

Rendements obligataires et marchés actions : les raisons de la récente hausse

■ Ces dernières semaines, les marchés actions ont affiché de solides performances. Aux États-Unis en particulier, il est difficile d'y voir une amélioration des anticipations de bénéfices ou la perspective de baisses du taux officiel supérieures aux anticipations. L'évolution des marchés actions serait, alors, principalement due au repli de la prime de risque demandée ■ Les rendements des *Treasuries* ont aussi bondi, ce qui serait largement imputable à l'augmentation de la prime de terme. La diminution de la prime de risque actions et la hausse de la prime de terme obligataire ont la même origine : la réduction du risque de perte économique extrême (*tail risk*), suite aux progrès des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et à la stabilisation de certaines données d'enquête ■ La moindre probabilité d'évolutions économiques très négatives a dopé les marchés actions et réduit l'attrait des obligations comme couverture face au risque inhérent aux actions. Résultat : les rendements obligataires ont évolué à la hausse en synchronie avec les marchés actions.

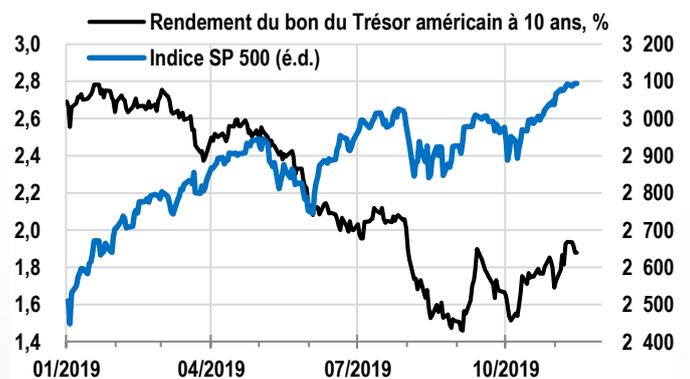
Les marchés actions américains ont affiché des performances particulièrement robustes ces dernières semaines (graphique 1), un constat qui vaut également pour leurs homologues européens. Plusieurs facteurs peuvent l'expliquer : une amélioration de la croissance bénéficiaire attendue, une révision à la baisse des perspectives de taux d'intérêt ou un repli de la prime de risque demandée par les investisseurs.

Concernant les États-Unis en particulier, la première explication ne joue probablement pas un rôle significatif, étant donné que, ces derniers mois, les révisions nettes des prévisions de résultats ont été de plus en plus négatives (graphique 2). De plus, les analystes s'attendent à un léger recul du bénéfice par action l'année prochaine (graphique 3). S'agissant des perspectives de taux d'intérêt, le message récent du FOMC, repris par le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, dans son discours devant la Commission économique conjointe du Congrès, est qu'il faudra une modification significative des perspectives pour qu'un changement du taux des fonds fédéraux intervienne. Cela n'a pas empêché la remontée récente des rendements des *Treasuries*, comme le montre le graphique 1.

La Réserve fédérale décompose dans ses calculs les rendements des *Treasuries* en deux parties : le rendement neutre en termes de risque, ou « *risk-neutral yield* » (qui reflète les anticipations de trajectoire future des rendements des *Treasuries* à court terme), et la prime de terme (qui récompense les investisseurs en obligations à longue échéance pour le risque que la trajectoire future des taux courts diffère des attentes).

.../...

