

ECOWEEK

No. 19-15, 12 avril 2019

États-Unis : trois messages différents de Washington DC

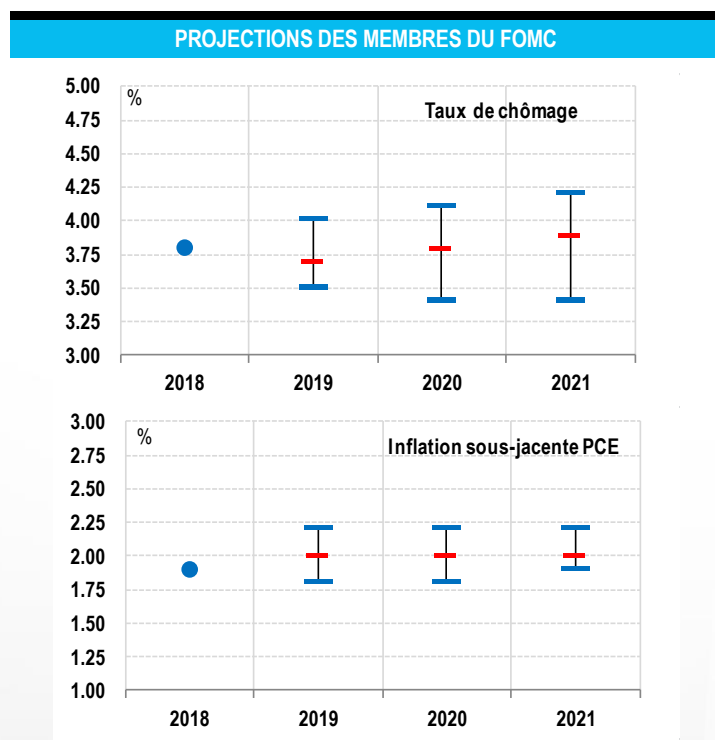
■ Le Président Trump a affirmé que l'économie décollerait si la Fed décidait d'abaisser les taux directeurs ■ D'après les minutes de la réunion du FOMC, les membres du Comité ont confiance dans les perspectives économiques, et celles d'inflation les autorisent à faire preuve de patience compte tenu des nombreuses incertitudes au niveau mondial ■ Dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde, le FMI s'inquiète du niveau élevé d'endettement qui pèse sur la capacité des entreprises à faire face à un fort ralentissement de la croissance ou une hausse des coûts de financement ■ La Fed devra donc combiner patience et prudence

Comme le montrent les analyses et commentaires récents sur les États-Unis, c'est la perspective dans laquelle l'on se place qui dicte le sens des messages, d'où la divergence, sinon la contradiction entre ces derniers. Le Président Trump a souligné, la semaine dernière, que l'économie connaîtrait une ascension fulgurante si la Fed décidait d'abaisser les taux directeurs, ajoutant que la banque centrale avait contribué à freiner l'activité économique. 2020 étant une année électorale aux États-Unis, il n'est pas étonnant que les hommes politiques scrutent l'état de l'économie. Chacun se souvient à cet égard de la célèbre formule de Bill Clinton : « *c'est l'économie, idiot !* » dans sa campagne pour l'élection présidentielle de 1992, qu'il remporta contre le président sortant George Bush sr.

La Réserve fédérale n'a d'autre perspective que d'atteindre ses objectifs de politique monétaire. Les *minutes* de la réunion du mois de mars montrent que les membres du FOMC sont plutôt sereins pour ce qui est des perspectives économiques : leurs projections font état d'une bonne tenue persistante de la croissance (légèrement supérieure au potentiel), d'un faible taux de chômage et d'une inflation toujours maîtrisée. Par rapport au mois de décembre, leur incertitude quant aux perspectives n'a guère changé même si le risque d'un rebond du taux de chômage et d'un repli de l'inflation a augmenté quoique très légèrement (cf. graphiques page 2).

