

ECOWEEK

N°19-07, 15 février 2019

Dégradation du sentiment économique : facteurs domestiques versus extérieurs

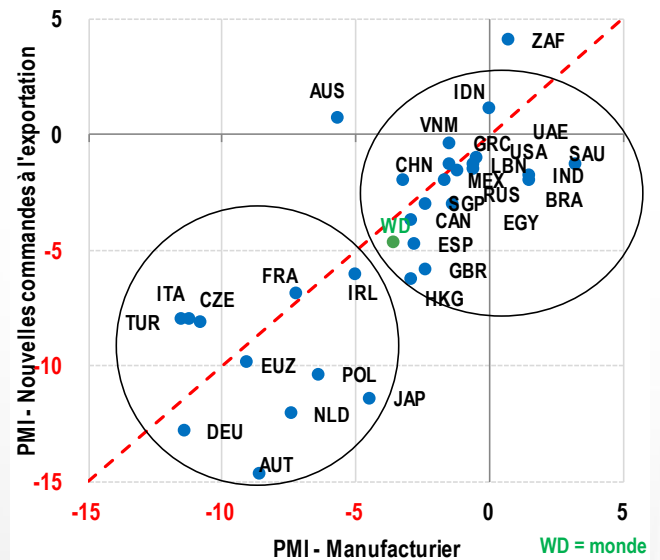
■ Depuis début 2018, les indices des directeurs d'achats montrent une érosion des nouvelles commandes à l'exportation dans un grand nombre de pays, plus marquée que la dégradation générale du climat dans l'industrie manufacturière ■ Les chocs extérieurs de la demande domineraient donc les facteurs domestiques dans le ralentissement global de la croissance ■ Le décrochement des nouvelles commandes à l'exportation fait écho au freinage des échanges internationaux. Il est sans doute lié au tassement de l'activité chinoise et à celui des dépenses d'investissement (qui nécessitent davantage d'importations que la consommation) constaté dans de nombreux pays. L'incertitude qui règne dans les relations commerciales internationales pourrait également jouer un rôle.

Depuis début 2018, les indicateurs des enquêtes, qui partaient d'un niveau élevé, se dégradent partout dans le monde. Le rafraîchissement généralisé du climat économique est visible sur le graphique 2, qui montre les différents indices Markit des directeurs d'achats (indices PMI) du secteur manufacturier avec des couleurs chaudes et froides, selon le cas. Lorsque l'indice dépasse largement 50, il indique une solide croissance, tandis que les valeurs inférieures reflètent un climat plus frileux, voire carrément glacial. Le graphique 3 fournit des informations similaires sur la composante des nouvelles commandes à l'exportation de l'enquête PMI.

En comparant les graphiques 2 et 3, l'évaluation des commandes à l'exportation d'il y a un an apparaît généralement un peu moins positive que les indices PMI globaux, ces derniers restant hauts plus longtemps que les commandes de l'étranger. Enfin, plusieurs pays de la zone euro (France, Allemagne, Italie, Autriche) et la zone euro dans son ensemble ont subi une dégradation très nette de leurs perspectives d'exportation. Le graphique 1 présente ces données différemment, avec, en abscisses, la variation sur un an de l'indice PMI et, en ordonnées, l'évolution des chiffres des nouvelles commandes à l'exportation.

.../...

EVOLUTION DU PMI MANUFACTURIER ET DES NOUVELLES COMMANDES A L'EXPORTATION



Graphique 1

Sources : Markit PMI, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

Lorsqu'un pays est situé sous la diagonale, cela signifie que la chute de ses commandes à l'exportation est plus importante que la réduction de son indice PMI global, ce qui indiquerait qu'il subirait un choc de la demande étrangère. La majorité des pays sont dans cette situation et certains sont même extrêmement loin de la diagonale (Autriche, Pays-Bas, Pologne, Japon, etc.).

