

ECOWEEK

No. 19-26, 28 juin 2019

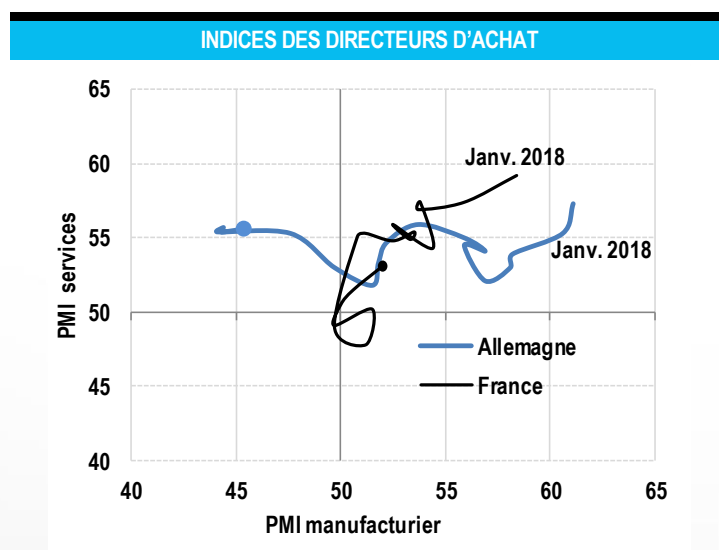
France et Allemagne : un ralentissement conjoncturel très différent de part et d'autre du Rhin

■ Depuis le début de l'année dernière, le ralentissement observé dans les deux pays se manifeste de manière différente : en France, il frappe l'industrie manufacturière et les services, alors qu'en Allemagne, il est principalement concentré dans le secteur manufacturier ■ Les données récentes indiquent un léger mieux dans l'Hexagone, alors que les signes de stabilisation restent timides outre-Rhin ■ Si les problèmes liés aux relations commerciales (entre les Etats-Unis et la Chine, d'une part, et les Etats-Unis et l'Europe, d'autre part) et au Brexit tardaient à se régler, une amélioration significative à court terme serait peu probable. La France pourrait toutefois surprendre favorablement en raison des effets stimulants des mesures de soutien au pouvoir d'achat.

La publication, cette semaine, de statistiques économiques importantes en France et en Allemagne permet de comparer le climat conjoncturel dans les deux pays. En Allemagne, les indicateurs de l'institut Ifo dépeignent une situation morose. L'indice global du climat des affaires, tous secteurs confondus, a reculé en juin et se situe à son plus bas niveau depuis novembre 2014. Les chefs d'entreprises se disent plus pessimistes sur les perspectives même si l'indice relatif à l'évaluation de la situation actuelle s'est légèrement redressé. La dispersion des évaluations, par les entreprises, de leurs perspectives économiques – une mesure de l'incertitude – reste élevée et a légèrement augmenté. Les anticipations relatives aux exportations ont encore reculé pour atteindre un niveau correspondant à une croissance nulle. Le tableau est particulièrement sombre pour l'industrie automobile, ce qui est très compréhensible compte tenu du ralentissement en Chine – un important partenaire commercial pour l'Allemagne – et des inquiétudes liées à un éventuel relèvement, par les Etats-Unis, des droits de douane dans ce secteur.

En France, l'Insee a publié plusieurs statistiques. L'indice global du climat des affaires reste stable tandis que les services enregistrent un léger mieux, atteignant un niveau inédit depuis mai 2018, bien au-dessus de la moyenne historique. Le secteur industriel accuse un certain ralentissement, après le rebond du mois de mai, mais le climat conjoncturel se maintient au-dessus de sa moyenne de longue période. L'opinion des industriels sur les carnets de commandes se dégrade suite à la détérioration des commandes à l'exportation, bien inférieures à leur moyenne de long terme. En juin, le climat des affaires est stable dans le commerce de détail et le secteur automobile. Dans le bâtiment, le climat conjoncturel est également stable et reste nettement supérieur à sa moyenne de longue période.

.../...



Sources : IHS Markit, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

Eco
WEEK

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

L'utilisation des capacités est très élevée dans ce secteur et les goulets d'étranglement du marché du travail continuent d'augmenter. La conjoncture globale du marché du travail s'est améliorée en juin, principalement tirée par le secteur des services.

