

ECOWEEK

N°19-45, 6 décembre 2019

Economie mondiale : stabilisation, stabilité et opacité

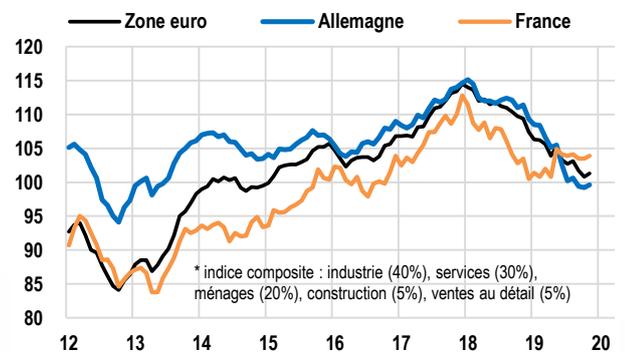
■ D'après les enquêtes de conjoncture, l'environnement conjoncturel semble s'être globalement stabilisé. Le même tableau se dessine pour la zone euro et la Chine, tandis qu'aux États-Unis la situation est mitigée ■ « Stabilité » est le mot qui caractérise le mieux les perspectives de la politique monétaire. Après ses annonces de septembre, la BCE peut se permettre d'attendre avant de juger l'efficacité de sa politique. Quant à la Réserve fédérale américaine, elle semble réticente à envisager un changement du taux des fonds fédéraux, d'autant plus s'il s'agit d'une hausse ■ La stabilisation des données économiques et une politique monétaire à la fois stable et particulièrement accommodante sont porteuses d'espoir à condition que l'incertitude n'augmente pas. Or, à cet égard, la situation reste empreinte d'opacité. Il est donc plus compliqué d'enclencher la vitesse supérieure.

Les données économiques publiées récemment ont confirmé les signes, enregistrés le mois dernier, d'un début de stabilisation de la conjoncture mondiale. L'indice du climat économique de la Commission européenne pour l'ensemble de la zone euro enregistrait une légère hausse en novembre et se maintient ainsi au-dessus de sa moyenne de long terme. Cet indice couvre l'industrie, les services, la consommation des ménages, la construction et le commerce de détail. L'indice du climat des affaires de la Commission, quant à lui, est resté stable. Par ailleurs, l'indice des directeurs d'achats (PMI) pour le secteur manufacturier a de nouveau augmenté en novembre et se rapproche de son niveau observé en août. L'indice PMI pour les services, en revanche, a légèrement diminué pour s'établir à 51,9, alors qu'il était toujours à 53,5 en août. Cette divergence de trajectoire entre l'industrie manufacturière et les services a fait craindre qu'après un déclin prolongé de l'industrie manufacturière, le secteur des services devienne, à son tour, un frein majeur à la croissance. Les données historiques montrent, toutefois, que lorsque le climat dans le secteur manufacturier se stabilise, comme cela a été le cas ces derniers temps, le secteur des services tend également à se stabiliser.

Les données d'enquête pour l'Allemagne se sont légèrement ressaisies, ce qui a constitué un soulagement après le déclin marqué et prolongé du secteur manufacturier. L'indice PMI pour ce dernier s'est fortement repris depuis son point bas atteint en septembre et s'approche désormais des niveaux observés pour la dernière fois en mai. Pourtant, à 44,1, il reste bien en dessous de 50, ce qui confirme la poursuite de la contraction à un rythme toutefois plus lent. Le PMI pour les services a de manière générale été stable au cours des derniers mois, après la forte baisse observée en septembre. Enfin, l'indice ifo du climat des affaires s'est légèrement amélioré en novembre. Concernant plus particulièrement les attentes, on observe une reprise dans l'industrie, les services et le commerce. En revanche, le rebond des attentes en matière d'exportations en octobre, depuis un niveau très bas, a été de courte durée : un nouvel affaiblissement est apparu en novembre.

En France, le climat des affaires, après avoir ralenti en 2018, a rebondi en début d'année. Ces derniers mois, il s'est stabilisé à un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme. Par ailleurs, le climat du marché du travail s'est de nouveau amélioré en novembre, ce qui est de bon augure pour les dépenses des ménages. En Italie, le PMI pour l'industrie manufacturière a légèrement baissé pour atteindre un faible niveau de 47,6, tandis que les services ont considérablement chuté en novembre (de 52,2 à 50,4). En Espagne, les deux séries se sont quelque peu ressaisies en novembre, mais, à 47,5, l'industrie manufacturière reste sous pression. Les services se portent mieux à 53,2.

