

ECOWEEK

No. 19-21, 24 mai 2019

Zone euro : des signaux contrastés

■ Les résultats des enquêtes de conjoncture publiés cette semaine envoient des signaux contrastés : amélioration de la confiance des consommateurs, fléchissement de l'indice Ifo du climat des affaires en Allemagne et stabilisation de l'indice Insee en France ■ Les indices PMI IHS Markit indiquent une stabilisation au cours de ces derniers mois de l'industrie manufacturière, à un niveau très faible à faible, et des services à un niveau plus satisfaisant ■ Plusieurs facteurs continuent de soutenir la demande intérieure ■ Un malaise persiste toutefois, principalement pour des raisons sur lesquelles la zone euro n'a aucun contrôle. Le risque d'une hausse des droits de douane est en haut de la liste des préoccupations.

Lorsque des signaux sont contradictoires, il est difficile de se faire une idée claire de la situation. Il en va ainsi dans la vie comme pour l'évaluation de l'environnement économique et des perspectives. Les données publiées cette semaine pour le mois de mai en sont la meilleure illustration.

Les estimations flash de l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne ont fait ressortir une progression et ont confirmé la tendance positive observée depuis le début de l'année.

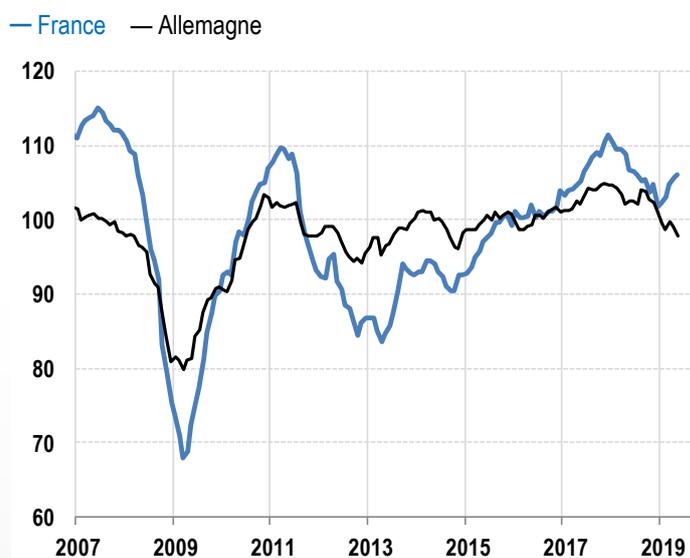
Les indices des directeurs d'achats (PMI) IHS Markit pour l'Allemagne montrent une nouvelle fois la divergence entre le secteur des services, qui continue de croître à un rythme relativement soutenu, et le secteur manufacturier qui enregistre un nouveau repli de la production. L'indice Ifo du climat des affaires a de nouveau marqué le pas, entraîné par la détérioration de l'évaluation de la situation actuelle, les perspectives restant inchangées. Dans l'industrie manufacturière, les perspectives se sont même améliorées pour la première fois depuis septembre dernier. Dans les services, le climat des affaires s'est considérablement replié, en particulier sous l'effet d'une dégradation de l'environnement actuel, même si les perspectives se sont aussi assombries. Par ailleurs, l'expansion se poursuit dans le bâtiment.

En France, le PMI IHS Markit « flash » brosse un tableau plus positif de la situation qu'en Allemagne : « On observe une croissance modérée, tirée par le secteur des services, qui a affiché sa plus forte expansion depuis novembre dernier. Par ailleurs, les entreprises manufacturières ont enregistré une nouvelle chute de la production, même si la baisse, dont le rythme a ralenti, n'a été que très légère dans l'ensemble »¹.

.../...

¹ Communiqué de presse sur l'indice PMI IHS Markit flash en France, 23 mai 2019

CLIMAT DES AFFAIRES EN FRANCE ET EN ALLEMAGNE



Source : INSEE, IFO, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 6

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

Selon l'Insee, le climat des affaires en France est resté stable en mai (il avait atteint un creux à la fin de 2018) sous l'effet d'une nette amélioration dans l'industrie manufacturière et du ralentissement du commerce de détail et, dans une moindre mesure, des services. Le climat de l'emploi a également fléchi, tout en se maintenant à un niveau élevé.

Pour la zone euro dans son ensemble, l'indice composite « flash » des directeurs d'achat est resté quasiment inchangé par rapport au mois d'avril. La production manufacturière s'inscrit de nouveau en baisse tandis que les services poursuivent leur progression quoiqu'à un rythme plus faible.

