

ECOWEEK

No. 19-36, 4 octobre 2019

Etats-Unis: entre grosse frayeur et soulagement

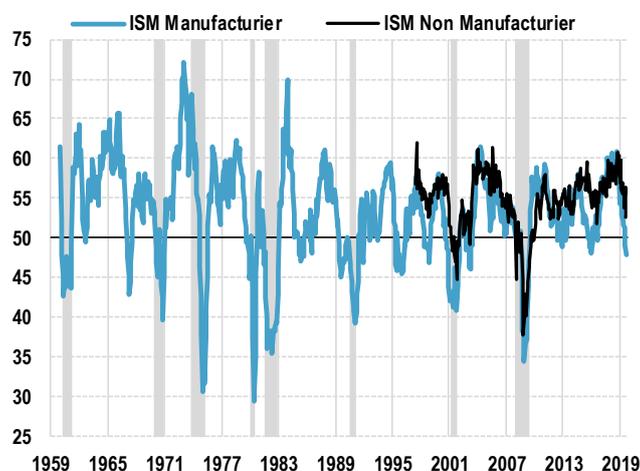
■ L'indice des directeurs des achats du secteur manufacturier de l'Institute for Supply Management (ISM) a poursuivi sa baisse en septembre, atteignant 47,8%. L'ISM non-manufacturier a enregistré une forte contraction de 3,8 points de pourcentage et se situe maintenant à 52,6%. Hormis en période de récession, il s'agit d'un chiffre assez faible ■ Dans ce contexte, les rendements obligataires ont nettement faibli, reflétant les inquiétudes grandissantes quant au risque de récession, les anticipations d'assouplissements monétaires par la Fed, et la fuite vers des valeurs refuges ■ Les données sur le marché du travail pour septembre ont toutefois apporté un soulagement. Nous prévoyons néanmoins que la Réserve fédérale continuera à réduire ses taux.

Combien de mauvaises nouvelles faut-il pour nous convaincre que l'environnement cyclique a définitivement changé? C'est une question difficile, mais ce qui est clair, c'est qu'en début de semaine, une grande frayeur s'est emparée des marchés. Elle s'est traduite par une nette baisse des rendements obligataires, qui illustre à son tour la fuite vers des valeurs refuges d'investisseurs déçus par les données. Cela résume bien l'expérience de cette semaine.

Tout a commencé avec l'indice des directeurs des achats américains de l'Institute for Supply Management pour le secteur manufacturier qui, pour le mois de septembre, a perdu 1,3 point de pourcentage pour atteindre 47,8%. Cela place fermement l'indice en territoire de récession pour ce qui est du secteur manufacturier. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation a diminué de 2,3 points de pourcentage pour atteindre un niveau très bas de 41%, et nous rappelle que le ralentissement de l'activité dans le reste du monde a de plus en plus d'impact aux États-Unis. Jusqu'à récemment, on pouvait dire que le secteur des services résistait plutôt bien mais la baisse de 3,8 points de pourcentage de l'indice ISM non-manufacturier nous oblige à une réévaluation. L'indice se situe maintenant à 52,6%, ce qui, comme le montre le graphique, est assez faible, à l'exception des périodes de récession. Conjugué au très faible ISM manufacturier, ceci indique un net ralentissement de la croissance du PIB américain. L'investissement des entreprises est le maillon faible, compte tenu de sa sensibilité à l'incertitude liée à l'évolution de l'économie et, bien entendu, aux préoccupations quant à l'évolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine.

En ce qui concerne les ménages, le marché du travail joue un rôle-clé sur leur confiance et leurs attentes concernant l'évolution des revenus. La consommation des ménages est une variable-clé de la croissance,

ETATS-UNIS : ISM MANUFACTURIER ET ISM NON-MANUFACTURIER



Sources : ISM - Institute for Supply Management, BNP Paribas

compte tenu de son poids dans le PIB (70%) mais également de son rôle de contreponds aux difficultés à l'exportation et aux perspectives mitigées pour les investissements des entreprises. Dans ce contexte, le rapport sur le marché du travail a apporté un soulagement bienvenu avec la création de 136 000 emplois et une baisse du taux de chômage de 3,7% à 3,5%. Néanmoins, nous pensons que l'économie américaine continuera de ralentir au cours des prochains trimestres, obligeant la Fed à réduire davantage ses taux.

