

ECOWEEK

N°19-03, 18 janvier 2019

Brexit : le coût de l'incertitude

■ Au vu de la réaction des marchés, le rejet à une forte majorité, par le Parlement britannique, de l'accord de Brexit négocié avec l'Europe réduit la probabilité d'une sortie de l'UE sans accord ■ Le soulagement est-il appelé à durer ? Cela dépendra de l'évolution des discussions sur les issues possibles ■ Le vent contraire, que constitue cette prolongation de l'incertitude, pour la croissance du Royaume-Uni mais aussi pour les entreprises de l'UE, ne s'apaisera pas de sitôt.

À en juger par la réaction des marchés actions, au lendemain de la sévère défaite essuyée par la Première ministre, Theresa May, lors du vote au Parlement britannique sur l'accord de Brexit, il semble que, du point de vue des investisseurs, la probabilité est désormais moins forte de devoir affronter un Brexit « dur » sans accord (sans période de transition). Cette interprétation se fonde sur la sous-performance du FTSE 100, tourné vers les marchés étrangers, par rapport à l'indice FTSE 250 davantage exposé au marché intérieur. Les marchés sont ainsi un peu moins préoccupés par l'impact économique d'un retrait de l'UE sans accord. Selon la Banque d'Angleterre, l'impact sur le niveau du PIB réel, à l'horizon 2023, d'une sortie sans accord pourrait être de l'ordre de 4,75 % à 7,75 %. Certes, ces estimations sont entourées d'un degré d'incertitude élevé, mais on peut supposer que l'impact serait considérable et concentré sur le début de la période, avec une chute de la confiance devant l'envolée de l'incertitude sur la manière dont les entreprises feront face à la perturbation des chaînes d'approvisionnement, un pouvoir d'achat des ménages impacté par la hausse de l'inflation suite à l'introduction de droits de douane et du repli de la livre sterling.

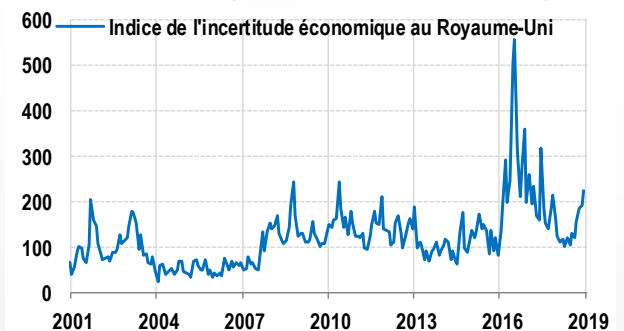
Un Brexit sans accord peut être vu comme un risque de perte extrême (*tail risk*) et, à ce titre, la réaction des marchés montre que les craintes ont reculé. Faut-il y voir plus qu'un répit temporaire ? Cela dépendra de l'évolution des pourparlers au Royaume-Uni et avec l'Union européenne. Le rejet, à une très large majorité, de l'accord négocié implique que des changements en profondeur s'imposent pour obtenir l'approbation du parlement, sachant que les partenaires européens devront également donner leur aval. Pour simplifier, cela revient à résoudre la quadrature du cercle : le Royaume-Uni devra prendre suffisamment ses distances par rapport à l'UE pour négocier ses propres accords commerciaux tout en évitant une frontière physique entre les deux Irlande. Compte tenu de l'enjeu, le report de la date du Brexit (29 mars) semble très probable. Un tel report laisse espérer que le risque de perte extrême pourra être évité, mais cela implique que les vents contraires qui ne manqueront pas de souffler sur l'économie britannique du fait de la prolongation de l'incertitude, mais aussi sur les entreprises de l'UE qui commercent avec le Royaume-Uni, ne s'apaiseront pas de sitôt. La bonne tenue générale de l'économie britannique observée depuis le référendum ne doit pas faire oublier le coût d'opportunité qui découle de l'incertitude.