TAUX D'INTÉRÊT AMÉRICAIN À 10 ANS & SP 500



Graphique 1

Sources : Datastream, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

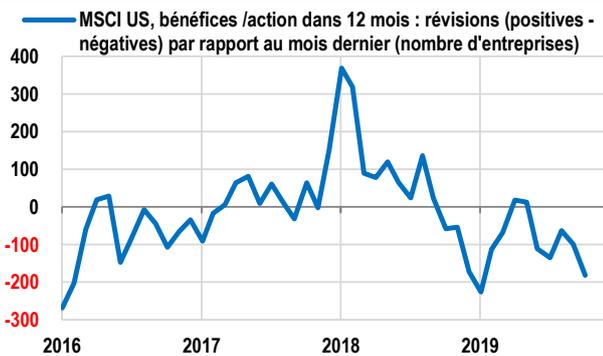
La banque
d'un monde
qui change

Comme le montre le graphique 4, la hausse des rendements des *Treasuries* est presque exclusivement due à une augmentation de la prime de terme, désormais moins négative¹. En Europe, les rendements du Bund ont suivi, dans une large mesure, les mouvements des rendements des *Treasuries* (graphique 5) et, compte tenu du choix de la BCE d'une *forward guidance* liée à l'état de l'économie, cela devrait refléter aussi une hausse de la prime de terme. Autrement dit, la très forte corrélation entre les marchés d'actions et d'obligations, ces dernières semaines (graphique 1), s'explique par une baisse de la prime de risque actions et une hausse de la prime de terme obligataire. La première est très probablement due aux nouvelles relatives aux négociations commerciales sino-américaines et à la stabilisation des enquêtes de conjoncture. Ces deux évolutions signifieraient, en effet, une diminution de la probabilité de développements économiques très défavorables. Cela a pour effet de réduire l'attrait des obligations d'État comme couverture face au risque de perte extrême pour des investisseurs qui optent principalement pour les actions : avec la diminution du risque présumé de perte extrême, on assiste à une baisse de la demande de couverture et, par conséquent, de la demande d'obligations d'État. Les rendements obligataires sont ainsi poussés à la hausse, ce qui, en raison d'anticipations inchangées concernant la politique monétaire, entraîne une augmentation de la prime de terme.

¹ Dans le graphique 4, le rendement ajusté représente le rendement estimé sur la base d'un modèle statistique. La différence avec le rendement observé est très faible. Le modèle sert à décomposer le rendement obligataire en un rendement à risque neutre et une prime de terme

William De Vijlder

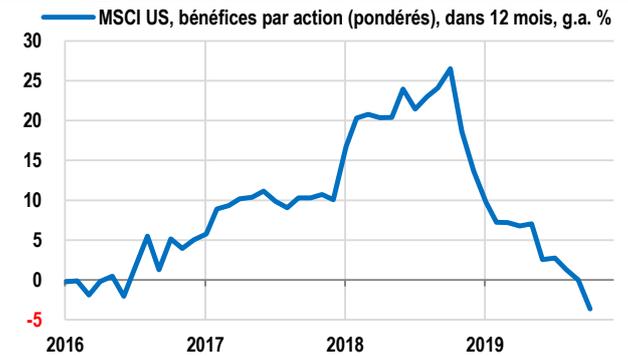
RÉVISIONS DES BÉNÉFICES PAR ACTION DES ENTREPRISES US



Graphique 2

Source : IBES, Datastream, BNP Paribas

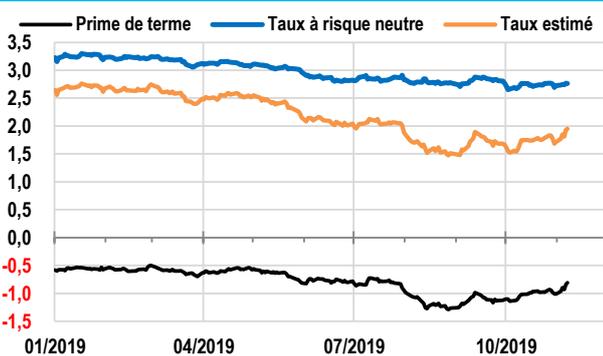
CROISSANCE DES BÉNÉFICES PAR ACTION DES ENTREPRISES US



Graphique 3

Source : IBES, Datastream, BNP Paribas

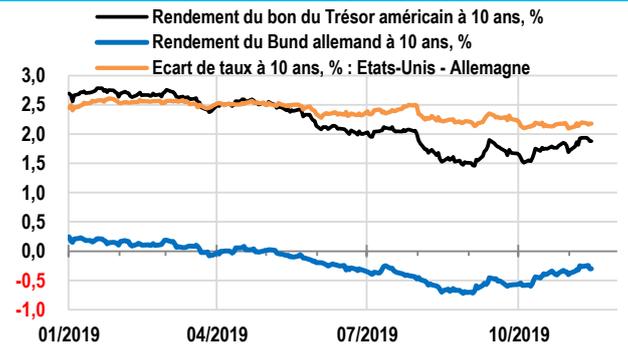
DÉCOMPOSITION DU TAUX AMÉRICAIN À 10 ANS



Graphique 4

Source : Bloomberg, BNP Paribas

TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS : ÉTATS-UNIS VS ALLEMAGNE



