embaucher en période de reprise, notamment des jeunes sans expérience, tandis que les syndicats de salariés soutiennent plus facilement la flexibilité du marché du travail grâce à la générosité des prestations chômage. Le modèle danois repose également sur une politique active de formation afin de faciliter le retour au travail des personnes sans emploi, politique doublée d'un contrôle strict des chômeurs. Au total, le Danemark a ainsi consacré, en 2015, 3,3% de son PIB aux politiques du marché

### ■ Peu d'entraves au licenciement

Protection de l'emploi en cas de licenciements individuels (contrats à durée indéterminée)

Echelle de 0 (peu de restrictions) à 6 (restrictions élevées) – Données 2013

■ Procédures de notification ■ Préavis et indemnités en cas de licenciement individuel (en l'absence de faute) ■ Obstacles au licenciement



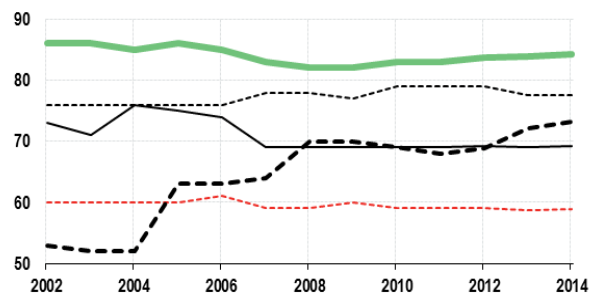
Graphique 1

Source : OCDE

### ■ Un système d'assurance chômage avantageux

Taux de remplacement nets - période initiale de chômage\* (%)

— Danemark - - - Italie — France - - - Allemagne - - - Espagne



Graphique 2

Source : OCDE

\*Pour un célibataire, sans enfant, non admissible aux allocations logement en espèces ou aux suppléments d'aide sociale, gains antérieurs = 67% du salaire moyen

du travail (dont 2,1% pour les politiques actives). C'est beaucoup plus que la moyenne des pays de l'OCDE (1,3% du PIB). Quant aux partenaires sociaux, ils occupent une place centrale dans le modèle danois.

### Le rôle prépondérant des partenaires sociaux

Le Danemark a dû transposer la réglementation européenne dans sa législation au cours de ces dernières années. Il a ainsi légiféré dans le domaine de la sécurité et de la santé au travail,



d'assurance chômage et d'aide à la recherche d'emplois. L'usage des contrats à durée déterminée est également désormais limité.

Toutefois, le modèle danois du marché du travail continue de donner la part belle aux partenaires sociaux. Les pouvoirs publics légifèrent, en effet, le moins possible. Ils ne fixent par exemple aucun salaire minimum à l'échelon national, et interviennent seulement lorsque les négociations peinent à aboutir.

Le modèle danois s'appuie sur une « décentralisation centralisée ». Cela signifie que les accords de branche définissent les contours des négociations menées au niveau de l'entreprise dans le cadre d'une « décentralisation verticale », sur les salaires, le temps de travail et les congés. A titre d'exemple, les partenaires sociaux s'entendent, au niveau de chaque branche, sur un salaire minimum et son évolution selon des critères de compétitivité danoise et d'inflation, tandis qu'un supplément de rémunération est généralement négocié au sein de chaque entreprise par des délégués syndicaux. Ainsi, le salaire de près de la moitié des personnes nouvellement embauchées est nettement supérieur au minimum négocié.