Les *minutes* font également ressortir la confiance des équipes d'économistes de la Fed à l'égard des perspectives. D'après eux, le ralentissement du premier trimestre serait transitoire et la croissance devrait rebondir au deuxième. De plus, l'incertitude de leurs projections serait en ligne avec la moyenne historique et ils estiment les risques pesant sur les perspectives relativement équilibrés. La banque centrale affiche ainsi une patience confiante : si les perspectives de croissance ne lui inspirent pas d'inquiétude, elle se donne le temps d'attendre avant d'envisager une nouvelle décision sur les taux directeurs. Pourquoi se hâter alors que l'inflation se maintient obstinément à un niveau proche de l'objectif et que les vents contraires venant du reste du monde n'ont pas disparu ?

.../...



Sources : Réserve fédérale américaine, BNP Paribas

p. 4

Revue des marchés

p. 5

Baromètre

p. 6

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Eco
WEEK

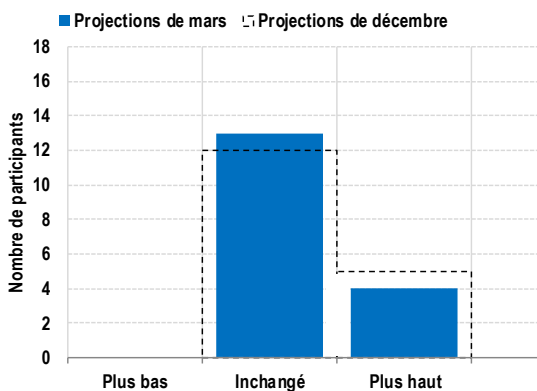
« Quelques membres ont fait observer que la trajectoire appropriée de la politique monétaire, dans la mesure où cela implique une baisse des taux d'intérêt pendant une période prolongée, pourrait conduire à un accroissement des risques pour la stabilité financière. Cependant, certains d'entre eux ont souligné que l'on pouvait faire face à de tels risques pour la stabilité financière par une utilisation appropriée des outils contracycliques et macroprudentiels ou autres instruments de contrôle ou de régulation » indique le compte-rendu. En outre, certains membres remarquent « qu'une éventuelle détérioration de l'économie américaine pourrait être amplifiée par une forte hausse du service de la dette des entreprises ». On fera aisément le lien avec le dernier rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde.

Dans ce rapport intitulé *Facteurs de vulnérabilité dans un cycle du crédit qui parvient à maturité*, les auteurs soulignent que le cycle du crédit des entreprises américaines semble avoir atteint son plus haut niveau de l'histoire récente (tout en restant inférieur à celui d'autres pays); les émetteurs moins bien notés occupent une place grandissante parmi les emprunteurs du secteur des entreprises et l'endettement a atteint des plus hauts cycliques dans la plupart des catégories de notation. Une telle évolution est assez logiquement le résultat d'une longue période de politique monétaire accommodante et d'une expansion de l'activité mondiale. Cependant, si ces facteurs de soutien cycliques se transforment en vents contraires, les conséquences d'une résilience réduite ne tarderont pas à apparaître :

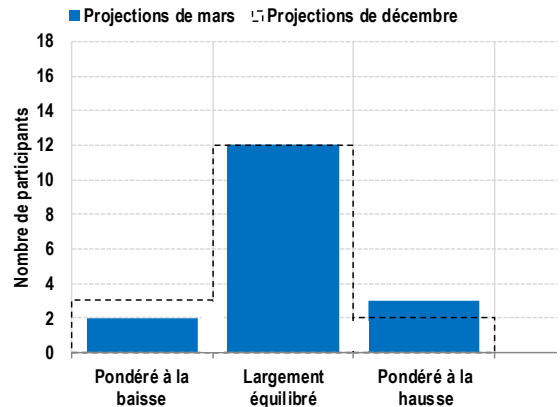
une sensibilité accrue à la baisse des bénéfiques ou à une hausse des taux d'intérêt, suite à l'accroissement du *spread* de la dette des entreprises par rapport aux *Treasuries* en cas d'augmentation des risques de récession. L'ampleur du retournement de la conjoncture est dès lors déterminante : « Même si les bilans des entreprises paraissent suffisamment solides pour endurer un ralentissement économique modéré ou un resserrement progressif des conditions financières...un ralentissement prononcé de la croissance bénéficiaire ou un resserrement brutal des conditions financières pourrait se traduire par une dégradation notable de la qualité du crédit des entreprises ». Il y a lieu d'être attentif au risque d'effets de contagion qui partiraient des émetteurs les moins bien cotés car ils subiront davantage la détérioration macroéconomique. Cela pourrait finir par affecter les sociétés mieux cotées en raison de leurs activités avec des entreprises fragilisées et de la détérioration de leur propre capacité à se financer auprès de banques et d'investisseurs en général plus prudents. Compte tenu des effets différés de la détente monétaire pour faire face à une telle évolution, la Fed doit relever un double défi : éviter un resserrement excessif de la politique monétaire quand l'environnement est toujours satisfaisant et s'assurer de pouvoir l'assouplir assez rapidement quand il se détériore. Car au-delà de la patience confiante, la politique monétaire sera aussi affaire de prudence patiente.