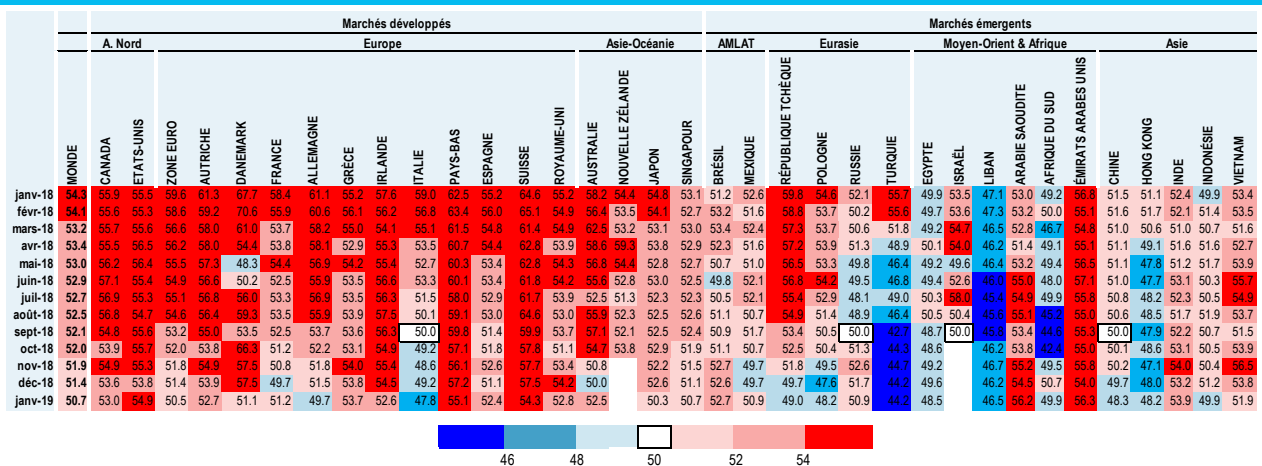
D'autres, comme l'Italie ou la Turquie, sont situés au-dessus de la diagonale, ce qui indique que la dégradation des conditions économiques intérieures y a été encore plus marquée que le choc extérieur. L'Italie est entrée en récession au second semestre de 2018. La forte augmentation des rendements obligataires a sans doute joué un rôle, tant directement (hausse du coût du financement) qu'indirectement (en tant qu'indicateur de l'incertitude propre au pays et due à ses finances publiques). La Turquie a connu des tensions majeures sur ses marchés financiers durant l'été 2018, ainsi qu'une envolée de l'inflation et des taux d'intérêt, puis le pays est entré en récession. Le cas de l'Australie est intéressant : son indice PMI a modérément reculé alors que ses perspectives d'exportation n'ont quasiment pas changé, ce qui laisse à penser que là aussi des facteurs nationaux sont à l'œuvre.

Le graphique 1 met également en évidence deux pôles : le premier regroupe des pays dont la variation de l'indice PMI et des commandes à l'exportation est faible, voire légèrement positive, tandis que le second rassemble les pays dont ces deux indicateurs ont fortement chuté. Ces derniers sont pour la plupart membres de l'Union européenne et l'intensité des échanges intra-européens suppose que des chocs négatifs dans un pays se répercutent aux autres : près de 30 % des exportations autrichiennes et 24 % des exportations néerlandaises sont ainsi destinées à l'Allemagne, ce qui explique l'importance toute particulière pour ces deux pays de l'absence de croissance outre-Rhin au second semestre 2018.

Le fait que de nombreux pays affichent une diminution sensible du sous-indice des commandes à l'exportation fait écho au ralentissement significatif de la croissance des volumes d'échanges internationaux, lui-même probablement lié au tassement de l'activité chinoise. La modération, observée dans de nombreux pays, de la formation brute de capital fixe, qui recourt davantage aux importations que la consommation, pourrait également jouer un rôle, de même que l'incertitude qui règne sur les relations commerciales internationales.

