Le ralentissement de la croissance sud-africaine : éléments d'analyse

François Faure

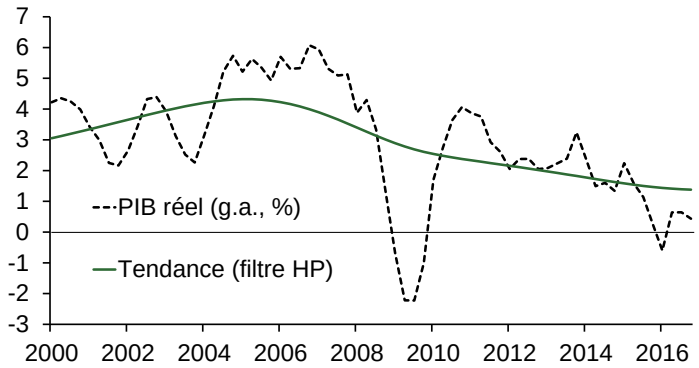
Les perspectives de croissance à court et moyen terme de l'économie sud-africaine restent très incertaines. Les facteurs externes qui ont concouru au ralentissement de ces dernières années devraient être plus favorables, la croissance chinoise se stabilise et les prix des matières premières se redressent. En revanche, les facteurs internes vont jouer négativement sur la productivité globale de l'économie et sur la capacité des entreprises et des ménages à investir.

L'économie sud-africaine traverse actuellement une période de croissance très ralentie, inflationniste et génératrice d'endettement public et externe. La détérioration des fondamentaux macro-économiques du pays vient d'ailleurs de conduire Standard & Poor's et Fitch à abaisser en catégorie spéculative la notation de la dette souveraine libellée en devises.

Un tableau macroéconomique dégradé

La croissance du PIB réel est tombée d'un peu plus de 3,0% en 2011 à seulement 0,3% en 2016. Hors soutien de la consommation et de l'investissement des administrations publiques, elle est même devenue négative. Les études récentes consacrées au ralentissement de la croissance sud-africaine sont unanimes : selon la banque centrale (SARB) ou le FMI, le potentiel de croissance est passé de plus de 4% en 2007 à environ 1,5 % actuellement (graphique 1).

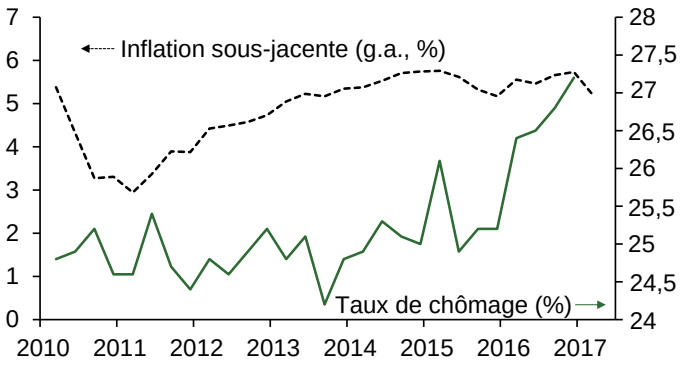
Affaissement du potentiel de croissance



Graphique 1 Sources : Stats SA, BNP Paribas

Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a doublé passant de 3% début 2011 à 6% fin 2016 (graphique 2). L'emploi dans le secteur non agricole a fortement ralenti (ne progressant que de 0,3% par an sur les cinq dernières années contre 1,3% sur la décennie 2000), ce qui est très insuffisant pour absorber l'augmentation de la population active (près de 600 000 personnes par an[1]) et endiguer un chômage structurel qui a atteint 27% de la population active fin 2016[2]. De plus, les créations nettes d'emplois l'ont été dans l'administration publique et non dans le secteur privé.

