

## DICHOTOMIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

François Faure

La reprise dans les pays émergents depuis la mi-2020 s'est accompagnée d'un durcissement monétaire en Amérique latine et en Europe mais pas en Asie jusqu'à présent (à l'exception de la Corée du Sud).

Le niveau et la trajectoire de l'inflation en sont les principales raisons. Elle est forte et accélère en Amérique latine et en Europe, plus modérée et encore contenue en Asie.

Une comparaison entre les pays les plus industrialisés d'Europe centrale et d'Asie montre que si l'accélération récente de l'inflation relève pour partie de facteurs communs de nature conjoncturelle (hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation), les écarts d'inflation sous-jacente, apparus avant la pandémie et maintenus après, relèvent de facteurs plus durables (tensions sur les salaires et le marché de l'emploi, exposition des économies au choc d'offre).

La dichotomie en matière de politique monétaire devrait a priori perdurer.

L'accélération de l'inflation est devenue la principale préoccupation des banques centrales. Au sein des pays émergents, elle a contraint celles du Brésil, de la Russie et de la Turquie à relever leurs taux d'intérêt directeurs dès 2020<sup>1</sup>. Depuis la mi-2021, d'autres banques centrales d'Amérique latine (Chili, Colombie, Mexique, Pérou) et d'Europe centrale (Rép. tchèque, Hongrie, Pologne, Roumanie) les ont suivies. Les relèvements ont été particulièrement marqués en Europe centrale.

À l'inverse, en Asie les banques centrales sont restées l'arme au pied à l'exception de la Corée du Sud<sup>2</sup>.

Le niveau et la dynamique de l'inflation en sont les principales raisons. Celle-ci est forte et accélère en Amérique latine et en Europe, faible et beaucoup plus modérée dans les pays d'Asie, notamment en Chine et dans les pays les plus industrialisés (Corée du Sud, Taiwan, Singapour). Comment expliquer cette dichotomie alors que les pays d'Asie mentionnés ont été les premiers à retrouver leur niveau d'activité d'avant le choc de la Covid-19. Est-elle temporaire ou, au contraire, procède-t-elle de facteurs sous-jacents durables qui exonereraient les banques centrales asiatiques de suivre le mouvement de resserrement monétaire, ou du moins d'en limiter l'ampleur ?

### INFLATION SOUS-JACENTE : ÉCARTS ET DIVERGENCES DEPUIS 2018

Pour répondre à cette question, cette note présente une analyse comparative de l'inflation et de ses principaux déterminants entre deux groupes de pays présentant des structures économiques relativement comparables avec une forte base industrielle : les pays d'Europe centrale (Hongrie, Pologne, République tchèque, désignés par l'acronyme PEC dans la suite du texte) et les pays industrialisés d'Asie hors Japon (Corée du Sud, Taiwan, Singapour, désignés par PIA). La comparaison porte sur les cinq dernières années. Elle a été facilitée par le fait que, durant cette période, les taux de change de ces pays ne se sont ni fortement appréciés, ni fortement dépréciés par rapport à leur devise de référence (dollar US pour les PIA, euro pour les PEC).

Trois mesures d'inflation sont utilisées : celle de l'ensemble des prix à la consommation, l'inflation sous-jacente officielle et celle des prix hors alimentation, énergie et coût du logement<sup>3</sup>.

Depuis 2017, les taux d'inflation de l'ensemble des prix à la consommation présentent des tendances divergentes jusqu'à la fin 2019 : décélération pour les PIA, accélération pour les PEC (graphique 1). Puis les courbes retrouvent un certain parallélisme en 2020 (déflation pour les PIA, décélération pour les PEC), suivi d'une accélération en 2021.

<sup>1</sup> En Turquie, la banque centrale a fait volte-face à partir de septembre 2021 en procédant à 3 assouplissements successifs malgré une accélération de l'inflation qui a atteint 21,3% en glissement en novembre. Mais, à 15%, le principal taux directeur est 675 points de base plus élevé que ce qu'il était septembre 2020 et 300 points de base par rapport à la fin 2019.

