

ECOWEEK

N°19-05, 1^{er} février 2019

Etats-Unis : la Réserve fédérale prend un virage, mais dans quelle direction?

■ La croissance américaine reste forte. Des vents contraires, le fléchissement de données d'enquête et le resserrement des conditions financières placent néanmoins la Réserve fédérale en situation de gestion des risques ■ Sa politique reste dépendante des données, mais la Fed devra faire preuve de patience avant de décider du prochain mouvement de taux ■ Une inflation qui reste bien maîtrisée facilite cette attitude attendiste ■ Les marchés tablent désormais sur un assouplissement de la politique de la Fed en 2020. Cela illustre à quel point l'incertitude pèse sur la confiance.

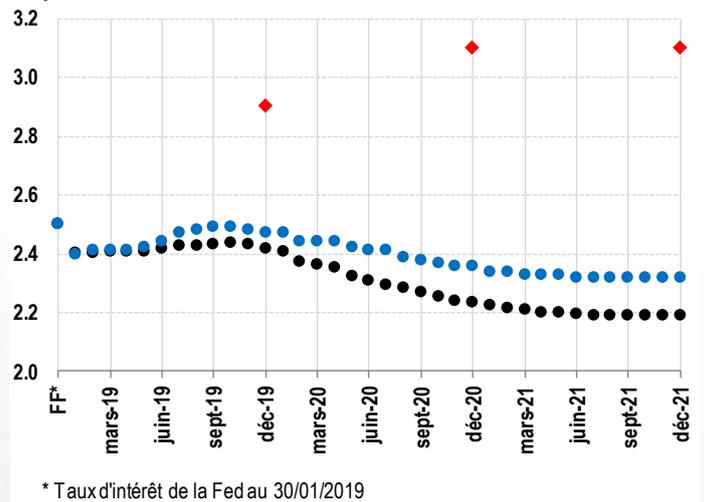
«L'incertitude n'est pas l'ami des milieux d'affaires». Cette phrase de Jerome Powell, prononcée lors la conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du FOMC, résume parfaitement ce qui est au cœur du ralentissement mondial initié en 2018 et qui atteint désormais les États-Unis.

L'incertitude a de multiples visages. Mario Draghi, en décembre dernier, parlait d'ailleurs d'une « incertitude générale accrue et protéiforme ». En écoutant les présidents de la BCE et de la Fed, on relève de nombreuses convergences dans leurs analyses. Rien de surprenant à cela : le ralentissement chinois, les négociations commerciales, l'inquiétude liée au Brexit, la fermeture des services publics par le gouvernement américain ont des répercussions à l'échelle mondiale. Jerome Powell a parlé d'une économie américaine qui reste forte, malgré l'affaiblissement de certaines données d'enquête, mais de plus en plus confrontée aux vents contraires mentionnés. Cela met la Fed en situation de devoir gérer les risques, ce qui lui impose de faire preuve de patience. Attendre la publication de données supplémentaires avant de décider du prochain changement de politique (notez que la direction prise n'est pas indiquée) est d'autant plus facile que « les arguments en faveur d'une hausse des taux se sont affaiblis ». Les risques en matière d'inflation et de déséquilibres financiers (c'est-à-dire de bulles) ont reculé. En outre, les conditions financières, évaluées par la Fed sur base d'un grand nombre de données de marché, telles que les volatilités et les *spreads*, se sont nettement resserrées en décembre et, malgré une certaine amélioration, elles sont restées tendues.

.../...

TAUX DES FONDS FEDERAUX SUR BASE DES CONTRATS A TERME

- Taux attendu (sur base des *fed funds futures* du 21/01/2019)
- Taux attendu (sur base des *fed funds futures* du 30/01/2019)
- ◆ Projection des membres du FOMC, 19/12/2018



* Taux d'intérêt de la Fed au 30/01/2019

Source : 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

Les conditions financières sont importantes dans la pensée de la Fed. Après tout, comme l'a dit Powell, la politique monétaire consiste à les modifier afin d'influencer la croissance et l'inflation. Cela signifie également qu'un resserrement de ces conditions influe sur les perspectives de croissance et, partant, sur l'évaluation du niveau approprié du taux officiel.