BREXIT: INCERTITUDE ET REACTION DES MARCHES

EVOLUTION INTRADAY DES INDICES BOURSISERS



INCERTITUDE ECONOMIQUE BASEE SUR LA COUVERTURE MEDIATIQUE



Sources : Bloomberg, www.policyuncertainty.com, BNP Paribas

William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Eco
WEEK

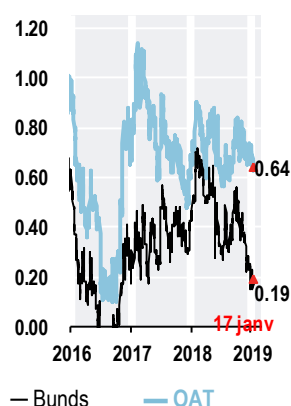
Revue des marchés

L'essentiel

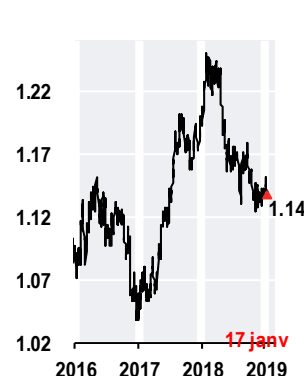
Semaine du 11-1-19 au 17-1-19

➤ CAC 40	4 781	➤ 4 794	+0.3 %
➤ S&P 500	2 596	➤ 2 636	+1.5 %
➤ Volatilité (VIX)	18.2	➤ 18.1	-0.1 pb
➤ Euribor 3m (%)	-0.31	➤ -0.31	+0.0 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	2.79	➤ 2.78	-0.7 pb
➤ OAT 10a (%)	0.66	➤ 0.64	-1.4 pb
➤ Bund 10a (%)	0.18	➤ 0.19	+0.9 pb
➤ US Tr. 10a (%)	2.70	➤ 2.75	+4.8 pb
➤ Euro vs dollar	1.15	➤ 1.14	-0.9 %
➤ Or (once, \$)	1 290	➤ 1 292	+0.1 %
➤ Pétrole (Brent, \$)	60.7	➤ 60.9	+0.3 %

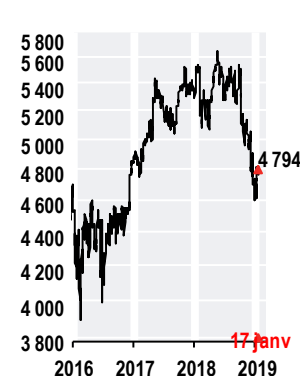
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19	+bas 19
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01
Eonia	-0.37	-0.36 le 01/01
Euribor 3m	-0.31	-0.31 le 08/01
Euribor 12m	-0.12	-0.12 le 01/01
\$ FED	2.50	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.78	2.81 le 01/01
Libor 12m	3.03	3.04 le 09/01
£ Bque Angl	0.75	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.92	0.93 le 15/01
Libor 12m	1.18	1.19 le 11/01

Au 17-1-19

Rendements (%)	+haut 19	+bas 19
€ Moy. 5-7a	0.53	0.68 le 09/01
Bund 2a	-0.59	-0.57 le 08/01
Bund 10a	0.19	0.25 le 01/01
OAT 10a	0.64	0.73 le 08/01
Corp. BBB	2.03	2.15 le 08/01
\$ Treas. 2a	2.57	2.59 le 08/01
Treas. 10a	2.75	2.75 le 17/01
Corp. BBB	4.57	4.65 le 01/01
£ Treas. 2a	0.81	0.82 le 14/01
Treas. 10a	1.33	1.33 le 17/01

Au 17-1-19

Rendements 10a € et spreads

4.85%	Grèce	465 pb
2.78%	Italie	258 pb
1.62%	Portugal	142 pb
1.37%	Espagne	118 pb
0.70%	Belgique	51 pb
0.64%	France	45 pb
0.53%	Irlande	33 pb
0.50%	Finlande	30 pb
0.46%	Autriche	26 pb
0.35%	P-Bas	15 pb
0.19%	Allemagne	