<sup>2</sup> La banque centrale a procédé à deux relèvements de 25 points de base depuis septembre portant le taux directeur à seulement 1%.

<sup>3</sup> Le champ des deux sous-indices diffère même s'ils constituent une mesure de la tendance du niveau général des prix. L'inflation dite sous-jacente corrige l'inflation de l'ensemble des biens et services de celle des prix volatils et des effets de la fiscalité qui, en raison de leur impact temporaire et supposé réversible, peuvent brouiller ou masquer la tendance du niveau général des prix. Les prix des biens et services volatils sont traditionnellement ceux de l'alimentation et de l'énergie. Nous avons également calculé un indice hors alimentation, énergie et coût du logement pour tous les pays par souci d'harmonisation. Cette harmonisation a l'avantage de tenir compte des prix généralement administrés de l'eau et des loyers, ce qui renforce l'objectif de refléter le mieux possible la tendance sous-jacente du niveau général des prix.

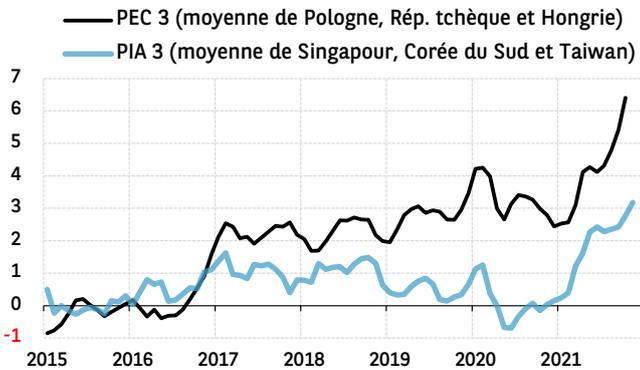
ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