Inflation et chômage



Graphique 2 Sources : Stats SA, BNP Paribas

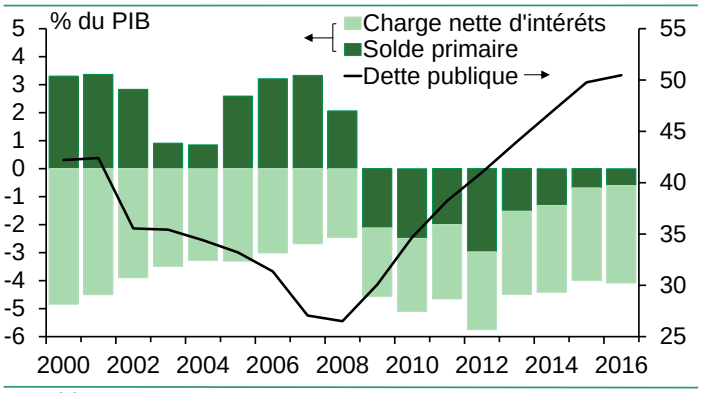
Le ratio de dette publique a augmenté de dix points de PIB depuis 2011 (et au total de vingt-cinq points depuis la crise financière de 2008-2009) pour atteindre 51% fin 2016. Pourtant le déficit budgétaire primaire (i.e. hors intérêts de la dette) a été ramené d'un peu plus de 3% du PIB en 2011 à 1,3% estimé pour l'exercice fiscal se clôturant fin mars 2017. Mais ces efforts ont été annihilés par un alourdissement de la charge d'intérêts. De plus, la dépréciation massive du rand (40% contre dollar entre la fin 2011 et fin 2016) a conduit à une forte revalorisation de la dette en devises (rapportée au PIB)[3]. De plus, la dette des entreprises publiques est passée de 6% à 18% du PIB de sorte que la dette publique totale est proche de 70% du PIB.

[1] *Pour absorber l'augmentation de la population, l'emploi dans le secteur privé non agricole devrait augmenter de 2,5% par an.*

[2] *D'après la Banque mondiale, le taux de chômage prenant en compte également les personnes ne cherchant plus d'emploi par découragement était de 33% fin 2015.*

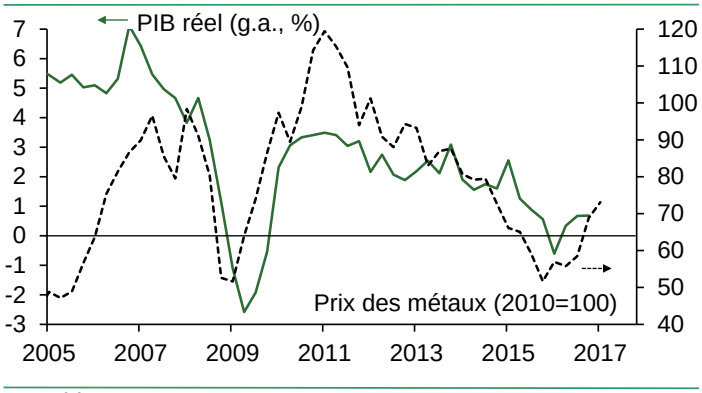
[3] *La part de la dette en devises (majoritairement en dollars) est de 10%.*

Finances publiques



Graphique 3 Sources : SA National Treasury,FMI, BNP Paribas

Croissance et prix des matières premières



Graphique 4 Sources : Stat, SA, FMI

Enfin, malgré le redressement des termes de l'échange depuis 2014 (grâce à la baisse des prix du pétrole en 2014-2015 et au rebond des prix des métaux en 2016), le déficit courant atteignait encore 4% du PIB en 2016. Facteur aggravant, ce déséquilibre extérieur reflète bien plus une insuffisance d'épargne domestique qu'une surabondance d'investissement. Comme la balance des investissements directs est structurellement déficitaire, la dette extérieure a elle-aussi fortement augmenté au cours des dernières années, atteignant l'équivalent de 154% des recettes exportations alors que ce ratio était de seulement 70% avant la crise financière.

Le ralentissement de la croissance a été observé dans la plupart des pays émergents depuis la crise financière mondiale de 2008, en particulier pour les pays producteurs de matières premières. Le ralentissement de l'économie sud-africaine peut-il uniquement s'expliquer par le retournement du « super » cycle des prix des matières premières ou, au contraire, trouve-t-il aussi ses racines dans des faiblesses structurelles ?

Facteurs externes du ralentissement de la croissance

La Chine et le cycle des matières premières

Comme toutes les économies dépendantes des prix des matières premières, l'économie sud-africaine a été exposée à deux chocs externes fortement corrélés depuis 2011 : 1/ le ralentissement de la demande chinoise de matières premières, devenue ces dernières années la première destination des exportations ; 2/ la baisse consécutive des prix des minerais (graphique 4).

