

ROYAUME-UNI : LE BREXIT FAIT CHUTER LE COMMERCE EXTÉRIEUR

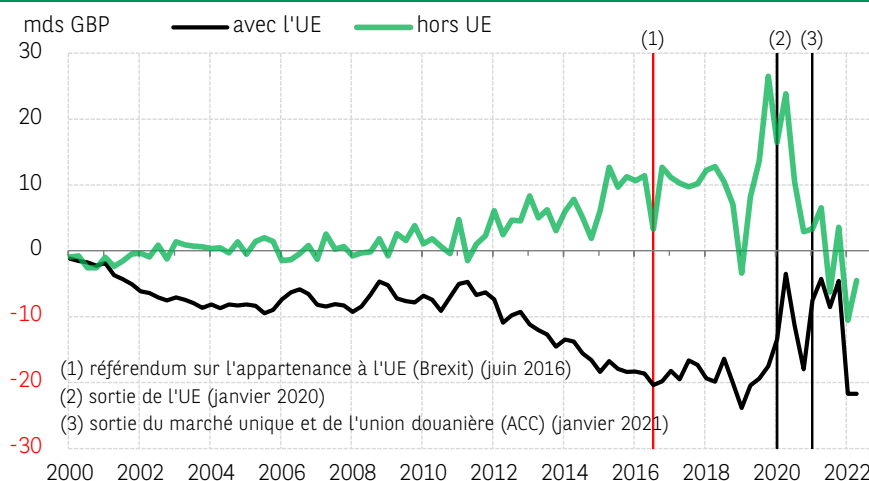
Félix Berte

La sortie du Royaume-Uni du marché commun européen et de l'union douanière le 31 janvier 2020 a provoqué un choc économique important qui pèse sur la croissance et l'inflation outre-Manche, et tout particulièrement sur le commerce extérieur.

Depuis le 1^{er} janvier 2021 et l'entrée en vigueur de l'Accord de coopération commerciale (ACC) consécutif au Brexit, le commerce bilatéral de biens entre le Royaume-Uni et l'Union européenne a nettement reculé.

Le Royaume-Uni a réorienté une partie de ses importations de biens vers les pays hors Union européenne.

ROYAUME-UNI : SOLDE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS DE BIENS ET SERVICES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

Le Brexit constitue un évènement inédit de sortie d'un pays d'une zone d'intégration économique aussi importante et profonde que le marché commun européen. Cette désintégration affecte lourdement l'économie britannique à plusieurs niveaux.

Premièrement, les fortes incertitudes qui ont régné tout au long des négociations sur la sortie de l'Union européenne (UE) ont pesé sur l'investissement des entreprises et, par ce biais, sur la croissance économique. Selon une étude réalisée par le *think tank* Centre for European Reform (2022), le PIB britannique au T4 2021 serait inférieur de 5,2% par rapport à un scénario contrefactuel sans Brexit¹. Cette croissance moindre s'explique en partie par une baisse de la productivité, due au Brexit, de l'ordre de 2 à 5% entre 2016 et 2019². Les entreprises auraient, entre autres, consacré un volume horaire important à prévoir et réorganiser leurs activités en vue de la sortie de l'UE au détriment du reste de leurs affaires.

Deuxièmement, si le Brexit tire la croissance vers le bas, il pousse aussi l'inflation à la hausse. La mise en place de barrières douanières et non douanières avec le premier partenaire commercial du Royaume-Uni a inévitablement entraîné une hausse du coût des importations, qui s'est répercutée sur les prix à la consommation outre-Manche³.

¹ John Springford, *What can we know about the cost of Brexit so far*, Policy brief, Centre for European reform, 9 juin 2022.

² Nicholas Bloom, Philip Bunn, Scarlet Chen, Paul Mizen, Pawel Smietanka et Gregory Thwaites, *The Impact of Brexit on UK Firms*, Working Paper, n° 26218, National Bureau of Economic Research, 2019.

