

ECO FLASH

19 décembre 2019

Tensions monétaires en vue

Céline Choulet

- La Réserve fédérale américaine (Fed) a injecté, au cours des trois derniers mois, plus de USD 360 mds de monnaie centrale par le biais d'opérations de prise en pension de titres publics et d'achats fermes de *T-bills*.
- Afin d'écartier le risque que les besoins spécifiques des participants, à l'approche de la clôture de leurs comptes annuels, ne lui fassent perdre, à nouveau, le contrôle des taux courts, ses interventions vont encore monter en puissance d'ici le 31 décembre.
- D'ici la fin d'année, en supposant un tirage complet des ressources offertes, USD 650 mds de liquidités centrales auront été injectées.
- Ce soutien colossal pourrait néanmoins se révéler insuffisant. En cause, notamment, la reconstitution annoncée du compte du Trésor auprès de la Fed, la contrainte de levier des *broker-dealers* et la surcharge de capital G-SIB.

Marchés monétaires sous perfusion

Les 16 et 17 septembre derniers, les marchés monétaires américains se sont grippés : l'excès de demande de *cash* a fait flamber les taux d'emprunt au jour le jour. La cause principale de ces tensions est de nature réglementaire : les exigences de liquidité, dans un contexte d'insuffisance des réserves en banque centrale, ont limité la capacité des grandes banques à absorber ce choc de demande¹. Soucieuse d'atténuer les tensions, la Réserve fédérale injecte, depuis le 17 septembre, de la monnaie centrale par le biais d'opérations de prise en pension de titres (*repo*)² à 1 jour

¹ C. Choulet (2019), *Le nouveau rôle de la Fed sous Bâle 3*, BNP Paribas, EcoFlash, octobre 2019

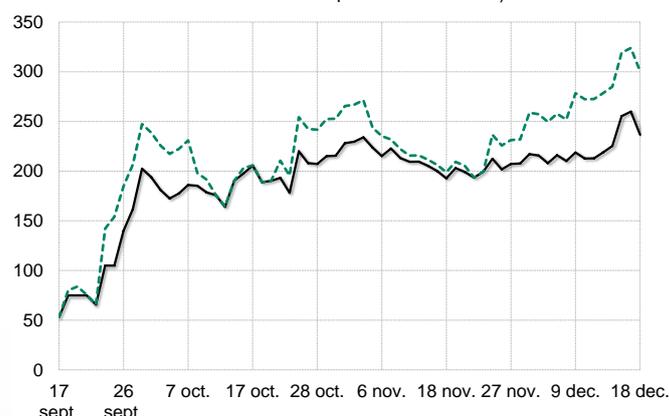
² Une opération de pension livrée - forme de cession temporaire de titres - peut être assimilée, du point de vue économique, à un prêt collatéralisé (*cash* contre titres) ; envisagée du point de vue de celui qui prête les liquidités, c'est une prise en pension (*reverse repo*) ; de

Des injections colossales de monnaie centrale

Encours des opérations de prise en pension de la Fed, Mds USD

— Montant de *cash* alloué (opérations à 1 jour et à terme)

--- Montant total demandé lors des opérations en cours



Graphique 1

Source : FRBNY, BNP Paribas

et à terme avec les *primary dealers*. En cumul, et compte tenu des limites fixées par la Fed, l'encours des liquidités prêtées atteignait USD 237 mds le 18 décembre (la demande de *cash* exprimée lors des neuf opérations en cours à cette date s'élevait à USD 300 mds, cf. graphique 1). En complément de ce dispositif, la Fed procède depuis la mi-octobre, à des achats fermes de *T-bills* (à raison de USD 60 mds par mois).

celui qui les emprunte, une mise en pension (*repo*). La mise en pension d'un titre est assortie d'un engagement de rachat à terme à un prix convenu. Le taux d'intérêt, ou taux de pension, correspond à la différence entre le prix de vente et le prix de rachat. La Fed définit l'opération en fonction de son effet sur sa contrepartie. Ainsi, du point de vue de la Fed, un *repo* est similaire à un prêt collatéralisé et comptabilisé à son actif tandis qu'un *reverse repo* est un emprunt collatéralisé (enregistré à son passif).