### Une décentralisation organisée

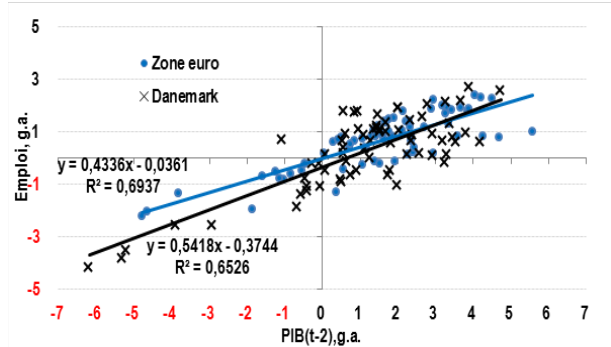
L'équilibre des forces en présence favorise la négociation d'accords mutuellement bénéfiques, le tout dans un cadre législatif et réglementaire peu contraignant. Le tissu social danois est, en effet, composé d'organisations salariales et patronales représentatives, donc légitimes et à même de mener des négociations sur la base d'une reconnaissance mutuelle de leurs prérogatives. Selon l'OCDE, 68% des salariés travaillaient, en 2002, au sein d'une entreprise membre d'une organisation patronale (contre 51% en moyenne au sein de l'OCDE), et près de 68,8% des salariés étaient, en 2013, syndiqués, contre 7,7% en France et 18,1% en Allemagne selon l'OCDE.

La régulation à plusieurs niveaux favoriserait, en outre, la reproduction au niveau local des processus de négociation à l'œuvre à l'échelle nationale. Les partenaires sociaux parviennent également à établir des relations de long terme et stables grâce à des rencontres régulières au cours desquelles ils peuvent échanger des informations sur la situation de l'entreprise. Ils ont par ailleurs tout intérêt à s'entendre au niveau de celle-ci puisqu'à défaut les accords de branches, souvent moins favorables, s'appliquent. Ils ont tout autant intérêt à s'entendre au sein des branches afin de conserver la main mise sur les modalités de fonctionnement du marché du travail.

L'*European Journal of Industrial relation*<sup>1</sup> souligne l'importance de ces facteurs grâce à une étude comparative des négociations salariales au sein de deux entreprises manufacturières de taille et de structures similaires en Australie et au Danemark. Deux formes différentes de

<sup>1</sup> Anna Ilsoe, Andreas Pekarek, Ray Fells, « Partnership under pressure: A process perspective on decentralized bargaining in Danish and Australian manufacturing », juin 2017

### ■ Plus forte sensibilité de l'emploi à l'activité



Graphique 3

Source : Eurostat

décentralisation des négociations salariales au niveau de l'entreprise ont cours au Danemark et en Australie. En Australie, les négociations peuvent être menées par des représentants du personnel non syndiqués. Cette mesure concourt à affaiblir les syndicats de salariés. Le taux de syndicalisation des salariés est ainsi passé de 40% en 1990 à 15% en 2014. Les réunions entre les représentants des salariés et ceux de l'entreprise sont dès lors moins fréquentes, l'information circule plus difficilement et les syndicats peinent davantage à anticiper les attentes de l'entreprise. En outre, les négociations salariales, qui font l'objet de négociations distinctes et annuelles au Danemark, sont, en Australie, menées occasionnellement lors de négociations plus exhaustives. Les feuilles de route des salariés et de l'entreprise peuvent dès lors différer, et la négociation salariale peut davantage devenir l'objet de tractations.

La loi encadre en outre davantage les règles de fonctionnement du marché du travail en Australie. Un tribunal, le FWC (*Fair Work Commission*), y est chargé notamment de fixer le salaire minimum, statuer sur les conditions de travail, faciliter les accords d'entreprises et résoudre les conflits. Ainsi, si l'employeur et les salariés ne sont pas parvenus à s'entendre lorsque l'accord est arrivé à échéance, deux options s'offrent aux salariés. Soit les dispositions prévues par le FWC, plus avantageuses pour l'employeur, s'appliquent, soit l'accord antérieur, sans hausse possible de salaires, se substitue à l'accord initial. *In fine*, l'absence d'accord est souvent avantageuse pour l'employeur. La grève est alors un moyen pour les salariés de contraindre l'employeur à négocier.

### Effets de la « flexisécurité » sur l'emploi

Le Danemark, qui affichait un taux de chômage de 5,7% en avril, bénéficie d'une croissance plus riche en emplois que nombre de ses partenaires européens. Il peut également se targuer d'afficher un taux d'emploi (75% en 2016) nettement supérieur à celui observé en moyenne dans l'UE (67% en 2016). Ce constat vaut également pour les populations qui ont plus difficilement accès au marché du travail, à savoir les femmes, les jeunes de moins de 25 ans et les personnes de plus de 55 ans.