William De Vijlder

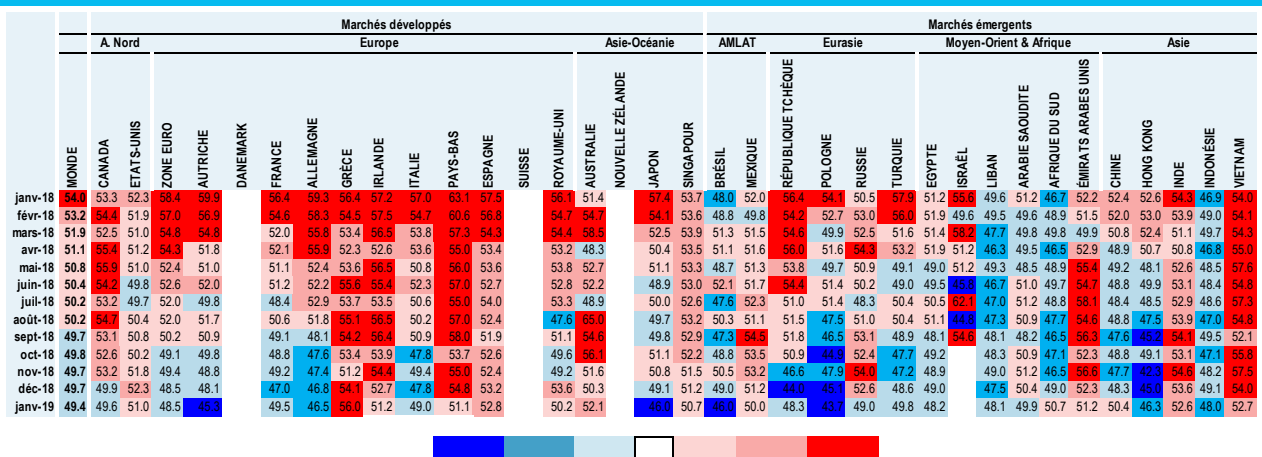
PMI DU SECTEUR MANUFACTURIER



Graphique 2

Sources : Markit PMI, BNP Paribas

COMPOSANTE NOUVELLES COMMANDES A L'EXPORTATION DU PMI DU SECTEUR MANUFACTURIER



Graphique 3

Sources : Markit PMI, BNP Paribas



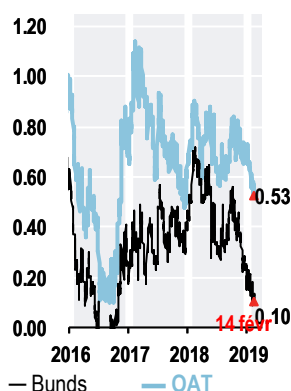
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 8-2-19 au 14-2-19

↗ CAC 40	4 962	▶ 5 063	+2.0 %
↗ S&P 500	2 708	▶ 2 746	+1.4 %
↗ Volatilité (VIX)	15.7	▶ 16.2	+0.5 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.0 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.70	▶ 2.68	-1.4 pb
↘ OAT 10a (%)	0.54	▶ 0.53	-1.0 pb
↗ Bund 10a (%)	0.09	▶ 0.10	+1.8 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.63	▶ 2.66	+2.8 pb
↘ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.13	-0.5 %
↘ Or (once, \$)	1 314	▶ 1 311	-0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	61.9	▶ 64.2	+3.7 %

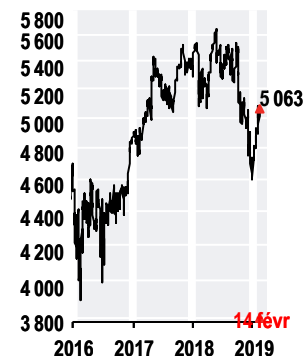
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19		+bas 19	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.37	-0.36	le 01/01	-0.37 le 18/01
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 02/01
Euribor 12m	-0.11	-0.11	le 06/02	-0.12 le 02/01
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.68	2.81	le 01/01	2.68 le 13/02
Libor 12m	2.92	3.04	le 21/01	2.92 le 12/02
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.87	0.93	le 29/01	0.87 le 12/02
Libor 12m	1.13	1.19	le 11/01	1.13 le 13/02

Au 14-2-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.50	0.68	le 09/01	0.47 le 31/01
Bund 2a	-0.56	-0.56	le 06/02	-0.62 le 03/01
Bund 10a	0.10	0.25	le 01/01	0.09 le 08/02
OAT 10a	0.53	0.73	le 08/01	0.53 le 14/02
Corp. BBB	1.73	2.15	le 08/01	1.73 le 14/02
\$ Treas. 2a	2.51	2.62	le 18/01	2.39 le 03/01
Treas. 10a	2.66	2.78	le 18/01	2.55 le 03/01
Corp. BBB	4.32	4.65	le 01/01	4.30 le 08/02
£ Treas. 2a	0.70	0.82	le 14/01	0.68 le 03/01
Treas. 10a	1.14	1.35	le 18/01	1.14 le 14/02

