

## ZONE EURO : LA HAUSSE DE L'INFLATION POURRAIT N'ÊTRE QUE TEMPORAIRE

Louis Boisset et Guillaume Derrien

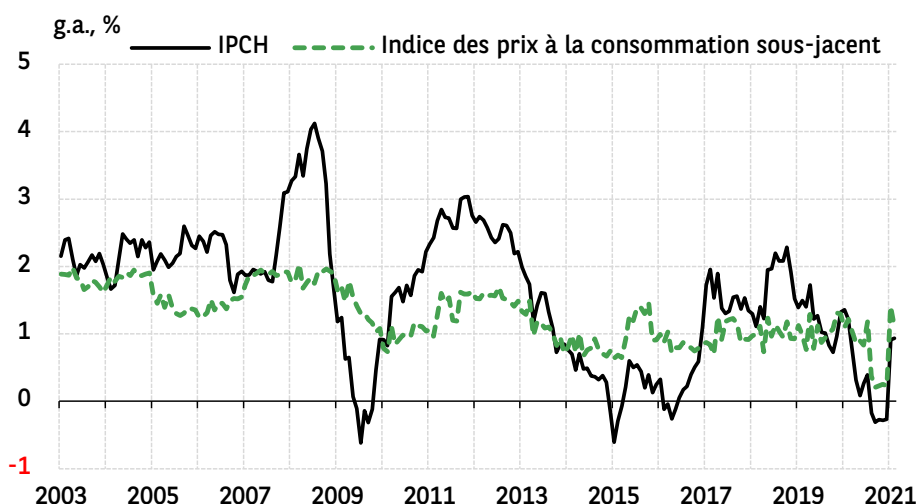
L'inflation en zone euro a nettement augmenté au T1 2021, et apparaît particulièrement volatile. L'inflation sous-jacente, d'habitude stable, évolue par à-coups.

Le rebond des prix des biens explique en grande partie la hausse générale de l'inflation. Les prix des services marchands se redressent également, notamment pour ceux très touchés par la pandémie comme le secteur des transports.

L'accélération récente des prix est portée par des facteurs temporaires : mouvement de TVA, hausse des cours du brut, modification des pondérations au sein de l'IPCH. L'inflation pourrait encore progresser ces prochains mois.

Ces effets temporaires s'estomperaient à partir du début de l'année prochaine. Le risque d'un emballement inflationniste en zone euro apparaît très limité.

### L'INFLATION EST REMONTÉE DÉBUT 2021



GRAPHIQUE 1

SOURCE : EUROSTAT

### INFLATION VOLATILE ET EN HAUSSE DÉBUT 2021

Le caractère de la crise de la Covid-19 et des mesures mises en œuvre pour la contrer sont de nature à faire varier fortement l'inflation. Celle-ci affiche une grande volatilité depuis le début de l'année 2020 en zone euro. L'inflation sous-jacente (c'est-à-dire corrigée des composantes énergétique et alimentaire, de l'alcool et du tabac), en particulier, apparaît très volatile après plusieurs années de relative stabilité.

Sur les trois premiers mois de 2021, l'inflation en zone euro a sensiblement progressé, atteignant +1,0% en moyenne (en glissement annuel), après -0,3% en décembre 2020 et +0,3% en moyenne sur l'ensemble de l'année dernière. L'inflation sous-jacente s'est, quant à elle, établie à +1,1% en moyenne au 1<sup>er</sup> trimestre 2021(+0,2% en décembre 2020 et +0,7% en moyenne l'an dernier) (cf. graphique 1).

