

## Etats-Unis : le signal et le bruit

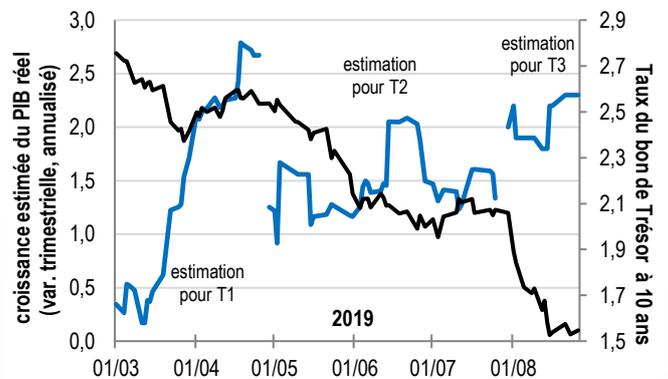
■ Les prix des actifs peuvent jouer un rôle important dans l'évaluation des perspectives économiques ■ La forte baisse des rendements des bons du Trésor américain au mois d'août a soulevé des inquiétudes, mais une estimation en temps réel indique une croissance pour le troisième trimestre satisfaisante aux Etats-Unis. Cela signifierait que l'incertitude accrue liée au différend commercial avec la Chine aurait entraîné une fuite vers des actifs sûrs et une baisse des taux d'intérêt à long terme ■ Les fluctuations dans la communication sur le différend commercial influent sur l'incertitude des investisseurs, et donc sur les primes de risque. Cela réduit la qualité du signal des prix des actifs, qui peut finir par peser sur l'économie réelle.

En théorie, les prix des actifs constituent un élément important de l'analyse des perspectives économiques : 1) ils peuvent influencer les dépenses (ex. lorsque les rendements des obligations diminuent), 2) ils reflètent les attentes des investisseurs, et 3) ils sont disponibles en temps réel. Il est encore plus tentant de leur donner davantage d'importance lorsque la visibilité sur l'état réel de l'économie est limitée (les données traditionnelles envoient alors des messages contradictoires) ou lorsque les choses bougent rapidement. Dans ce contexte, la forte baisse des rendements obligataires en août dernier est préoccupante. Tout d'abord, elle a provoqué une inversion de la courbe des rendements des bons du Trésor américain qui, par le passé, a été suivie, avec des retards variables, par une récession. Deuxièmement, elle pourrait également être interprétée comme le reflet d'un important ajustement à la baisse des anticipations de croissance des investisseurs obligataires. Les données publiées en août ne confirment toutefois pas cette interprétation. Comme le montre le graphique, l'estimation en temps réel de la croissance du PIB réel des États-Unis, pour le troisième trimestre, a fluctué dans une fourchette étroite et, plus récemment, elle a progressé, atteignant un niveau respectable de 2,3 %.

Comment expliquer l'importante baisse des rendements des bons du Trésor ? L'une des raisons possibles est que, indépendamment des données déjà publiées ce trimestre, les investisseurs sont plus pessimistes concernant les trimestres à venir. Un tel ajustement des attentes peut découler d'une mauvaise nouvelle, comme une hausse de l'incertitude ou un commentaire « *hawkish* » d'un fonctionnaire de la banque centrale. Or ce n'est pas le cas, bien au contraire : la Réserve fédérale a assoupli sa politique et laissé entendre que d'autres réductions de taux pourraient suivre ; ce qui nous laisse l'incertitude comme possible explication. Compte tenu des annonces faites par le président Trump au sujet de nouvelles augmentations tarifaires visant la Chine, et plus récemment des représailles de cette dernière, l'évaluation des perspectives économiques est, à juste titre, plus difficile.

.../...

### ESTIMATION EN TEMPS RÉEL DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL ET RENDEMENT À 10 ANS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN



Sources : Réserve fédérale d'Atlanta, Datastream, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre & calendrier

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco  
WEEK

La banque  
d'un monde  
qui change

Cela a alimenté la demande d'actifs sûrs, a provoqué une baisse des rendements obligataires, et a rendu la prime de terme<sup>ii</sup> de plus en plus négative. Le phénomène était mondial et les rendements du Bund à 10 ans ont atteint -70 points de base. Cette dynamique a probablement été renforcée par le déclin et la volatilité accrue des marchés boursiers. Elle a poussé les investisseurs à acheter des obligations d'État ou à en augmenter la durée, dans l'espoir que la baisse des rendements obligataires et, partant, l'appréciation du prix des obligations compenseraient la baisse des marchés boursiers. Un autre facteur en jeu est que les investisseurs qui s'engagent sur le long terme, comme les compagnies d'assurance ou les fonds de pension, sont forcés d'accroître leur exposition aux obligations lorsque les rendements diminuent, considérant que cette baisse augmente la valeur actualisée nette de leurs passifs<sup>iii</sup>.