Les politiques actives à destination des chômeurs semblent, pour leur part, favoriser un retour plus rapide des demandeurs d'emploi sur le marché du travail grâce à une meilleure adéquation entre l'offre et la demande de travail. La proportion de chômeurs sans emploi depuis plus d'un an (22,3% en 2016) est en effet nettement plus faible au Danemark qu'au sein de l'UE (46,4%) ou en Allemagne (41,9%). Le taux de chômage structurel, ou NAIRU<sup>2</sup>, évalué à 6,3% par l'OCDE en 2016, est également inférieur à la moyenne européenne.

Si le marché du travail exclut très peu, près du quart des salariés danois travaillent à temps partiel, soit davantage qu'au sein de l'UE (19,5% de l'emploi en 2016). Le nombre d'heures travaillées par employé est, de ce fait, relativement faible<sup>3</sup>. En outre, la sensibilité de l'emploi à l'activité comporte certains risques en cas de retournement du cycle économique. L'emploi tend en effet à s'ajuster fortement à la baisse. Ce fut particulièrement le cas durant la crise de 2008 lorsque la baisse de 7% du PIB, entre la fin 2007 et le deuxième trimestre 2009, s'est accompagnée d'une contraction de plus de 5% de l'emploi entre la fin 2008 et le premier trimestre 2010 (cf. graphique 3). Le taux de chômage a ainsi plus que doublé en l'espace de deux ans. De 3,1% au début de 2008, il a atteint 7,5% début 2010. Cette réaction fut bien plus vive que celle observée dans d'autres pays européens. A titre de comparaison, l'Allemagne, dont le PIB a reculé de près de 7% entre les premiers trimestres 2008 et 2009, a préféré ajuster à la baisse le nombre d'heures travaillées. L'emploi n'a ainsi que légèrement reculé (-0,5% entre les T1 2009 et T1 2010).

Les prestations chômage et les formations permettent de pallier certains effets de la crise, à savoir une baisse tout aussi abrupte de la consommation privée et une perte de compétences des chômeurs. Toutefois, ces mesures présentent elles aussi un certain nombre d'inconvénients en période de crise. L'accroissement des prestations pèse en effet sur les finances publiques, et les politiques de l'emploi axées sur la formation sont moins efficaces en raison du manque d'emplois vacants.

### Effets du modèle danois sur les inégalités

La négociation collective contribue à contenir les écarts de salaires. S'y ajoute l'action des pouvoirs publics, qui concoure également à limiter les inégalités de revenus grâce aux impôts et aux transferts publics. Ces inégalités, mesurées par l'indice de Gini, sont en effet parmi les plus faibles de au sein de l'OCDE.

Cette faiblesse relative des inégalités conforte l'adhésion de la population au modèle social danois qui repose sur la sécurité

<sup>2</sup> Le NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) est utilisé pour mesurer le taux de chômage structurel. Il s'agit du taux de chômage compatible avec la stabilité des prix.

<sup>3</sup> Selon l'OCDE, un salarié a travaillé en moyenne, en 2016, respectivement 32,1 et 36,8 heures par semaine au Danemark et au sein l'OCDE.

<sup>4</sup> 75% de la population active est adhérente à une caisse d'assurance chômage, mais seulement 45% des 10% des salariés les moins bien rémunérés.

<sup>5</sup> Le salaire mensuel moyen était de DKK 31 380 en 2014 selon Eurostat dans les entreprises de plus de 10 salariés.

<sup>6</sup> Une journée de travail donne droit à deux journées d'indemnités.

### Le système d'assurance chômage et les politiques de l'emploi

L'adhésion à une caisse d'assurance chômage se fait sur la base du volontariat<sup>4</sup>. Les prestations sont toutefois amplement financées par l'Etat.