Au 14-2-19

Rendements 10a € et spreads

4.34%	Grèce	423 pb
2.82%	Italie	271 pb
1.59%	Portugal	148 pb
1.37%	Espagne	127 pb
0.68%	Belgique	57 pb
0.53%	France	42 pb
0.41%	Irlande	30 pb
0.36%	Finlande	25 pb
0.33%	Autriche	22 pb
0.20%	P-Bas	10 pb
0.10%	Allemagne	

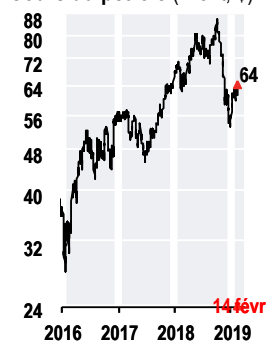
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	64.2	53.1	le 01/01 +22.4%
Or (once)	1 311	1 281	le 21/01 +3.7%
Métaux, LME	2 897	2 730	le 03/01 +4.8%
Cuivre (tonne)	6 137	5 714	le 03/01 +4.6%
CRB Aliments	331	324	le 01/01 +3.5%
Blé (tonne)	198	197	le 01/01 +2.0%
Maïs (tonne)	138	136	le 01/01 +2.9%

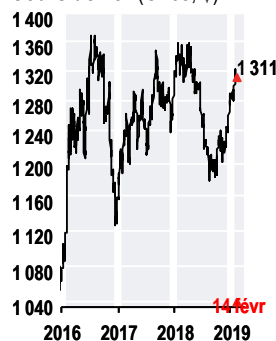
Au 14-2-19

Variations

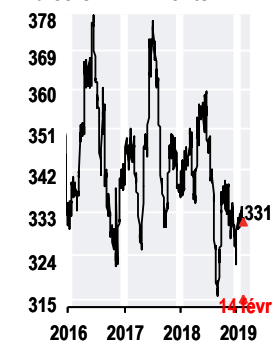
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.13 le 14/02	-1.4%
GBP	0.88	0.90	le 03/01	0.87 le 25/01	-1.7%
CHF	1.14	1.14	le 05/02	1.12 le 02/01	+0.8%
JPY	124.83	125.77	le 04/02	122.54 le 03/01	-0.5%
AUD	1.59	1.63	le 03/01	1.57 le 31/01	-2.1%
CNY	7.63	7.87	le 09/01	7.63 le 13/02	-2.7%
BRL	4.24	4.43	le 01/01	4.18 le 31/01	-4.2%
RUB	75.71	79.30	le 01/01	74.15 le 12/02	-4.5%
INR	80.16	82.00	le 04/02	79.57 le 04/01	+0.4%

Au 14-2-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 063	5 083	le 05/02	4 611	le 03/01	+7.0%	+7.0%
S&P500	2 746	2 753	le 13/02	2 448	le 03/01	+9.5%	+11.0%
DAX	11 090	11 368	le 05/02	10 417	le 03/01	+5.0%	+5.0%
Nikkei	21 140	21 144	le 13/02	19 562	le 04/01	+5.6%	+6.1%
Chine*	79	80	le 13/02	68	le 03/01	+12.8%	+14.2%
Inde*	541	559	le 01/01	538	le 30/01	-1.1%	-1.6%
Brésil*	2 230	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+11.3%	+16.3%
Russie*	613	654	le 05/02	572	le 01/01	+4.2%	+8.6%