Le rebond de l'inflation en début 2021 dans la zone euro s'explique à la fois par le redressement du prix des biens et, dans une moindre mesure, des services. Le prix des biens a respectivement progressé de +0,3% et +0,4% en janvier et février 2021, après une baisse de 0,2% en moyenne (en glissement annuel) sur l'ensemble de l'année 2020 (cf. graphique 2). La composante textile explique en grande partie cette dynamique de hausse récente. Du côté des services, qui sont tout particulièrement touchés par les mesures sanitaires mises en place dans l'ensemble des États membres de la zone euro, l'inflation a également augmenté (+0,6% en janvier et février 2021 après +0,4% en 2020 en moyenne). Les prix se redressent dans quasiment l'ensemble des services. En particulier, les prix des « services relatifs aux transports », secteur évidemment très perturbé par la très faible mobilité des populations européennes en 2020, ont bien rebondi en janvier 2021. La dynamique est proche du côté des services de loisirs (qui incluent notamment les forfaits touristiques) (cf. graphique 3).

Une décomposition par pays indique que tous les pays de la zone euro ont vu un redressement de leurs prix début 2021 (cf. graphique 4). L'Allemagne contribue le plus fortement au profil marqué de l'inflation totale de la zone euro. L'économie allemande a mis un terme fin 2020 à sa mesure temporaire de baisse de la TVA, ce qui rend l'inflation particulièrement volatile (voir section suivante sur ce point).

## LA VOLATILITÉ ET LA HAUSSE DE L'INFLATION S'EXPLIQUENT PAR DES FACTEURS TEMPORAIRES

### Des changements de fiscalité indirecte

Les changements de fiscalité indirecte affectent la dynamique des prix. Une hausse de TVA entraîne une hausse de l'inflation, dont l'ampleur dépend du comportement des entreprises. Celles-ci peuvent répercuter pleinement ou seulement partiellement la hausse de TVA sur les prix finaux payés par le consommateur.

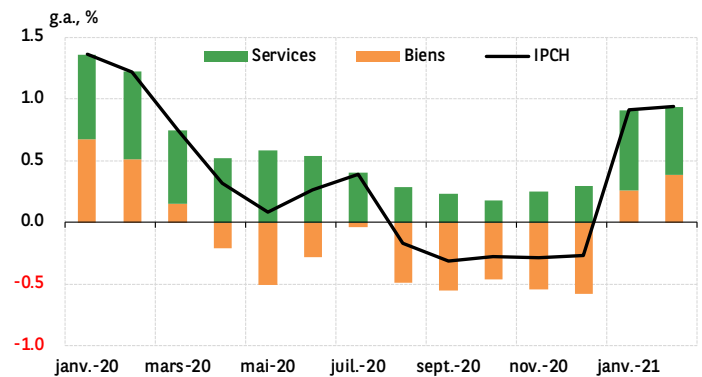
Comme indiqué précédemment, un mouvement sensible de TVA en Allemagne au 2<sup>d</sup> semestre 2020 a affecté l'inflation du pays et celle de la zone euro. L'économie allemande, pour répondre à la crise de la Covid-19, a baissé temporairement son taux de TVA de 19% à 16%, entre juillet et décembre 2020. Ce mouvement a fait baisser l'inflation en Allemagne, et par ricochet en zone euro, cette dernière aurait été nettement plus élevée si les taxes étaient restées constantes (cf. graphique 5). Le rebond de janvier 2021 aurait par conséquent été nettement plus limité. A taxes constantes, l'inflation allemande aurait été de +1,4% en g.a. en décembre 2020 (0,3% pour la zone euro) et de +1,8% en janvier 2021 (+1,0%), contre une inflation observée de respectivement -0,7% et +1,6% (-0,3% et +0,9% en zone euro).

Les changements de TVA ne sont pas les seules explications à la forte remontée de l'inflation en zone euro, mais peuvent expliquer, toutes choses égales par ailleurs, près de la moitié du rebond de janvier 2021.

### Une remontée des prix du pétrole

Autre changement important par rapport à l'année 2020 : les prix du pétrole remontent, et ont frôlé à la mi-mars les 70 USD/baril de Brent. Ce niveau est proche de celui de janvier 2020, observé avant la pandémie. La remontée des prix des matières premières générera des effets de base importants dans les mois qui viennent et sur l'ensemble de 2021. La composante « énergie » de l'IPCH a déjà rebondi, en g.a., à 4,3% en mars, après avoir baissé sans interruption depuis février 2020.