William De Vijlder

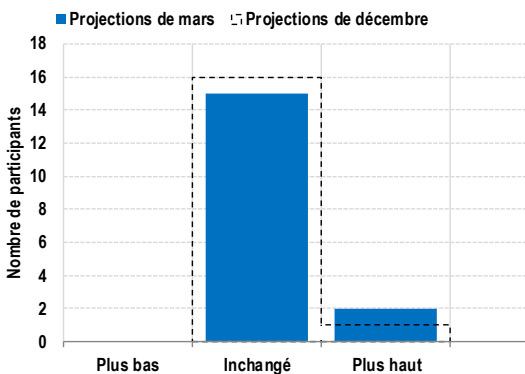
INCERTITUDE LIEE AU TAUX DE CHOMAGE



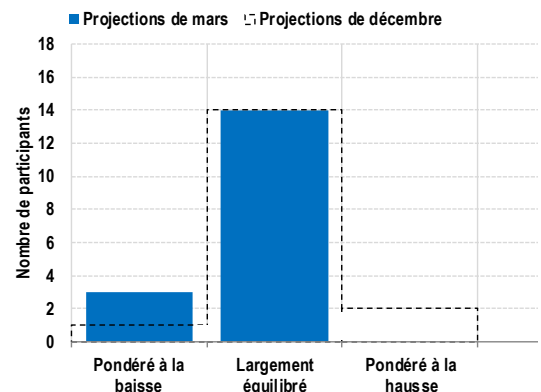
RISQUES PESANT SUR LE TAUX DE CHOMAGE



INCERTITUDE LIEE A L'INFLATION



RISQUES PESANT SUR L'INFLATION



Sources : Réserve fédérale, minutes de la réunion de mars du FOMC, BNP Paribas



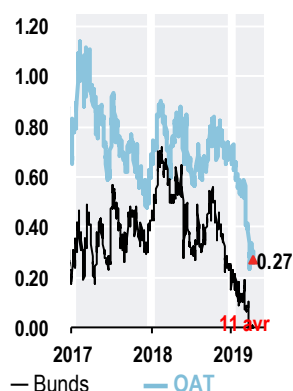
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 5-4-19 au 11-4-19

↗ CAC 40	5 476	▶ 5 486	+0.2 %
↘ S&P 500	2 893	▶ 2 888	-0.2 %
↗ Volatilité (VIX)	12.8	▶ 13.0	+0.2 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.0 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.59	▶ 2.60	+1.1 pb
↘ OAT 10a (%)	0.30	▶ 0.27	-2.5 pb
↘ Bund 10a (%)	0.00	▶ -0.01	-0.9 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.50	▶ 2.51	+0.5 pb
↗ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.13	+0.4 %
↗ Or (once, \$)	1 292	▶ 1 296	+0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	69.9	▶ 71.4	+2.2 %

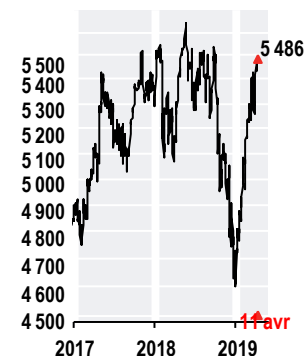
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	2.58 le 09/04
Libor 12m	2.74	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	0.82	0.93	le 29/01	0.82 le 08/04
Libor 12m	1.08	1.19	le 11/01	1.05 le 02/04