Ainsi qu'il ressort de ce tableau général, la France fait légèrement mieux, ce que confirme le graphique. Depuis janvier 2018, qui correspond plus ou moins au pic du cycle en termes de données d'enquête, les indices des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière et les services ont enregistré une baisse parallèle en France, mais ils ont récemment rebondi¹.

En Allemagne, les services ont moins fléchi qu'en France, oscillant dans une fourchette relativement étroite au cours des dix-huit derniers mois. Cela laisse penser que le ralentissement de la croissance outre-Rhin est principalement dû au secteur manufacturier. L'indice PMI relatif à ce secteur a sensiblement chuté, et ce, pour plusieurs raisons. Une plus forte exposition au commerce international et à la Chine explique, tout au moins en partie, la différence entre les deux pays en termes de performances du secteur manufacturier. Concernant les perspectives à court terme, les indices PMI et les données de l'Insee pour la France offrent des raisons d'être optimiste. En Allemagne, certains indicateurs donnent des signes de stabilisation (ex : anticipations du secteur manufacturier au cours des derniers mois). On peut supposer que les problèmes liés aux relations commerciales (entre les Etats-Unis et la Chine, d'une part, et les Etats-Unis et l'Europe, d'autre part) ainsi qu'au Brexit ne se régleront pas de sitôt. On peut alors difficilement s'attendre à une amélioration significative à court terme. La France pourrait toutefois surprendre favorablement en raison des effets stimulants des mesures de soutien au pouvoir d'achat.

William De Vijlder

¹ les points du graphique correspondent aux dernières observations (juin 2019)



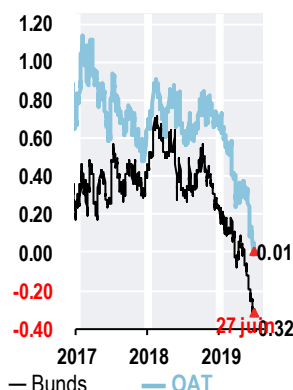
Revue des marchés

L'essentiel

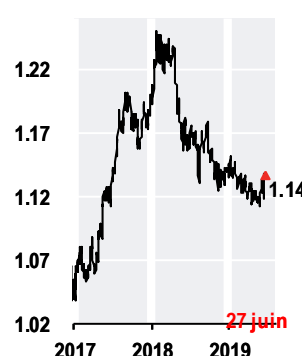
Semaine du 21-6-19 au 27-6-19

➤ CAC 40	5 528	▶ 5 494	-0.6 %
➤ S&P 500	2 950	▶ 2 925	-0.9 %
↗ Volatilité (VIX)	15.4	▶ 15.8	+0.4 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.34	▶ -0.34	+0.0 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	2.35	▶ 2.32	-3.0 pb
➤ OAT 10a (%)	0.06	▶ 0.01	-4.9 pb
➤ Bund 10a (%)	-0.29	▶ -0.32	-3.1 pb
➤ US Tr. 10a (%)	2.07	▶ 2.01	-6.0 pb
↗ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.14	+0.4 %
↗ Or (once, \$)	1 393	▶ 1 405	+0.8 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	65.3	▶ 66.4	+1.7 %

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	-0.25	le 07/06	-0.38 le 19/06
Euribor 3m	-0.34	-0.31	le 24/01	-0.35 le 25/06
Euribor 12m	-0.21	-0.11	le 06/02	-0.21 le 27/06
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.32	2.81	le 01/01	2.31 le 25/06
Libor 12m	2.18	3.04	le 21/01	2.15 le 25/06
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.77	0.93	le 29/01	0.77 le 27/06
Libor 12m	0.96	1.19	le 11/01	0.95 le 26/06

Au 27-6-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.12	0.68	le 09/01	0.09 le 20/06
Bund 2a	-0.74	-0.53	le 05/03	-0.76 le 18/06
Bund 10a	-0.32	0.25	le 01/01	-0.33 le 25/06
OAT 10a	0.01	0.73	le 08/01	-0.01 le 25/06
Corp. BBB	1.04	2.15	le 08/01	1.02 le 25/06
\$ Treas. 2a	1.77	2.62	le 18/01	1.73 le 20/06
Treas. 10a	2.01	2.78	le 18/01	1.99 le 25/06
Corp. BBB	3.56	4.65	le 01/01	3.56 le 24/06
£ Treas. 2a	0.60	0.83	le 27/02	0.52 le 07/06
Treas. 10a	0.83	1.35	le 18/01	0.80 le 25/06