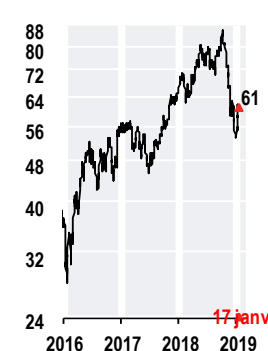
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19	2019(€)
Pétrole, Brent	60.9	53.1 le 01/01
Or (once)	1 292	1 281 le 01/01
Métaux, LME	2 842	2 730 le 03/01
Cuivre (tonne)	5 965	5 714 le 03/01
CRB Aliments	332	324 le 01/01
Blé (tonne)	201	197 le 01/01
Maïs (tonne)	139	136 le 01/01

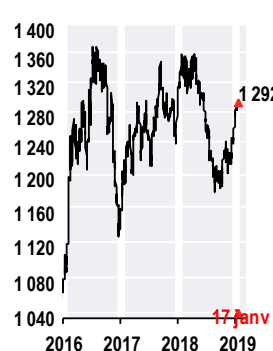
Au 17-1-19

Variations

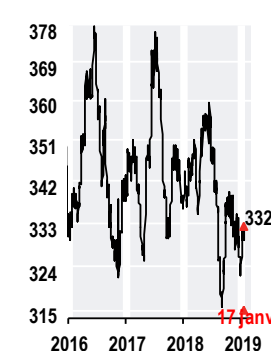
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19	+bas 19	2019
USD	1.14	1.15 le 10/01	1.14 le 02/01
GBP	0.88	0.90 le 03/01	0.88 le 17/01
CHF	1.13	1.13 le 17/01	1.12 le 02/01
JPY	124.06	125.42 le 01/01	122.54 le 03/01
AUD	1.59	1.63 le 03/01	1.59 le 16/01
CNY	7.71	7.87 le 09/01	7.70 le 16/01
BRL	4.28	4.43 le 01/01	4.24 le 09/01
RUB	75.77	79.30 le 01/01	75.72 le 16/01
INR	80.80	81.21 le 14/01	79.57 le 04/01

Au 17-1-19

Variations

Indices actions

Cours	+haut 19	+bas 19	2019	2019(€)
CAC 40	4 794	4 814 le 09/01	4 611 le 03/01	+1.3%
S&P500	2 636	2 636 le 17/01	2 448 le 03/01	+5.2%
DAX	10 919	10 931 le 16/01	10 417 le 03/01	+3.4%
Nikkei	20 402	20 555 le 15/01	19 562 le 04/01	+1.9%
Chine*	74	74 le 16/01	68 le 03/01	+5.4%
Inde*	551	559 le 01/01	543 le 14/01	+0.5%
Brésil*	2 171	2 185 le 10/01	1 944 le 01/01	+8.4%
Russie*	616	616 le 17/01	570 le 01/01	+4.0%