Les augmentations tarifaires passées et l'incertitude quant à l'issue du différend commercial entre les États-Unis et la Chine rendent l'interprétation des données économiques plus complexe. Dans quelle mesure expliquent-elles le ralentissement des exportations ou celui des investissements des entreprises ? En outre, l'interprétation de l'évolution des prix des actifs devient plus difficile car les variations de prix sont dominées par d'importantes fluctuations des primes de risque dues à l'incertitude, au gré des déclarations. Lorsque le signal est moins clair et que le bruit statistique augmente, une plus grande prudence peut très bien prévaloir et donc peser sur l'économie.

William De Vijlder

---

<sup>i</sup> L'estimation en temps réel *nowcast* est « la prédiction du présent, du très proche avenir et du passé très récent. Le terme « *nowcast* » est une contraction de « *now* » et de « *cast* » (prévision). Il est utilisé depuis longtemps en météorologie et, plus récemment, en économie. » (*Now-casting and the real-time data flow*, Marta Bańbura, Domenico Giannone, Michele Modugno et Lucrezia Reichlin, document de travail de la BCE 1564, juillet 2013). Le *nowcast* de la Réserve fédérale d'Atlanta est basé sur un modèle d'estimation de la croissance du PIB réel du trimestre en cours en fonction des données publiées pour ce trimestre, sans aucun ajustement.

<sup>ii</sup> La prime de terme est la prime de risque que l'investisseur reçoit pour le risque pris en investissant dans des échéances plus longues. Quand elle est négative, l'investisseur paie pour prendre ce risque.

<sup>iii</sup> Selon la société de conseil Aon Hewitt, la baisse des rendements obligataires au cours de l'été a entraîné une augmentation des engagements des fonds de pension néerlandais de 4 % (IPE, *Dutch schemes headed for right cuts after dramatic funding drop*, 12 August 2019).



# Revue des marchés

## L'essentiel

Semaine du 23-8-19 au 29-8-19

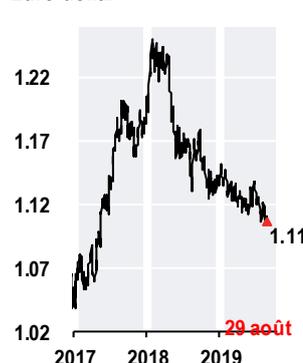
↗ CAC 40	5 327	▶ 5 450	+2.3 %
↗ S&P 500	2 847	▶ 2 925	+2.7 %
↘ Volatilité (VIX)	19.9	▶ 17.9	-2.0 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.41	▶ -0.43	-1.6 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.14	▶ 2.12	-2.0 pb
↘ OAT 10a (%)	-0.37	▶ -0.41	-4.0 pb
↘ Bund 10a (%)	-0.67	▶ -0.69	-2.5 pb
↘ US Tr. 10a (%)	1.53	▶ 1.52	-0.7 pb
↘ Euro vs dollar	1.11	▶ 1.11	-0.4 %
↗ Or (once, \$)	1 534	▶ 1 537	+0.2 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	59.0	▶ 60.7	+2.8 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund

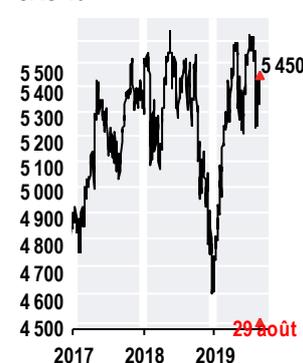


— Bunds — OAT

Euro-dollar



CAC 40



## Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19		+bas 19	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.37	-0.25	le 07/06	-0.38 le 19/06
Euribor 3m	-0.43	-0.31	le 24/01	-0.43 le 29/08
Euribor 12m	-0.38	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.25	2.50	le 01/01	2.25 le 01/08
Libor 3m	2.12	2.81	le 01/01	2.12 le 27/08
Libor 12m	1.95	3.04	le 21/01	1.93 le 15/08
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.76	0.93	le 29/01	0.76 le 13/08
Libor 12m	0.83	1.19	le 11/01	0.82 le 13/08