Le droit aux indemnités repose davantage sur les revenus que sur le nombre d'heures travaillées. Une personne sans emploi doit ainsi avoir déclaré un salaire de DKK 223 428 au cours des 36 derniers mois pour recevoir des indemnités chômage durant deux ans, tandis que les personnes ayant gagné plus de DKK 18 619 par mois doivent avoir exercé une activité professionnelle durant au moins 12 mois<sup>5</sup>.

L'indemnité chômage est calculée sur la base des 12 salaires les plus élevés perçus au cours des 24 derniers mois afin de moins pénaliser les bénéficiaires ayant occupé des emplois peu rémunérés.

Les salariés disposent d'un compte Emploi qui leur permet d'épargner des heures de travail effectuées durant de la période d'indemnisation et de prolonger leur période d'indemnisation d'une année supplémentaire au maximum<sup>6</sup>.

L'indemnité chômage équivaut à 90% du salaire versé dans la limite de DKK 849 euros par jour. Les diplômés qui ont une famille à charge perçoivent 82% du taux maximum et ceux-ci qui n'en ont pas 71,5%. Le montant des indemnités ne subit aucune révision afin d'inciter les chômeurs à exercer des activités temporaires.

Une journée de carence est prévue si le bénéficiaire des indemnités chômage n'a pas exercé d'activité professionnelle durant 20 jours (ou 150 heures) au cours d'une période de quatre mois. La période d'indemnisation sera réduite d'un mois si une personne a reçu des indemnités chômage durant quatre ans au cours des huit dernières années.

#### Les politiques de l'emploi

Une personne sans emploi est l'objet d'un suivi régulier. Elle doit s'entretenir avec la caisse d'assurance chômage à l'issue des deux premières semaines de chômage et avec l'agence pour l'emploi au-delà de six semaines. Un entretien mensuel a ensuite lieu au cours des six premiers mois de chômage avec l'agence pour l'emploi. Les rendez-vous ont ensuite lieu tous les trois mois.

L'activation s'inscrit dans une logique d'accompagnement des bénéficiaires de prestations. Les programmes de soutien, de requalification, de formations professionnelles, les emplois subventionnés dans le but de d'améliorer les qualifications des chômeurs sont autant d'offres d'activation.

Les personnes âgées de 30 à 49 ans sans emploi depuis six mois ont ainsi le droit et l'obligation de bénéficier d'une offre d'activation. Les personnes de moins de 30 ans et de plus de 50 ans bénéficient de cette offre d'activation au-delà d'une période de 13 semaines de chômage.

Les jeunes de moins de 25 ans, dépourvus d'une formation adéquate (et sans enfants), doivent suivre une formation dans les mêmes conditions que les étudiants. Le montant des indemnités chômage diminuent de 50% au-delà d'une période de 6 mois de chômage afin qu'il s'aligne sur celui des bourses d'études, et incite davantage les jeunes chômeurs à reprendre des études.

de l'emploi, le dialogue social et le consentement à l'impôt. Toutefois, certaines réformes, dont la baisse de la durée d'indemnisation des chômeurs et le durcissement des critères d'éligibilité à l'indemnité chômage, pourraient ébranler l'équilibre de ce modèle. Les salariés pourraient notamment exiger un cadre législatif et réglementaire plus protecteur s'ils estiment que leur sécurité n'est plus assurée, au risque d'affaiblir les partenaires sociaux et de fragiliser le modèle social danois.

Catherine Stephan

[catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)

## Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

### ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com  
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com  
Statistiques

### ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT** +33.(0)1.40.14.30.77 thomas.humbloit@bnpparibas.com

### ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable - Argentine

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud

■ **Sylvain BERSINGER** +33.(0)1.42.98.02.45 sylvain.bersinger@bnpparibas.com  
Angola, Nigeria, Afrique du Sud

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com  
CEI, Europe centrale

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Asie, Russie

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com  
Contact Média



**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'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 ou 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 rémunérée 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 aucun cas 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://gloobalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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 : [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 directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News

<http://economic-research.bnpparibas.com>