

## LES FILIALES À L'ÉTRANGER, ROUAGE ESSENTIEL DE L'INDUSTRIE JAPONAISE

Guillaume Derrien

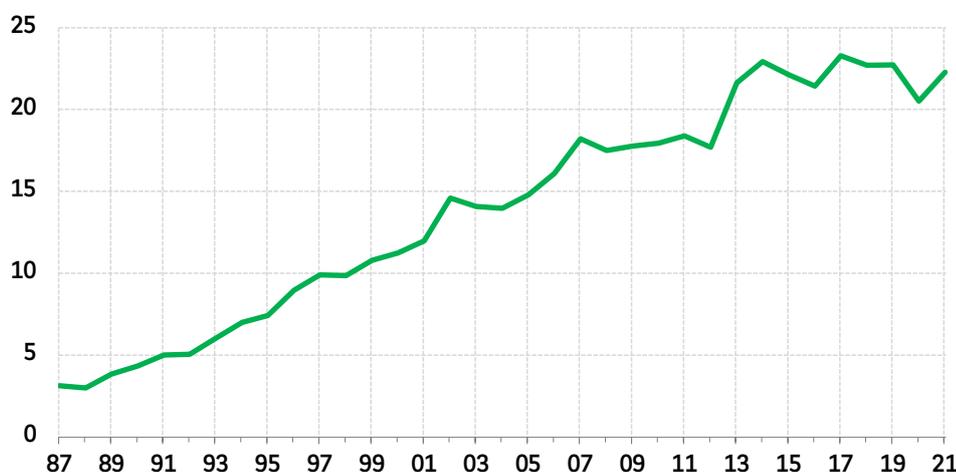
En 2021, près d'un quart des ventes des entreprises industrielles japonaises provenaient des filiales étrangères. La Chine est le principal pays d'ancrage, en particulier pour l'industrie automobile.

Malgré cela, le Japon a conservé sur son sol un socle industriel bien plus important que dans la plupart des autres pays de l'OCDE. Le secteur représentait toujours plus de 20% de la valeur ajoutée totale nationale. La part des exportations de biens dans le PIB a également progressé pour atteindre 16,4% au T1 2022.

Cette structure de production des entreprises japonaises, qui repose sur la complémentarité entre le territoire national et les filiales à l'étranger, a soutenu les profits qui ont atteint, en part du PIB, un nouveau record au T1 2022.

La production industrielle poursuit sa transition vers davantage de biens d'équipement et moins de biens de consommation finaux, en réponse notamment à la concurrence plus forte des pays émergents asiatiques sur ce segment.

VENTES RÉALISÉES PAR LES FILIALES JAPONAISES À L'ÉTRANGER (EN % DES VENTES TOTALES)\*



\* Somme des ventes réalisées par les filiales japonaises à l'étranger et des ventes des entreprises japonaises sur le territoire national (méthodologie de METI)

Note: ratio de production à l'étranger basé sur toutes les entreprises nationales = Ventes des filiales à l'étranger (industries manufacturières) / (Ventes des filiales à l'étranger (industries manufacturières) + Ventes des entreprises nationales (industries manufacturières)) × 100,0

GRAPHIQUE 1

SOURCE : METI, BNP PARIBAS

Au moment où le débat autour du concept de démondialisation prend de l'ampleur, il est intéressant de se pencher sur le cas du Japon où beaucoup d'entreprises industrielles ont fait le choix de s'implanter à l'étranger. Le sujet est d'actualité, étant donné la baisse significative du yen et les tensions géopolitiques grandissantes en Asie. Ces facteurs pourraient aller dans le sens d'une réorganisation des outils de production japonais à moyen et long terme.

