

ECOWEEK

N°19-23, 7 juin 2019

BCE : prête mais pas pressée

■ La BCE a légèrement assoupli sa politique monétaire en prolongeant sa *forward guidance* sur les taux directeurs ■ Par ailleurs, les conditions de la troisième campagne de TLTRO III sont un peu moins généreuses que les précédentes ■ Un débat s'est ouvert au sein du Conseil des gouverneurs sur la manière de réagir en cas d'aggravation de la situation ■ Au vu des fondamentaux de la zone euro, la BCE n'est pas pressée, pour le moment, de réagir à la prolongation des incertitudes. Une manière de ne pas brûler trop vite ses cartouches.

La BCE est prête à assouplir encore sa politique monétaire mais rien ne presse. C'est ce qui semble ressortir de la conférence de presse de Mario Draghi. La décision d'un assouplissement supplémentaire, avec le prolongement de la *forward guidance* (les taux directeurs devraient se maintenir à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin du premier semestre 2020), a en effet été unanime.

Par ailleurs, les marchés ont estimé que les nouvelles opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) étaient moins généreuses que les précédentes¹. De plus, la BCE a fait s'envoler l'espoir de mise en place d'un système de rémunération à plusieurs niveaux (*tiering*²) en déclarant qu'« à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence soutenue de l'inflation n'est pas compromise par des effets secondaires possibles sur l'intermédiation bancaire »³. Résultat, l'euro s'est raffermi face au dollar et les rendements obligataires ont légèrement augmenté.

La réaction du marché n'a rien de surprenant : une détente de la politique monétaire a les faveurs des investisseurs car, toutes choses égales par ailleurs, elle entraîne une appréciation des cours des actifs. De plus, les allusions de Jerome Powell à une éventuelle baisse du taux de la Fed, en réaction aux vents contraires qui soufflent sur les échanges commerciaux, ont peut-être alimenté l'espoir que la BCE pourrait commencer à agir dans ce sens. Le fait qu'elle ne fasse pas preuve d'empressement n'est pas une surprise. Même si l'industrie manufacturière est à la peine, les secteurs des services et du bâtiment affichent une bonne résilience et les fondamentaux favorables devraient continuer à soutenir l'économie de la zone euro. Et c'est d'autant moins surprenant qu'en dépit du discours sur les outils dont dispose encore la BCE, la marge d'assouplissement de sa politique est bien plus mince qu'auparavant : lorsque les munitions commencent à manquer, mieux vaut viser juste. Cependant, l'annonce la plus intéressante de la conférence de presse est certainement celle d'un débat en cours au sein du Conseil des gouverneurs sur la disposition à agir en cas d'événements défavorables, plusieurs membres envisageant la possibilité de nouvelles baisses des taux, la reprise du programme de rachat d'actifs (QE) ou un nouveau prolongement de la *forward guidance*. Sur le front de l'inflation comme dans le monde militaire, une seule stratégie donc : qui veut la paix, prépare la guerre et s'y prend suffisamment tôt.

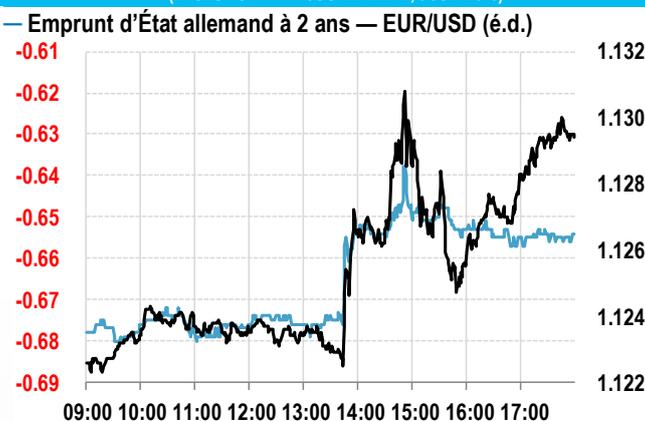
William De Vijlder

¹ Dans la nouvelle série TLTRO III, pour les banques dont l'encours de prêts éligibles augmente suffisamment, le taux peut être aussi faible que celui de la facilité de dépôt plus 10 points de base. Dans la série TLTRO II, le taux pouvait être aussi faible que celui de la facilité de dépôt.