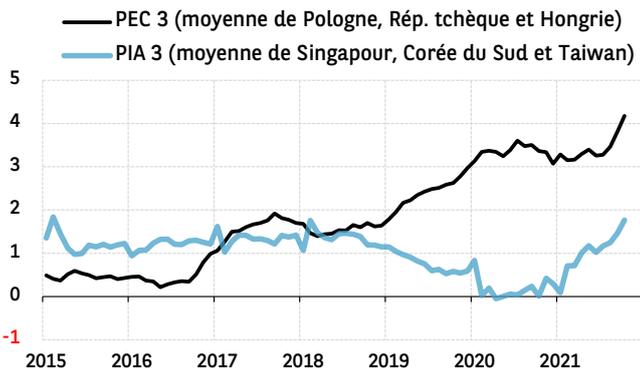
La banque  
d'un monde  
qui change

**INFLATION TOTALE (IPC EN G.A. %)**



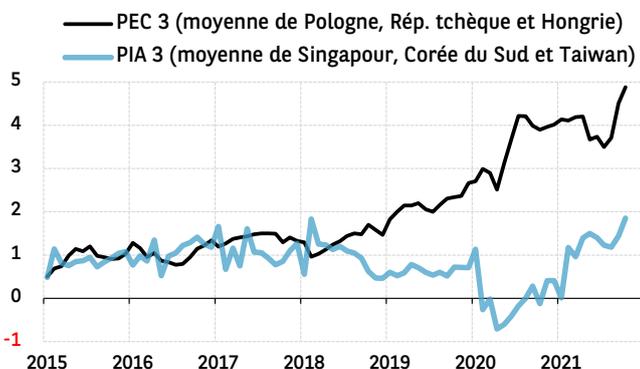
GRAPHIQUE 1 SOURCES : INSTITUTS STATISTIQUES NATIONAUX, BNP PARIBAS

**INFLATION SOUS-JACENTE (IPC SOUS-JACENT EN G.A. %)**



GRAPHIQUE 2 SOURCES : INSTITUTS STATISTIQUES NATIONAUX, BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

**INFLATION HORS ALIMENTATION, COÛT DU LOGEMENT ET ÉNERGIE (G.A. %)**



GRAPHIQUE 3 SOURCES : INSTITUTS STATISTIQUES NATIONAUX, EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les taux d'inflation sous-jacente ont suivi des trajectoires sensiblement différentes : pour les PIA, stabilité jusqu'à la fin 2018, décélération en 2019 et 2020 suivie d'une réaccélération en 2021 bien moins marquée que pour l'inflation d'ensemble (graphique 2). À l'inverse, pour les PEC, l'inflation sous-jacente présente une tendance à l'accélération sur l'ensemble de la période, tendance interrompue en 2020 par la récession. Enfin, les taux d'inflation hors alimentation, énergie et coût du logement confirment, et même renforcent, la dichotomie entre les deux groupes (graphique 3) même si, pour les PIA, l'évolution apparaît plus heurtée qu'avec l'indice sous-jacent sur la période 2019-2021. L'écart d'inflation mesuré avec l'indice hors alimentation, énergie et coût du logement est actuellement de 3,5 points entre les deux groupes. Il n'y avait pas un tel écart entre 2015 et 2018.

**LES ÉVOLUTIONS SALARIALES ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL PLUS DISCRIMINANTES QUE LE RECOURS AU CRÉDIT**

Les écarts d'inflation sous-jacente entre les deux zones s'expliquent en premier lieu par les dynamiques salariales en liaison avec la situation des marchés du travail et celle de la productivité. Dans les PEC, les salaires nominaux ont fortement accéléré entre 2015 et 2019, ce qui n'a pas été le cas dans les PIA. Par ailleurs, les salaires dans l'industrie manufacturière ont augmenté de 6,7% par an en moyenne pour les PEC contre 2,7% en moyenne pour les PIA.

La plus forte modération salariale dans les PIA ne s'explique pas par un niveau du chômage plus élevé ; celui-ci est structurellement très bas (autour de 3,5% en moyenne) et n'a augmenté au cours de la période dans aucun des 3 pays. En revanche, pour les PEC, la relation traditionnelle entre croissance des salaires et taux de chômage a bien fonctionné, l'accélération salariale allant de pair avec une forte dérive du chômage (cf. graphique 4). En ce qui concerne la productivité, il devrait a priori exister un différentiel structurel à l'avantage des PEC. Mais la période d'observation est à la fois trop courte (avant la pandémie) et trop cyclique (sur la période récente) pour que l'écart entre les deux zones ait pu se creuser.

La hausse des salaires réels et la baisse du chômage dans les PEC apparaissent à première vue comme deux facteurs explicatifs importants des écarts de croissance de la consommation des ménages entre les deux zones, du moins jusqu'en 2019 (cf. tableau 2).

Le recours au crédit a pu également contribuer à dynamiser la consommation. La comparaison des évolutions du crédit accordé aux ménages (total ou uniquement crédit à la consommation) n'indique toutefois pas de tendance très différenciée d'une zone par rapport à l'autre sur la période 2015-2019 (graphiques 5 et 6).

SALAIRES NOMINAUX DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER (ÉVOLUTION EN %)			
	moyenne annuelle 2015-2019	2020 S1/2019 S1	2021 S1/2020 S1
République tchèque	6,7	3,5	-1,0
Hongrie	7,6	9,5	2,2
Pologne	5,9	7,3	6,5
Singapour	1,7	-15,4	1,4
Corée du Sud	3,6	-2,7	5,7
Taiwan	2,7	0,9	3,4

TABLEAU 1

SOURCE : STATISTIQUES NATIONALES, EUROSTAT

La croissance a été très soutenue en Corée du Sud (bien qu'en décélération à partir de 2017) et, à l'inverse, négative en Hongrie. Le crédit à la consommation a toutefois été dynamique de façon constante en Pologne et en République tchèque, contribuant à alimenter l'inflation par la demande.