Au 17-1-19

Variations

* Indices MSCI



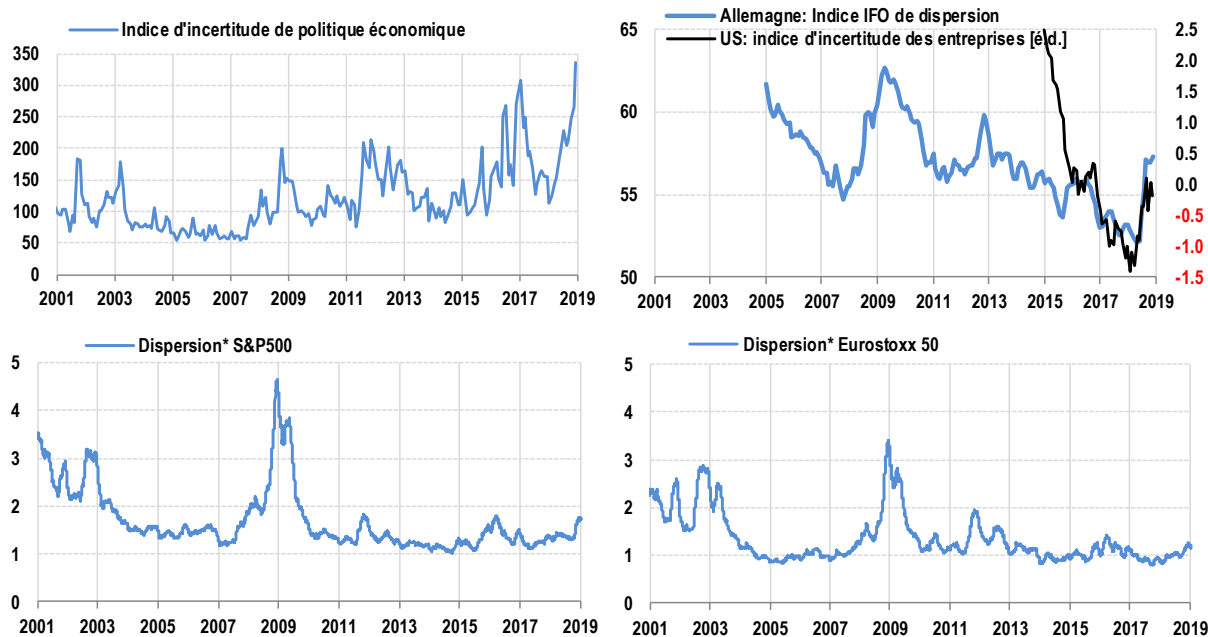
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Baromètre

Augmentation de l'incertitude

L'indice de l'incertitude de la politique économique, basé sur la couverture médiatique de cette thématique, est en forte hausse depuis mi-2018 et dépasse même son plus haut atteint fin 2016. L'évaluation de l'incertitude du monde des affaires en Allemagne et aux Etats-Unis augmente également. Une troisième mesure de l'incertitude, la dispersion des rendements boursiers des actions individuelles, croît aussi aux Etats-Unis et dans une moindre mesure dans la zone euro. Ces indicateurs convergent vers une augmentation de l'incertitude due aux craintes liées à une guerre commerciale et au Brexit, et au ralentissement de la croissance. Si elle durait, cette incertitude pourrait freiner la croissance.



* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

Source: Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, Atlanta Fed, IFO, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine, il faudra suivre les réunions de la Banque du Japon et de la BCE. Les marchés financiers y chercheront les signes d'un possible changement de perception des perspectives. A noter également plusieurs indicateurs pour le mois de janvier : le PMI Markit, le climat de affaires en France et au Royaume-Uni, celui (IFO) de l'Allemagne, la confiance des consommateurs dans la zone euro, mais aussi les indices manufacturiers des Fed de Richmond et du Kansas. D'une manière générale, nous saurons mieux comment les principaux pays ont démarré l'année.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
16-22/01/19	Etats-Unis	Ventes de nouveaux logements m/m	Nov.	4,2%	-8,9%
16-25/01/19	Etats-Unis	Balance commerciale	Nov.	-5,4e+10	-5,55e+10
17-25/01/19	Etats-Unis	Ventes de détail	Déc.	0,4%	0,9%
19-25/01/19	Royaume-Uni	Climat des affaires (CBI)	Jan.	--	-16
21/01/19	Royaume-Uni	Prix des logements (Rightmove) m/m	Jan.	--	-1,5%
22/01/19	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	Nov.	--	4,1%
22/01/19	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	Déc.	-0,9%	1,9%
22/01/19	France	Climat des affaires	Jan.	--	102
23/01/19	Etats-Unis	Indice manufacturier (Fed Richmond)	Jan.	--	-8
23/01/19	Zone euro	Confiance des consommateurs	Jan.	--	-6,2
23/01/19	Japon	Taux de la Banque du Japon	Jan. 23	--	-0,100%
24/01/19	France	PMI manufacturier (Markit)	Jan.	--	49,7
24/01/19	France	PMI composite (Markit)	Jan.	--	48,7
24/01/19	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Jan.	--	51,4
24/01/19	Zone euro	PMI composite (Markit)	Jan.	--	51,1
24/01/19	Zone euro	Principal taux de refinancement (BCE)	Jan. 24	--	0,000%
24/01/19	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed Kansas City)	Jan.	--	3
25/01/19	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Jan.	--	101,0
25/01/19	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Déc.	--	--

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,1% cette année. La crainte de 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.
- Les marchés ne s'attendent plus à une hausse du taux des *fed funds*. Il est vrai que le ton des gouverneurs de la Fed est devenu beaucoup plus prudent.