William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

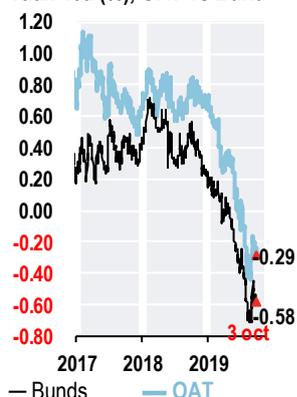
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 27-9-19 au 3-10-19

➤ CAC 40	5 641	➤ 5 439	-3.6 %
➤ S&P 500	2 962	➤ 2 911	-1.7 %
➤ Volatilité (VIX)	17.2	➤ 19.1	+1.9 pb
➤ Euribor 3m (%)	-0.41	➤ -0.43	-1.3 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	2.10	➤ 2.06	-4.2 pb
➤ OAT 10a (%)	-0.27	➤ -0.29	-1.3 pb
➤ Bund 10a (%)	-0.58	➤ -0.58	-0.7 pb
➤ US Tr. 10a (%)	1.67	➤ 1.54	-13.8 pb
➤ Euro vs dollar	1.09	➤ 1.10	+0.3 %
➤ Or (once, \$)	1 492	➤ 1 510	+1.2 %
➤ Pétrole (Brent, \$)	62.4	➤ 57.4	-8.0 %

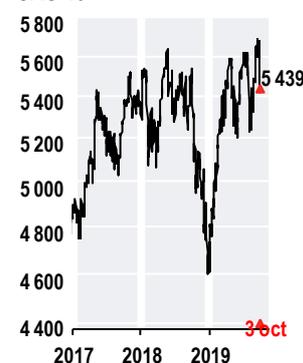
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.47	-0.25	le 07/06	-0.47 le 03/10
Euribor 3m	-0.43	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.33	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.00	2.50	le 01/01	2.00 le 19/09
Libor 3m	2.06	2.81	le 01/01	2.06 le 02/10
Libor 12m	1.96	3.04	le 21/01	1.89 le 05/09
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.77	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.91	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 3-10-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.23	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.78	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.58	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.29	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.80	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.39	2.62	le 18/01	1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.54	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.18	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.37	0.83	le 27/02	0.32 le 03/09
Treas. 10a	0.48	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 3-10-19

Rendements 10a € et spreads

1.70%	Grèce	228 pb
0.83%	Italie	141 pb
0.15%	Portugal	73 pb
0.15%	Espagne	73 pb
-0.25%	Belgique	33 pb
-0.28%	Irlande	30 pb
-0.29%	France	29 pb
-0.32%	Finlande	26 pb
-0.33%	Autriche	25 pb
-0.45%	P-Bas	13 pb
-0.58%	Allemagne	

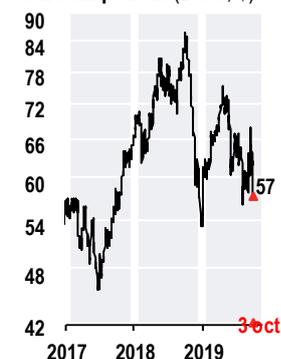
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	57.4	53.1	le 01/01 +12.4%
Or (once)	1 510	1 268	le 02/05 +22.6%
Métaux, LME	2 774	2 718	le 07/08 +3.1%
Cuivre (tonne)	5 628	5 585	le 03/09 -1.5%
CRB Aliments	325	312	le 11/09 +4.4%
Blé (tonne)	174	166	le 30/08 -8.2%
Maïs (tonne)	148	128	le 24/04 +13.1%