Au 27-6-19

Rendements 10a € et spreads

3.17%	Grèce	348 pb
2.13%	Italie	244 pb
0.49%	Portugal	80 pb
0.40%	Espagne	71 pb
0.07%	Belgique	38 pb
0.01%	France	32 pb
-0.04%	Autriche	27 pb
-0.11%	Finlande	20 pb
-0.14%	P-Bas	17 pb
-0.15%	Irlande	16 pb
-0.32%	Allemagne	

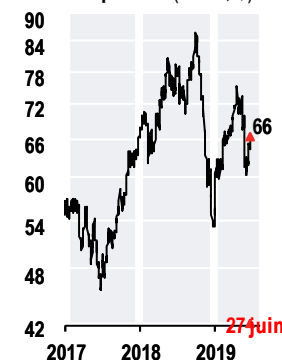
Matières premières

Prix spot, \$	+haut 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	66.4	53.1	le 01/01	+25.7%
Or (once)	1 405	1 268	le 02/05	+10.2%
Métaux, LME	2 823	2 730	le 03/01	+1.3%
Cuivre (tonne)	5 977	5 714	le 03/01	+1.0%
CRB Aliments	350	324	le 07/03	+8.6%
Blé (tonne)	210	167	le 10/05	+7.3%
Maïs (tonne)	172	128	le 24/04	+26.7%

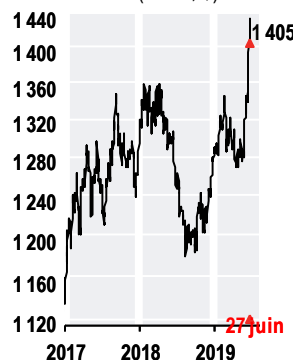
Au 27-6-19

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	1.11	le 30/05	-0.6%
GBP	0.90	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03	-0.1%
CHF	1.11	1.14	le 23/04	1.11	le 24/06	-1.4%
JPY	122.52	127.43	le 01/03	120.99	le 31/05	-2.3%
AUD	1.62	1.64	le 17/06	1.57	le 18/04	-0.0%
CNY	7.82	7.87	le 09/01	7.51	le 25/04	-0.4%
BRL	4.39	4.59	le 20/05	4.18	le 31/01	-0.8%
RUB	71.73	79.30	le 01/01	71.16	le 20/06	-9.6%
INR	78.53	82.00	le 04/02	76.84	le 03/04	-1.6%

Au 27-6-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	
CAC 40	5 494	5 592	le 23/04	4 611	le 03/01	+16.1%	+16.1%
S&P500	2 925	2 954	le 20/06	2 448	le 03/01	+16.7%	+17.3%
DAX	12 271	12 413	le 03/05	10 417	le 03/01	+16.2%	+16.2%
Nikkei	21 338	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+6.6%	+9.1%
Chine*	79	86	le 09/04	68	le 03/01	+11.6%	+12.4%
Inde*	599	612	le 03/06	530	le 19/02	+6.3%	+8.0%
Brésil*	2 195	2 304	le 04/02	1 862	le 17/05	+12.6%	+13.6%
Russie*	736	736	le 20/06	572	le 01/01	+18.5%	+29.3%