Au cours des dernières décennies, les entreprises manufacturières japonaises ont développé une partie plus importante de leurs activités à l'étranger. Selon les premières estimations du ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (METI), les ventes réalisées par leurs filiales à l'étranger s'élevaient, en 2021, à JPY 132 trilliards (USD 1 trilliard). C'est près d'un quart (22,3%) des ventes totales des entreprises japonaises, si l'on additionne les ventes des filiales à l'étranger avec celles réalisées par les entreprises japonaises implantées sur le territoire national (*graphique 1*)<sup>1</sup>. La progression au cours des trente dernières années est impressionnante, puisque leur part n'atteignait que 10% au début des années 2000 et 5% en 1990. Elle s'est néanmoins stabilisée depuis 2014.

<sup>1</sup> Ce calcul suit la méthodologie employée par le METI. Voir *Summary of The 2020 (50th) Basic Survey on Overseas Business Activities* (page 6).



Plusieurs facteurs ont incité les entreprises japonaises à renforcer leur présence à l'étranger. L'appréciation progressive du yen, entre le début des années 1980 et 2012 (date du lancement du programme *Abenomics* et d'une nouvelle phase de dépréciation de la devise japonaise)<sup>2</sup>, a constitué un premier élément clé, mais ce n'est pas la seule explication. Selon une enquête du METI conduite en juillet 2018<sup>3</sup>, les entreprises ont souhaité se rapprocher des marchés locaux où la « demande est soutenue, ou espérée le devenir » (taux de réponse à 68,6%) afin de compenser une croissance de la demande structurellement faible au Japon<sup>4</sup>. Le coût et la qualité de la main d'œuvre étrangère ont joué un rôle moindre selon ce même sondage (16,0%). L'extension des chaînes de production mondiales et l'imbrication de l'économie japonaise dans celles-ci ont également motivé l'implantation de l'activité hors des frontières.

L'ampleur du phénomène diffère néanmoins selon les secteurs. Les entreprises de l'industrie automobile, des équipements électroniques de l'information et de la communication ont davantage développé leurs outils de production à l'étranger, que celles dans les secteurs de l'alimentation, de la métallurgie et du pétrole et charbon (*graphique 2*). La plupart des produits vendus par les filiales japonaises à l'étranger sont destinés à la région d'implantation : près des trois quarts des ventes des filiales en 2021. Le quart restant est réalisé à l'extérieur de la zone d'implantation, principalement au Japon.

## LA CHINE, PRINCIPALE ZONE D'IMPLANTATION

Les entreprises japonaises ont essentiellement renforcé leur présence en Asie (*graphique 3*), et plus particulièrement en Chine. À la fin des années 1990, les ventes réalisées par les filiales japonaises installées en Chine représentaient seulement entre 5% à 6% des ventes totales des filiales japonaises à travers le monde<sup>5</sup>. Ce chiffre a été multiplié par cinq en l'espace de vingt ans, un pic (24,6%) ayant été atteint en 2021.

L'implantation en Chine s'est faite de pair avec le renforcement des échanges bilatéraux entre Tokyo et Pékin. Depuis 20 ans, ces échanges (exportations et importations combinées) ont doublé, alors que les échanges entre le Japon et les États-Unis ont baissé de 20 points de pourcentage (*graphique 4*). 2001 constitue un point de bascule important avec l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce.

En Chine, l'industrie automobile est de loin le secteur où les entreprises japonaises sont le plus présentes : le secteur représentait, en 2021, plus de la moitié des ventes des filiales japonaises dans le pays (*graphique 5*).

Comme suggéré par l'enquête du METI, la présence des industries japonaises en Chine est une façon efficace de se rapprocher du marché chinois, qui connaît une plus forte croissance que le marché japonais, et de consolider ainsi leurs parts de marché dans le pays. Cet ancrage permet également de réduire les expositions aux risques liés au renforcement des barrières tarifaires ciblant les importations chinoises.

L'Amérique du Nord et l'ASEAN sont deux autres régions d'implantation majeures pour les compagnies japonaises. Elles représentent respectivement 26,6% et 22,5% des ventes totales des filiales en 2021, tandis que l'Europe occupe une place moindre (11,8%).