Pour autant, la production en volume du secteur minier a relativement bien résisté (-1,5% en 2016 par rapport à 2011), malgré les mouvements de grèves en 2012 et 2015 et les fermetures de mines. De plus, le secteur ne représente que 7% de la production et 3% de l'emploi. Comptablement, l'impact direct du secteur sur la croissance du PIB a donc été assez faible.

En revanche, les effets revenus indirects induits par la baisse des prix des matières premières ont été importants. A partir d'une modélisation VAR structurelle (intégrant explicitement des coefficients d'interdépendance entre le secteur minier et les autres secteurs de l'économie), les économistes du FMI ont mesuré qu'une baisse de 10% des prix à l'exportation des produits miniers de l'Afrique du Sud réduit la croissance de 0,2 point de PIB au bout de deux trimestres[4].

Or les prix des principaux produits miniers exportés par l'Afrique du Sud (minerais de fer, cuivre, nickel, platine et charbon) ont chuté en moyenne de 60% entre 2011 et 2016. L'impact négatif sur le PIB, aurait donc été d'environ 1,5 point de PIB en cumul sur la période 2011-2016.

Toutefois, la baisse des prix des matières premières a coïncidé avec d'importantes pénuries d'électricité de sorte que l'effet de la baisse des prix des matières premières est probablement surestimé. Il est difficile d'évaluer précisément la contribution des facteurs externes au ralentissement de la croissance. Mais on peut raisonnablement penser qu'ils en ont expliqué moins de la moitié.

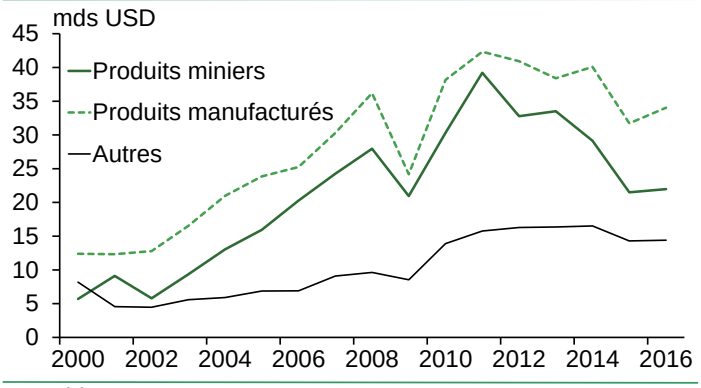
[4] *Voir Rapport des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV – Juillet 2016*

Inélasticité des exportations

Au-delà de l'effet de la Chine et du cycle des prix des matières premières, les performances à l'exportation ont été très médiocres au cours des cinq dernières années.

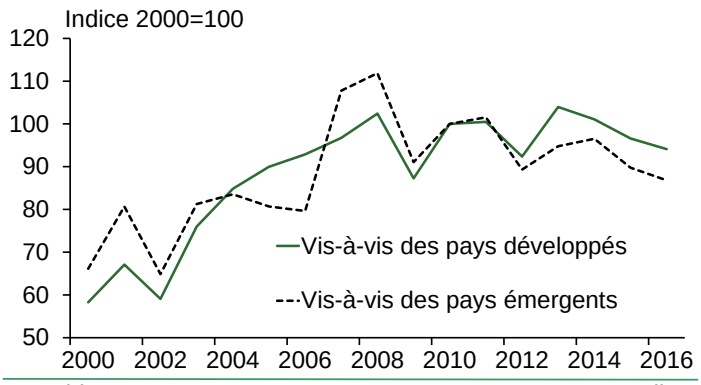
Les exportations de produits miniers y ont évidemment largement contribué[5]. Mais c'est aussi le cas des produits manufacturés qui ont reculé de 20% sur la période 2011-2016 (graphique 5) et entraîné une perte de part de marché de près de 15% par rapport aux autres pays émergents (graphique 6).