³ Adam Posen et Lucas Rengifo-Keller, *Brexit is driving inflation higher in the UK than its European peers after identical supply shocks*, PPIE charts, 2022.

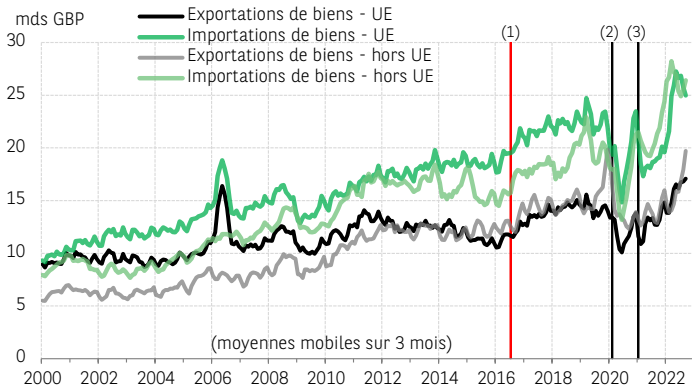
ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI : ÉCHANGES DE BIENS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

Selon le *think tank* The UK in a Changing Europe, cette hausse serait de l'ordre de 6% pour le seul secteur de l'alimentaire⁴. Par ailleurs, la sortie du marché unique a réduit l'offre sur le marché du travail britannique. En 2020, environ 94 000 travailleurs européens ont quitté le pays, ce qui a conduit à des pénuries de main d'œuvre, notamment dans les emplois peu qualifiés. Plus largement, le vieillissement de la population entraîne une baisse structurelle du nombre des actifs, que l'immigration ne compense pas, ce qui pèse sur la croissance potentielle⁵. Enfin, la sortie de l'UE limite la capacité du Royaume-Uni à recourir à la main d'œuvre européenne, ce qui accroît les tensions à l'œuvre par ailleurs sur le marché du travail.

Troisièmement - et c'est le sujet central de cet article - le Brexit a causé un choc important sur le commerce extérieur britannique. Entré en vigueur le 1^{er} janvier 2021, l'Accord de coopération commerciale (ACC) définit le nouveau cadre réglementaire des futurs échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE.

Alors que l'UE est le principal partenaire commercial du Royaume-Uni, l'ACC introduit des barrières commerciales (mise en place de quotas, introduction de normes réglementaires et sanitaires, etc.) qui, non seulement freinent les échanges commerciaux, mais en augmentent également le coût. La sortie du Royaume-Uni du marché commun a cependant rendu possible la négociation de nouveaux accords commerciaux entre le Royaume-Uni et les pays hors UE⁶, ce qui pourrait contrebalancer à terme la sortie du marché unique et renforcer les relations commerciales non européennes.

Une diminution des échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE est déjà clairement perceptible depuis l'entrée en vigueur de l'ACC, diminution que l'on peut imputer au moins en partie à l'ACC, même si le contexte économique difficile (crise sanitaire, conséquences de l'invasion de l'Ukraine par la Russie) peut jouer également.

Avant la mise en place de l'ACC, l'impact du Brexit sur le commerce extérieur était difficile à déterminer mais les effets sur l'investissement sont bien perceptibles

Depuis le début des années 2000, les échanges commerciaux du Royaume-Uni ont été principalement tournés vers l'UE. Toutefois, l'écart entre les échanges avec les partenaires européens et non européens avait tendance à se réduire depuis les années 2010, jusqu'à s'inverser en 2021.

Du point de vue du solde extérieur, c'est-à-dire les exportations moins les importations de biens et services, la situation du Royaume-Uni vis-à-vis de l'UE, d'une part, et vis-à-vis des pays hors UE, d'autre part, a largement évolué (*graphique 1*). D'un côté, le solde extérieur avec les pays membres de l'UE était largement déficitaire et tendait à se creuser depuis les années 2000 ; les exportations de services ne suffisaient pas à compenser les fortes importations de biens. De l'autre côté, le solde extérieur vis-à-vis des pays hors UE était excédentaire, avec une dynamique nettement à la hausse. En effet, les exportations, principalement de services, contrebalançaient aisément les importations de biens.