Graphique 5

Source : Bloomberg, BNP Paribas

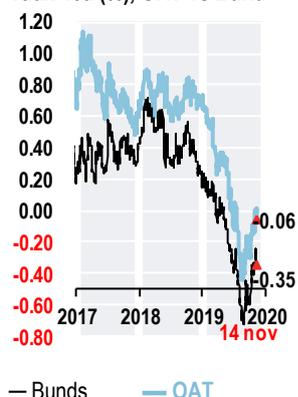
Revue des marchés

L'essentiel

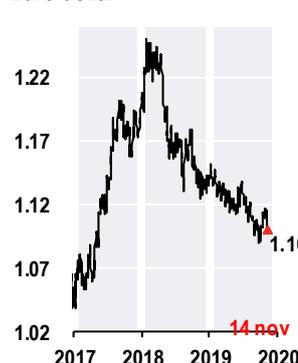
Semaine du 8-11-19 au 14-11-19

↗ CAC 40	5 890	▶ 5 901	+0.2 %
↗ S&P 500	3 093	▶ 3 097	+0.1 %
↗ Volatilité (VIX)	12.1	▶ 13.1	+1.0 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.40	▶ -0.40	-0.4 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	1.90	▶ 1.91	+0.9 pb
↘ OAT 10a (%)	-0.01	▶ -0.06	-4.7 pb
↘ Bund 10a (%)	-0.26	▶ -0.35	-8.2 pb
↘ US Tr. 10a (%)	1.94	▶ 1.82	-11.4 pb
↘ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	-0.2 %
↗ Or (once, \$)	1 467	▶ 1 471	+0.3 %
↘ Pétrole (Brent, \$)	62.6	▶ 62.6	-0.1 %

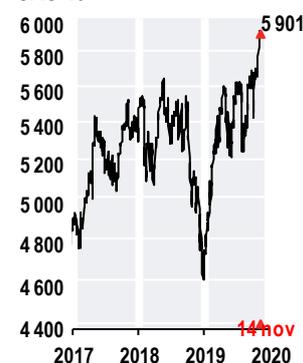
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.45	-0.25	le 07/06	-0.47 le 03/10
Euribor 3m	-0.40	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.27	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	1.75	2.50	le 01/01	1.75 le 31/10
Libor 3m	1.91	2.81	le 01/01	1.89 le 01/11
Libor 12m	1.99	3.04	le 21/01	1.85 le 04/10
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.79	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.96	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 14-11-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.01	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.64	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.35	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.06	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.88	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.59	2.62	le 18/01	1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.82	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.27	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.52	0.83	le 27/02	0.31 le 08/10
Treas. 10a	0.71	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 14-11-19

Rendements 10a € et spreads

2.04%	Grèce	238 pb
1.34%	Italie	168 pb
0.46%	Espagne	80 pb
0.39%	Portugal	73 pb
-0.03%	Belgique	31 pb
-0.06%	France	28 pb
-0.09%	Finlande	25 pb
-0.11%	Autriche	23 pb
-0.11%	Irlande	23 pb
-0.20%	P-Bas	14 pb
-0.35%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	62.6	53.1	le 01/01	+22.4%
Or (once)	1 471	1 268	le 02/05	+19.3%
Métaux, LME	2 767	2 718	le 07/08	+2.6%
Cuivre (tonne)	5 788	5 585	le 03/09	+1.1%
CRB Aliments	330	312	le 11/09	+5.7%
Blé (tonne)	201	166	le 30/08	+6.0%
Maïs (tonne)	144	128	le 24/04	+10.2%

Au 14-11-19

Variations

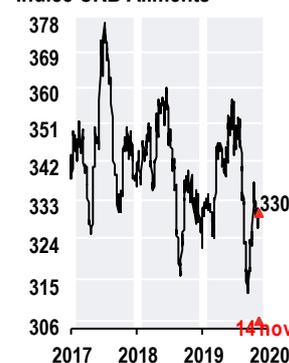
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019	
USD	1.10	1.15	le 10/01	1.09	le 30/09	-3.8%
GBP	0.86	0.93	le 12/08	0.85	le 14/03	-4.7%
CHF	1.09	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-3.5%
JPY	119.45	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-4.8%
AUD	1.62	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	+0.0%
CNY	7.72	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	-1.6%
BRL	4.61	4.63	le 27/08	4.18	le 31/01	+4.0%
RUB	70.48	79.30	le 01/01	70.22	le 24/09	-11.1%
INR	79.17	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-0.8%