² Dans un système de rémunération à plusieurs niveaux, différents taux seraient appliqués aux réserves excédentaires déposées par les banques auprès de la banque centrale. Une partie des réserves pourrait même être exemptée.

³ BCE, déclaration introductive à la conférence de presse de Mario Draghi, Président de la BCE, et de Luis de Guindos, Vice-président, Vilnius, 6 juin 2019

EUR/USD ET RENDEMENT DE L'EMPRUNT D'ÉTAT ALLEMAND À 2 ANS (ÉVOLUTION INTRAJOURNALIÈRE, 6 JUIN 2019)



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



Revue des marchés

L'essentiel

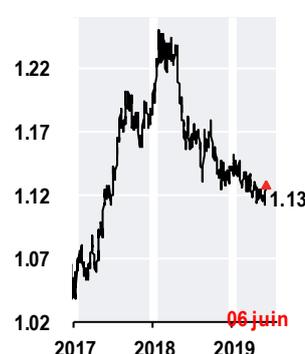
Séance du 6-6-19

➤ CAC 40	5 292	▶ 5 278	-0.3 %
➤ S&P 500	2 826	▶ 2 843	+0.6 %
➤ Volatilité (VIX)	16.1	▶ 15.9	-0.2 pb
➤ Euribor 3m (%)	-0.32	▶ -0.32	-0.3 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	2.47	▶ 2.47	+0.0 pb
➤ OAT 10a (%)	0.16	▶ 0.12	-4.4 pb
➤ Bund 10a (%)	-0.22	▶ -0.23	-1.4 pb
➤ US Tr. 10a (%)	2.12	▶ 2.12	-0.2 pb
➤ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.13	+0.2 %
➤ Or (once, \$)	1 331	▶ 1 336	+0.4 %
➤ Pétrole (Brent, \$)	60.5	▶ 60.8	+0.6 %

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 26/02
Euribor 3m	-0.32	-0.31	le 24/01	-0.32 le 03/06
Euribor 12m	-0.18	-0.11	le 06/02	-0.18 le 06/06
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.47	2.81	le 01/01	2.47 le 05/06
Libor 12m	2.38	3.04	le 21/01	2.38 le 05/06
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.80	0.93	le 29/01	0.79 le 04/06
Libor 12m	0.99	1.19	le 11/01	0.99 le 04/06

Au 6-6-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.23	0.68	le 09/01	0.23 le 06/06
Bund 2a	-0.66	-0.53	le 05/03	-0.68 le 05/06
Bund 10a	-0.23	0.25	le 01/01	-0.23 le 06/06
OAT 10a	0.12	0.73	le 08/01	0.12 le 06/06
Corp. BBB	1.31	2.15	le 08/01	1.26 le 07/05
\$ Treas. 2a	1.88	2.62	le 18/01	1.84 le 03/06
Treas. 10a	2.12	2.78	le 18/01	2.08 le 03/06
Corp. BBB	3.80	4.65	le 01/01	3.78 le 03/06
£ Treas. 2a	0.54	0.83	le 27/02	0.54 le 06/06
Treas. 10a	0.83	1.35	le 18/01	0.83 le 06/06

Au 6-6-19

Rendements 10a € et spreads

3.61%	Grèce	384 pb
2.48%	Italie	271 pb
0.68%	Portugal	91 pb
0.61%	Espagne	84 pb
0.19%	Belgique	42 pb
0.12%	France	35 pb
0.07%	Autriche	30 pb
-0.02%	Finlande	21 pb
-0.06%	Irlande	17 pb
-0.06%	P-Bas	17 pb
-0.23%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	60.8	53.1	le 01/01 +15.9%
Or (once)	1 336	1 268	le 02/05 +5.6%
Métaux, LMEX	2 751	2 730	le 03/01 -0.5%
Cuivre (tonne)	5 790	5 714	le 03/01 -1.4%
CRB Aliments	351	324	le 07/03 +9.6%
Blé (tonne)	198	167	le 10/05 +2.1%
Maïs (tonne)	156	128	le 24/04 +16.3%