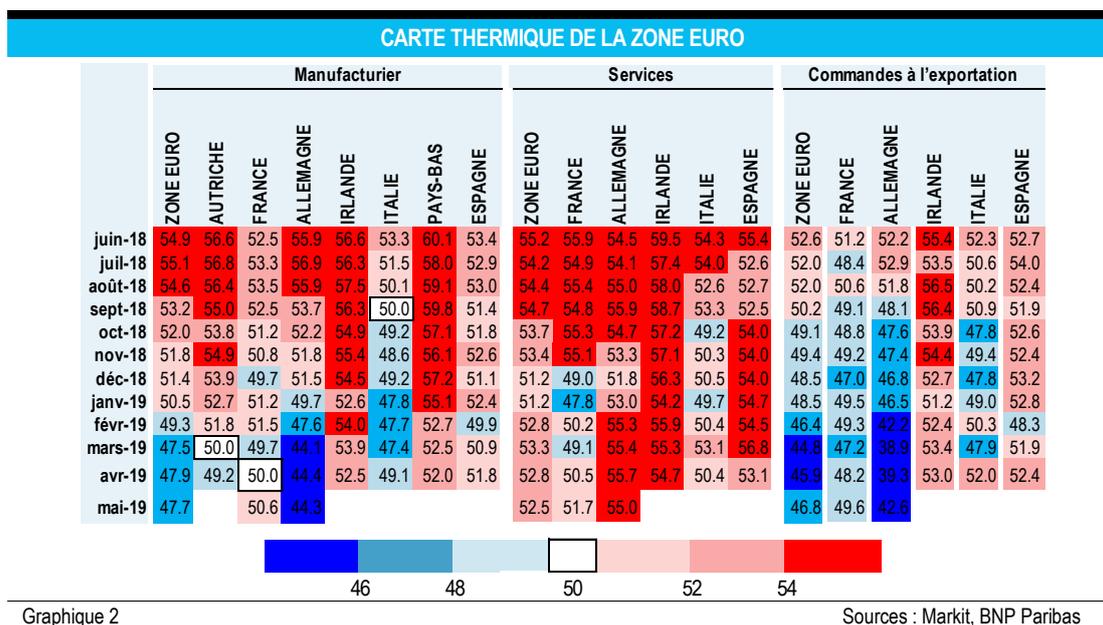
De même qu'à regarder de trop près l'écran l'on risque de ne voir que les pixels, mieux vaut prendre de la distance pour avoir une vue d'ensemble. D'après la carte thermique du PMI, l'industrie manufacturière est en contraction depuis quatre mois en zone euro et depuis cinq mois en Allemagne. Les niveaux sont nettement inférieurs à 50, en particulier en Allemagne. Récemment on peut toutefois constater une stabilisation. Sur la même période, on observe une certaine amélioration en France, où l'indice a franchi le seuil de 50. Récemment, les nouvelles commandes à l'exportation se sont quelque peu redressées, mais tout en se maintenant en deçà de 50. L'Allemagne se situe bien en dessous de cette limite entre croissance et contraction. Enfin, les services sont pour l'essentiel stables (et au-dessus de la barre de 50) depuis plusieurs mois dans la zone euro.

La France est sortie de la phase de déprime de fin 2018 et l'Allemagne, après un quatrième trimestre morose, a rebondi et repasse de nouveau le seuil de 50. Elle enregistre même une légère amélioration par rapport à la même période de l'année dernière.

Si l'on ajoute à cela la liste habituelle des fondamentaux positifs (niveau de l'emploi, créations de postes, augmentation des salaires négociés qui, à 2,24 %, se situent à un niveau inédit depuis fin 2012, faiblesse des taux d'intérêt et facilité d'accès au crédit), on peut envisager l'avenir avec une certaine sérénité.

Cependant, la traduction de ces points positifs dans les chiffres de la croissance dépend dans une large mesure de l'environnement extérieur. L'indicateur des perspectives du commerce mondial de l'OMC, publié cette semaine, indique la poursuite du ralentissement au deuxième trimestre. De plus, l'évolution de la situation dépendra en grande partie de l'issue des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine — une solution semble plus éloignée que jamais —, ainsi que de ce qui va advenir du Brexit et de ce que les États-Unis finiront par décider sur les importations automobiles, une question d'une importance cruciale pour l'Allemagne et pour l'Europe. En résumé, les données d'enquête et d'activité fournissent quelques motifs de soulagement, mais le malaise n'est pas dissipé pour autant, du fait, principalement de raisons sur lesquelles la zone euro n'a aucun contrôle.