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

En l'espace de trois mois, du mercredi 11 septembre au mercredi 11 décembre, les mesures prises par la Fed ont permis d'injecter USD 328 mds de liquidité centrale supplémentaires (USD 213 mds *via* ses opérations *repo* et USD 115 mds *via* ses achats de titres). Un montant qui a probablement atteint USD 367 mds le 18 décembre.

Certes, la Fed a réussi, jusqu'à présent, à atténuer les tensions sur les marchés monétaires. Les besoins spécifiques des participants, à l'approche des arrêts comptables, risquent toutefois de les raviver (cf. infra). Aussi, la Fed a-t-elle annoncé, jeudi 12 décembre, un renforcement de son soutien. Au total, en supposant un tirage complet des ressources offertes, USD 283 mds de liquidité centrale supplémentaires pourraient être injectés d'ici la fin d'année, portant à USD 650 mds le soutien total apporté depuis septembre³. Pour colossal qu'il puisse paraître, celui-ci risque néanmoins de se révéler inadapté.

Un tiers des liquidités injectées aura financé le gonflement du compte du Trésor auprès de la Fed

D'une part, même en supposant un tirage complet des ressources offertes, les réserves des banques auprès de la Fed n'augmenteront pas, d'ici la fin d'année, de USD 650 mds car une partie des injections de liquidité continueront de financer la reconstitution du compte du Trésor (*Treasury General Account*, TGA) (graphique 2).

Déjà, entre le 11 septembre et le 11 décembre, les comptes courants des banques auprès de la Fed ne se sont élargis que de USD 213 mds⁴ en raison de la conversion d'une partie des dépôts bancaires en pièces et billets (de USD 28 mds) et, surtout, en raison du gonflement des avoirs du Trésor (de USD 121 mds)⁵. De la même manière, d'ici la fin d'année, compte tenu de l'augmentation tendancielle des pièces et billets (+USD 7 mds) et de la reconstitution prévisible du compte du Trésor (+USD 106 mds⁶), les réserves des banques ne devraient s'accroître que de USD 209 mds⁷, pour s'établir à près de USD 1880 mds, leur niveau d'octobre 2018.

Finalement, sur l'ensemble de la période considérée (du 11 septembre 2019 au 1^{er} janvier 2020), les avoirs des banques auprès de la Fed ne devraient s'élargir que de USD 420 mds. Un tiers des injections de liquidités aura ainsi, indirectement, servi à financer le gonflement du TGA.

³ Au total, les injections de liquidité centrale s'élèveraient à USD 650 mds dont USD 490 mds *via* les opérations *repo* (USD 150 mds de *repo* au jour le jour + 4 opérations à 14 ou 15 jours de USD 35 mds chacune + 3 opérations à 28 ou 42 jours de USD 25 mds chacune + 1 opération à 2 jours de USD 75 mds + 1 opération à 32 jours de USD 50 mds) et USD 160 mds *via* les achats fermes de titres.

⁴ Pour USD 328 mds de liquidité injectés

⁵ Ces deux évolutions ont été, marginalement, compensées par une réduction des opérations de mise en pension de la Fed de l'ordre de USD 32 mds.

⁶ Le Trésor a annoncé en juillet dernier le gonflement de son compte auprès de la Fed à hauteur de USD 410 mds d'ici la fin d'année. Il prévoit à présent d'émettre USD 389 mds de titres de dette négociables au cours du premier trimestre 2020 et de stabiliser ses avoirs à hauteur de USD 400 mds à la fin mars 2020.