Le vote en faveur du Brexit en 2016 a constitué un choc politique et économique majeur (*encadré 1*).

BREXIT

À la suite du référendum du 23 juin 2016, le Royaume-Uni a activé l'article 50 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) le 29 mars 2017, entraînant sa sortie de l'Union européenne.

Après de nombreux rebondissements lors des négociations, le Parlement britannique finit par voter, le 19 décembre 2019, le *Brexit Bill* qui transpose l'accord de retrait conclu entre le Royaume-Uni et l'UE.

Le 31 janvier 2020, le Royaume-Uni sort officiellement de l'UE mais les relations commerciales entre les deux parties sont maintenues intactes pendant une période de transition. Les négociations durant cette période ont débouché sur l'Accord de coopération commerciale (ACC), signé le 24 décembre 2020, qui permet d'éviter un retour aux règles de base de l'OMC pour les échanges entre le Royaume-Uni et l'UE. Entré en vigueur le 1^{er} janvier 2021*, cet accord n'en demeure pas moins relativement « dur » car la sortie du marché commun et de l'union douanière représente un choc important pour l'économie britannique.

Pour plus de détails : Hubert de Barochez, Brexit : le pire a été évité, Ecoflash, BNP Paribas, 2021.

*L'ACC entre en vigueur le 1^{er} janvier 2021 grâce à une application provisoire anticipée, pour éviter un choc lors de la sortie du Royaume-Uni du marché unique à cette même date. Son application est effective à partir du 1^{er} mai 2021.

ENCADRÉ 1

SOURCE : BNP PARIBAS

4 Jan David Bakker, Nikhil Datta, Josh de Lyon, Luia Opitz et Dilan Yang, *Post-Brexit imports, supply chains, and the effect on consumer prices, UK in a Changing Europe*, 2022.

5 Michael Saunders, *Some reflections on Monetary Policy past, present and future*, discours à la Resolution Foundation, 2022.

6 Au 5 mai 2022, le Royaume-Uni comptait 67 accords commerciaux en vigueur, 5 en négociations et 6 accords de reconnaissance mutuelle.



Face aux nombreuses incertitudes portant alors sur les négociations à venir, le Royaume-Uni a connu, de 2016 à 2019, une baisse de l'investissement privé d'environ 11%⁷. Cette diminution importante a toutefois mis plus de temps à se matérialiser que ce qui avait été anticipé à l'annonce du résultat du référendum, ce qui suggère que l'ampleur et la persistance des incertitudes ont pu retarder les choix d'investissement des entreprises. L'incertitude élevée et l'anticipation de futures barrières douanières et non douanières ont conduit, en revanche, à une augmentation du nombre d'investissements directs étrangers (IDE) du Royaume-Uni vers l'UE d'environ 17% (ce qui équivaut environ à GBP 21,2 milliards)⁸. À l'inverse, les IDE des pays membres de l'UE vers le Royaume-Uni ont diminué de 9% (GBP 13,1 milliards).

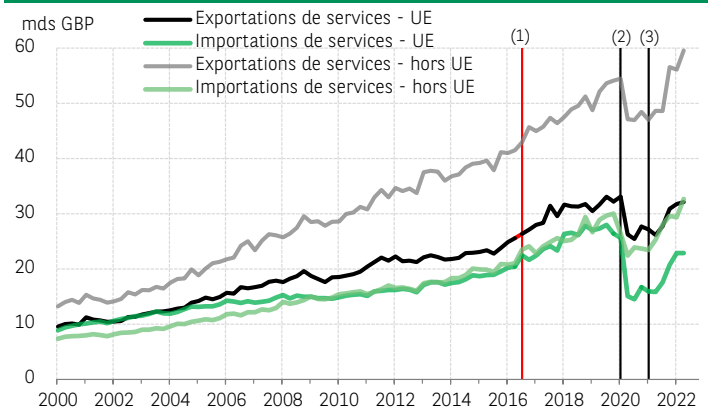
Du côté du commerce extérieur britannique, le référendum a eu un effet en apparence limité jusqu'à la mise en place effective du Brexit en 2020-2021⁹. Le déficit extérieur avec les pays de l'UE a légèrement diminué pour s'établir en dessous des GBP 20 milliards, alors que l'excédent vis-à-vis des pays hors UE a nettement chuté, en dessous des GBP 10 milliards. Face aux incertitudes des termes de l'accord de sortie de l'UE, les importations en provenance de l'UE se sont contractées plus fortement que les exportations à destination du continent, ce qui explique la réduction du déséquilibre du solde extérieur.