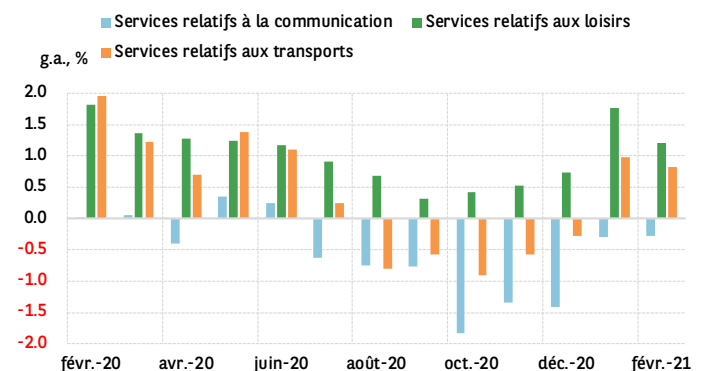
### APRÈS DE FORTES BAISSSES, LES PRIX DES BIENS REBONDISSENT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : EUROSTAT

### LES PRIX DES SERVICES REPRENENT DES COULEURS (INFLATION PAR SECTEUR, GLISSEMENT ANNUEL, EN %)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : EUROSTAT

Les effets de la hausse des prix du pétrole ont toutefois été en partie compensés à la fois par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (cf. graphique 6) ainsi que par la diminution du poids relatif du pétrole dans l'IPCH total suite à l'année 2020 si particulière (voir ci-dessous).

### Ré-estimation des poids des composantes de l'IPCH

Un autre facteur expliquant la remontée de l'inflation en ce début d'année, est la révision des poids des composantes de l'IPC, qui a été particulièrement importante en 2021. Chaque année, Eurostat ré-estime ces poids en se basant sur le panier de consommation moyen des ménages de la zone euro de l'année précédente. L'année 2020 ayant été marquée par d'importants changements de consommation liés à la crise sanitaire et à la fermeture de nombreux commerces, les révisions ont été significatives. Il y a eu une révision sensible, à la hausse, du poids des biens de consommation – principalement des biens alimentaires – au détriment de celui des services (voir tableau).

À l'échelle de la zone euro, le poids des biens est passé à 58,2% contre 55,1% en 2020. Cette révision représente la plus forte variation annuelle jamais connue. Elle s'observe dans tous les pays, et a été particulièrement importante en Italie (+4,5 points de pourcentage, pp). Selon la Banque centrale européenne (BCE), la modification des poids dans l'IPCH a contribué pour 0,3 pp à la hausse de l'inflation en janvier 2021 (par rapport à une situation où les poids auraient été inchangés)<sup>1</sup>.

Par ailleurs, un obstacle, d'ordre méthodologique cette fois, a affecté la collecte des données, du fait de la fermeture de nombreux commerces. Cela s'est produit tout particulièrement lors du premier confinement au printemps 2020 : les informations sur de nombreux produits étaient soit indisponibles, soit obtenues à l'aide de méthodes alternatives (prix sur internet, appels téléphoniques, etc.). Cela a pu conduire à des imprécisions sur l'évolution réelle des prix à la consommation<sup>2</sup>.

En 2022, un nouveau réajustement des poids de l'IPCH est attendu qui introduira une nouvelle source de volatilité.

