

# ECOWEEK

No.19-14, 5 avril 2019

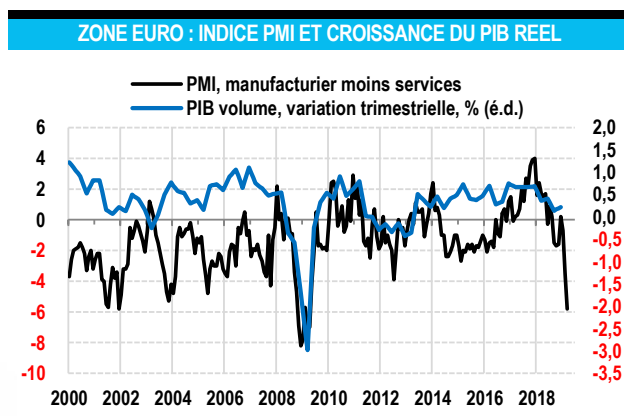
## Economie mondiale : début d'amélioration

■ Le rebond en mars des créations d'emplois aux Etats-Unis constitue un soulagement après la déception du mois de février ■ Les indices manufacturiers chinois se sont ressaisis et dépassent les 50 points ■ Dans la zone euro, le secteur manufacturier reste sous pression mais l'indice PMI des services progresse, et les ventes au détail dépassent les attentes ■ L'évolution de l'incertitude sera décisive pour le secteur manufacturier, or on voit quelques signes encourageants : la probabilité d'un accord entre les Etats-Unis et la Chine augmente, tandis qu'au Royaume-Uni des négociations entre les partis politiques visent à éviter un Brexit sans accord

Si une hirondelle ne fait pas le printemps, elles sont néanmoins de plus en plus nombreuses à se rassembler comme le montrent les données récentes. Aux Etats-Unis, 196 000 emplois ont été créés en mars. C'est bien plus que les attentes du consensus. Après l'amélioration, la semaine dernière, de plusieurs données Ifo pour l'Allemagne (à l'exception du secteur manufacturier) et de celles de l'Insee en France, la hausse, cette semaine, du PMI manufacturier officiel chinois (de 49,2 à 50,5) et la deuxième augmentation consécutive du PMI manufacturier Caixin (de 49,9 à 50,8) ont été accueillies avec soulagement. Cette embellie montre que les mesures de relance commencent à porter leurs fruits, laissant espérer aux partenaires commerciaux de la Chine un redressement des perspectives à l'exportation.

Pour l'heure, il s'agit plus d'espoir que de réalité. Les PMI chinois ont à peine dépassé le seuil critique de 50 points et la composante « exportations » du PMI de la zone euro s'est encore dégradée en mars, avec une baisse à 44,8. Des replis ont été enregistrés en Autriche, en France, en Allemagne et en Italie tandis que la situation s'est améliorée en Espagne, aux Pays-Bas et en Irlande. Cependant, à trop se focaliser sur le secteur manufacturier, on finit par ignorer le reste. Au niveau des secteurs (cf. graphique), l'écart entre le secteur manufacturier et celui des services s'est creusé de près de 6 points entre le mois de décembre, où ils se situaient, respectivement, à 51,4 et 51,2 dans la zone euro, et le mois de mars (47,5 pour l'industrie manufacturière et 53,3 pour les services). Le PMI des services a de nouveau progressé en mars, porté par la nette amélioration enregistrée en Italie et en Espagne alors qu'il s'est dégradé en France, se repliant de 50,2 à 49,1. Les ventes au détail de la zone euro - il est important de le souligner - ont dépassé les anticipations, avec +0,4 % en février par rapport au mois de janvier, et +2,8% par rapport à février 2018. D'autres chiffres publiés récemment pour la zone euro donnent aussi des raisons d'être confiant. Au quatrième trimestre 2018, le taux d'investissement des entreprises (formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute) a été de 23,7% (23,4% au troisième trimestre) et le taux des offres d'emplois a progressé à 2,3% (contre 2,1% le trimestre précédent).

Dans ces conditions, la stabilisation de la croissance du secteur manufacturier à court terme dépend aussi de l'évolution de l'incertitude, principal vent contraire de ces derniers mois. Selon des informations relatives aux négociations entre les États-Unis et la Chine, les chances d'aboutir à un accord semblent se renforcer. Sur le dossier du Brexit, les évolutions récentes ont montré combien il est risqué de se livrer à quelque pronostic que ce soit, mais une chose est sûre : éviter un Brexit sans accord — ce sur quoi se concentrent toutes les discussions actuelles — contribuerait manifestement à une réduction significative de l'incertitude pour les entreprises.