Au 14-2-19

Variations

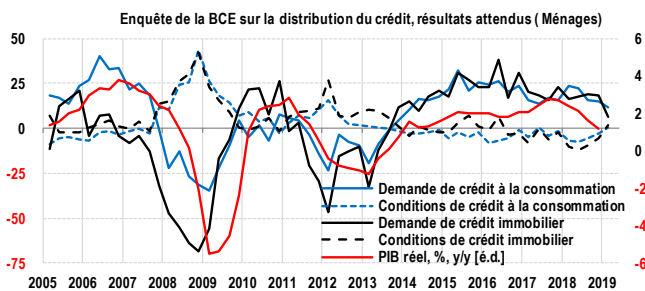
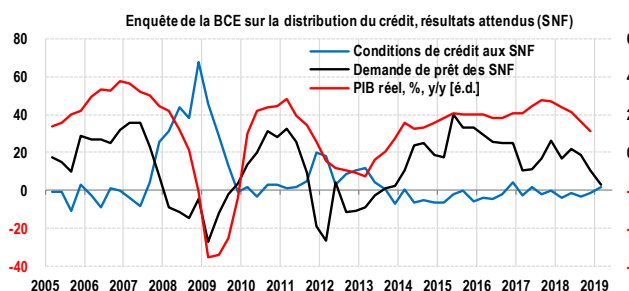
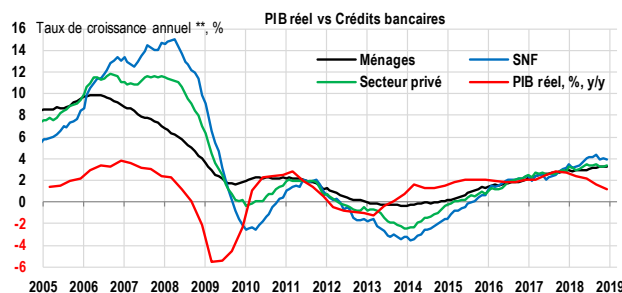
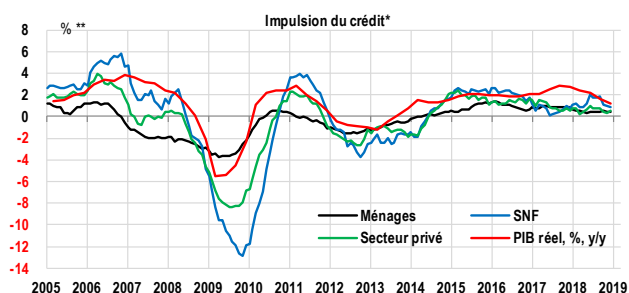
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : impulsion du crédit

Au dernier trimestre de l'année 2018, la croissance annuelle de l'encours de crédits au secteur privé non financier s'est stabilisée aux alentours de 3,3% au sein de la zone euro. Les données d'enquête suggèrent toutefois une moindre appétence des ménages et des entreprises pour le crédit depuis le début de 2018. En outre, et contrairement à ce qui fut observé en 2018, les banques prévoient de ne plus assouplir leurs conditions d'octroi au premier trimestre 2019. Outre le ralentissement de l'activité, ces deux facteurs pourraient peser sur les évolutions des encours de crédit bancaire durant les prochains trimestres.



*L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM ** corrigés des titrisations

Sources: BCE, Enquête de la BCE sur la distribution du crédit, Calculs BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine sera riche en données économiques pour le mois de février avec le PMI de plusieurs pays, l'indice du climat des affaires en France et en Allemagne (IFO), l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, et les perspectives des entreprises de la Réserve fédérale de Philadelphie. Nous aurons également le chiffre de l'inflation de la zone euro, le détail de la croissance du 4e trimestre de l'Allemagne et les minutes du FOMC.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Précédent
19/02/19	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	Déc.	4,0%
19/02/19	Etats-Unis	Constructions de nouveaux logements (NAHB)	Fév.	58
19-25/02/19	Royaume-Uni	Evolution des commandes (CBI)	Fév.	--
20/02/19	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Janv.	--
20/02/19	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Janv.	--
20/02/19	Zone euro	Confiance des consommateurs	Fév.	--
20/02/19	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Janv. 30	--
21/02/19	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Janv.	--
21/02/19	France	Climat des affaires	Fév.	102
21/02/19	France	IPC harmonisé m/m	Janv.	--
21/02/19	France	PMI composite (Markit)	Fév.	--
21/02/19	Zone euro	PMI composite (Markit)PMI	Fév.	--
21/02/19	Etats-Unis	Perspectives des entreprises de la Réserve fédérale de Philadelphie	Fév.	17,0
21/02/19	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Fév.	--
22/02/19	Allemagne	PIB t/t	4T	--
22/02/19	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Fév.	--
22/02/19	Zone euro	IPC m/m	Janv.	0,0%

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,1% cette année. La crainte d'une guerre commerciale pèse sur la confiance, le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises tandis que la hausse du taux de change effectif du dollar en 2018 pèsera sur les exportations.
- L'inflation sous-jacente reste sous contrôle et a même fléchi un peu récemment.
- L'annonce par le FOMC qu'il allait patienter avant d'envisager un changement de sa politique a fortement influencé les marchés de taux, qui s'attendent désormais à un assouplissement en 2020.