Exportations par produits



Graphique 5 Source : SARB

Evolution de la part de marché des produits manufacturés



Graphique 6 Sources : SARB, UN COMTRADE, BNP Paribas

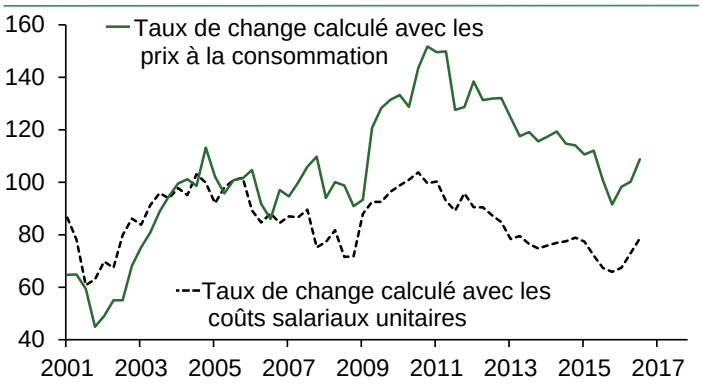
[5] *Elles se sont contractées de 44% et leur part dans le total des exportations est passée de 41% en 2011 à 31% en 2016.*

Or le ralentissement des importations des principaux partenaires de l'Afrique du Sud ne permet pas non plus d'expliquer une telle contre-performance (la croissance des pays voisins[6], qui représentent 13% du total des exportations, est restée soutenue).

Les exportations de produits manufacturés souffrent d'un manque de compétitivité hors prix. Jusqu'à la crise financière de 2008-2009, il ressortait des études économétriques une faible élasticité-prix des exportations. Depuis la crise, l'élasticité s'est encore affaiblie, la dépréciation du taux de change réel (graphique 7) n'ayant pas permis d'améliorer les parts de marché à l'exportation.

Une étude récente du FMI montre que la prise en compte de facteurs de compétitivité hors prix (diversification des produits, contraintes matérielles comme la pénurie d'électricité ou les journées de grève) permet d'expliquer en partie l'inélasticité des exportations à l'évolution du taux de change réel[7].

Taux de change effectifs réels



Graphique 7 Sources : Stats SA, SARB, BNP Paribas

Facteurs internes du ralentissement de la croissance

L'analyse des facteurs internes de la croissance donne un éclairage complémentaire à l'analyse précédente des facteurs externes. La décomposition en termes d'offre de la croissance [8] montre que l'accumulation du capital a continué d'être un facteur de soutien mais que, malgré cela, l'économie sud-Africaine est devenue moins productive.

[6] *Botswana, Lesotho, Namibie, Swaziland*

[7] *Rahul Anand, Roberto Perrelli and Boyang Zhang «South Africa's export performance: any role for structural factor's» IMF Working Paper 16/24.*

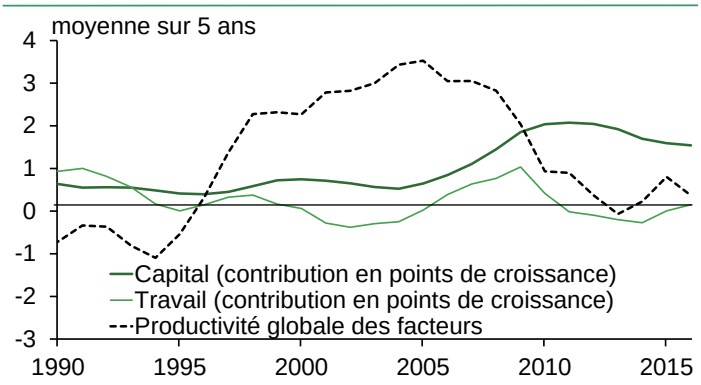
[8] *Décomposition selon une approche en termes de fonction de production*

Le ralentissement de la productivité

Avec la fin de l'apartheid (1991), l'économie Sud-Africaine a connu une forte accélération de la croissance du secteur privé non agricole grâce à 1/ une plus forte accumulation du capital et une contribution positive de l'emploi sur la deuxième partie des années 2000, et 2/ une accélération de la productivité globale des facteurs (PGF), commencée dès la seconde moitié des années 1990 et qui a atteint jusqu'à 3% par an sur la décennie 2000 (graphique 8)[9].

La crise financière de 2008 est venue enrayer cette dynamique positive. La PGF a très fortement ralenti et l'emploi s'est contracté. Si la croissance est restée positive, ce n'est que grâce à l'investissement. De fait, le taux d'investissement global est resté stable autour de 20% du PIB.