Assez logiquement, le FOMC a conclu qu'au regard des vents contraires, de conditions financières plus serrées, de données d'enquête en baisse et d'une inflation sous contrôle, il lui faudrait faire preuve de patience dans ses décisions de politique monétaire, d'autant plus qu'il s'est fixé un objectif d'inflation symétrique et qu'il dispose d'une marge de manœuvre limitée en cas de ralentissement majeur.

Ce message plus accommodant a évidemment entraîné une baisse des rendements obligataires et freiné l'évolution attendue du taux des fonds fédéraux (graphique 1). Le marché des actions, quant à lui, a applaudi la décision : des taux plus bas impliquent une valeur actuelle plus élevée des flux de trésorerie futurs. Il convient toutefois de faire preuve de réalisme : l'inquiétude finira par passer du dénominateur (le taux d'actualisation) au numérateur (le flux de trésorerie) et, à cet égard, le fait que les marchés de taux tablent sur un assouplissement monétaire en 2020 fait réfléchir. Si cette anticipation s'avérait correcte, cela signifierait que dans environ 12 mois, le FOMC considérerait sa politique comme trop restrictive compte tenu des perspectives de croissance.

De toute évidence, d'ici-là beaucoup de données ne manqueront pas d'influencer les prix de marché et, par conséquent, les anticipations de la politique de la Fed. Les données PMI de Markit pour le secteur manufacturier au mois de janvier (graphique 2) ont fourni des arguments à ceux qui estiment le verre maintenant à moitié vide.

Bien que l'indice de la France ait rebondi, l'indicateur pour la zone euro est désormais très proche de 50 et celui de l'Allemagne est passé juste en dessous de cette barre (49,9 contre 60,6 en février dernier). L'indice de l'Espagne est en hausse tandis que l'Irlande souffre des craintes liées au Brexit. A noter également, la nouvelle baisse de l'indice chinois, bien en dessous de la barre des 50.