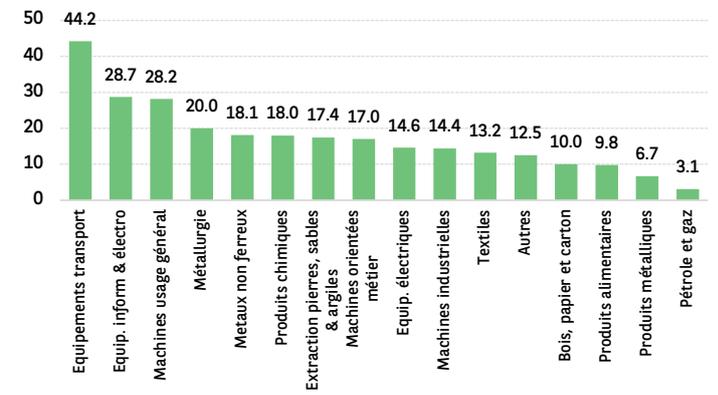
<sup>2</sup> Entre 1980 et 2012, le yen s'est renforcé face au dollar, passant de JPY/USD 226,4 à 79,8.

<sup>3</sup> Voir *Summary of the 48th Basic Survey on Overseas Business Activities*, METI.

<sup>4</sup> Une dynamique confirmée par la part importante de ventes réalisées par les filiales dans la région ou le pays d'implantation (voir ci-après).

<sup>5</sup> Les données intègrent Hong Kong.

### VENTES RÉALISÉES PAR LES FILIALES JAPONAISES À L'ÉTRANGER (EN % DES VENTES TOTALES, 2019)\*

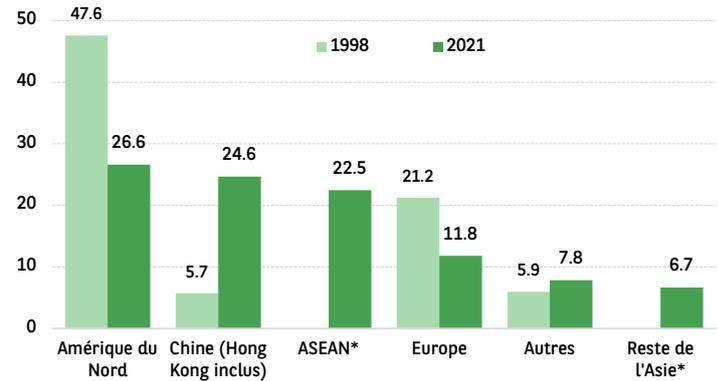


\* Somme des ventes réalisées par les filiales japonaises à l'étranger et les ventes des entreprises basées au Japon (méthodologie de METI)

GRAPHIQUE 2

SOURCES : METI, MINISTÈRE DES FINANCES JAPONAIS

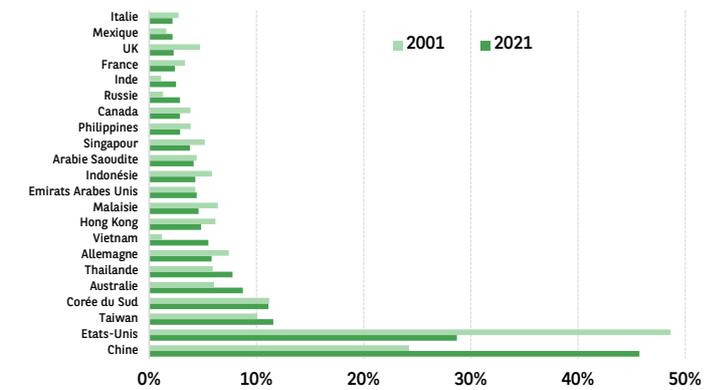
### RÉPARTITION DES VENTES DES FILIALES JAPONAISES À L'ÉTRANGER (EN % DES VENTES TOTALES)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : METI, BNP PARIBAS

### ÉCHANGES BILATÉRAUX DE BIENS DU JAPON (% DES EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS TOTAUX)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INTERNATIONAL TRADE CENTRE, BNP PARIBAS