Décomposition de la croissance en termes d'offre

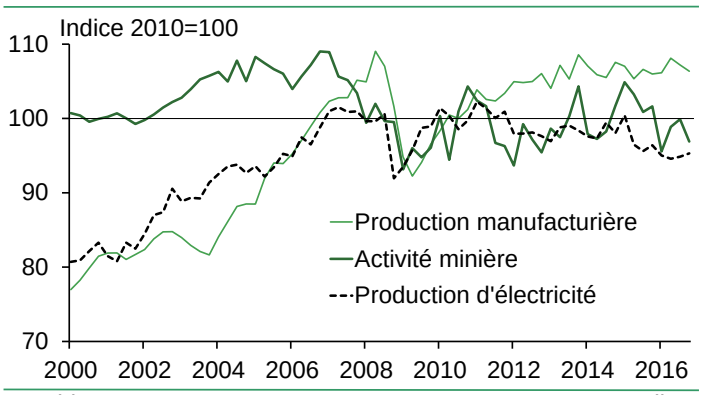


Graphique 8 Sources : SARB, calculs BNP Paribas

Un ralentissement de la PGF est souvent assimilé à un renforcement des contraintes affaiblissant le potentiel de croissance. La PGF agrège, en effet, tous les facteurs autres que l'accumulation du capital, non seulement les gains (ou les pertes) de productivité liés au progrès technique non incorporé au capital et à la rationalisation des procédés de production, mais également ceux résultant des effets de structure comme la réallocation des facteurs de production vers des secteurs ayant une productivité plus élevée que l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, la PGF intègre aussi, par son mode de calcul, les ruptures de production liées à des facteurs exogènes (conditions climatiques, pénurie d'énergie, mouvements politiques et sociaux qui paralysent l'activité).

[9] *La PGF est mesurée par la différence entre la croissance du PIB et celle des facteurs de production (stock de capital et emploi), ces derniers étant pondérés par la part des profits et la part de la masse salariale dans la production.*

Production d'électricité et activité dans l'industrie



Graphique 9 Sources : Stats SA, SARB, BNP Paribas

Dans le cas de l'Afrique du Sud, le ralentissement de la PGF trouve trois explications clairement identifiées.

Premièrement, l'activité dans l'industrie a souffert de pénuries importantes d'électricité (graphique 9).

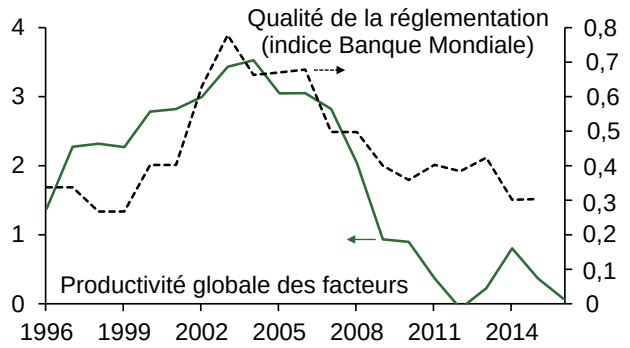
Deuxièmement, le stock de capital dans les secteurs à fort contenu en capital (secteur minier, énergie, transport) a très fortement progressé sur les années récentes[10]. Or, ces secteurs sont caractérisés par une productivité du capital plus faible que les autres secteurs comme l'industrie manufacturière, la construction ou même l'agriculture. Selon les calculs de la Banque mondiale, cette « réallocation sectorielle du capital » aurait occasionné des pertes de croissance d'environ 0,3 point de PIB par an sur la période 2012-2015 (avec un maximum de 0,5 en 2015) alors qu'elle avait au contraire généré des gains de l'ordre de 0,5 point de PIB sur la décennie 2000. Cet effet de structure représente donc à lui-seul environ un tiers du ralentissement de la PGF[11].

Troisièmement, la baisse de la PGF est allée de pair avec la détérioration du climat des affaires au sens large (montée des risques politiques et sociaux, incertitudes sur la conduite de la politique économique, dégradation de la compétitivité). On observe en effet une dégradation des indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale relatifs à la stabilité politique et à la qualité de la règlementation (graphique 10). De même, le dernier rapport du FMI met en avant l'incertitude de la politique économique comme frein à la croissance.