CLIMAT ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO



Source : Commission européenne, 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

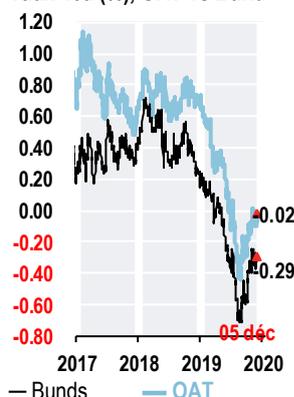
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 29-11-19 au 5-12-19

➤ CAC 40	5 905	▶ 5 802	-1.8 %
➤ S&P 500	3 141	▶ 3 117	-0.7 %
↗ Volatilité (VIX)	12.6	▶ 14.5	+1.9 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.40	▶ -0.40	+0.6 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	1.91	▶ 1.89	-1.8 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.08	▶ -0.02	+6.2 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.35	▶ -0.29	+5.8 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.79	▶ 1.80	+0.5 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.11	+0.6 %
↗ Or (once, \$)	1 462	▶ 1 477	+1.1 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	62.6	▶ 63.7	+1.8 %

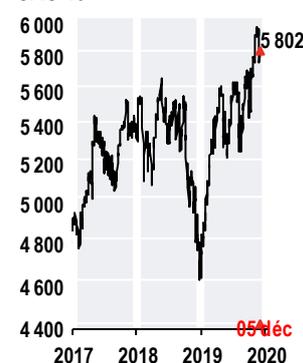
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.46	-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	1.89	2.81	le 01/01	1.89 le 04/12
Libor 12m	1.92	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	0.78	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 5-12-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.04	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.61	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.29	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.02	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.93	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.57	2.62	le 18/01	1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.80	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.23	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.57	0.83	le 27/02	0.31 le 08/10
Treas. 10a	0.78	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 5-12-19

Rendements 10a € et spreads

2.07%	Grèce	236 pb
1.38%	Italie	167 pb
0.50%	Espagne	79 pb
0.43%	Portugal	72 pb
0.00%	Belgique	29 pb
-0.02%	France	27 pb
-0.05%	Finlande	24 pb
-0.07%	Autriche	22 pb
-0.16%	Irlande	13 pb
-0.16%	P-Bas	13 pb
-0.29%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	63.7	53.1	le 01/01	+23.6%
Or (once)	1 477	1 268	le 02/05	+18.8%
Métaux, LME	2 732	2 718	le 07/08	+0.5%
Cuivre (tonne)	5 859	5 585	le 03/09	+1.5%
CRB Aliments	326	312	le 11/09	+3.7%
Blé (tonne)	214	166	le 30/08	+12.1%
Maïs (tonne)	144	128	le 24/04	+9.0%

Au 5-12-19

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	1.09	le 30/09	-3.0%
GBP	0.84	0.93	le 12/08	0.84	le 05/12	-6.0%
CHF	1.10	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-2.7%
JPY	120.64	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-3.8%
AUD	1.63	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	+0.1%
CNY	7.81	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	-0.5%
BRL	4.67	4.70	le 26/11	4.18	le 31/01	+5.5%
RUB	70.78	79.30	le 01/01	70.22	le 24/09	-10.7%
INR	79.07	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-0.9%

Au 5-12-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019		2019(€)	
CAC 40	5 802	5 939	le 15/11	4 611	le 03/01	+22.6%	+22.6%		
S&P500	3 117	3 154	le 27/11	2 448	le 03/01	+24.4%	+28.2%		
DAX	13 055	13 289	le 07/11	10 417	le 03/01	+23.6%	+23.6%		
Nikkei	23 300	23 530	le 02/12	19 562	le 04/01	+16.4%	+21.0%		
Chine*	79	86	le 09/04	68	le 03/01	+12.1%	+15.5%		
Inde*	585	612	le 03/06	526	le 22/08	+7.2%	+8.1%		
Brésil*	2 183	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+22.1%	+15.7%		
Russie*	749	793	le 07/11	572	le 01/01	+21.8%	+34.9%		