William De Vijlder



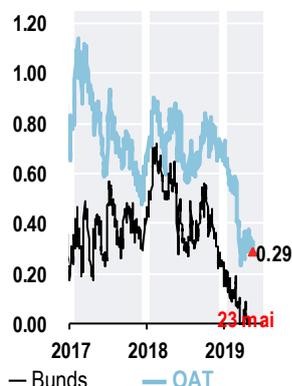
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 17-5-19 au 23-5-19

▼ CAC 40	5 438	▶ 5 281	-2.9 %
▼ S&P 500	2 860	▶ 2 822	-1.3 %
↗ Volatilité (VIX)	16.0	▶ 16.9	+1.0 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.3 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.52	▶ 2.52	+0.3 pb
↗ OAT 10a (%)	0.28	▶ 0.29	+0.5 pb
▼ Bund 10a (%)	-0.10	▶ -0.12	-1.6 pb
▼ US Tr. 10a (%)	2.39	▶ 2.30	-9.7 pb
▼ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.12	-0.1 %
↗ Or (once, \$)	1 277	▶ 1 287	+0.8 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	72.6	▶ 67.7	-6.8 %

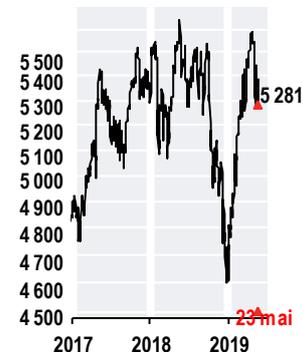
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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 26/02
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 20/05
Euribor 12m	-0.15	-0.11	le 06/02	-0.15 le 23/05
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.52	2.81	le 01/01	2.52 le 13/05
Libor 12m	2.67	3.04	le 21/01	2.61 le 16/05
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.80	0.93	le 29/01	0.80 le 22/05
Libor 12m	1.05	1.19	le 11/01	1.04 le 17/05

Au 23-5-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.33	0.68	le 09/01	0.32 le 17/05
Bund 2a	-0.64	-0.53	le 05/03	-0.65 le 15/05
Bund 10a	-0.12	0.25	le 01/01	-0.12 le 23/05
OAT 10a	0.29	0.73	le 08/01	0.24 le 27/03
Corp. BBB	1.39	2.15	le 08/01	1.26 le 07/05
\$ Treas. 2a	2.16	2.62	le 18/01	2.16 le 23/05
Treas. 10a	2.30	2.78	le 18/01	2.30 le 23/05
Corp. BBB	3.91	4.65	le 01/01	3.91 le 23/05
£ Treas. 2a	0.64	0.83	le 27/02	0.63 le 02/04
Treas. 10a	0.96	1.35	le 18/01	0.96 le 23/05

Au 23-5-19

Rendements 10a € et spreads

4.01%	Grèce	412 pb
2.49%	Italie	261 pb
1.02%	Portugal	113 pb
0.86%	Espagne	97 pb
0.38%	Belgique	49 pb
0.29%	France	40 pb
0.20%	Autriche	31 pb
0.12%	Finlande	23 pb
0.11%	Irlande	22 pb
0.09%	P-Bas	20 pb
-0.12%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	67.7	53.1	le 01/01 +30.7%
Or (once)	1 287	1 268	le 02/05 +3.0%
Métaux, LME	2 786	2 730	le 03/01 +2.0%
Cuivre (tonne)	5 901	5 714	le 03/01 +1.7%
CRB Aliments	346	324	le 07/03 +9.3%
Blé (tonne)	188	167	le 10/05 -2.3%
Maïs (tonne)	144	128	le 24/04 +8.7%

Au 23-5-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.12	1.15	le 10/01	1.11	le 25/04 -2.5%
GBP	0.88	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03 -1.9%
CHF	1.12	1.14	le 23/04	1.12	le 02/04 -0.4%
JPY	122.35	127.43	le 01/03	122.35	le 23/05 -2.4%
AUD	1.62	1.63	le 03/01	1.57	le 18/04 -0.3%
CNY	7.71	7.87	le 09/01	7.51	le 25/04 -1.7%
BRL	4.50	4.59	le 20/05	4.18	le 31/01 +1.6%
RUB	72.27	79.30	le 01/01	71.51	le 23/04 -8.9%
INR	78.08	82.00	le 04/02	76.84	le 03/04 -2.2%