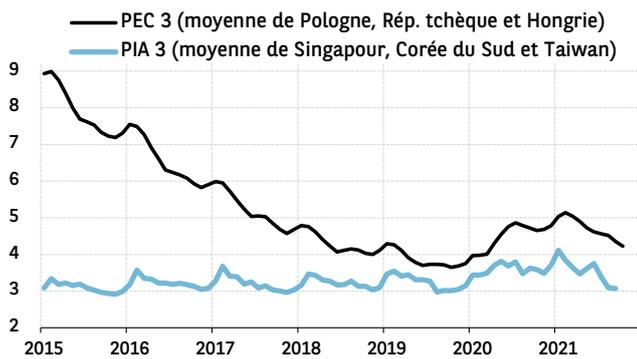
### CONSOMMATION PRIVÉE EN VOLUME (ÉVOLUTION EN %)

	moyenne annuelle 2015-2019	2020 S1/2019 S1	2021 S1/2020 S1
République tchèque	3,5	-6,5	0,1
Hongrie	4,6	-1,0	2,9
Pologne	4,6	-2,4	9,6
Singapour	3,8	-16,0	6,1
Corée du Sud	2,5	-4,6	2,5
Taiwan	2,5	-3,5	1,2

TABLEAU 2

SOURCES : INSTITUTS STATISTIQUES NATIONAUX

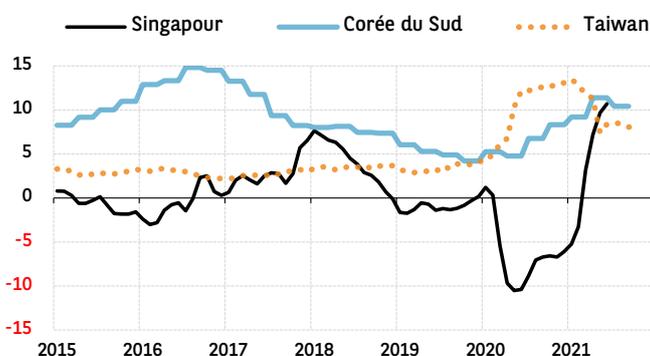
### TAUX DE CHÔMAGE, %



GRAPHIQUE 4

SOURCES NATIONALES, BNP PARIBAS

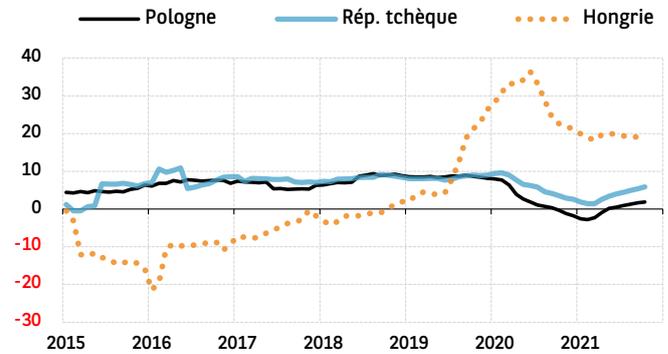
### ENCOURS DU CRÉDIT À LA CONSOMMATION, G.A. %



GRAPHIQUE 5

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

### ENCOURS DU CRÉDIT À LA CONSOMMATION, G.A. %



GRAPHIQUE 6

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BNP PARIBAS

## UNE PLUS FORTE EXPOSITION DES PEC AU CHOC D'OFFRE

Sur la période récente (2020-2021), les écarts d'inflation sous-jacente se sont accentués entre les deux zones. Or, les performances comparées de la consommation des ménages ne présentent pas, sur cette période, une dichotomie aussi nette que sur la période 2015-2019 (cf. tableau 2). Il en est de même pour les salaires dont les évolutions apparaissent très contrastées avec, comme pour la consommation, des effets de rattrapage, notamment en Asie. De plus, les dynamiques du crédit à la consommation sont également plus contrastées que sur la période 2015-2019 ; forte reprise en Hongrie, en Corée du Sud et à Taiwan et, plus récemment, Singapour, alors qu'à l'inverse elle s'est essouffée en Pologne et en République tchèque. En termes de contribution au rebond de la consommation privée, le crédit aurait même eu un rôle moteur plus important dans les PIA que dans les PEC.

Le creusement des écarts d'inflation sous-jacente sur la période récente s'explique par la singularité de la reprise post-Covid (arrêt brutal de la production et de la consommation en raison des confinements, suivi d'un rebond tout aussi marqué post confinement), celle-ci ayant généré simultanément des comportements de rattrapage de consommation et des pénuries/rationnements de produits intermédiaires dans l'industrie. En Asie, des mesures de confinement très contraignantes ont été prises très tôt de sorte que leur durée a été minimisée. L'effet de la reprise de la consommation pourrait avoir été moins marqué qu'ailleurs mais il est difficile à documenter.