William De Vijlder

p.2

Revue des marchés

p.3

Baromètre

p.4

Scénario économique

**Eco**  
**WEEK**

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

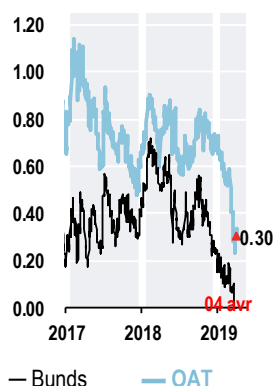
## Revue des marchés

### L'essentiel

Semaine du 29-3-19 au 4-4-19

↗ CAC 40	5 351	▶ 5 464	+2.1 %
↗ S&P 500	2 834	▶ 2 879	+1.6 %
↘ Volatilité (VIX)	13.7	▶ 13.6	-0.1 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.1 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.60	▶ 2.60	-0.2 pb
↗ OAT 10a (%)	0.26	▶ 0.30	+4.8 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.07	▶ -0.01	+6.2 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.42	▶ 2.51	+9.6 pb
↘ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.12	-0.1 %
↘ Or (once, \$)	1 296	▶ 1 288	-0.6 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	68.6	▶ 69.7	+1.7 %

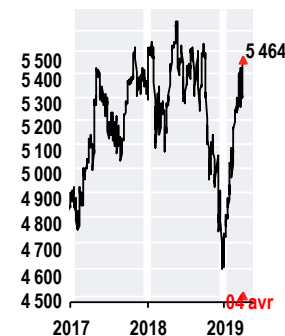
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.36	le 01/01	-0.37 le 26/02
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 28/03
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	2.60	2.81	le 01/01	2.59 le 28/03
Libor 12m	2.75	3.04	le 21/01	2.68 le 27/03
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.84	0.93	le 29/01	0.83 le 22/03
Libor 12m	1.07	1.19	le 11/01	1.05 le 02/04

Au 4-4-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.43	0.68	le 09/01	0.40 le 29/03
Bund 2a	-0.58	-0.53	le 05/03	-0.63 le 27/03
Bund 10a	-0.01	0.25	le 01/01	-0.08 le 27/03
OAT 10a	0.30	0.73	le 08/01	0.24 le 27/03
Corp. BBB	1.44	2.15	le 08/01	1.42 le 02/04
\$ Treas. 2a	2.35	2.62	le 18/01	2.22 le 27/03
Treas. 10a	2.51	2.78	le 18/01	2.37 le 27/03
Corp. BBB	4.07	4.65	le 01/01	3.98 le 27/03
£ Treas. 2a	0.69	0.83	le 27/02	0.63 le 02/04
Treas. 10a	1.09	1.35	le 18/01	0.99 le 25/03

Au 4-4-19

Rendements 10a € et spreads

4.05%	Grèce	405 pb
2.52%	Italie	252 pb
1.27%	Portugal	127 pb
1.11%	Espagne	111 pb
0.46%	Belgique	46 pb
0.31%	Autriche	31 pb
0.30%	France	31 pb
0.23%	Finlande	24 pb
0.21%	Irlande	21 pb
0.19%	P-Bas	19 pb
-0.01%	Allemagne	

### Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	69.7	53.1	le 01/01 +33.8%
Or (once)	1 288	1 281	le 21/01 +2.5%
Métaux, LME	3 055	2 730	le 03/01 +11.2%
Cuivre (tonne)	6 437	5 714	le 03/01 +10.3%
CRB Aliments	346	324	le 07/03 +8.8%
Blé (tonne)	184	168	le 11/03 -4.5%
Mais (tonne)	134	130	le 29/03 +0.4%