Durant les négociations sur la sortie du marché unique (2020), la balance des biens et services a réduit son déficit qui a atteint un niveau faible, une évolution difficilement interprétable par rapport au Brexit compte tenu de la crise sanitaire concomitante et des perturbations induites du commerce mondial. La pandémie de Covid-19 et les mesures de restriction prises au niveau du Royaume-Uni expliquent en grande partie cette amélioration en trompe-l'œil du solde extérieur : les importations de biens ont diminué plus fortement que les exportations de services. Fin 2020, l'approche de la sortie effective du marché unique a toutefois renforcé les inquiétudes d'une sortie du marché unique sans accord¹⁰. Dans ce contexte, les entreprises ont stocké massivement, entraînant une forte hausse des importations, principalement européennes (mais également non-européennes), au T4 2020¹¹.

Depuis l'ACC, les échanges entre le Royaume-Uni et l'Union européenne se sont plus nettement contractés

La sortie effective du Royaume-Uni du marché unique (2021) a provoqué un choc plus net sur les échanges commerciaux avec les pays de l'UE. La sortie de l'union douanière européenne s'est accompagnée de la mise en place de barrières non tarifaires, comme des contrôles sanitaires et phytosanitaires, ou encore de vérifications de provenance et de destination. Bien que les douanes britanniques n'appliquent pas encore l'ensemble des contrôles prévus par l'ACC (contrairement aux douanes européennes), la mise en place de ces barrières a réduit déjà considérablement les échanges commerciaux (allongement des délais de livraison, augmentation du coût, etc.).

ROYAUME-UNI : ÉCHANGES DE SERVICES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

Au niveau du solde extérieur (échanges de biens et services), l'ACC a entraîné une baisse des échanges avec les pays membres de l'UE au profit d'autres pays. Dans l'ensemble, les exportations de biens et de services ont nettement reculé par rapport à leur niveau d'avant-Brexit en 2018¹². Les exportations de biens, à destination de l'UE comme hors UE, étaient en 2021 inférieures de 8,3% à leur niveau pré-Brexit (*graphique 3*). Selon l'INSEE¹³, la chute est plus marquée pour les exportations de biens en valeur vers l'UE (-14,3% entre 2018 et 2021) que vers les pays hors de l'UE (-9,8%).

Cette baisse importante des exportations britanniques de biens vers l'UE s'explique principalement par le choc de la crise sanitaire mais elle peut également être mise sur le compte de l'entrée en vigueur de l'ACC. Alors que les exportations de biens des principaux pays de la zone euro ont rebondi en 2021, les exportations britanniques ont, en effet, continué de baisser. Selon une étude récente de la London School of Economics, ce déclin des exportations de biens vers l'UE pourrait n'être que temporaire¹⁴, sauf pour certains produits confrontés à des barrières non douanières particulièrement importantes.

Du côté des échanges de services (*graphique 4*), les conséquences du Brexit sont moins lourdes que pour les biens mais elles n'en restent pas moins significatives. Les exportations vers les pays hors UE continuent de progresser tandis que celles vers les pays de l'UE baissent nettement. Ce recul s'explique en partie par le transfert d'activité du Royaume-Uni vers l'UE, notamment dans les secteurs de la finance et des services aux entreprises.

⁷ Nicholas Bloom, Philip Bunn, Scarlet Chen, Paul Mizen, Pawel Smietanka et Gregory Thwaites, op. cit.