Un effet d'offre semble avoir joué un rôle majeur via le degré d'intégration des pays dans les chaînes de valeurs, et donc le degré de vulnérabilité des filières industrielles à des chocs d'offre et de demande. L'OCDE calcule des indicateurs de vulnérabilité correspondant aux deux types de chocs<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Arriola & alii, *Efficiency and risks in the context of Covid-19*, OCDE working paper n°1637, décembre 2020. La vulnérabilité d'un pays à un choc d'offre est la vulnérabilité de ce pays considéré comme producteur. Il est défini par l'indice d'intégration arrière dans les chaînes de valeur (*backward global value chains linkages*), c'est à dire la

Les PEC s'illustrent par leur forte exposition aux chocs de demande en raison notamment de l'importance de la filière automobile pour laquelle ils jouent le rôle de sous-traitants (l'indice d'intégration avant est de 80% pour la Hongrie, 75% pour la République tchèque mais il est élevé également pour la Corée du Sud, à 60%, et équivalent à celui de la Pologne). Mais pour appréhender le rôle des pénuries/rationnements dans la formation des prix, c'est la vulnérabilité à un choc d'offre qui est la plus pertinente. Or, les calculs de l'OCDE indiquent une exposition bien plus forte des PEC que de la Corée du Sud, seul pays disponible pour les PIA (l'indice d'intégration arrière est 60% pour la Hongrie, un peu moins de 50% pour la République tchèque, de 40% pour la Pologne, contre seulement 20% pour la Corée). Un rationnement poussant les prix des produits intermédiaires à la hausse se répercute a priori de manière plus rapide et importante sur la formation des prix dans les PEC qu'en Corée.

Cette hypothèse est confirmée par les enquêtes PMI de Markit, pour lesquelles on dispose de données pour les 6 pays. Entre juin 2020 et octobre 2021, l'indice de diffusion<sup>5</sup> sur les prix des produits intermédiaires a augmenté de 32 points en moyenne (passant d'un peu plus de 53 à 85) contre 20 points en moyenne pour la Corée du Sud et Taiwan (de 50 à 70) et seulement 3 points pour Singapour.

L'augmentation des prix de production en termes relatifs (c'est-à-dire en tenant compte de celle des prix des intrants) est également plus forte dans les PEC que dans les PIA. Le ratio entre l'évolution des indices de diffusion des prix de production et aux prix des intrants (inférieur à 1 pour tous les pays, les entreprises ayant absorbé une partie de la hausse des prix des intrants en réduisant leur marge) est de 0,8 pour les PEC contre 0,6 pour les PIA.

En conclusion, l'accélération récente de l'inflation d'ensemble dans les PEC et les PIA relève de facteurs communs (hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation). En revanche, les écarts d'inflation sous-jacente, apparus avant la pandémie et accentués après, relèvent de facteurs plus durables voire structurels (tensions sur les salaires et le marché de l'emploi, exposition des économies au choc d'offre). La dichotomie entre les deux zones devrait donc perdurer.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com.

valeur ajoutée des pays fournisseurs contenue dans la production du pays (en % de la valeur ajoutée totale des pays fournisseurs). La vulnérabilité à un choc de demande d'un pays est la vulnérabilité de ce pays considéré comme fournisseur. Il est défini par l'indice d'intégration avant dans les chaînes de valeur (*forward global value chains linkages*) c'est-à-dire la valeur ajoutée du pays contenue dans ses exportations (en % de la valeur ajoutée totale).

<sup>5</sup> Les indices de diffusion de Markit sont sur une échelle de 0 à 100, 50 indiquant qu'il n'y a pas de changement par rapport au mois précédent. Pour la Hongrie, la source des enquêtes est Halpim.



William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – France, zone euro

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

Guillaume Derrien  
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Stéphane Colliac  
France

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

Raymond Van Der Putten  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites,  
croissance long terme

+33 1 42 98 53 99    raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

+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

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES 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

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

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