## L'INDUSTRIE POURSUIT SA TRANSFORMATION

Malgré cette dynamique de développement des entreprises japonaises à l'étranger, au Japon le processus de désindustrialisation a été plus limité que dans la plupart des autres pays développés. En effet, l'industrie manufacturière contribuait toujours, en 2019, à plus de 20% de la valeur ajoutée totale du pays (20,9%), quand son poids en France, en Espagne, au Royaume-Uni ou aux États-Unis<sup>6</sup> passait sous la barre des 12% (graphique 6). Par ailleurs, la part des exportations de biens dans le PIB japonais a continué de progresser depuis plus de vingt ans, atteignant 16,4% au premier trimestre 2022 (graphique 7). Le pays reste donc une puissance exportatrice importante. La dépréciation du yen – qui se poursuit en juin – devrait donc apporter aujourd'hui encore un supplément de compétitivité important à l'activité industrielle au Japon.

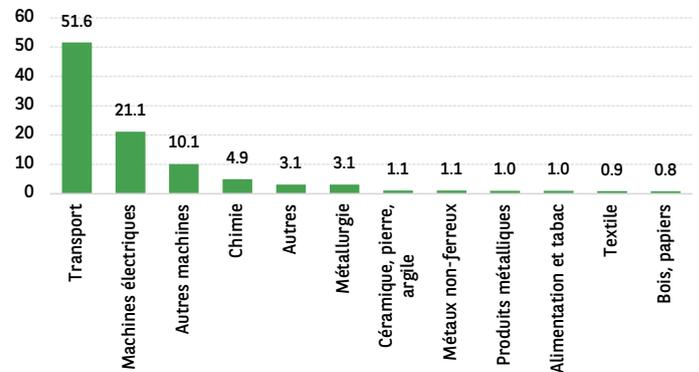
Néanmoins, le développement des filiales à l'étranger a contribué à freiner la production industrielle au Japon, qui se situe aujourd'hui près de 20% en dessous de son pic d'octobre 2007. L'activité dans le secteur des transports, dont le poids dans la production industrielle est le plus important (18%), est en baisse de près d'un tiers (tableau 1) par rapport à l'automne 2007. Ce n'est cependant pas le seul secteur d'importance en net recul. Le déclin de la production s'est poursuivi sans relâche dans le secteur de l'information et de la communication (-70,1% entre octobre 2007 et mars 2022) et dans celui des « autres secteurs manufacturiers » (-27%), deux catégories composées principalement de biens de consommation finaux (ordinateurs, télévisions, téléphones, textile, fournitures, instruments de musique, jouet, etc.). Parmi les 15 grands secteurs de l'indice de la production industrielle, deux seulement affichent un niveau de production supérieur à celui d'il y a quinze ans : les machines de production et les composants électroniques. L'un comme l'autre recouvrent principalement des biens intermédiaires destinés à la production d'autres biens finaux. La seconde catégorie recouvre, par exemple, les circuits intégrés, écrans à cristaux liquides et autres composants microélectroniques. L'activité industrielle au Japon a donc poursuivi sa transformation pour se concentrer davantage sur des produits en amont des chaînes de production, plutôt que sur la production de produits finaux.

Ce choix répond à l'évolution de la concurrence internationale : le segment des biens de consommation finaux est bien plus fortement concurrencé par les pays émergents asiatiques que celui des produits industriels de pointe, à plus forte valeur ajoutée, dans lequel se spécialise le Japon. Cette spécialisation a notamment permis au pays de préserver une compétitivité hors prix importante (qui se manifeste notamment par un taux de marge des entreprises historiquement élevé ; graphique 8) ainsi qu'un niveau d'exportations important. Cela a permis d'éviter une détérioration trop prononcée de la balance commerciale du pays, bien que son excédent ne soit plus aussi important qu'au début des années 2000<sup>7</sup>.

L'évolution des profits des entreprises industrielles japonaises montre la résilience du secteur. Selon le dernier rapport du ministère des Finances japonais (publié le 1<sup>er</sup> juin 2022<sup>8</sup>), ils ont atteint JPY 9,39 tr au premier trimestre 2022 (graphique 8), c'est très légèrement en dessous du record du T2 2018 (JPY 9,44 tr) mais le niveau le plus élevé jamais enregistré en part du PIB (6,9%).