[10] *Entre 2011 et 2016, le stock de capital a augmenté de 67% dans le secteur de l'énergie, de 22% dans celui les transports et de 20% dans le secteur minier.*

[11] *« Private Investment for Jobs » South Africa Economic Update – Banque Mondiale – Janvier 2017*

Productivité globale des facteurs et environnement des affaires



Graphique 10 Sources : SARB, calculs BNP Paribas

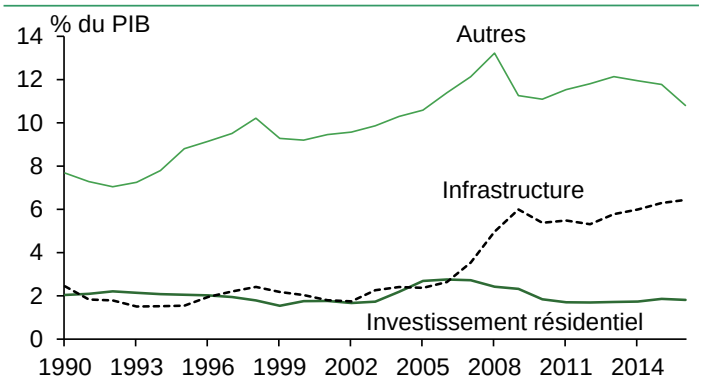
Renforcement des contraintes financières sur l'investissement des entreprises et des ménages

Si l'investissement a été le principal soutien à la croissance ces dernières années, c'est pour l'essentiel en raison des dépenses en infrastructures (graphique 11A).

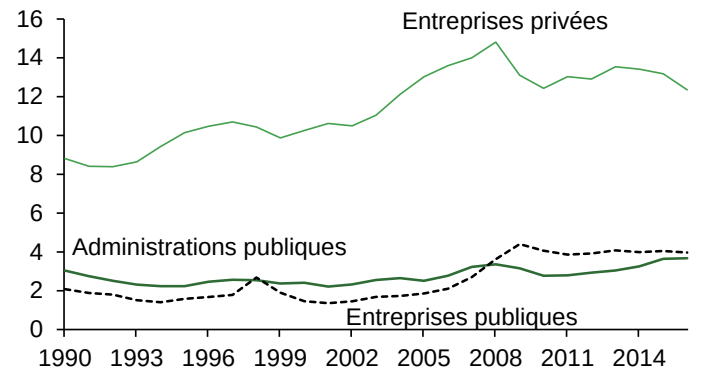
A l'inverse, l'investissement des entreprises privées non financières s'est affaibli (graphique 11B), notamment dans le secteur manufacturier[12]. Cette faiblesse de l'investissement des entreprises privées reflète probablement la révision en baisse des anticipations de croissance. Mais elle répond également à la détérioration de leur solvabilité.

En effet, le ratio de couverture de la charge d'intérêts par l'excédent brut d'exploitation, qui était proche de 4 en 2011, n'était plus que de 2,5 en 2016. Dans le secteurs des services de transport et celui des services aux entreprises, le seuil d'alerte de 2 a été franchi en 2016. D'une part, malgré l'ajustement des effectifs, les salaires réels ont progressé bien plus vite que la productivité. (+50% contre 9% dans le secteur manufacturier – cf graphique 12). Rapporté à la valeur ajoutée, le taux d'excédent brut d'exploitation des entreprises non financières s'est érodé de 52% à 45% entre 2011 et 2016. Parallèlement, le taux d'endettement (mesuré par le crédit domestique rapporté à la valeur ajoutée) a nettement augmenté passant de 62% à 74%. Il n'est pas étonnant que, confrontées à cette détérioration de leur solvabilité, les entreprises se soient montrées plus réticentes à investir.

Taux d'investissement

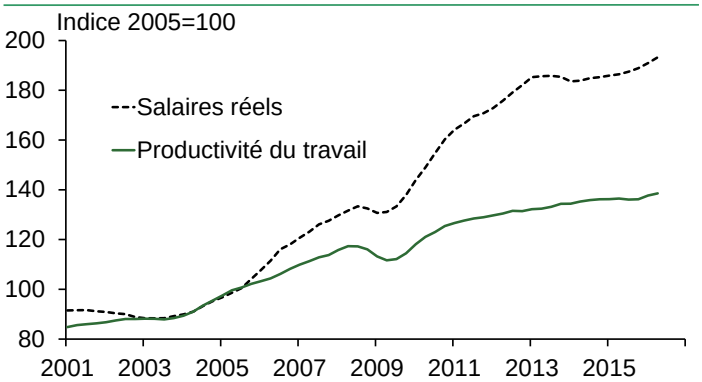


Graphique 11A



Graphique 11B Sources : SARB, BNP Paribas

Salaires réels versus productivité dans le secteur manufacturier



Graphique 12 Sources : Stats SA, SARB, BNP Paribas

[12] *Dans ce secteur, le taux d'investissement est passé de 29% de la valeur ajoutée en 2008 à 20% en 2016.*