Au 14-11-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019		2019(€)	
CAC 40	5 901	5 920	le 12/11	4 611	le 03/01	+24.7%	+24.7%		
S&P500	3 097	3 097	le 14/11	2 448	le 03/01	+23.5%	+28.4%		
DAX	13 180	13 289	le 07/11	10 417	le 03/01	+24.8%	+24.8%		
Nikkei	23 142	23 520	le 12/11	19 562	le 04/01	+15.6%	+21.4%		
Chine*	78	86	le 09/04	68	le 03/01	+10.3%	+14.5%		
Inde*	571	612	le 03/06	526	le 22/08	+5.6%	+6.4%		
Brésil*	2 122	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+18.0%	+13.4%		
Russie*	760	793	le 07/11	572	le 01/01	+24.1%	+38.1%		

Au 14-11-19

Variations

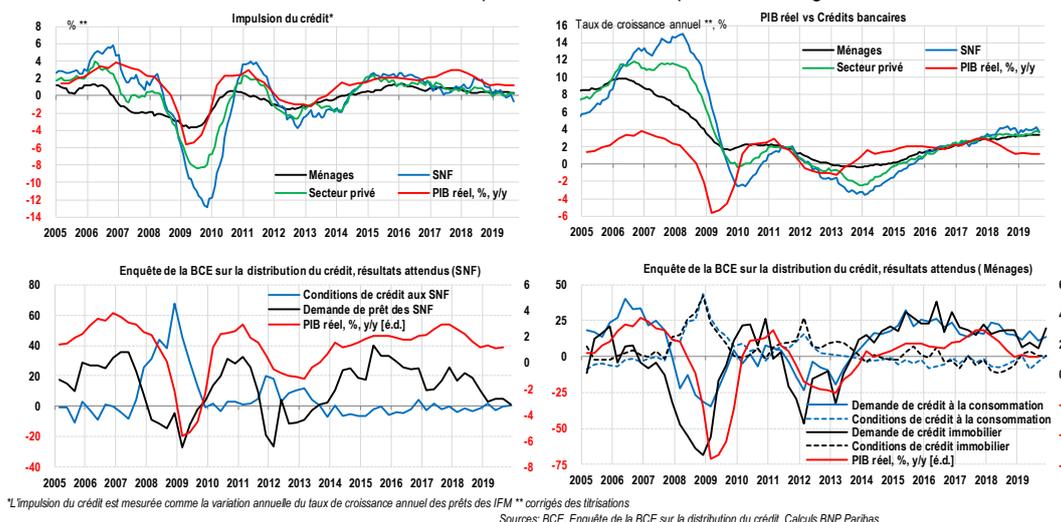
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : baisse prononcée de l'impulsion du crédit pour les sociétés non financières

L'impulsion du crédit a reculé en septembre, modérément pour les ménages, beaucoup plus sensiblement pour les sociétés non financières (SNF). Pour ces dernières, l'impulsion du crédit n'a jamais été aussi basse depuis le début des mesures d'achats d'actifs par la BCE au début de 2015. Ces évolutions contrastent avec la relative tenue du PIB au troisième trimestre 2019 dans la zone euro (1,2% en glissement annuel, comme au deuxième trimestre). Elles concernent quasi exclusivement les prêts de maturité inférieure à un an, ce qui permet de les imputer principalement aux comportements de déstockage. Pour le quatrième trimestre 2019, les banques interrogées par la BCE anticipent une poursuite de la modération de la demande émanant des SNF, et une intensification de la demande de prêts à l'habitat de la part des ménages.