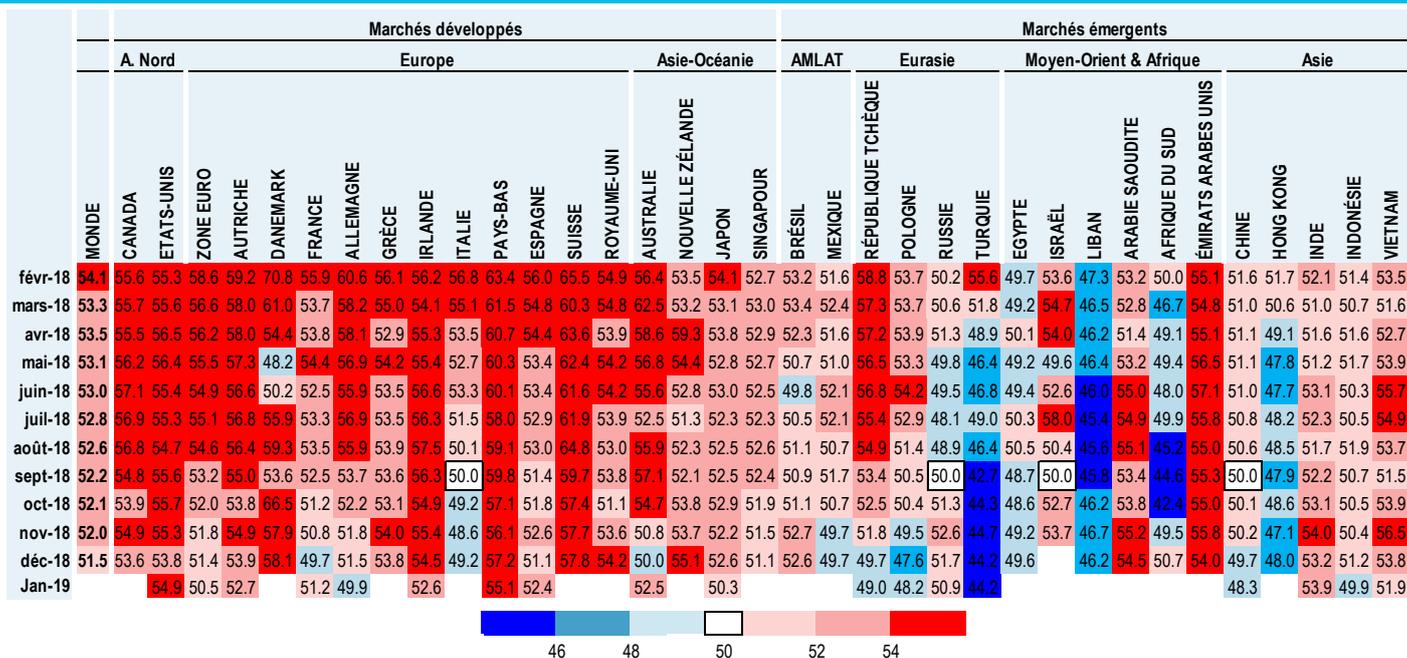
Lors de la conférence de presse, un journaliste a demandé si le changement de ton de la Fed montrait qu'elle avait cédé aux pressions de la Maison-Blanche. Sans surprise, la réponse a été ferme (« nous ne discutons jamais de considérations politiques »). Le président de la Fed a habilement évité de répondre directement à la question de savoir s'il avait fourni une *option put* aux marchés financiers¹. En réalité, les objectifs sont alignés : l'administration américaine a besoin d'une économie florissante, les investisseurs en actions veulent une croissance des bénéfices et la Fed compte remplir son mandat². Pour ce faire, elle a pris un virage mais nous ignorons où mène la route : vers un resserrement ou un assouplissement ? La réduction de l'incertitude concernant les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine contribuerait à accroître la visibilité. Elle augmenterait également l'efficacité des efforts chinois pour stimuler la croissance, dont l'importance revêt une dimension mondiale.

William De Vijlder

¹ Le sujet est bien connu des marchés financiers et a été traité dans l'Ecweek du 11 janvier 2019

² « Le Federal Open Market Committee (FOMC) est fermement résolu à remplir le mandat que lui confère le Congrès, qui est de promouvoir un emploi maximum, des prix stables et des taux d'intérêt à long terme modérés. » (source: Federal Reserve, Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, le 29 janvier 2019)

CARTE THERMIQUE DES INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS DU SECTEUR MANUFACTURIER



Source : Markit, BNP Paribas



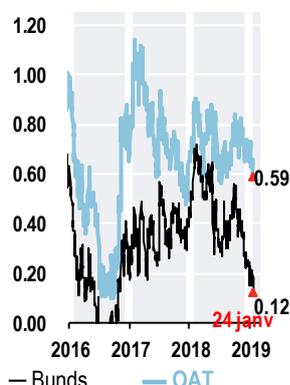
Revue des marchés

L'essentiel

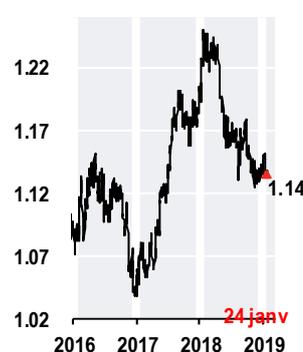
Semaine du 18-1-19 au 24-1-19

➤ CAC 40	4 876	▶ 4 872	-0.1 %
➤ S&P 500	2 671	▶ 2 642	-1.1 %
↗ Volatilité (VIX)	17.8	▶ 18.9	+1.1 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.2 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.76	▶ 2.77	+1.0 pb
➤ OAT 10a (%)	0.66	▶ 0.59	-6.8 pb
➤ Bund 10a (%)	0.21	▶ 0.12	-9.0 pb
➤ US Tr. 10a (%)	2.78	▶ 2.71	-7.0 pb
➤ Euro vs dollar	1.14	▶ 1.14	-0.1 %
➤ Or (once, \$)	1 284	▶ 1 283	-0.1 %
➤ Pétrole (Brent, \$)	62.7	▶ 61.0	-2.6 %