Au 6-6-19

Variations

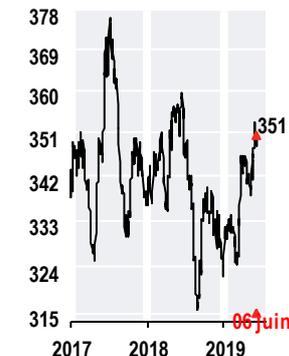
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.11	le 30/05 -1.3%
GBP	0.89	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03 -1.1%
CHF	1.12	1.14	le 23/04	1.11	le 05/06 -1.0%
JPY	122.06	127.43	le 01/03	120.99	le 31/05 -2.7%
AUD	1.62	1.63	le 03/01	1.57	le 18/04 -0.5%
CNY	7.80	7.87	le 09/01	7.51	le 25/04 -0.6%
BRL	4.38	4.59	le 20/05	4.18	le 31/01 -1.1%
RUB	73.49	79.30	le 01/01	71.51	le 23/04 -7.3%
INR	78.18	82.00	le 04/02	76.84	le 03/04 -2.0%

Au 6-6-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 278	5 592	le 23/04	4 611	le 03/01	+11.6%	+11.6%
S&P500	2 843	2 946	le 30/04	2 448	le 03/01	+13.4%	+14.9%
DAX	11 953	12 413	le 03/05	10 417	le 03/01	+13.2%	+13.2%
Nikkei	20 774	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+3.8%	+6.7%
Chine*	73	86	le 09/04	68	le 03/01	+3.9%	+5.1%
Inde*	600	612	le 03/06	530	le 19/02	+6.7%	+9.0%
Brésil*	2 112	2 304	le 04/02	1 862	le 17/05	+8.8%	+10.1%
Russie*	700	700	le 03/06	572	le 01/01	+15.8%	+23.9%