Au 3-10-19

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	-3.9%
GBP	0.89	0.93	le 12/08	0.85 le 14/03	-1.3%
CHF	1.10	1.14	le 23/04	1.08 le 04/09	-2.8%
JPY	117.19	127.43	le 01/03	116.08 le 03/09	-6.6%
AUD	1.63	1.66	le 07/08	1.57 le 18/04	+0.3%
CNY	7.84	7.96	le 27/08	7.51 le 25/04	-0.1%
BRL	4.50	4.63	le 27/08	4.18 le 31/01	+1.5%
RUB	71.68	79.30	le 01/01	70.22 le 24/09	-9.6%
INR	77.85	82.00	le 04/02	76.37 le 01/08	-2.5%

Au 3-10-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 439	5 691	le 20/09	4 611	le 03/01	+15.0%	+15.0%
S&P500	2 911	3 026	le 26/07	2 448	le 03/01	+16.1%	+20.8%
DAX	11 925	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+12.9%	+12.9%
Nikkei	21 342	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+6.6%	+14.1%
Chine*	75	86	le 09/04	68	le 03/01	+6.2%	+10.2%
Inde*	555	612	le 03/06	526	le 22/08	+1.0%	+3.6%
Brésil*	2 069	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+12.4%	+10.8%
Russie*	688	747	le 04/07	572	le 01/01	+14.1%	+25.1%

Au 3-10-19

Variations

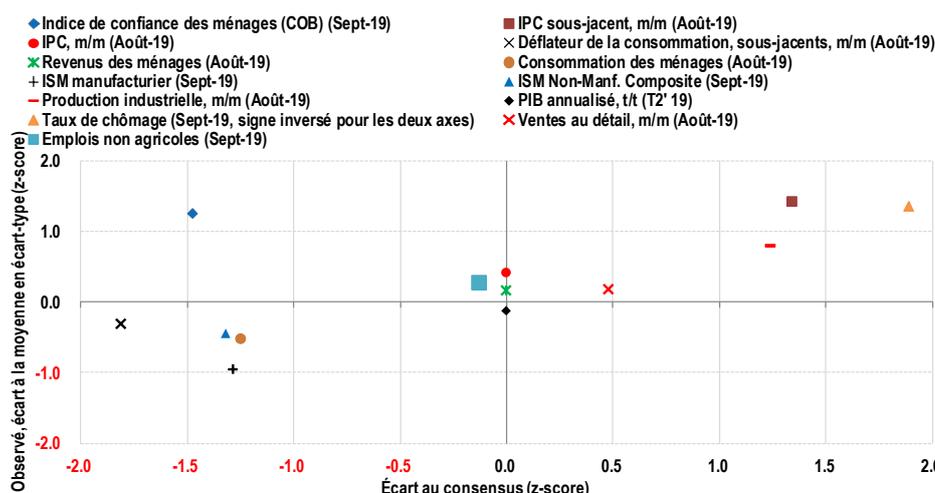
* Indices MSCI



Baromètre

Etats-Unis : les chiffres clés envoient des signaux contradictoires

Bien qu'en août le volume de la production industrielle et celui des ventes au détail aient dépassé les attentes, les données clés relatives à septembre ont envoyé des signaux contradictoires. L'ISM manufacturier et l'ISM non manufacturier, tous deux en dessous des attentes, ont généré beaucoup de nervosité à l'approche de la publication cruciale des chiffres du marché du travail. Les données publiées ont été accueillies avec soulagement, les créations d'emplois non agricoles s'élevant à 136 000 pour septembre (contre un consensus Bloomberg de l'ordre de 145 000) et le taux de chômage s'élevant à 3,5% (consensus : 3,7%). Les chiffres du marché du travail sont capitaux pour la consommation des ménages, d'autant plus que l'indice de confiance des consommateurs de la Conférence Board a également été déçu en septembre. Les signaux ambigus envoyés par les dernières données compliquent la tâche des prévisionnistes qui tentent d'évaluer l'ampleur du ralentissement de l'économie américaine. C'est aussi un défi pour la Réserve fédérale qui doit décider s'il lui faut encore assouplir sa politique monétaire. Notre opinion est que le FOMC va procéder à de nouvelles baisses de taux.



Note :

Le z-score correspond à l'écart par rapport à la valeur moyenne, en écart type :

$$z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

avec x : observation, μ : moyenne, σ : écart-type.