Au 27-6-19

Variations

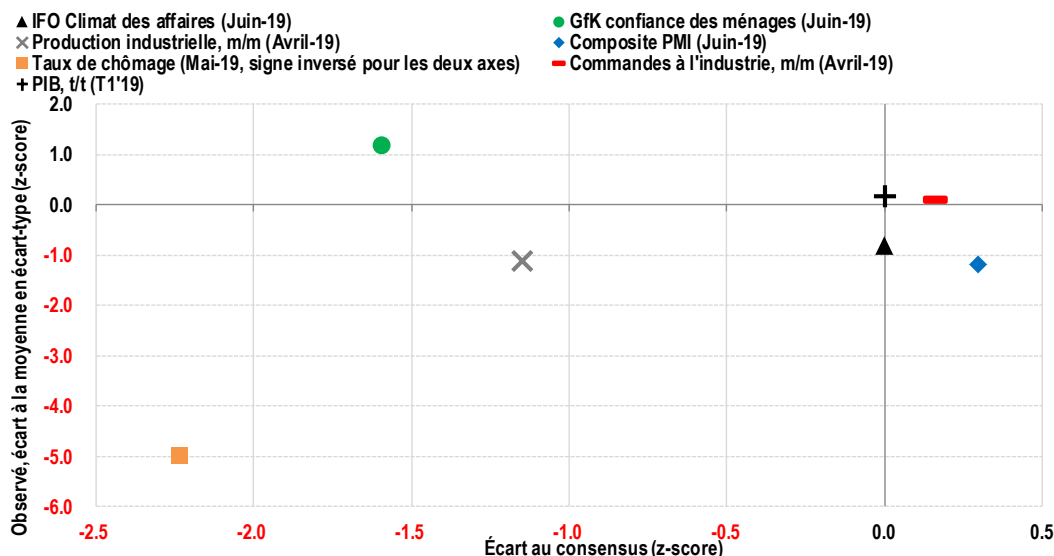
* Indices MSCI



Baromètre

Allemagne : des signes de stabilisation

D'après le baromètre, la situation économique de l'Allemagne est encore moins bonne que les attentes, celles-ci ressortant déjà en baisse. Toutefois, en y regardant de plus près, le tableau n'est pas si mauvais. Certains indicateurs, tels que l'indice Ifo ou celui des commandes industrielles, montrent des signes de stabilisation mais restent à un niveau faible. La confiance des ménages a diminué pour le deuxième mois consécutif. Néanmoins, l'évaluation du climat économique semble se stabiliser. Finalement, la plus mauvaise surprise vient de la hausse du taux de chômage en mai, la première depuis cinq ans. La morosité du contexte économique pourrait avoir joué un rôle. Toutefois, la principale explication réside dans l'ajout de 30 000 à 40 000 chômeurs supplémentaires à la suite d'une inspection menée par l'office de contrôle fédéral des finances. Un autre exemple de la rigueur allemande.



Sources : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

Comme chaque début de mois, la semaine prochaine sera riche en données économiques. L'enquête Tankan et l'indice de confiance des consommateurs seront publiés au Japon, et, pour la zone euro, nous aurons le taux de chômage pour le mois de mai. L'attention se portera particulièrement sur la publication des indices PMI (manufacturier, services, composite) de plusieurs pays et des indices ISM aux Etats-Unis. Plus important encore, nous connaissons les chiffres du marché du travail américain.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
01/07/2019	Japon	Confiance des grands industriels (Tankan)	2T	--	--
01/07/2019	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Juin	50,0	50,2
01/07/2019	Japon	Confiance des consommateurs	Juin	--	39,4
01/07/2019	France	PMI manufacturier (Markit)	Juin	--	52,0
01/07/2019	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juin	--	47,8
01/07/2019	Zone euro	Taux de chômage	Mai	--	7,6%
01/07/2019	Etats-Unis	ISM manufacturier	Juin	51,4	52,1
03/07/2019	China	PMI composite (Caixin)	Juin	--	51,5
03/07/2019	France	PMI composite (Markit)	Juin	--	52,9
03/07/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juin	--	52,1
03/07/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	May	--	--
03/07/2019	Etats-Unis	ISM non manufacturier	Juin	56,0	56,9
05/07/2019	Etats-Unis	Variation de l'emploi non agricole	Juin	165 000	75 000

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 plus prudent du président de la Fed nous incite désormais à anticiper une baisse du taux des fonds fédéraux au troisième trimestre. Les « fed funds » s'établiraient alors dans une fourchette de 1.75%-2.0%.

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, la Réserve fédérale devrait baisser deux fois ses taux au 2e semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible et du niveau élevé de l'incertitude. Les marchés obligataires anticipent déjà la réduction des taux d'intérêt. De ce fait, la baisse du rendement des *Treasuries* à 10 ans devrait rester modérée.

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 et la Réserve fédérale étant en phase d'assouplissement monétaire.

%	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	1,9	1,1	1,0	1,8	1,3	1,3
Allemagne	1,4	0,6	1,0	1,9	1,5	1,5
France	1,7	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 t au 31 mars de l'année t+1

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,00	2,00	2,50	2,00	1,75
Libor 3m \$	2,60	2,45	2,00	2,00	2,81	2,00	1,80
Treas. 10a	2,42	2,10	1,95	1,90	2,69	1,90	2,25
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
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
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, 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 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.

© 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