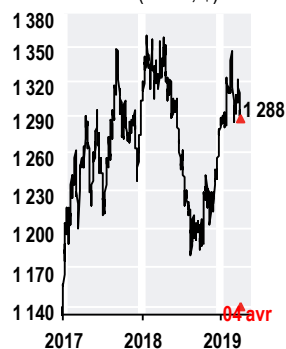
Au 4-4-19

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	1.12 le 02/04	-1.9%
GBP	0.86	0.90	le 03/01	0.85 le 14/03	-4.5%
CHF	1.12	1.14	le 05/02	1.12 le 02/04	-0.5%
JPY	125.14	127.43	le 01/03	122.54 le 03/01	-0.2%
AUD	1.58	1.63	le 03/01	1.57 le 31/01	-2.9%
CNY	7.54	7.87	le 09/01	7.52 le 02/04	-4.0%
BRL	4.34	4.46	le 28/03	4.18 le 31/01	-2.1%
RUB	73.45	79.30	le 01/01	72.45 le 21/03	-7.4%
INR	77.58	82.00	le 04/02	76.84 le 03/04	-2.8%

Au 4-4-19

Variations

### Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 464	5 469	le 03/04	4 611	le 03/01	+15.5%	+15.5%
S&P500	2 879	2 879	le 04/04	2 448	le 03/01	+14.9%	+17.1%
DAX	11 988	11 988	le 04/04	10 417	le 03/01	+13.5%	+13.5%
Nikkei	21 725	21 822	le 04/03	19 562	le 04/01	+8.5%	+8.8%
Chine*	85	85	le 04/04	68	le 03/01	+20.9%	+23.0%
Inde*	596	606	le 02/04	530	le 19/02	+6.0%	+9.0%
Brésil*	2 112	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+8.4%	+10.7%
Russie*	651	661	le 21/03	572	le 01/01	+8.3%	+15.9%

Au 4-4-19

Variations

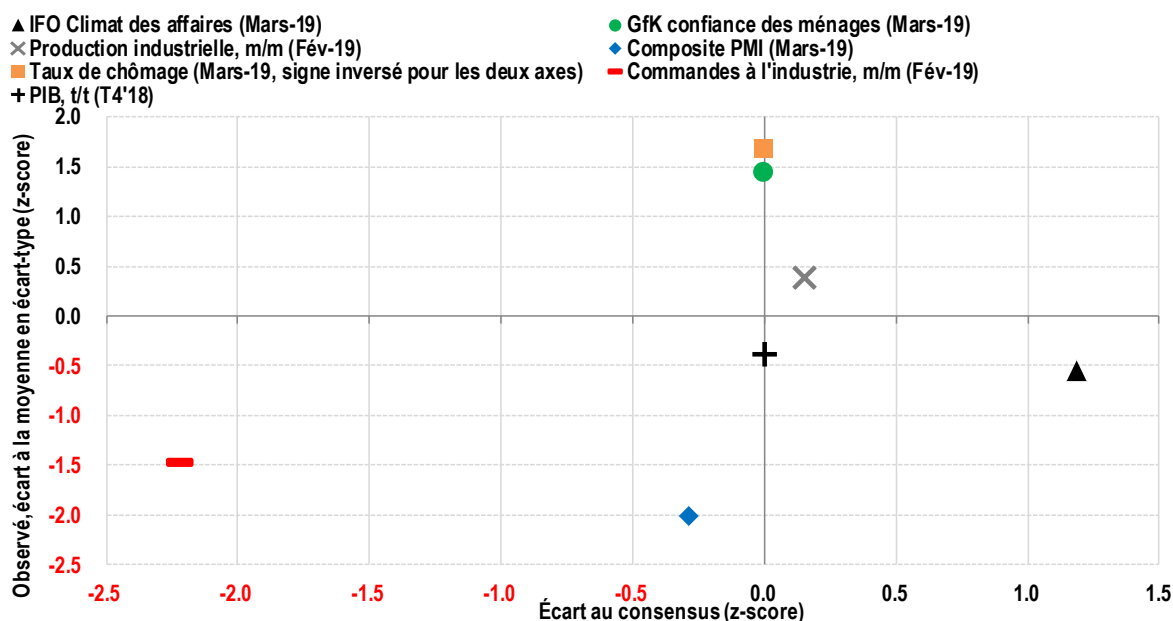
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Allemagne : une lueur d'espoir

L'horizon semble s'éclaircir pour l'économie allemande, les indicateurs du Baromètre se dirigeant vers le quadrant nord-ouest du graphique. Cependant, pour le moment l'amélioration se concentre surtout en dehors de l'important secteur manufacturier du pays. Ainsi, l'indice Ifo du climat des affaires s'est renforcé après six mois consécutifs de baisse malgré la poursuite du déclin de la composante « secteur manufacturier ». La production industrielle a également surpris à la hausse, grâce au bâtiment (+ 6,8%). L'activité manufacturière n'a pratiquement pas changé, ce qui constitue une surprise, du fait de la baisse des nouvelles commandes à l'industrie au cours des derniers mois.