Sur l'axe des abscisses, x correspond à la dernière valeur connue de l'écart à la prévision pour chacun des indicateurs représentés sur le graphique, μ et σ correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type des 24 dernières observations pour les données mensuelles et des 8 derniers trimestres pour les données trimestrielles.

Sur l'axe des ordonnées, x correspond à la dernière valeur connue de l'indicateur, μ et σ correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

Indicateurs à suivre

Les données importantes à ne pas manquer la semaine prochaine seront les indices PMI de Caixin en Chine, celui de la confiance des industriels de la Banque de France, et, aux Etats-Unis, le sentiment de l'Université du Michigan. Au Japon, l'attention sera concentrée sur l'indicateur avancé, l'enquête Eco Watchers et les chiffres des commandes de machines-outils. Aux Etats-Unis, nous connaissons également les prix à la production et ceux à la consommation. Les minutes de la réunion du FOMC sont également très attendues compte tenu du désaccord lors de la dernière réunion sur la baisse du taux officiel.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
07/10/2019	Japon	Indice avancé CI	Août	--	93,7
08/10/2019	Chine	PMI composite (Caixin)	Sept.	--	51,6
08/10/2019	Chine	PMI services (Caixin)	Sept.	52,0	52,1
08/10/2019	Allemagne	Production industrielle CVS m/m	Août	--	-0,6%
08/10/2019	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Sept.	102,5	103,1
08/10/2019	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Sept.	0,2%	0,3%
08/10/2019	Japon	Enquête actuelle CVS Eco watchers	Sept..	--	42,8
09/10/2019	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Sept.	--	-37,0%
09/10/2019	France	Confiance des industriels (Banque de France)	Sept.	--	99
09/10/2019	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Sept.18	--	--
09/10/2019	Chine	Financement agrégé CNY	Sept.	1,8e+12	1,98e+12
10/10/2019	Japon	Commandes de machines de base m/m	Août	--	-6,6%
10/10/2019	Japon	Commandes de machines de base g.a.	Août	--	0,3%
10/10/2019	Allemagne	Exportations CVS m/m	Août	--	0,7%
10/10/2019	France	Production industrielle m/m	Août	--	0,3%
10/10/2019	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Août	--	0,3%
10/10/2019	Etats-Unis	IPC m/m	Sept.	0,1%	0,1%
11/10/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Sept.	--	-0,1%
11/10/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	92,3	93,2

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. A cela s'ajoute le conflit commercial avec la Chine. L'inflation est attendue en baisse en raison d'un manque de dynamisme de la croissance et de la baisse des prix du pétrole.
- Nous anticipons une baisse supplémentaire du taux des fonds fédéraux cette année, de 25 bp, 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 poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement de l'économie chinoise. L'activité dans le secteur manufacturier reste très dégradée tandis que les services continuent de montrer des signes de résilience.
- 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.
- En juillet, le message de la réunion du Conseil des gouverneurs a été clair : avec une inflation attendue en dessous de l'objectif, un assouplissement supplémentaire est nécessaire. Une décision dans ce sens devrait être prise le 12 septembre prochain.
- Dans la perspective d'une inflation modérée, le Conseil des gouverneurs a assoupli sa politique lors de la réunion du 12 septembre. Cet environnement particulièrement accommodant sera maintenu tant que l'inflation n'aura pas convergé suffisamment, 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 son taux officiel au mois de 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.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- Compte tenu de la perspective de baisses de taux par la Fed et de la politique très accommodante de la BCE, 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	T3e	T4e			
E-Unis							
Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,75	2,50	1,75	1,25
Libor 3m \$	2,60	2,32	1,90	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,35	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	-0,50	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,50	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,20	-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	0,75	0,55	1,27	0,55	0,75
Japon							
Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,30	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3e	T4e			
USD							
EUR / USD	1,12	1,14	1,10	1,11	1,14	1,11	1,14
USD / JPY	111	108	105	102	110	102	96
GBP / USD	1,30	1,27	1,20	1,23	1,27	1,23	1,36
USD / CHF	1,00	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00
EUR							
EUR / GBP	0,85	0,89	0,92	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	116	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

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 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 de la Securities and Futures Commission 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