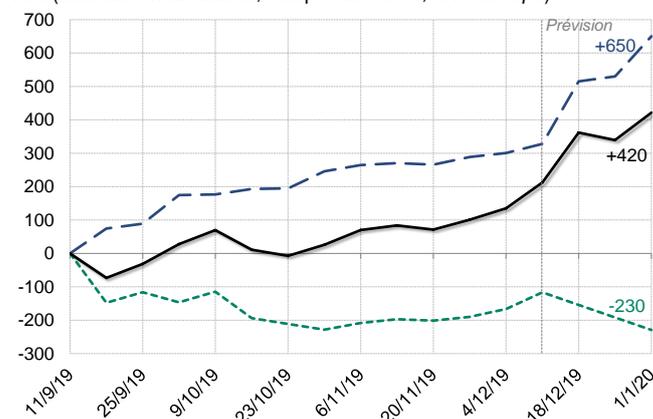
⁷ Pour USD 322 mds de liquidité injectés et en supposant l'encours des opérations de *reverse repo* avec les banques centrales étrangères inchangé

■ Près de USD 230 mds de réserves détruits par le gonflement du compte du Trésor

Mds USD

— Evolution des réserves des banques auprès de la Fed depuis le 11 sept.
-- Injection de réserves *via* le gonflement du portefeuille de titres et l'essor des opérations *repo* de la Fed

--- Drainage des réserves via la hausse des autres postes du passif de la Fed (monnaie en circulation, compte du Trésor, *reverse repo*)



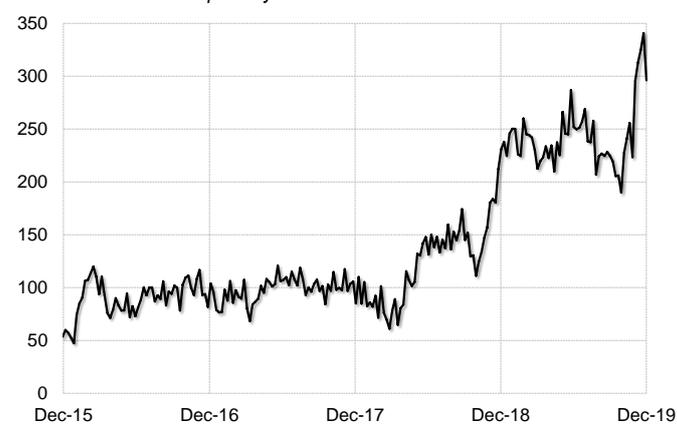
Graphique 2

Source : Fed, FRBNY, Trésor, BNP Paribas

■ Indigestion de collatéral

Mds USD

— Position nette des *primary dealers* en titres du Trésor



Graphique 3

Source : FRBNY

L'incidence de la réglementation sur les marchés monétaires sous-estimée

D'autre part, au-delà des contraintes de liquidité, les contraintes de fonds propres pourraient, également, contribuer à perturber le bon fonctionnement des marchés monétaires à l'approche de la clôture des comptes annuels.

Les contraintes de levier

Le manque d'appétence des investisseurs pour les émissions de titres du Trésor a conduit à un élargissement inédit des inventaires de *Treasuries* des *primary dealers* (graphique 3). Depuis la mi-septembre, les mises en pension de titres réalisées auprès de la Fed leur ont, certes, permis de refinancer leurs positions nettes. Les opérations sont

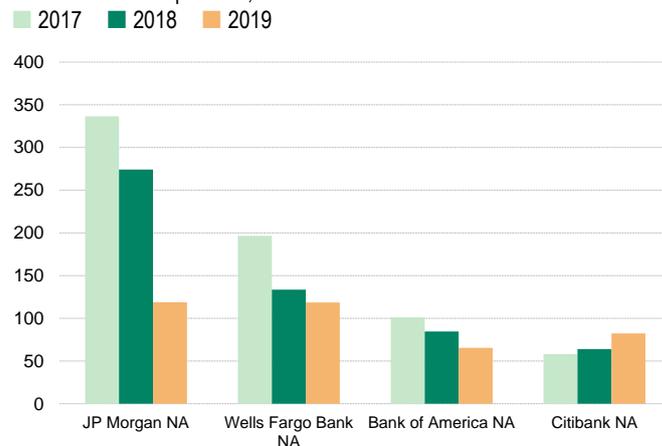
néanmoins conduites sur la plateforme de *repo* tri-partite (sur laquelle Bank of New York Mellon joue le rôle de *clearing bank*). Or, le recours au marché des pensions tri-partites ne permet pas un *netting* des positions, contrairement aux opérations réalisées via la *Fixed Income Clearing Corporation* (FICC). A l'approche des arrêts comptables, les liquidités offertes par la Fed par le biais de ses *repo* risquent ainsi d'être inaccessibles aux *dealers* les plus contraints par leurs exigences de levier⁸. Par ailleurs, les achats de *T-Bills* de la Fed ne permettent pas aux *dealers* de se délester de leurs larges stocks d'obligations souveraines (lesquels représentent 85% de leurs portefeuilles de titres du Trésor)⁹.