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 18/01
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 02/01
Euribor 12m	-0.12	-0.12	le 21/01	-0.12 le 02/01
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.77	2.81	le 01/01	2.76 le 18/01
Libor 12m	3.04	3.04	le 21/01	2.96 le 04/01
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.92	0.93	le 15/01	0.90 le 07/01
Libor 12m	1.17	1.19	le 11/01	1.16 le 22/01

Au 24-1-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.50	0.68	le 09/01	0.50 le 24/01
Bund 2a	-0.59	-0.57	le 08/01	-0.62 le 03/01
Bund 10a	0.12	0.25	le 01/01	0.12 le 24/01
OAT 10a	0.59	0.73	le 08/01	0.59 le 24/01
Corp. BBB	1.95	2.15	le 08/01	1.95 le 24/01
\$ Treas. 2a	2.56	2.62	le 18/01	2.39 le 03/01
Treas. 10a	2.71	2.78	le 18/01	2.55 le 03/01
Corp. BBB	4.47	4.65	le 01/01	4.47 le 24/01
£ Treas. 2a	0.76	0.82	le 14/01	0.68 le 03/01
Treas. 10a	1.27	1.35	le 18/01	1.18 le 03/01

Au 24-1-19

Rendements 10a € et spreads

4.84%	Grèce	472 pb
2.66%	Italie	254 pb
1.52%	Portugal	140 pb
1.25%	Espagne	112 pb
0.63%	Belgique	50 pb
0.59%	France	46 pb
0.45%	Irlande	33 pb
0.42%	Finlande	30 pb
0.39%	Autriche	27 pb
0.29%	P-Bas	16 pb
0.12%	Allemagne	

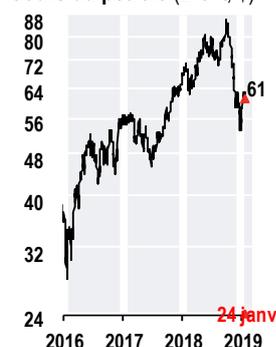
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	61.0	53.1	le 01/01 +15.7%
Or (once)	1 283	1 281	le 21/01 +0.8%
Métaux, LME	2 865	2 730	le 03/01 +3.0%
Cuivre (tonne)	5 894	5 714	le 03/01 -0.2%
CRB Aliments	332	324	le 01/01 +3.2%
Blé (tonne)	203	197	le 01/01 +3.7%
Mais (tonne)	138	136	le 01/01 +1.9%

Au 24-1-19

Variations

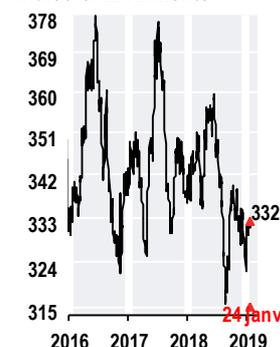
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.14	1.15	le 10/01	1.14 le 24/01	-0.7%
GBP	0.87	0.90	le 03/01	0.87 le 24/01	-3.0%
CHF	1.13	1.13	le 21/01	1.12 le 02/01	+0.2%
JPY	124.42	125.42	le 01/01	122.54 le 03/01	-0.8%
AUD	1.60	1.63	le 03/01	1.58 le 18/01	-1.6%
CNY	7.71	7.87	le 09/01	7.69 le 18/01	-1.7%
BRL	4.27	4.43	le 01/01	4.24 le 09/01	-3.7%
RUB	74.65	79.30	le 01/01	74.65 le 24/01	-5.9%
INR	80.80	81.21	le 14/01	79.57 le 04/01	+1.2%