Indicateurs à suivre

Les enquêtes d'opinion qui paraîtront la semaine prochaine fourniront un tableau de la conjoncture économique de novembre : indices PMI pour plusieurs pays, climat des affaires en France, confiance des ménages et enquêtes régionales aux Etats-Unis, confiance des consommateurs de la zone euro. Ces chiffres seront examinés à la loupe pour déterminer si les timides signes de stabilisation observés en octobre se confirment en novembre. Diverses publications relatives au marché de l'immobilier américain sont également très attendues, de même que le compte-rendu de la dernière réunion du FOMC.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
18/11/2019	Etats-Unis	Indice du marché immobilier (NAHB)	Nov.	72	71
19/11/2019	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Nov.	--	-37
19/11/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Oct.	-0,1%	-2,7%
19/11/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Oct.	4,3%	-9,4%
20/11/2019	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	30 oct.	--	--
21/11/2019	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Oct.	--	-37,4%
21/11/2019	France	Climat des affaires	Nov.	--	105
21/11/2019	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE			
21/11/2019	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Nov.	6,7	5,6
21/11/2019	Etats-Unis	Indicateur économique avancé	Oct.	-0,1%	-0,1%
21/11/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	Nov.	--	-7,6
21/11/2019	Etats-Unis	Ventes de maisons existantes m/m	Oct.	2,1%	-2,2%
22/11/2019	Japon	IPC hors aliments et énergie g.a.	Oct.	--	0,5%
22/11/2019	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Nov.	--	48,4
22/11/2019	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Nov.	--	49,1
22/11/2019	Allemagne	PIB t/t	T3	--	--
22/11/2019	France	PMI manufacturier (Markit)	Nov.	--	50,7
22/11/2019	France	PMI services (Markit)	Nov.	--	52,9
22/11/2019	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Nov.	--	45,9
22/11/2019	Zone euro	PMI services (Markit)	Nov.	--	52,2
22/11/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	Nov.	--	50,6
22/11/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'U. du Michigan	Nov.	--	95,7
22/11/2019	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed Kansas City)	Nov.	--	-3

Source :
Bloomberg,
BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance ralentit, une tendance qui devrait s'installer dans le temps. En cause : l'investissement des entreprises (ralentissement de la croissance des bénéfices, incertitude) et le logement (baisse de l'accessibilité à la propriété). La consommation privée, en revanche, devrait mieux résister. Le conflit commercial avec la Chine constitue un frein supplémentaire. Néanmoins, au vu des récentes évolutions, il pourrait s'estomper.
- Nous anticipons une baisse supplémentaire du taux objectif des fonds fédéraux cette année et deux autres en 2020.

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et nos prévisions ont été revues à la baisse par rapport au début de l'été. L'activité industrielle et les exportations sont durement affectées par la montée des droits de douane américains. La demande interne marque également le pas.
- La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière devrait rester une priorité et les banques restent prudentes. 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

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuit, notamment en Allemagne, en raison du contexte international et de la forte incertitude. La récente stabilisation des enquêtes auprès des entreprises est encourageante mais reste à confirmer.
- L'inflation devrait diminuer 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 » devrait être plus lente qu'initialement prévu.
- Avec une inflation attendue en dessous de l'objectif, la politique monétaire devrait rester très accommodante tant que l'inflation n'aura pas suffisamment convergé, de façon probante et durable, vers la cible de la BCE.

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 de nouveau son taux officiel en décembre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation modérée et du niveau élevé de l'incertitude ; en outre, deux autres baisses sont attendues en 2020. Les rendements des *Treasuries* devraient baisser dans les prochains mois ; ils pourraient toutefois remonter courant 2020 par anticipation d'une reprise de la croissance.
- Dans la zone euro, l'environnement très accommodant se maintiendra durablement en raison de la *forward guidance* de la BCE, liée à l'état de l'économie, et la faiblesse de l'inflation. Cela exercera une pression à la baisse sur les rendements obligataires, qui seront également affectés par l'évolution des rendements américains.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- La parité EUR/USD devrait peu évoluer même si la valeur juste de l'euro est supérieure à sa valeur actuelle. Le yen devrait se renforcer en raison de la stabilité de la politique de la Banque du Japon et de la forte volatilité des marchés.

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

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
	T1	T2	T3	T4e			
E-Unis							
Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,50	2,50	1,50	1,00
Libor 3m \$	2,60	2,32	2,09	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,67	1,00	2,69	1,00	1,50
Z. euro							
Taux de dépôt	-0,40	-0,40	-0,50	-0,60	-0,40	-0,60	-0,60
Euribor 3M	-0,31	-0,35	-0,42	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,57	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,28	-0,55	0,71	-0,55	-0,30
R-Uni							
Taux BoE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gilt 10a	1,00	0,84	0,40	0,55	1,27	0,55	0,75
Japon							
Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,06	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,22	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4e			
USD							
EUR / USD	1,12	1,14	1,09	1,11	1,14	1,11	1,14
USD / JPY	111	108	108	102	110	102	96
GBP / USD	1,30	1,27	1,23	1,23	1,27	1,23	1,36
USD / CHF	1,00	0,98	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00
EUR							
EUR / GBP	0,85	0,89	0,89	0,90	0,90	0,90	0,84
EUR / CHF	1,12	1,11	1,09	1,10	1,13	1,10	1,14
EUR / JPY	124	123	118	113	125	113	109

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

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, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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

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



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni 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 détenir 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 au 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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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