<sup>6</sup> Source : France, Espagne, Royaume-Uni : Eurostat ; États-Unis : BEA.  
<sup>7</sup> La balance commerciale s'est fortement détériorée au cours de la période 2008-2014 (avant que le déficit ne se réduise ensuite), mais cela résultait principalement de deux facteurs exogènes : la chute de la demande mondiale post-2008 et la forte appréciation du yen, considéré comme une valeur refuge en temps de crise.  
<sup>8</sup> <https://www.mof.go.jp/english/pri/referance/ssc/r4.1-3e.pdf>

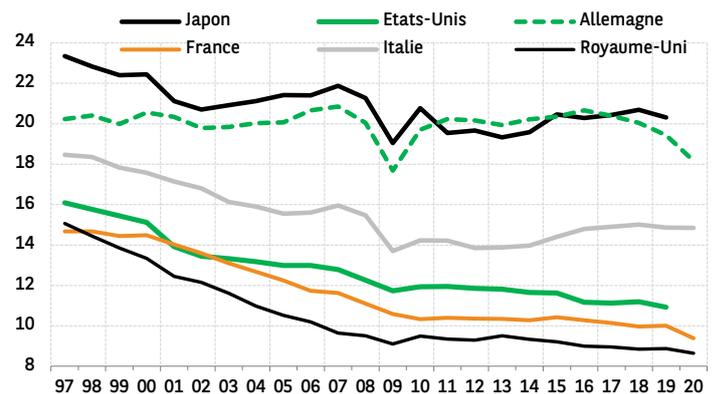
### RÉPARTITION DES VENTES DES FILIALES JAPONAISES EN CHINE PAR SECTEUR



GRAPHIQUE 5

SOURCES : METI, BNP PARIBAS

### PART DU SECTEUR MANUFACTURIER DANS LA VALEUR AJOUTÉE NATIONALE



GRAPHIQUE 6

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

### EXPORTATIONS DE BIENS (EN % DU PIB RÉEL)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : CABINET OFFICE, BNP PARIBAS



Les marges des entreprises restent également très importantes. Les profits au T2 2022 devraient toutefois pâtir de la fermeture des usines en Chine, due aux mesures de confinement, qui a sérieusement affecté les chaînes de production des constructeurs automobiles japonais, très présents sur le territoire<sup>9</sup>. Les pénuries de composants électroniques constitueront un frein supplémentaire à l'activité sur le court et moyen terme. Néanmoins, cette structure de production des entreprises japonaises, qui repose sur la complémentarité entre le territoire national et les filiales à l'étranger, a été jusqu'ici efficace comme l'attestent les niveaux de profits importants.

## VERS UN POINT D'INFLEXION ?

Les perspectives d'un ralentissement du processus de mondialisation des échanges (sans parler de « démondialisation ») soulèvent des questions sur l'implantation des entreprises japonaises à l'étranger, qui marque le pas depuis 2014 (graphique 1). Plusieurs éléments œuvrent en faveur de la poursuite de ce ralentissement : (i) les problèmes de logistiques durant la pandémie de Covid-19 et le désir des autorités japonaises de raccourcir les chaînes de production ; (ii) la montée des tensions géopolitiques en Asie et la recherche d'une plus grande autonomie, particulièrement sur les secteurs stratégiques ; (iii) la hausse des coûts du travail en Chine qui réduit la compétitivité-prix du pays. Par ailleurs, le coût de la main-d'œuvre nationale devient un facteur moins important car les processus de fabrication sont de plus en plus automatisés. Les entreprises ont davantage recours à une main-d'œuvre qualifiée qu'à des salariés faiblement rémunérés, ce qui devrait favoriser le développement de l'activité au Japon.