L'idée selon laquelle la source des tensions observées sur les marchés monétaires américains résiderait dans la concentration excessive des réserves dites « excédentaires » est très répandue parmi les banquiers centraux. Certes, les huit banques américaines d'importance systémique¹⁰ concentrent à elles seules près de la moitié des réserves auprès de la Fed. Et pour cause, ce sont, de fait, de très grands établissements (ils concentrent 53% des actifs) et soumis, à ce titre, à des exigences de liquidité bien plus contraignantes, lesquelles exacerbent leurs besoins en monnaie centrale (sur une base, non pas quotidienne, mais intra-journalière)¹¹. Ils comptent, de surcroît, parmi eux, les deux seuls établissements (au moins jusqu'à la fin 2017 dans le cas de JP Morgan) jouant le rôle de *clearing bank* sur le marché des pensions tri-partites.

Nous pensons, au contraire, que les tensions sur la liquidité proviennent de la raréfaction des réserves et, probablement aussi, de leur moindre concentration. Au dernier trimestre 2018, les mêmes pressions sur les taux monétaires avaient été écartées, la plus grande banque commerciale (JP Morgan National Association) ayant largement répondu aux demandes de refinancement au jour le jour (ses prises en pension nettes s'étaient élargies de USD 110 mds tandis que ses réserves s'étaient contractées de USD 130 mds, cf. graphique 4). Désormais, les réserves de certaines grandes banques ne sont plus excédentaires au regard de leurs contraintes de liquidité. Or, seules ces grandes banques (en particulier JP Morgan) sont (ou étaient) en mesure d'absorber les chocs susceptibles d'intervenir, notamment, à l'occasion des clôtures de bilans lorsque, par exemple, les banques étrangères cessent de faire circuler le *cash* emprunté auprès des fonds monétaires vers d'autres acteurs n'y ayant pas accès, ou encore lorsque les *dealers* sollicitent plus largement les marchés *repo* autorisant un *netting* des positions. Ces marchés ont besoin d'un prêteur en dernier ressort. Compte tenu de leurs modalités (contreparties, type de *repo*), les dispositifs de la Fed risquent de ne pas être à même d'absorber l'effet des arbitrages de fin d'année.

■ Pénurie de réserves ?

Réserves des 4 plus grandes banques commerciales américaines auprès de la Fed au 30 septembre, Mds USD



Graphique 4

Source : FDIC Call Reports

La surcharge G-SIB

L'effet de ces arbitrages sur les marchés *repo* ou de *swap* de devises pourrait, en outre, être exacerbé par le retrait de certaines grandes banques américaines, soucieuses de minimiser leurs surcharges G-SIB¹².

Pour mémoire, les régulateurs imposent aux banques dont la faillite serait susceptible de poser un risque systémique mondial (G-SIB pour *Global Systemically Important Banks*) une surcouche de capital. Aux Etats-Unis, les régulateurs utilisent deux méthodes pour évaluer cette surcharge. La plus sévère des deux est retenue. La première, celle du FSB, repose sur les cinq critères utilisés dans le cadre de l'identification des banques G-SIB : la taille des banques, leur interdépendance, l'absence de substituts directs ou d'infrastructure financière pour les services qu'elles fournissent, leur activité transfrontière à l'échelle mondiale et leur complexité. Sur la base d'un système de tranches, chaque établissement se voit imposé une surcharge de fonds propres en fonction du score relatif obtenu. La seconde méthode remplace le critère d'absence de substituts par une mesure de dépendance aux financements courts de marché et privilégie une mesure absolue de l'importance systémique de chaque établissement. La seconde méthode est systématiquement plus sévère que la première¹³.