Au 23-5-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 281	5 592	le 23/04	4 611	le 03/01	+11.6%	+11.6%
S&P500	2 822	2 946	le 30/04	2 448	le 03/01	+12.6%	+15.4%
DAX	11 952	12 413	le 03/05	10 417	le 03/01	+13.2%	+13.2%
Nikkei	21 151	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+5.7%	+8.3%
Chine*	74	86	le 09/04	68	le 03/01	+4.8%	+7.2%
Inde*	583	606	le 02/04	530	le 19/02	+4.8%	+7.2%
Brésil*	1 961	2 304	le 04/02	1 862	le 17/05	+5.0%	+3.4%
Russie*	674	685	le 22/05	572	le 01/01	+11.2%	+20.9%

Au 23-5-19

Variations

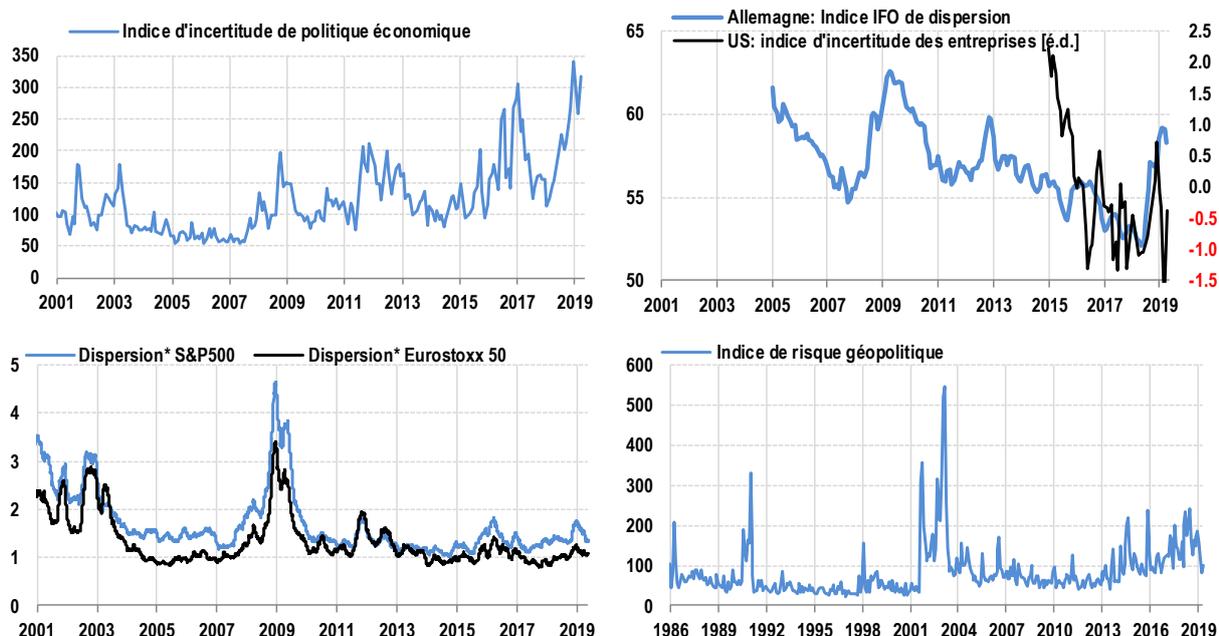
* Indices MSCI



Baromètre

Economie mondiale : les tensions commerciales renforcent l'incertitude quant à la politique économique

Dans un contexte de tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, l'incertitude quant à la politique économique reste très élevée. Au regard de la dispersion des opinions concernant le climat des affaires, elle n'augmente pas mais reste forte parmi les entreprises allemandes. Du côté des entreprises américaines, elle a baissé en début d'année mais remonte désormais légèrement. Le risque géopolitique, mesuré par la couverture médiatique de l'incertitude, est sur une tendance haussière depuis début 2013 bien que celle-ci ralentisse dernièrement. Quant à l'incertitude basée sur la dispersion des performances des entreprises sur les marchés d'actions, elle a fléchi depuis le début de l'année.



* 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

Plusieurs indices de la confiance des consommateurs seront disponibles la semaine prochaine (Allemagne, France, Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon) ; en France et en Allemagne, nous connaissons également les chiffres de l'inflation. En outre, la Commission européenne publiera son très attendu indice du climat économique et ses composantes. Enfin, nous aurons la toute dernière estimation de la croissance américaine au premier trimestre.