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 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, où l'économie bute sur des contraintes de capacités et pâtit d'une demande émergente moins dynamique.
- 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.
- La BCE ne modifierait pas le taux de refinancement avant la fin de 2019.

FRANCE

- La croissance ralentit mais reste supérieure à la croissance potentielle. La consommation des ménages devrait être soutenue par les baisses d'impôts et la hausse de l'emploi mais les gains de pouvoir d'achat sont réduits par l'inflation. L'investissement des entreprises reste dans une dynamique favorable, 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, la croissance du PIB dépasse toujours son taux potentiel, le taux de chômage est très et la hausse des salaires accélère. Nous nous attendons à deux relèvements de taux au S1 2019. Puis la Fed devrait attendre de voir les effets sur l'économie. Ce scénario est toutefois devenu moins évident étant donné les propos récents des membres du FOMC et de son président. Fin 2018 la BCE a arrêté les achats nets dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif. Une première remontée du taux de dépôt pourrait intervenir après l'été 2019 ; les rendements obligataires devraient donc augmenter. Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La 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).

SYNTHESE

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.7	1.3	2.0	1.7	1.8
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0
Japon	0.9	0.7	0.3	1.0	0.6	1.4
Royaume-Uni	1.3	1.8	1.6	2.4	2.0	2.0
Zone euro	1.9	1.4	1.2	1.8	1.8	1.5
Allemagne	1.6	1.5	1.3	1.9	2.2	1.6
France	1.5	1.6	1.3	2.1	1.5	1.6
Italie	1.0	0.6	0.5	1.3	1.5	1.2
Espagne	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.3
Emergents	5.9	5.9	5.7	2.8	2.7	3.1
Chine	6.6	6.2	6.0	2.2	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'INTERET & TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2019							
Fin de période		T4e	T1e	T2e	T3e	T4e	2018e	2019e	2020e
E-Unis	Fed Funds	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	2.50	3.00	3.00
	Libor 3m \$	2.65	2.90	3.05	3.05	3.05	2.65	3.05	2.80
	Treas. 10a	3.20	3.30	3.40	3.45	3.50	3.20	3.50	3.25
Z. euro	Ref BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20
	Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.25	-0.20	-0.15	-0.30	-0.15	0.00
	Bund 10a	0.55	0.55	0.60	0.80	1.00	0.55	1.00	0.90
	OAT 10a	0.90	0.95	1.00	1.10	1.25	0.90	1.25	1.15
R-Uni	Taux BoE	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.50
	Gilt 10a	1.20	1.70	1.85	2.00	2.10	1.20	2.10	2.10
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.08

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets

Taux de change		2019							
Fin de période		T4e	T1e	T2e	T3e	T4e	2018e	2019e	2020e
USD	EUR / USD	1.14	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34
	USD / JPY	111	110	108	105	100	111	100	90
	GBP / USD	1.27	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58
	USD / CHF	0.99	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93
EUR	EUR / GBP	0.90	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85
	EUR / CHF	1.13	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25
	EUR / JPY	127	127	126	127	125	127	125	121

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**

Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**

France (conjuncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Louis BOISSET**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33(0)1.57.43.02.91

louis.boisset@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**

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

+33(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**

Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies

+33(0)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(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**

Statistiques

+33(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Laure BAQUERO**

+33(0)1.43.16.95.50

laure.baquero@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable

+33(0)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(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**

Afrique francophone

+33(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**

Afrique lusophone et anglophone

+33(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**

Moyen Orient, Balkans

+33(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMMAD**

Amérique latine

+33(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33(0)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



ECOFASH

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 un conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi 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 desquels il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : 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