Au 11-4-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.38	0.68	le 09/01	0.38 le 11/04
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	0.27	0.73	le 08/01	0.24 le 27/03
Corp. BBB	1.40	2.15	le 08/01	1.40 le 10/04
\$ Treas. 2a	2.37	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	4.01	4.65	le 01/01	3.98 le 27/03
£ Treas. 2a	0.74	0.83	le 27/02	0.63 le 02/04
Treas. 10a	1.15	1.35	le 18/01	0.99 le 25/03

Au 11-4-19

Rendements 10a € et spreads

3.82%	Grèce	382 pb
2.37%	Italie	237 pb
1.14%	Portugal	114 pb
1.00%	Espagne	100 pb
0.44%	Belgique	44 pb
0.28%	Autriche	28 pb
0.27%	France	27 pb
0.20%	Finlande	20 pb
0.17%	P-Bas	17 pb
0.16%	Irlande	16 pb
-0.01%	Allemagne	

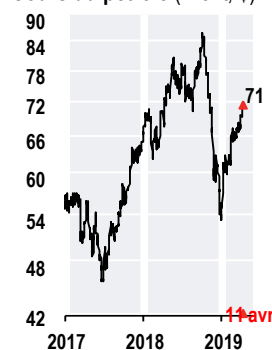
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	71.4	53.1	le 01/01 +36.3%
Or (once)	1 296	1 281	le 21/01 +2.5%
Métaux, LME	2 998	2 730	le 03/01 +8.5%
Cuivre (tonne)	6 391	5 714	le 03/01 +8.9%
CRB Aliments	345	324	le 07/03 +8.0%
Blé (tonne)	182	168	le 11/03 -6.5%
Maïs (tonne)	133	130	le 29/03 -0.9%

Au 11-4-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.12 le 02/04	-1.4%
GBP	0.86	0.90	le 03/01	0.85 le 14/03	-4.0%
CHF	1.13	1.14	le 05/02	1.12 le 02/04	+0.3%
JPY	125.67	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	-2.8%
CNY	7.57	7.87	le 09/01	7.52 le 02/04	-3.5%
BRL	4.32	4.46	le 28/03	4.18 le 31/01	-2.5%
RUB	72.64	79.30	le 01/01	72.45 le 21/03	-8.4%
INR	77.68	82.00	le 04/02	76.84 le 03/04	-2.7%

Au 11-4-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 486	5 486	le 11/04	4 611	le 03/01	+16.0%	+16.0%
S&P500	2 888	2 896	le 08/04	2 448	le 03/01	+15.2%	+16.8%
DAX	11 935	12 010	le 05/04	10 417	le 03/01	+13.0%	+13.0%
Nikkei	21 711	21 822	le 04/03	19 562	le 04/01	+8.5%	+8.3%
Chine*	85	86	le 09/04	68	le 03/01	+21.4%	+23.0%
Inde*	599	606	le 02/04	530	le 19/02	+6.0%	+8.9%
Brésil*	2 097	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+6.7%	+9.4%
Russie*	665	674	le 10/04	572	le 01/01	+9.0%	+17.8%