## QUELLES ÉVOLUTIONS PEUT-ON ATTENDRE CES PROCHAINS MOIS ?

### L'inflation continuerait d'augmenter ces prochains mois

Le mouvement à la hausse de l'inflation a toutes les chances de se poursuivre à court terme sous l'impact combiné des effets de base liés au prix de l'énergie (voir plus haut), du rebond potentiellement marqué de l'activité économique en Europe (nous prévoyons une croissance du PIB en zone euro de 4,2% cette année, après -6,8% en 2020) et de la poursuite probable des perturbations sur les chaînes mondiales d'approvisionnement. Sur ce dernier point, des déséquilibres entre l'offre et la demande devraient également maintenir des tensions à la hausse sur les prix à la consommation. Les prix de nombreux biens primaires industriels (semi-conducteurs, aluminium, bois, cuivre) mais aussi alimentaires (maïs, bétail) restent à des niveaux historiquement très élevés.

Les dernières évolutions des indices des directeurs d'achat (PMI) – et notamment le sous-indice relatif aux prix des biens sortants – attestent de la hausse des coûts de production des entreprises qui pourrait à terme se répercuter sur les prix à la consommation dans la zone euro (cf. graphique 7).

## AU-DELÀ DE LA VOLATILITÉ DE COURT TERME, L'INFLATION BAISSERAIT À NOUVEAU

### Les perspectives d'inflation restent timides à moyen terme

Les dernières projections macroéconomiques de la BCE<sup>3</sup> soulignent le caractère volatil de l'inflation en zone euro. Selon l'institution de Francfort, l'inflation globale en zone euro continuerait de progresser au cours de cette année – sous l'effet des facteurs temporaires évoqués dans la partie précédente – jusqu'à atteindre 2,0% au T4 2021. Elle s'établirait ainsi à 1,5% en 2021 en moyenne annuelle, après +0,3% en 2020. Cette poussée inflationniste se tasserait par la suite, l'inflation baissant à 1,2% en 2022 et atteignant seulement 1,4% en 2023.

<sup>1</sup> BCE, 2021 HICP weights and their implications for the measurement of inflation, Bulletin Economique de la BCE, février 2021

<sup>2</sup> Dans le cas de la France, How to compute a Consumer Price Index in the context of the Covid-19 crisis?, INSEE juillet 2020.

<sup>3</sup> ECB Staff Projections for the euro area, mars 2021

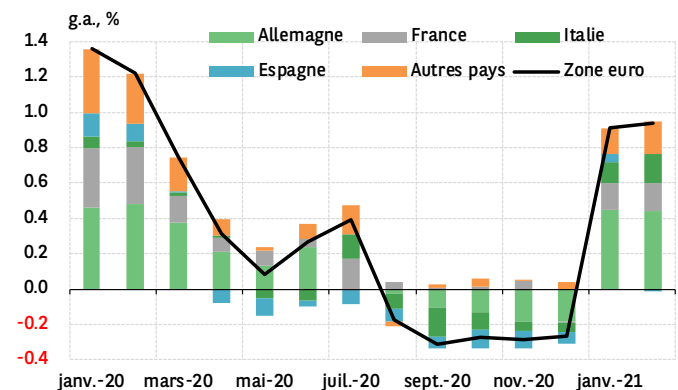
### PLUS DE BIENS ET MOINS DE SERVICES DANS L'IPCH

Poids des composants de l'IPCH	Zone euro		
	2021	2020	Différence
IPCH total	1000.0	1000.0	-
Produits alimentaires et boissons non-alcoolisées	172.6	150.9	21.8
Boissons alcoolisées et tabac	45.0	39.9	5.2
Habillements et chaussures	53.0	59.0	-6.0
Utilitaires	177.5	160.9	16.6
Ameublement	67.6	61.5	6.1
Communications	32.0	29.7	2.3
Transports	137.3	155.9	-18.6
Produits de santé	50.0	47.8	2.3
Education	10.4	10.0	0.4
Loisirs & culture	79.6	87.9	-8.3
Restauration & hôtellerie	75.2	101.0	-25.8
Autres biens et services	99.8	95.6	4.1
Produits	581.7	551.3	30.4
Produits alimentaires (hors alcool & tabac)	217.6	190.7	26.9
Produits manufacturés	364.1	360.6	3.5
Produits manufacturés (hors énergie)	269.1	262.1	7.0
Energie	95.0	98.5	-3.5
Services	418.3	448.7	-30.4