Le taux d'investissement des ménages s'est également érodé. Contrairement aux entreprises, les ménages se sont désendettés ; rapportée au revenu disponible brut, la dette des ménages est passée de 85% en 2008 à 75% en 2016. Cependant, depuis 2013, la charge de la dette s'est alourdie avec la remontée des taux d'intérêt (la dette des ménages est largement à taux variable) et les flux de nouveaux crédits accordés par les banques aux ménages plafonnent.

Insuffisance du capital humain

L'insuffisance du capital humain explique aussi dans une large mesure la faiblesse de la productivité. La pauvreté reste endémique et le taux de prévalence du SIDA est parmi les plus élevés au monde. En dépit de certaines avancées significatives depuis 1994, l'Afrique du Sud continue d'occuper la 123ème place sur 138 dans le rapport sur la compétitivité mondiale réalisé par le Forum économique mondial en 2016-2017 (derrière le Bangladesh, le Burundi et, même, le Zimbabwe) au regard de critères tels que la santé et l'enseignement primaire. Le taux de réussite dans l'enseignement secondaire et supérieur reste faible, entraînant des problèmes d'inadéquation des formations et limitant le développement d'activités à plus forte valeur ajoutée.

Rigidités du marché de l'emploi et relations de travail conflictuelles

Les mouvements de grève prolongés ont directement pesé sur la productivité totale des facteurs. Les augmentations de salaire bien supérieures au taux de productivité qui ont été négociées par les syndicats, les coûts de licenciement élevés et les problèmes d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail créent une forte dynamique *insider-outsider* (titulaires d'un emploi/travailleurs inemployés). Un chômage élevé et un taux d'activité faible constituent, dans ces conditions, des problèmes structurels, comme le montre une réactivité limitée face aux rebonds de la croissance [13]. Chaque ralentissement cyclique accroît le taux de chômage structurel et, à défaut d'une réforme en profondeur du processus de négociations salariales et de la structure du marché du travail, il est à craindre que la contribution de la population active à la croissance potentielle ne continue à baisser.

Conclusion

Les perspectives de croissance à court et moyen terme de l'économie sud-africaine restent très incertaines. Les facteurs externes qui ont concouru au ralentissement des dernières années devraient être plus favorables, la croissance chinoise se stabilise et les prix des matières premières se redressent. En revanche, les facteurs internes vont jouer globalement négativement sur la productivité globale de l'économie et la capacité des entreprises et des ménages à investir. Les investissements en infrastructure des années récentes devraient normalement permettre d'élever le potentiel de croissance. Cependant, malgré la dépréciation du change, la compétitivité à l'exportation se dégrade et la hausse des taux d'intérêt fragilise la situation financière des entreprises et surtout des ménages. Enfin, l'insuffisance du capital humain, les rigidités du marché du travail, la détérioration du climat des affaires et les tensions politiques altèrent l'image du pays aux yeux des investisseurs étrangers.

Achevé de rédiger le 21 avril 2017
francois.faure@bnpparibas.com

[13] *Voir Rapport des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV – Juillet 2016*

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc PROUTAT Responsable	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
Hélène BAUDCHON France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Frédérique CERISIER Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER Zone euro (conjoncture et politique monétaire),France (réformes structurelles)	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Manuel NUNEZ Japon, Irlande - Projets	+33.(0)1.42.98.27.62	manuel.a.nunez@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond VAN DER PUTTEN Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik RHARRAB Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas HUMBLOT	+33.(0)1.40.14.30.77	thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d' Asie du Nord - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane ALBY Afrique francophone	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain BELLEFONTAINE Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Anna DORBEC CEI,Europe centrale	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
Johanna MELKA Asie, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
Alexandra WENTZINGER Chili, Uruguay, Paraguay	+33.(0)1.42 98 74 26	alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES

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

ECOFLASH

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 du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.
BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.
Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.
Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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 agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.
Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparibas.com

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION ECO NEWS POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© 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 : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder
Achevé de rédiger : Avril 2017

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change