Date	Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
27/05/2019	Allemagne	Ventes au détail m/m	Avril	--	-0,2%
28/05/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Juin	--	10,4
28/05/2019	France	Confiance des consommateurs	Mai	--	96
28/05/2019	Zone euro	Climat économique	Mai	--	104,0
28/05/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	--
28/05/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Mai	130,0	129,2
29/05/2019	France	IPC harmonisé m/m	Mai	--	0,4%
29/05/2019	France	PIB t/t	1T	--	0,3%
30/05/2019	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	1T	3,1%	3,2%
31/05/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	--	-13
31/05/2019	Japon	Production industrielle m/m	Avril	--	-0,6%
31/05/2019	Japon	Ventes au détail m/m	Avril	--	0,2%
31/05/2019	Japon	Confiance des consommateurs	May	--	40,4
31/05/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	May	--	1,0%
31/05/2019	Etats-Unis	Revenus personnels	Avril	0,3%	0,1%
31/05/2019	Etats-Unis	Dépenses personnelles	Avril	0,2%	0,9%
31/05/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'université du Michigan	Mai	100,8	102,4

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

Le rebond de la croissance en début d'année 2019 est en partie lié à des facteurs temporaires (stocks), alors que la demande intérieure privée s'assagit. Le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises, tandis que la hausse du dollar en 2018 et la montée des tensions commerciales pèseront sur les exportations. L'inflation sous-jacente reste sous contrôle.

Le message relativement équilibré du FOMC de mai nous incite à anticiper un statu quo sur les taux d'intérêt, fonds fédéraux (2,25%-2,50%) ou rémunération des réserves excédentaires (2,35%).

CHINE

La croissance économique continue de ralentir. Après une légère amélioration en mars, l'activité a de nouveau faibli et la récente aggravation des tensions avec les Etats-Unis vient encore assombrir les perspectives d'exportations.

La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait rester une priorité. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient.

A court terme, l'affaiblissement des exportations et de l'investissement privé devrait se poursuivre. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

ZONE EURO

Malgré une croissance plus dynamique qu'attendu au T1 2019, le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités et l'activité dans le secteur manufacturier reste dégradée.

L'inflation diminue et sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) affiche toujours une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.

La politique monétaire reste prudente et proactive, la BCE ayant annoncé le lancement de nouvelles vagues de prêts à long terme (TLTRO) pour les banques.

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 dit patienter avant de décider d'un éventuel changement de politique. Nous nous attendons désormais à un statu quo en 2019 et en 2020. Nous prévoyons une hausse modérée du rendement des *Treasuries* à 10 ans, de 2,60% en fin d'année en raison d'une légère augmentation de la prime de terme.

Les taux officiels de la BCE ne devraient pas changer en 2019 et 2020 en raison de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance et de l'inflation sous-jacente faible. Nous prévoyons une hausse marginale du taux à 10 ans du Bund qui terminerait 2019 à 0,00% et 2020 à 0,15%.

Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.

L'euro devrait se renforcer face au dollar US, ce dernier étant trop cher par rapport à sa valeur d'équilibre.

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
Avancés	2,2	1,8	1,3	2,0	1,6	1,6
États-Unis	2,9	2,7	1,8	2,4	2,1	2,0
Japon	0,8	0,6	0,2	1,0	0,6	0,5
Royaume-Uni	1,4	1,3	1,4	2,5	1,9	1,9
Zone euro	1,8	1,1	1,0	1,8	1,3	1,3
Allemagne	1,4	0,6	1,0	1,9	1,5	1,5
France	1,6	1,3	1,2	2,1	1,4	1,5
Italie	0,7	0,3	0,2	1,3	0,9	0,9
Espagne	2,6	2,2	1,9	1,7	1,0	1,2
Emergents	4,5	4,2	4,7	4,7	4,8	4,3
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	2,2	2,6
Inde*	7,0	7,4	7,6	3,4	3,5	4,2
Brésil	1,1	0,8	2,5	3,7	3,9	3,9
Russie	2,3	1,5	1,7	2,9	5,1	4,1

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

* Année budgétaire du 1er avril de l'année tau 31 mars de l'année t+1

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Libor 3m \$	2,60	2,60	2,60	2,60	2,81	2,60	2,50
Treas. 10a	2,42	2,50	2,50	2,60	2,69	2,60	2,50
Z. eurc Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
Bund 10a	-0,07	-0,05	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
OAT 10a	0,26	0,30	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
R-Uni Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
USD EUR / USD	1,12	1,13	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
USD / JPY	110,7	108,0	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
USD / CHF	1,00	1,01	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
EUR EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
EUR / JPY	124	122	122	122	125	122	119

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 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 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 engagé 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.

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 (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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change