Source : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

### Indicateurs à suivre

L'attention se portera sur les négociations autour du Brexit. Pour le reste, en matière d'actualité économique les yeux seront tournés vers la réunion et la conférence de presse de la BCE alors que le ralentissement du secteur manufacturier se poursuit. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale publiera les minutes de la réunion du FOMC. De plus, plusieurs indicateurs de sentiment seront publiés : celui de la confiance des consommateurs au Japon, de la confiance des industriels en France et, aux Etats-Unis, l'indicateur de l'université du Michigan et celui de la confiance des petites entreprises. Nous connaissons également les commandes de biens d'équipement aux Etats-Unis et l'inflation des prix à la consommation aux Etats-Unis, en Allemagne et en France.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
08/04/19	Japon	Confiance des consommateurs	mars	--	41,5
08/04/19	France	Confiance des industriels (Banque de France)	mars	--	101
08/04/19	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	février	--	--
09/04/19	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	mars	--	101,7
10/04/19	France	Production industrielle m/m	février	--	1,3%
10/04/19	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	février	--	0,6%
10/04/19	Zone euro	Principal taux de refinancement (BCE)	10 avril	--	0,000%
10/04/19	Etats-Unis	IPC m/m	mars	0,3%	0,2%
10/04/19	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	20 mars	--	--
11/04/19	Allemagne	IPC harmonisé m/m	mars	--	0,5%
11/04/19	France	IPC harmonisé m/m	mars	--	0,9%
11/04/19	Etats-Unis	Prix à la production demande finale m/m	mars	0,3%	0,1%
12/04/19	Zone euro	Production industrielle m/m	février	--	1,4%
12/04/19	Etats-Unis	Sentiment de l'université du Michigan	avril	98,0	98,4

Source: Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,3% 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 continue de ralentir, et les perspectives d'exportations restent très assombries par la hausse des droits de douane américains.
- 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 le moindre dynamisme du marché immobilier devraient continuer de peser sur la demande interne privée. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

### 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. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation diminue 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 l'activité, 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 un statu quo. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 2,80% fin juin et à 2,70% 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% 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	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
<b>Avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
États-Unis	2.9	2.3	1.8	2.4	1.7	2.0
Japon	0.8	0.2	0.3	1.0	0.5	0.5
Royaume-Uni	1.4	1.1	1.5	2.5	2.0	1.9
<b>Zone euro</b>	<b>1.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
Allemagne	1.4	0.7	0.9	1.9	1.4	1.7
France	1.5	1.2	1.2	2.1	1.2	1.7
Italie	0.8	0.0	0.5	1.3	0.9	1.2
Espagne	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.4
<b>Emergents</b>	<b>5.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	1.6	2.0
Inde	7.4	7.6	7.8	3.4	3.3	4.1
Brésil	1.1	2.0	3.0	3.7	3.8	3.6
Russie	1.7	1.5	1.8	2.8	5.1	4.1

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

Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b> 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	2.80	2.75	2.70	2.69	2.70	2.50
<b>Z. euro</b> 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	0.30	0.30	0.30	0.25	0.30	0.40
OAT 10a	0.26	0.65	0.65	0.60	0.71	0.60	0.70
<b>R-Uni</b> 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
<b>Japon</b> Taux BoJ	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.20
JGB 10a	-0.09	-0.03	-0.05	-0.05	0.00	-0.05	-0.20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
<b>USD</b> EUR / USD	1.12	1.17	1.18	1.20	1.14	1.20	1.25
USD / JPY	111	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1.30	1.38	1.40	1.45	1.27	1.45	1.51
USD / CHF	1.00	0.97	0.97	0.97	0.99	0.97	0.93
<b>EUR</b> EUR / GBP	0.85	0.85	0.84	0.83	0.90	0.83	0.83
EUR / CHF	1.12	1.14	1.15	1.16	1.13	1.16	1.16
EUR / JPY	124	126	124	120	125	120	113

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63    [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91    [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54    [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+ 33 1 43 16 95 50    [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54    [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+ 33 1 40 14 30 77    [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82    [francois.faure@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77    [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84    [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71    [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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](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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://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