⁸ Holger Breinlich, Elsa Leromain, Dennis Novy et Thomas Sampson, *Voting with Their Money: Brexit and Outward Investment by UK Firms*, *European Economic Review*, N°124, 2022.

⁹ Joseph Steinberg, *Brexit and the macroeconomic impact of trade policy uncertainty*, *Journal of international economics*, n°117, 2019.

¹⁰ Un Brexit sans accord signifie que les relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE sont régulées par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Dans ce cas, le Royaume-Uni ne bénéficie d'aucun avantage dans ses échanges commerciaux avec l'UE (et réciproquement).

¹¹ INSEE, « Le Brexit a provoqué des comportements de stockage de la part des entreprises britanniques fin 2020, puis une probable contraction des échanges début 2021 », Note de conjoncture, mars 2021.

¹² « L'année 2018 est prise comme année de référence pré-Brexit, en raison des perturbations induites par les reports successifs du Brexit survenus en 2019 (effets de stockage à l'approche des dates butoirs de mars et octobre 2019), et des effets de la crise sanitaire sur les échanges en 2020. » INSEE, « Guerre et Prix », Note de conjoncture, juin 2022.

¹³ INSEE, « Guerre et prix », Note de conjoncture, juin 2022.

¹⁴ Rebecca Freeman, Kalina Manova, Thomas Prayer et Thomas Sampson, *Unravelling deep integration: UK trade in the wake of Brexit*, *Discussion paper of the Centre for Economic Performance*, n°1847, 2022.



Les conséquences de l'ACC sur les échanges commerciaux avec l'UE sont encore plus importantes du côté des importations britanniques. La contraction des importations de biens et services en provenance de l'UE est particulièrement forte (-19,8% entre 2018 et 2021) alors que les importations hors UE progressent (+10,9%). Selon une étude contrefactuelle, l'introduction de l'ACC aurait réduit les importations britanniques en provenance de l'UE de 25% en 2021 par rapport aux importations britanniques en provenance de pays hors UE¹⁵.

Toujours selon l'INSEE, les importations de biens provenant de l'UE ont nettement chuté (-18,4% par rapport à 2018) au profit de celles en provenance des pays hors UE (+6,3%). Du côté des services, le report des importations vers les pays hors UE est également perceptible. Les importations de services en provenance des pays hors UE ont augmenté au point de presque retrouver, au T4 2021, leur niveau d'avant crise (T4 2019). En revanche, les importations de services provenant de l'UE ne parviennent pas à se redresser depuis la crise du Covid-19 et restent nettement en dessous de leur niveau pré-Brexit.

Le recul moindre des exportations relativement à celui des importations peut s'expliquer par un effet de change, à la faveur de la dépréciation de la livre sterling qui a suivi le référendum. Le National Institute of Economic and Social Research (NIESR) souligne que cette dépréciation a également rendu le Royaume-Uni plus compétitif sur le plan des exportations, tout en réduisant la demande intérieure à cause de l'augmentation du coût des importations¹⁶.

Derrière la baisse générale des échanges avec l'UE, les échanges bilatéraux entre le Royaume-Uni et les différents partenaires européens n'ont pas évolué dans les mêmes proportions. Les importations de biens provenant d'Allemagne et de France ont connu les plus fortes baisses, respectivement -18,6% et -14,1% entre 2018 et 2021 (contre -10,7% en moyenne pour l'ensemble de l'UE). Dans l'autre sens, les exportations britanniques à destination de la France ont moins reculé (-13,5%) que celles à destination du reste de l'UE (-25,2%).

En définitive, l'entrée en vigueur de l'ACC a entraîné un choc négatif important sur les échanges commerciaux du Royaume-Uni avec l'UE, notamment de biens. La mise en place de barrières non douanières avec son premier partenaire commercial a également provoqué une hausse du coût des importations et une baisse de la croissance britannique, effective comme potentielle.