Au 5-12-19

Variations

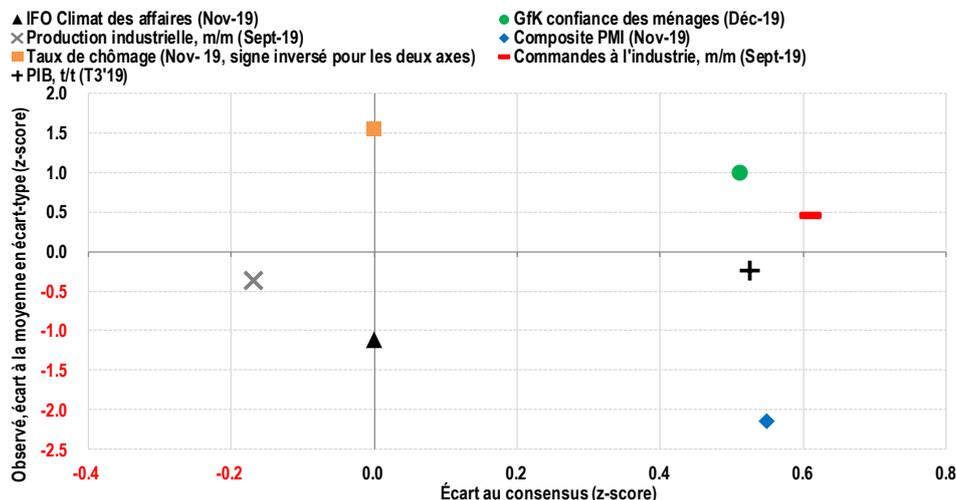
* Indices MSCI



Baromètre

Allemagne : a-t-on passé le creux de la vague ?

La hausse enregistrée par la plupart des indicateurs pour novembre a surpris. Malgré une série de chiffres décevants, pour le secteur manufacturier en particulier, le PIB est remonté de 0,1% au T3, alors que l'on s'attendait à un nouveau recul (-0,1%). Cela est dû à la forte croissance de la consommation privée, soutenue par le niveau élevé de la confiance des ménages. GfK indique que la confiance des ménages aussi est restée très forte au T4. Les exportations nettes ont également contribué à la croissance, le commerce mondial ayant rebondi. Néanmoins, la production industrielle est restée très faible et le fort rebond des commandes en septembre a été la seule bonne surprise pour les fabricants.



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 banques centrales seront à l'honneur la semaine prochaine. Les marchés vont tenter de discerner, dans la conférence de presse que donnera Jérôme Powell à la suite de la réunion du FOMC, un éventuel changement d'orientation. Dans la zone euro, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, on attend avec impatience la première conférence de presse que donnera Christine Lagarde en tant que présidente de la BCE. On peut s'attendre à un large éventail de questions : quelle politique sera adoptée ? Un changement de stratégie est-il à prévoir ? Comment la BCE fera-t-elle face au changement climatique ? Etc. Pour ce qui est des données économiques, plusieurs indicateurs sont attendus avec, pour la France, la confiance des industriels et le chiffre des créations d'emplois, pour le Japon l'enquête Tankan et les commandes de machines et pour les Etats-Unis le chiffre des ventes de détail.

Date	Pays/Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
09/12/2019	Japon	PIB t/t	T3	--	0,1%
09/12/2019	Allemagne	Balance commerciale	Oct.	--	2,11e+10
09/12/2019	France	Climat des affaires dans l'industrie (Banque de France)	Nov.	--	98
09/12/2019	Japon	Enquête Eco Watch	Nov.	--	36,7
09/12/2019	Suisse	Agrégat financier (CNY)	Nov.	--	6,189e+11
10/12/2019	Suisse	IPC g.a.	Nov.	4,1%	3,8%
10/12/2019	Suisse	IPP g.a.	Nov.	--	-1,6%
10/12/2019	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Nov.	--	-37,4%
10/12/2019	France	Emploi dans le secteur privé t/t	T3	--	0,3%
10/12/2019	France	Production industrielle m/m	Oct.	--	0,3%
10/12/2019	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Oct.	--	-0,3%
10/12/2019	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Nov.	103,1	102,4
11/12/2019	Etats-Unis	IPC m/m	Nov.	0,3%	0,4%
11/12/2019	Etats-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Déc.	1,75%	1,75%
12/12/2019	Japon	Commandes de machines m/m	Oct.	--	-2,9%
12/12/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Nov.	--	-0,8%
12/12/2019	France	IPC harmonisé m/m	Nov.	--	0,1%
12/12/2019	Zone euro	Production industrielle m/m	Oct.	--	0,1%
12/12/2019	Zone euro	Taux de facilité de dépôt (BCE)	Déc.	--	-0,500%
12/12/2019	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Nov.	--	0,3%
12/12/2019	Royaume-Uni	Report des ventes de détail (CBI)	Déc.	--	-3
13/12/2019	Japon	Confiance des grands industriels (Tankan)	T4	--	--
13/12/2019	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Nov.	0,5%	0,3%



Scénario économique

ETATS-UNIS

- Malgré le soutien apporté par la baisse des taux de la Fed en 2019, nous anticipons une baisse de la croissance dans les prochains mois corrélée à la baisse des investissements des entreprises (ralentissement de la croissance des bénéfices, incertitude sur les échanges commerciaux) et au moindre dynamisme du secteur du logement (tendance à la baisse de l'accessibilité à la propriété malgré un récent rebond). La consommation privée devrait mieux résister mais pourrait ralentir en raison d'un marché du travail moins dynamique.
- En conséquence, nous anticipons deux baisses du taux objectif des fonds fédéraux au premier semestre 2020.