TABLEAU 1

SOURCE : EUROSTAT

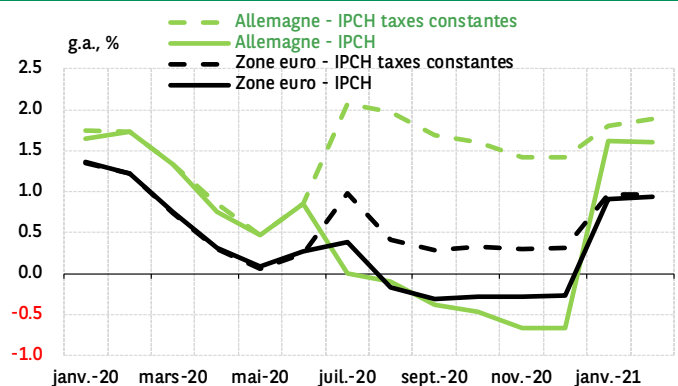
### L'ALLEMAGNE Pousse à la hausse l'inflation totale (Inflation par pays, glissement annuel, en %)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : EUROSTAT

### LES FORTS MOUVEMENTS DE TVA RENDENT L'INFLATION PARTICULIÈREMENT VOLATILE



GRAPHIQUE 5

SOURCE : EUROSTAT



L'inflation sous-jacente, si elle devait progresser, serait seulement de 1,3% en 2023. La BCE indique, qu'en arrière-plan, les coûts unitaires du travail devraient baisser en 2021 puis en 2022 sous l'effet du rebond de la productivité du travail. Ils repartiraient timidement à la hausse en 2023 sans créer de tensions inflationnistes importantes. Nos dernières prévisions macroéconomiques (mars 2021) mettent en avant un profil d'inflation similaire, celle-ci augmentant sensiblement à l'horizon du T4 2021 avant de baisser début 2022. Au total, l'inflation resterait bien en dessous de la cible de la BCE sur notre horizon de prévision (1,4% en 2022 en moyenne annuelle).

### L'économie de la zone euro demeure fragilisée

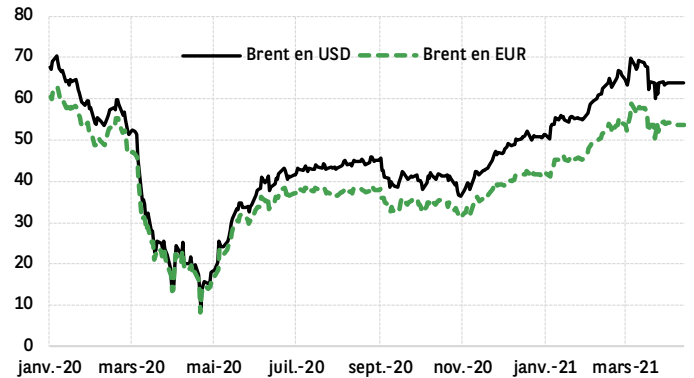
L'évolution de l'inflation en zone euro dépendra de la conjoncture économique (effet Phillips). Or, en retenant l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel (écart de production ou *output gap*) comme indicateur de position dans le cycle, l'économie de la zone euro apparaît encore fragile. En outre, des études de la BCE montrent une relation assez faible entre les indicateurs de tensions sur l'appareil productif et l'inflation<sup>4</sup>.