Si Boris Johnson et Liz Truss avaient annoncé leur volonté de renégocier l'ACC (ou de le dénoncer en cas de refus de l'UE) lorsqu'ils étaient Premier ministre, le sujet reste sur la table pour le nouveau, Rishi Sunak. Ce dernier décidera-t-il de rouvrir les discussions sur l'ACC et le Protocole nord-irlandais (encadré 2) ? Quelles nouvelles mesures commerciales, industrielles et budgétaires pourraient être mises en place pour atténuer les impacts du Brexit sur l'économie ? En somme, le Brexit est loin d'être fini.

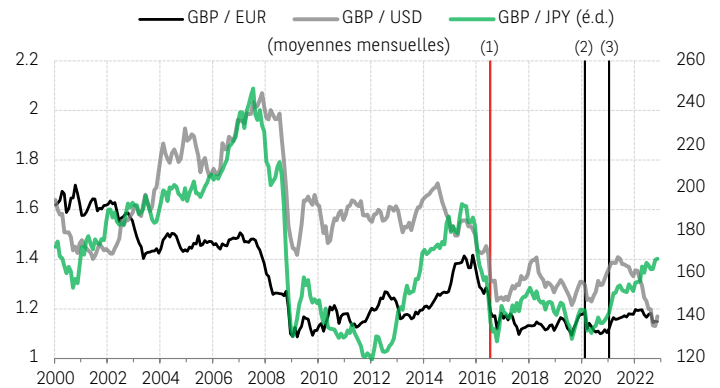
Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com

¹⁵ Rebecca Freeman, Kalina Manova, Thomas Prayer et Thomas Sampson, op. cit.

¹⁶ Paul Mortimer-Lee, *Improved trade balance with the European Union raises challenging Brexit questions*, UK Economic Outlook Box Analysis, National Institute of Economic and Social Research, 2022.

TAUX DE CHANGE DE LA LIVRE STERLING



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BOE, BNP PARIBAS

PROTOCOLE NORD IRLANDAIS

Lors des négociations sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, les deux parties ont reconnu que la situation unique de la République d'Irlande et de l'Irlande du Nord nécessitait une solution particulière afin de concilier les différents intérêts.

S'inscrivant dans le prolongement de l'Accord de paix du Vendredi Saint (Accord de Belfast) du 10 avril 1998, le Protocole sur l'Irlande et l'Irlande du Nord, effectif depuis le 1^{er} février 2020, prévoit trois principales mesures.

Premièrement, il évite la mise en place d'une frontière physique entre l'Irlande et l'Irlande du Nord dans le respect de l'accord de paix du Vendredi Saint.

Deuxièmement, il préserve l'intégrité du marché unique de l'UE ainsi que ses garanties en termes de protection des consommateurs, de santé publique et animale ou de lutte contre la fraude et les trafics. Les contrôles douaniers des personnes et des marchandises ont lieu à la frontière maritime entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne, et non au niveau de sa frontière terrestre avec la République d'Irlande (ce qui serait contraire à l'accord de 1998).

Troisièmement, il maintient l'Irlande du Nord sur le territoire douanier du Royaume-Uni afin qu'elle puisse bénéficier des futurs accords de libre-échange conclus par le Royaume-Uni.

Par ailleurs, le Royaume-Uni et l'UE ont créé un mécanisme dit « de consentement » afin de donner à l'Assemblée d'Irlande du Nord une voix décisive concernant l'application à long terme de la législation pertinente de l'UE en Irlande du Nord*. Tous les quatre ans, l'Assemblée pourra consentir (à la majorité simple) à ce que la législation pertinente de l'UE continue d'être appliquée ou décider d'y mettre fin. Sitôt l'ACC acté, le Royaume-Uni a contesté les termes du Protocole. Il se voit notifié une violation des dispositions du protocole sur l'Irlande du Nord.

*Alignement sur la réglementation européenne relative aux marchandises et aux douanes, au marché unique de l'électricité, à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et aux aides d'État.

ENCADRÉ 2

SOURCE : 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, 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

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@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

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.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaelle 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 Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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