CHINE

- La croissance économique ralentit pour des raisons à la fois cycliques et structurelles. Les perspectives d'exportations sont fortement assombries par la hausse des droits de douane américains. Les difficultés du secteur manufacturier exportateur, le ralentissement de ventes de détail et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient peser sur la demande interne.
- Afin de contenir le ralentissement, la banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité. La réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait néanmoins rester une priorité. La politique budgétaire devient également expansionniste (incitations fiscales, dépenses en infrastructures).

ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité devient de plus en plus évident, notamment en Allemagne, suite à des facteurs ponctuels mais également à cause du ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités. Les dirigeants d'entreprises s'attendent d'ailleurs à ce que l'environnement continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation ralentit désormais avec le retournement à la baisse des prix du pétrole, sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) faisant toujours preuve d'une grande inertie. Suite au ralentissement de la croissance, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.

FRANCE

- La croissance ralentit mais devrait rester assez résiliente. La consommation des ménages devrait être soutenue par les baisses d'impôts et la hausse de l'emploi. L'investissement des entreprises reste dans une dynamique favorable, mais l'environnement extérieur est moins porteur. Un redressement mesuré de l'inflation sous-jacente se dessine mais reste à confirmer.

TAUX & CHANGES

- Aux Etats-Unis, le FOMC a annoncé patienter avant de décider d'un éventuel changement de politique. Nous nous attendons désormais à une seule remontée des taux cette année, au mois de juin. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 3,00% fin juin et à 2,80% en fin d'année.
- Nous ne nous attendons pas à un changement des taux officiels du côté de la BCE. Nous prévoyons un taux à 10 ans Bund à 0,30% fin juin et à 0,40% en fin d'année.
- Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La perspective d'une réduction de l'écart entre les rendements US et ceux de la zone euro renforcerait l'euro, d'autant plus qu'il reste inférieur à sa valeur intrinsèque de long terme (environ 1,34).

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.5	1.2	2.0	1.6	1.7
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0
Japon	0.8	0.5	0.3	1.0	1.0	1.5
Royaume-Uni	1.4	1.8	1.6	2.5	2.0	2.0
Zone euro	1.8	1.0	1.1	1.7	1.4	1.4
Allemagne	1.5	0.9	1.1	1.8	1.6	1.6
France	1.5	1.2	1.2	2.1	1.3	1.6
Italie	0.8	0.1	0.5	1.3	1.0	1.0
Espagne	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.3
Emergents	5.9	5.9	5.7	2.7	2.7	3.1
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	1.9	2.5
Inde	7.4	7.6	7.8	3.8	4.0	4.1
Brésil	1.3	3.0	2.5	3.7	3.8	3.6
Russie	1.8	1.7	1.6	2.8	3.6	4.2

Source : BNPP Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
E-Unis							
Fin de période							
Fed Funds	2.50	2.75	2.75	2.75	2.50	2.75	2.75
Libor 3m \$	2.80	3.05	3.05	3.00	2.81	3.00	3.00
Treas. 10a	2.80	3.00	2.80	2.80	2.69	2.80	2.50
Z. euro							
Refi BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.25
Bund 10a	0.20	0.30	0.35	0.40	0.25	0.40	0.40
OAT 10a	0.65	0.65	0.65	0.70	0.71	0.70	0.70
R-Uni							
Taux BoE	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.25
Gilt 10a	1.70	1.85	2.00	2.10	1.27	2.10	2.10
Japon							
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.00	0.00	0.00	-0.05	0.00	-0.05	-0.20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
USD							
Fin de période							
EUR / USD	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34
USD / JPY	110	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58
USD / CHF	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93
EUR							
EUR / GBP	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85
EUR / CHF	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25
EUR / JPY	127	126	127	125	125	125	121

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



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

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 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

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, 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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFLASH

Un indicateur, un événement 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 détener 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 rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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 : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change