Au 11-4-19

Variations

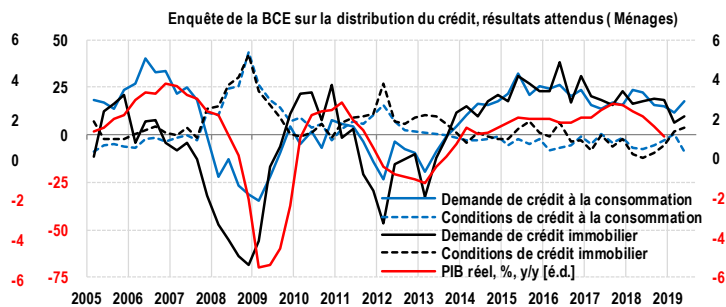
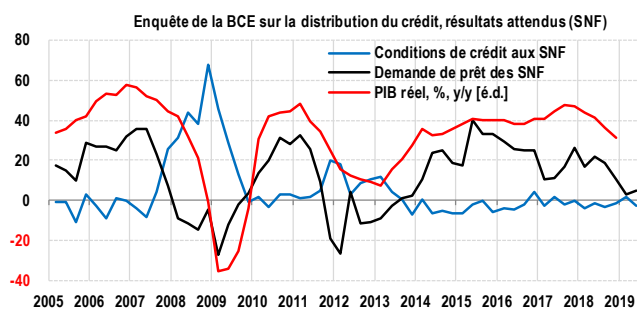
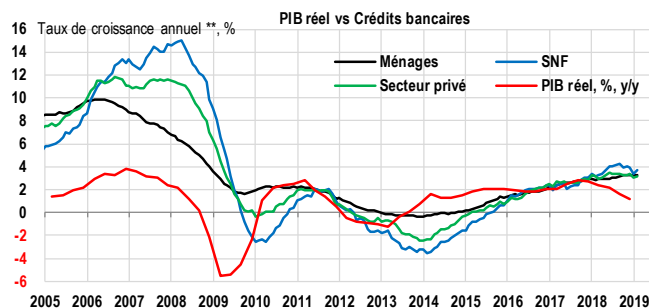
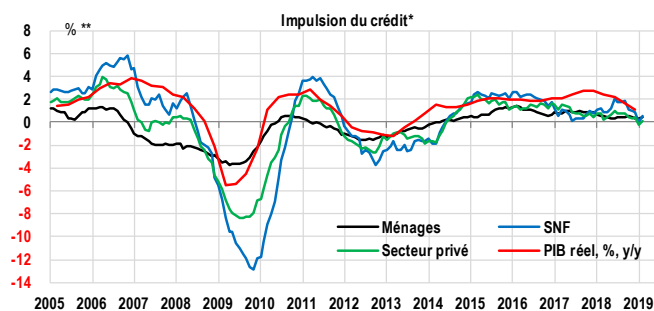
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : impulsion du crédit

Après une contraction en janvier, l'impulsion du crédit s'est très légèrement redressée en février 2019. Cette évolution tient presque exclusivement à celle des prêts aux sociétés non financières, alors que l'impulsion du crédit demeure relativement stable pour les ménages depuis novembre 2018. La demande est anticipée en hausse au deuxième trimestre 2019 pour l'ensemble des catégories de prêts, à la faveur de conditions de financement réassouplies, sauf pour les prêts à l'habitat pour lesquels un léger resserrement des conditions est attendu.



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

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

Indicateurs à suivre

Peu de nouvelles données seront publiées la semaine prochaine. Nous aurons les chiffres de l'inflation de la zone euro et du Royaume-Uni, et aux Etats-Unis les indicateurs de la production industrielle, des ventes au détail, des nouveaux chantiers de logements et des permis de construire. De plus, la Réserve fédérale de Philadelphie sortira ses perspectives des entreprises pour avril. Enfin, la Fed publiera son Livre beige sur l'activité économique américaine avec, comme toujours, une granularité régionale.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
16/04/19	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Mars	0,3%	0,1%
17/04/19	Royaume-Uni	IPC m/m	Mars	--	0,5%
17/04/19	Zone euro	IPC m/m	Mars	--	0,3%
17/04/19	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale américaine			
18/04/19	Royaume-Uni	Ventes au détail hors voitures m/m	Mars	--	0,2%
18/04/19	Etats-Unis	Progression des ventes au détail m/m	Mars	0,9%	-0,2%
18/04/19	Etats-Unis	Perspectives des entreprises (Fed de Philadelphie)	Avril	10,0	13,7
19/04/19	Etats-Unis	Nouveaux chantiers de logements m/m	Mars	6,2%	-8,7%
19/04/19	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Mars	0,6%	-1,6%

Sources : 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
Avancés	2.2	1.5	1.3	2.0	1.4	1.6
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
Zone euro	1.8	0.9	1.0	1.8	1.2	1.4
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
Emergents	5.9	5.8	5.8	2.6	2.5	2.8
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			
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	2.80	2.75	2.70	2.69	2.70	2.50
Z. euro 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
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	-0.20
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			
USD 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
EUR 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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

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

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

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

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

Raymond Van Der Putten

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

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

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

Christine Peltier

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

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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