Même si les estimations de l'*output gap* (OG) de la Commission européenne et du FMI varient sensiblement, les deux organisations anticipent que celui-ci resterait négatif en zone euro au moins jusqu'à la fin 2022, mettant donc en avant un déficit persistant de demande. Le FMI table sur un OG de -3 points de PIB potentiel en 2021 et de -1 point en 2022. Selon les projections à plus long-terme du Fonds, l'*output gap* en zone euro ne se refermerait pas avant 2024-2025 (cf. graphique 8). Par ailleurs, le taux de chômage de la zone, en hausse relativement modérée depuis le début de la pandémie, continuerait de progresser encore quelques mois. Enfin, les anticipations d'inflation demeurent nettement inférieures à 2% (le taux swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans avoisine 1,4% aujourd'hui). Comme énoncé précédemment, même si l'accélération des prix à la consommation en zone euro devrait se poursuivre au cours du second semestre 2021, un tassement dès 2022 est probable.

La question du retour de l'inflation se pose dans des termes différents aux États-Unis. La dynamique outre-Atlantique est, selon les prévisions du FMI, beaucoup plus encourageante. Avec un plan de relance historique de USD 1900 mds et une campagne de vaccination plus efficace, l'*output gap* se refermerait dès la fin de l'année 2021. La situation conjoncturelle était également différente, de celle de la zone euro, avant l'arrivée du Coronavirus. Les États-Unis avaient atteint, à la fin de l'année 2019, un taux de chômage historiquement bas - 3,6% de la population active - et proche du plein emploi. De plus, le taux de chômage est déjà retombé à 6% (mars 2021). Les risques d'une poussée inflationniste semblent donc plus élevés outre-Atlantique.

**Guillaume Derrien et Louis Boisset**

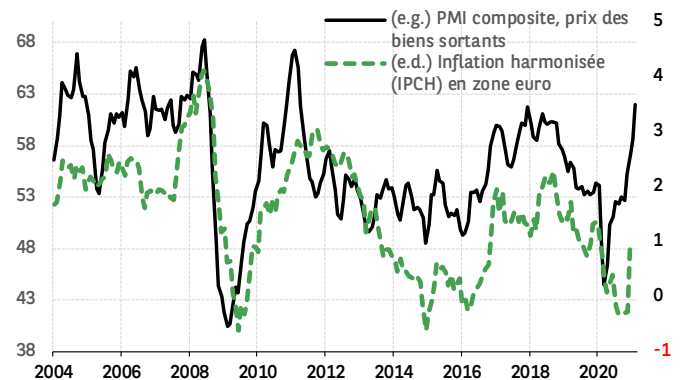
### LES PRIX DU PÉTROLE RETROUVENT LEURS NIVEAUX D'AVANT LA PANDÉMIE



GRAPHIQUE 6

SOURCE : REFINITIV

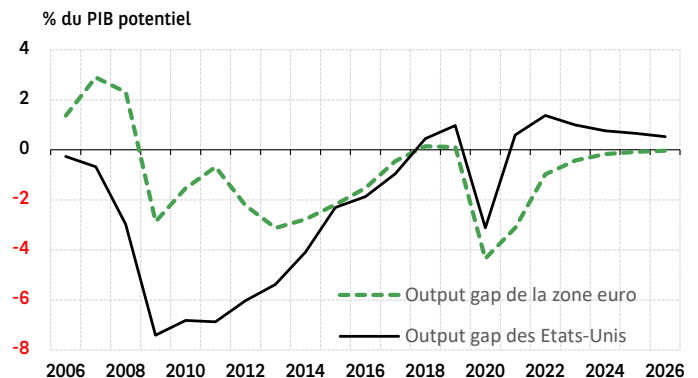
### LES PMI INDIQUENT UNE HAUSSE DES PRIX CES PROCHAINS MOIS



GRAPHIQUE 7

SOURCE : MARKIT, EUROSTAT

### LA LENTE RÉSORPTION DE L'OUTPUT GAP EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 8

SOURCE : FMI

<sup>4</sup> Philip Lane, *The Phillips curve at the ECB, speech at the 50th anniversary conference of the money, macro & finance research group of the London School of Economics, 4 September 2019.*

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+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

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

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

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    tarik.rharrab@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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@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

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71    michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## 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



## 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