Au 29-8-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.34	0.68	le 09/01	-0.34 le 29/08
Bund 2a	-0.90	-0.53	le 05/03	-0.91 le 15/08
Bund 10a	-0.69	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.41	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.64	2.15	le 08/01	0.64 le 28/08
\$ Treas. 2a	1.55	2.62	le 18/01	1.48 le 16/08
Treas. 10a	1.52	2.78	le 18/01	1.47 le 28/08
Corp. BBB	3.20	4.65	le 01/01	3.17 le 28/08
£ Treas. 2a	0.41	0.83	le 27/02	0.40 le 28/08
Treas. 10a	0.36	1.35	le 18/01	0.36 le 29/08

Au 29-8-19

Rendements 10a € et spreads

2.19%	Grèce	288 pb
0.99%	Italie	168 pb
0.13%	Portugal	82 pb
0.12%	Espagne	80 pb
-0.34%	Irlande	35 pb
-0.35%	Belgique	34 pb
-0.41%	France	27 pb
-0.43%	Autriche	25 pb
-0.49%	Finlande	19 pb
-0.55%	P-Bas	14 pb
-0.69%	Allemagne	

## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	60.7	53.1	le 01/01 +18.0%
Or (once)	1 537	1 268	le 02/05 +23.9%
Métaux, LME	2 735	2 718	le 07/08 +0.9%
Cuivre (tonne)	5 710	5 613	le 23/08 -0.8%
CRB Aliments	320	320	le 29/08 +2.0%
Blé (tonne)	173	167	le 10/05 -9.2%
Maïs (tonne)	140	128	le 24/04 +6.3%

Au 29-8-19

Variations

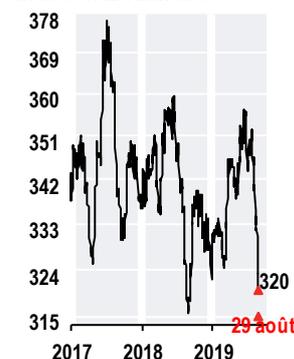
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



## Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.11	1.15	le 10/01	1.11 le 01/08	-3.2%
GBP	0.91	0.93	le 12/08	0.85 le 14/03	+1.0%
CHF	1.09	1.14	le 23/04	1.08 le 15/08	-3.3%
JPY	117.80	127.43	le 01/03	117.30 le 28/08	-6.1%
AUD	1.64	1.66	le 07/08	1.57 le 18/04	+1.3%
CNY	7.91	7.96	le 27/08	7.51 le 25/04	+0.8%
BRL	4.61	4.63	le 27/08	4.18 le 31/01	+4.1%
RUB	73.80	79.30	le 01/01	70.26 le 24/07	-6.9%
INR	79.43	82.00	le 04/02	76.37 le 01/08	-0.5%

Au 29-8-19

Variations

## Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 450	5 621	le 04/07	4 611	le 03/01	+15.2%	+15.2%
S&P500	2 925	3 026	le 26/07	2 448	le 03/01	+16.7%	+20.5%
DAX	11 839	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+12.1%	+12.1%
Nikkei	20 461	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+2.2%	+8.8%
Chine*	74	86	le 09/04	68	le 03/01	+5.2%	+8.3%
Inde*	538	612	le 03/06	526	le 22/08	-0.7%	-0.3%
Bésil*	2 019	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+11.7%	+7.3%
Russie*	676	747	le 04/07	572	le 01/01	+14.3%	+22.1%