Le gouvernement japonais a mis en place, avant même la pandémie mondiale, des soutiens budgétaires, certes encore modestes, afin d'inciter les entreprises japonaises à investir dans le pays. En avril 2020, une aide gouvernementale de JPY 248,6 mds (USD 1,9 md) a été instaurée dans ce sens. Les autorités ont également débloqué en novembre 2021 une enveloppe de JPY 774 mds (USD 6 mds) destinée à développer dans le pays de nouveaux outils de production pour les semi-conducteurs, dont plus de la moitié (JPY 400 mds) sera consacrée à la construction d'une nouvelle fonderie (semi-conducteurs) dans la préfecture de Kumamoto.

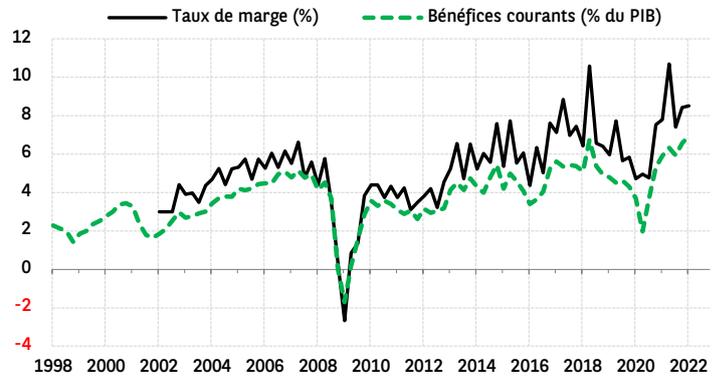
Inverser la dynamique pour recentrer les développements d'activité au Japon, plutôt qu'à l'étranger, ne sera néanmoins pas aisé, et ce n'est d'ailleurs pas l'unique priorité du gouvernement qui mise aussi sur une plus grande diversification de ses chaînes de production en Asie afin de réduire son ancrage en Chine. Il sera particulièrement difficile de relocaliser des chaînes de production à forte intensité de capital ou de connaissances, compte tenu des sommes colossales qui y ont été investies et/ou des écosystèmes qui se sont développés autour d'elles. Par ailleurs, une relocalisation des activités industrielles au Japon impliquera des coûts de production plus élevés, ce qui affectera les marges des entreprises. Si davantage de relocalisations sont attendues, ce phénomène devrait néanmoins mettre du temps à se matérialiser.

Guillaume Derrien

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

<sup>9</sup> Voir *Shanghai Lockdowns Slam Japanese Automakers' Production in China*, Bloomberg, 30 mai 2022.

### TAUX DE MARGE ET PROFITS DES ENTREPRISES MANUFACTURIÈRES JAPONAISES



GRAPHIQUE 8

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES JAPONAIS, BNP PARIBAS

### PRODUCTION INDUSTRIELLE ENTRE AOÛT 2007 (PIC) ET AVRIL 2022

Secteurs	Écart (%) avril 2022 - oct. 2007 (pic)	Poids dans la production indus- trielle
<b>Industrie manufacturière</b>	<b>-19.0</b>	<b>99.83</b>
Fabrication de composants électroniques	8.7	5.81
Machines industrielles	2.3	7.08
Produits chimiques	-5.9	10.93
Equipements électriques	-6.2	5.97
Produits plastiques	-12.1	4.42
Machines orientées métier	-12.6	1.52
Industrie alimentaire et tabac	-14.0	13.14
Industrie du papier et carton	-17.2	2.27
Machines à usage général	-17.4	5.77
Extraction de pierres, de sables et d'argiles	-23.8	3.22
Fabrication de produits métalliques	-26.4	4.38
Autres industries manufacturières	-27.4	7.52
Métallurgie	-28.8	6.25
Pétrole et gaz	-30.3	1.18
Industries automobiles et des transports	-32.4	17.97
Produits informatiques et électroniques	-70.1	2.42
Exploitation minière	-35.3	0.17

TABLEAU 1

SOURCES : METI, BNP PARIBAS



William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+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

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, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@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

Perrine Guérin  
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatan@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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