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir. L'activité industrielle et les exportations sont durablement 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 sont prudentes. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient, ce qui devrait soutenir la consommation privée.
- L'inflation accélère sous l'effet de la hausse des prix alimentaires (flambée des prix du porc), mais l'inflation sous-jacente reste très modérée.

ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuit, notamment en Allemagne, en raison du contexte international et des difficultés rencontrées dans le secteur manufacturier. La récente stabilisation des enquêtes, à un niveau faible toutefois, 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 » pourrait être plus lente qu'initialement prévu.
- 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, nous anticipons deux baisses de son taux officiel par la Fed durant la première moitié de 2020 en réaction au ralentissement de l'économie, au niveau modéré de l'inflation et à l'incertitude. Cela devrait soutenir les perspectives de croissance à moyen-terme, ce qui explique pourquoi, après un déclin initial, nous anticipons une hausse graduelle des rendements des obligations du Trésor américain.
- Dans la zone euro, la forward guidance dépendant de la situation économique et la léthargie du processus d'inflation indiquent qu'un environnement très accommodant restera en place pour longtemps. Le mouvement des rendements obligataires sera largement influencé par l'évolution des rendements américains, bien que nous anticipions que l'augmentation des rendements du Bund soit plus faible. Les écarts souverains dans la zone euro devraient se réduire.
- Nous prévoyons que la Banque du Japon s'abstiendra de tout nouvel assouplissement monétaire.
- Nous anticipons peu de changement dans l'EUR/USD, bien que la juste valeur de l'euro soit relativement plus élevée que son prix courant.

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2018	2019	2020 e	2021 e	2018	2019 e	2020 e	2021 e
Avancés	2.2	1.7	1.1	1.6	2.0	1.5	1.6	1.4
Etats-Unis	2.9	2.3	1.5	2.0	2.4	1.8	2.4	1.9
Japon	0.8	1.0	0.2	0.7	1.0	0.5	0.6	0.3
Royaume-Uni	1.4	1.3	1.1	1.7	2.5	1.8	1.5	1.8
Zone euro	1.9	1.1	0.8	1.3	1.8	1.2	1.0	1.0
Allemagne	1.5	0.5	0.4	1.2	1.9	1.4	1.2	1.2
France	1.7	1.3	1.1	1.3	2.1	1.3	1.0	1.1
Italie	0.7	0.2	0.2	0.6	1.2	0.7	0.6	0.5
Espagne	2.4	2.0	1.7	1.6	1.7	0.8	0.8	0.9
Emergents	4.4	3.8	4.0	4.2	4.6	4.6	4.6	3.6
Chine	6.6	6.1	5.7	5.8	2.1	2.8	3.5	1.5
Inde*	6.8	5.8	5.5	6.0	2.9	3.0	3.3	3.5
Brésil	1.1	1.0	2.0	3.0	3.7	3.7	3.4	3.7
Russie	2.3	0.9	1.5	1.5	2.9	4.7	3.8	4.0

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		2020				2018	2019e	2020e
	T3	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e			
E-Unis Fed Funds	2.00	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	2.50	1.75	1.25
Treas. 10a	1.67	1.75	1.60	1.80	2.10	2.00	2.69	1.75	2.00
Z. euro Taux de dépôt	-0.50								
Bund 10a	-0.57	-0.35	-0.50	-0.40	-0.30	-0.30	0.25	-0.35	-0.30
OAT 10a	-0.28	-0.05	-0.20	-0.15	-0.10	-0.10	0.71	-0.05	-0.10
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Gilt 10a	0.40	0.71	1.00	1.10	1.20	1.20	1.27	0.71	1.20
Japon Taux BoJ	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10
JGB 10a	-0.22	-0.05	-0.10	0.00	0.05	0.10	0.00	-0.05	0.10

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019		2020				2018	2019e	2020e
	T3	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e			
USD EUR / USD	1.09	1.11	1.12	1.13	1.13	1.14	1.14	1.11	1.14
USD / JPY	108	107	104	103	103	103	110	107	103
GBP / USD	1.23	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.27	1.32	1.39
USD / CHF	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	1.00	0.99	0.99	1.00
EUR EUR / GBP	0.89	0.84	0.83	0.83	0.83	0.82	0.90	0.84	0.82
EUR / CHF	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.14	1.13	1.10	1.14
EUR / JPY	118	119	116	116	116	117	125	119	117

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