Au 29-8-19

Variations

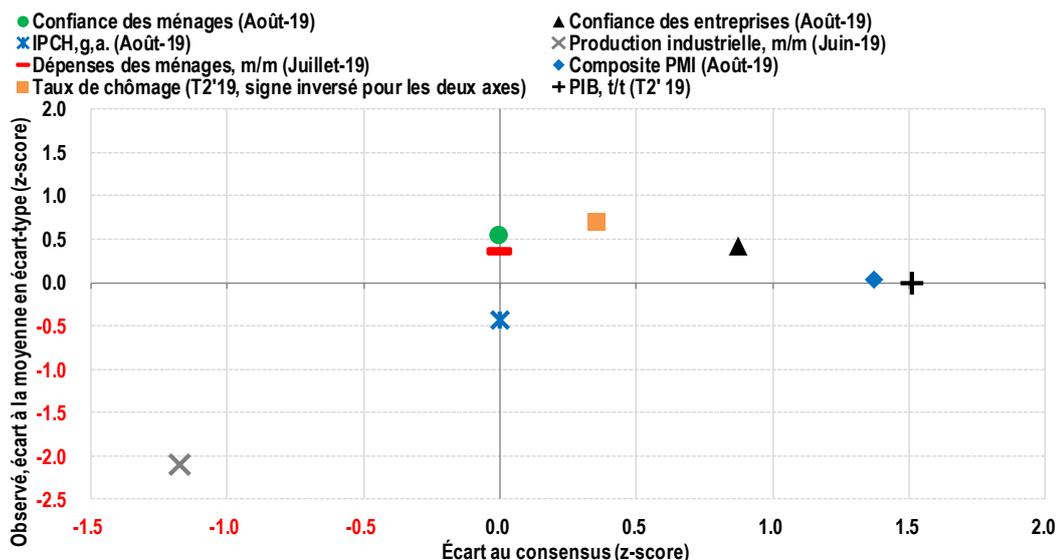
\* Indices MSCI



## Baromètre

### France : signaux rassurants sur fond de risques accrus

Le signal envoyé par les indicateurs de notre baromètre reste positif : stabilité des enquêtes de confiance en août (indices INSEE), voire une légère amélioration (PMI) ; baisse plus importante que prévu du taux de chômage au T2 (-0,2 point, à 8,5%) ; rebond, faible mais solide, de la consommation des ménages en biens en juillet (+0,4% m/m) ; légère révision en hausse de la deuxième estimation de la croissance au T2 (+0,1 point, à 0,3% t/t) qui reste ainsi stable par rapport au T1. Ces signes de bonne tenue de la conjoncture française sont remarquables alors que les incertitudes et les signaux inquiétants sur le front de l'environnement extérieur sont allés crescendo. Dans ce contexte, si rassurantes que soient les nouvelles conjoncturelles, les risques sur la croissance française au T3 restent à la baisse.



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,  $\mu$  : moyenne,  $\sigma$  : 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,  $\mu$  et  $\sigma$  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,  $\mu$  et  $\sigma$  correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

### Indicateurs à suivre

Comme chaque début de mois, de nombreuses données seront disponibles la semaine prochaine avec notamment les indices PMI manufacturiers, services et composites d'un grand nombre de pays et, aux Etats-Unis, les indices ISM. Nous connaissons aussi la nouvelle estimation de la croissance au deuxième trimestre dans la zone euro. Aux Etats-Unis, le Livre beige de la Réserve fédérale dépendra en détail l'économie américaine. Mais les chiffres les plus attendus sont ceux du marché du travail américain. A suivre également, la durée de travail hebdomadaire (moyenne des heures), compte-tenu de la tendance à la baisse constatée ces derniers mois.

Date	Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
02/09/2019	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	août	49,8	49,9
02/09/2019	France	PMI manufacturier (Markit)	août	51,0	51,0
02/09/2019	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	août	47,0	47,0
03/09/2019	Etats-Unis	ISM manufacturier	août	51,5	51,2
04/09/2019	Chine	PMI composite (Caixin)	août	--	50,9
04/09/2019	France	PMI composite (Markit)	août	--	52,7
04/09/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	août	51,8	51,8
04/09/2019	Zone euro	Ventes au détail m/m	juillet	-0,5%	1,1%
04/09/2019	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale américaine			
05/09/2019	Allemagne	Commandes manufacturières m/m	juillet	-1,3%	2,5%
05/09/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	juillet	--	2,1%
05/09/2019	Etats-Unis	ISM non manufacturier	août	53,6	53,7
06/09/2019	France	Balance commerciale	juillet	--	-5,187e+09
06/09/2019	Zone euro	PIB t/t	T2	0,2%	0,2%
06/09/2019	Etats-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	août	165 000	164 000
06/09/2019	Etats-Unis	Taux de chômage	août	3,7%	3,7%
06/09/2019	Etats-Unis	Durée de travail hebdomadaire des employés	août	34,4	34,3

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



# 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, 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.

© 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

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

La banque  
d'un monde  
qui change