Sur la base de la seconde méthode et des bilans du troisième trimestre 2019, les surcharges G-SIB de JP Morgan (JPM),

⁸ Leurs actifs ne doivent pas excéder 15 fois leurs fonds propres. https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_market/key_rules.pdf

⁹ Ce qui pourrait amener la Fed à revoir les modalités de ses achats. Cf. Z. Pozsar (2019), *Countdown to QE4 ?*, Global Money Notes #26, Credit Suisse Economics, décembre 2019

¹⁰ JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon et State Street

¹¹ Voir note 1. Rappelons, en outre, que le nombre de banques soumises à la contrainte bâloise de liquidité à court terme (LCR) est très faible aux Etats-Unis (37 actuellement). Cf. C Choulet (2019), *Une progressivité accrue de la réglementation bancaire américaine*, BNP Paribas, EcoFlash, novembre 2019

¹² Les surcharges G-SIB calculées sur la base des bilans à fin 2019 ne seront communiquées qu'en novembre 2020 pour une entrée en vigueur au 1er janvier 2022. Pour l'heure, l'exigence de levier et les exigences « stressées » de fonds propres pondérés (lesquelles n'intègrent pas la surcharge G-SIB) sont plus contraignantes que les exigences « non stressées » de fonds propres pondérés. Avec la mise en place du Stress Capital Buffer, qui fusionnera les exigences « stressées » et « non stressées », la surcharge G-SIB deviendra tout de même contraignante.

¹³ Sur la base des données de bilan à fin 2018, la seconde méthode se traduit par des surcharges plus élevées de 50 à 100 points de base selon les établissements (à l'exception de State Street pour laquelle les deux méthodes sont équivalentes).

de Bank of America (BoA) et de Goldman Sachs (GS) pourraient être revues à la hausse de 50 points de base en fin d'année (de 3,5% à 4% pour JPM, de 2,5% à 3% pour BoA et GS, graphique 5)¹⁴. L'expérience passée montre que les banques, dont le score global de systémicité est proche d'un seuil délimitant deux tranches, ont tendance à réduire leurs scores de complexité, d'interdépendance et d'activité transfrontière au cours du dernier trimestre de l'année afin de minimiser leur surcharge¹⁵. Or, le non-renouvellement, en fin d'année, des prêts et emprunts au jour le jour sur les marchés *repo* et des lignes de *swap* de devises est un moyen efficace de réduire ces indicateurs.

Céline Choulet

celine.choulet@bnpparibas.com

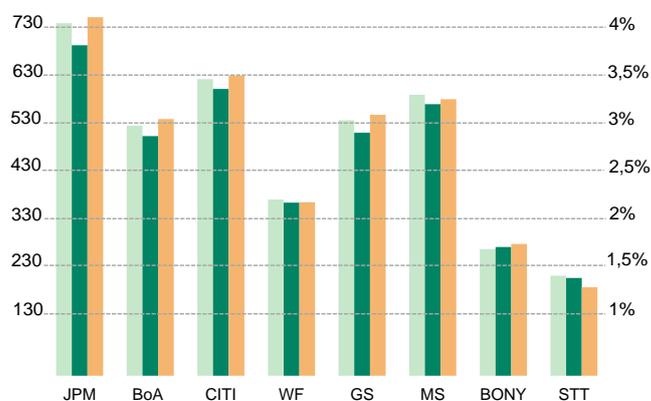
■ Rationalisation de bilans en vue

Scores G-SIB (méthode 2), seuils et surcharges correspondantes

■ au 30 septembre 2018

■ au 31 décembre 2018

■ au 30 septembre 2019



Graphique 5

Source : SNL Financial, Fed, BNP Paribas

¹⁴ En outre, le franchissement du seuil de 630 élèverait la surcharge de Citigroup à 3,5%. Les gains de valorisation sur les portefeuilles de titres expliquent en partie l'augmentation des scores G-SIB.

¹⁵ F. Covas (2019), *The GSIB surcharge and repo markets*, Bank Policy Institute, novembre 2019

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

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

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon
France – Marché du travail

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

Louis Boisset
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

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

Tarik Rharrab
Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE 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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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

Sara Confalonieri
Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@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, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 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 mentionnées 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 loi 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 – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

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

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