Au 24-1-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	4 872	4 876	le 18/01	4 611	le 03/01	+3.0%	+3.0%
S&P500	2 642	2 671	le 18/01	2 448	le 03/01	+5.4%	+6.1%
DAX	11 130	11 206	le 18/01	10 417	le 03/01	+5.4%	+5.4%
Nikkei	20 575	20 719	le 21/01	19 562	le 04/01	+2.8%	+3.6%
Chine*	75	76	le 21/01	68	le 03/01	+6.5%	+7.1%
Inde*	548	559	le 01/01	543	le 14/01	+0.2%	-1.0%
Brésil*	2 225	2 225	le 24/01	1 944	le 01/01	+11.0%	+15.2%
Russie*	633	633	le 24/01	572	le 01/01	+5.7%	+11.5%

Au 24-1-19

Variations

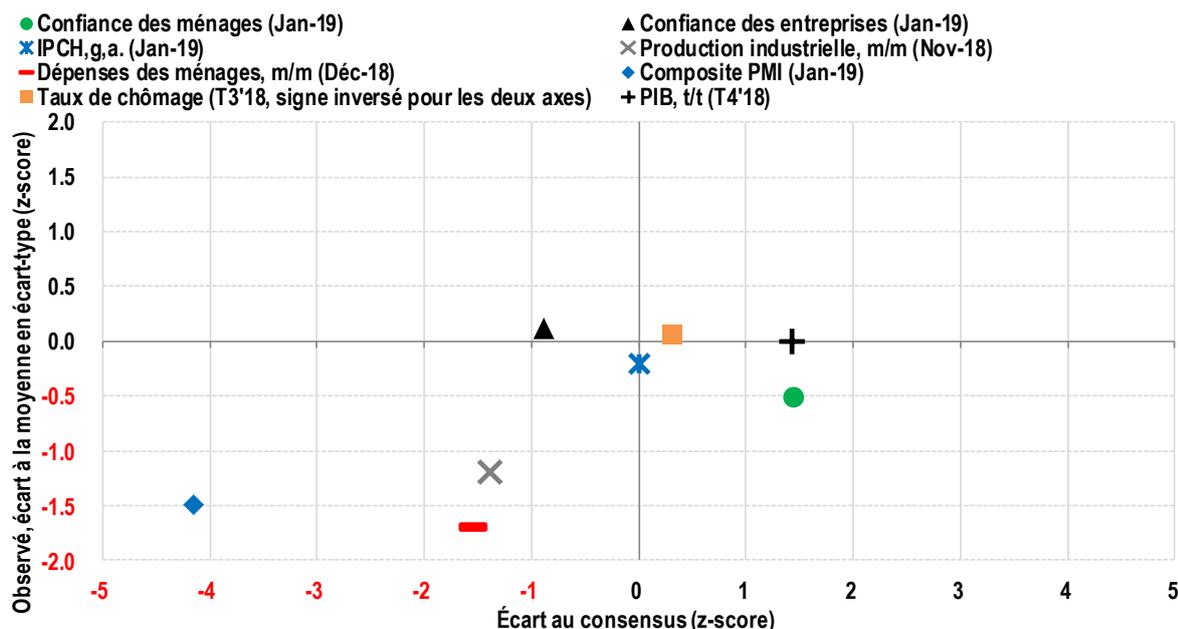
* Indices MSCI



Baromètre

France : croissance peu dynamique mais résistante

Le PIB français en volume a progressé de 0,3% t/t au T4 2018 selon la première estimation de l'INSEE. Ce chiffre, peu élevé, constitue malgré tout une relativement bonne nouvelle. La croissance est, en effet, légèrement supérieure aux attentes (pour la première fois en 2018) et à celle de la zone euro (pour le deuxième trimestre d'affilée). Au regard des enquêtes disponibles pour janvier (nouvelle baisse de l'indice PMI composite de Markit, stabilité de l'indicateur du climat des affaires de l'INSEE, net rebond de la confiance des ménages), 2019 démarre comme 2018 s'est terminée : sur une note mitigée. Une caractéristique qui perdurerait tout au long de l'année : au lieu de reprendre un peu de vitesse, nous nous attendons désormais à ce que la croissance française reste sur le même rythme qu'au T4 2018, peu dynamique (à cause de freins extérieurs plus forts) mais résistante (grâce à l'impulsion de la politique économique et budgétaire).



Indicateurs à suivre

Les indices PMI Markit (services et composite) seront publiés la semaine prochaine pour plusieurs pays, ainsi que l'ISM non manufacturier aux Etats-Unis. En France, nous aurons l'indice des intentions d'investissement des industriels et les chiffres du marché du travail pour le T4 2018. Au Japon, en raison du ralentissement de l'économie il faudra lire attentivement l'enquête Eco Watchers pour janvier. Enfin, il ne faudra pas manquer le compte-rendu de la réunion du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Précédent
04/02/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Déc.	--
05/02/2019	France	PMI composite Markit	Janv.	--
05/02/2019	Zone euro	PMI composite Markit	Janv.	--
05/02/2019	Zone euro	Ventes de détail m/m	Déc.	0,6%
05/02/2019	Etats-Unis	ISM non manufacturier	Janv.	57,6
07/02/2019	Allemagne	Production industrielle m/m	Déc.	-1,9%
07/02/2019	France	Intentions d'investissement des industriels		
07/02/2019	Zone euro	Bulletin économique de la BCE		
07/02/2019	Royaume-Uni	Taux bancaire de la Banque d'Angleterre	Fév.	0,750%
07/02/2019	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance-chômage	Fév.	--
08/02/2019	Allemagne	Balance commerciale	Déc.	2,05e+10
08/02/2019	France	Emploi dans le secteur privé t/t	4T	0,1%
08/02/2019	Japon	Enquête Eco Watchers	Janv.	48,0

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,1% 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 ralentit pour des raisons à la fois cycliques et structurelles. Les perspectives d'exportations sont fortement assombries par la hausse des droits de douane américains. Les difficultés du secteur manufacturier exportateur, le ralentissement de ventes de détail et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient peser sur la demande interne.
- Afin de contenir le ralentissement, la banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité. La réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait néanmoins rester une priorité. La politique budgétaire devient également expansionniste (incitations fiscales, dépenses en infrastructures).

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. Les dirigeants d'entreprises s'attendent d'ailleurs à ce que l'environnement continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation ralentit 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 la croissance, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.
- Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2019 (de 1,4% à 1,0%) et pour 2020 (de 1,2% à 1,1%). La prévision d'inflation a également été revue pour 2019 (de 1,8% à 1,4%) de même que pour 2020 (de 1,5% à 1,4%).

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 mais les gains de pouvoir d'achat sont réduits par l'inflation. 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 une seule remontée des taux cette année, au mois de juin. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 3,00% fin juin et à 2,80% 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% fin juin et à 0,40% 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).



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**

Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**

France (conjuncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Louis BOISSET**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33(0)1.57.43.02.91

louis.boisset@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**

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

+33(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**

Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies

+33(0)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(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**

Statistiques

+33(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Laure BAQUERO**

+33(0)1.43.16.95.50

laure.baquero@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33(0)1.40.14.30.77

thomas.humbloit@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable

+33(0)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(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**

Afrique francophone

+33(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**

Afrique lusophone et anglophone

+33(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**

Moyen Orient, Balkans

+33(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMDAD**

Amérique latine

+33(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33(0)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 engagés 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 ou 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 - 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