Au 6-6-19

Variations

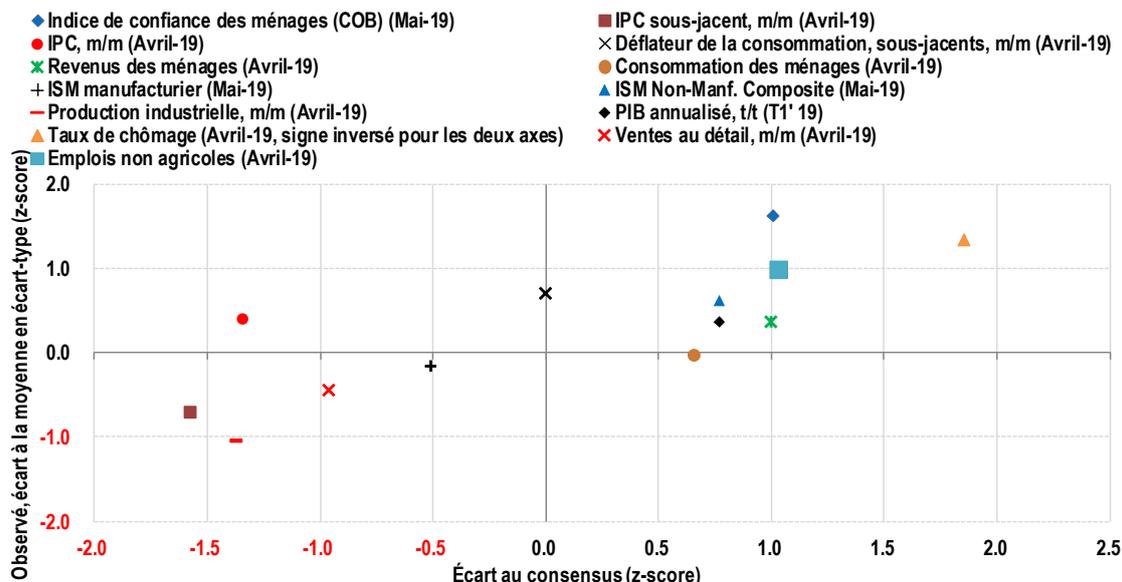
* Indices MSCI



Baromètre

Etats-Unis : Paysage contrasté

Aux Etats-Unis, le vent n'a pas encore tourné pour le consommateur : la faiblesse du chômage, le haut niveau de confiance, le dynamisme des revenus autant que celui des dépenses, se distinguent positivement dans notre « baromètre ». En outre, l'inflation reste modérée, ce qui rajoute au pouvoir d'achat. Le ciel n'est toutefois pas uniformément bleu. Placés aux avant-postes du cycle économique, les industriels déplorent des baisses de production (l'une des plus mauvaises performances du baromètre en avril) ; en mai, leurs anticipations ne se sont pas redressées.



Sources : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La Chine publiera les chiffres du financement total, un indicateur important de l'évolution du volume de crédits et, indirectement, de la santé de l'économie chinoise. Au Japon, plusieurs données statistiques seront disponibles : une nouvelle estimation du PIB au T1 2019, les commandes de machines et la production industrielle. En France, nous aurons les chiffres de la confiance des industriels, du marché du travail et de l'inflation. Au Royaume-Uni, les données de la production industrielle et le taux de chômage seront publiés. Enfin, aux Etats-Unis nous connaissons les chiffres de l'inflation (prix à la production et prix à la consommation), le sentiment des petites entreprises, les ventes au détail, le taux d'utilisation des capacités de production et le sentiment de l'Université du Michigan.

Date	Pays/zone	Indicateur	Date	Prévision	Précédent
09/06/2019	Chine	Financement total (CNY)	mai	1,41e+12	1,36e+12
10/06/2019	Japon	PIB t/t	1T	0,6%	0,5%
10/06/2019	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	avril	--	0,7%
11/06/2019	France	Confiance des industriels (Banque de France)	mai	--	99
11/06/2019	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	avril	--	3,8%
11/06/2019	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	mai	--	103,5
11/06/2019	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	mai	0,2%	0,1%
12/06/2019	Japon	Commandes de machines m/m	avril	-1,0%	3,8%
12/06/2019	France	Emplois du secteur privé t/t	1T	--	0,3%
12/06/2019	Etats-Unis	IPC m/m	mai	0,1%	0,3%
13/06/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	mai	--	0,3%
13/06/2019	Zone euro	Production industrielle m/m	avril	--	-0,3%
14/06/2019	Japon	Production industrielle m/m	avril	--	0,6%
14/06/2019	France	IPC harmonisé m/m	mai	--	0,2%
14/06/2019	Etats-Unis	Ventes au détail	mai	--	0,0%
14/06/2019	Etats-Unis	Utilisation des capacités de production	mai	78,0%	77,9%
14/06/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	juin	97,0	100,0

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- Le rebond de la croissance en début d'année 2019 est en partie lié à des facteurs temporaires (stocks), alors que la demande intérieure privée s'assagit. Le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises, tandis que la hausse du dollar en 2018 et la montée des tensions commerciales pèseront sur les exportations. L'inflation sous-jacente reste sous contrôle.
- Le message relativement équilibré du FOMC de mai nous incite à anticiper un statu quo sur les taux d'intérêt, fonds fédéraux (2,25%-2,50%) ou rémunération des réserves excédentaires (2,35%).

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir. Après une légère amélioration en mars, l'activité a de nouveau faibli et la récente aggravation des tensions avec les Etats-Unis vient encore assombrir les perspectives d'exportations.
- La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait rester une priorité. 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

- Malgré une croissance plus dynamique qu'attendu au T1 2019, le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités et l'activité dans le secteur manufacturier reste dégradée.
- 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.
- La politique monétaire reste prudente et proactive, la BCE ayant annoncé le lancement de nouvelles vagues de prêts à long terme (TLTRO) pour les banques.

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, le FOMC a dit patienter avant de décider d'un éventuel changement de politique. Nous nous attendons désormais à un statu quo en 2019 et en 2020. Nous prévoyons une hausse modérée du rendement des *Treasuries* à 10 ans, de 2,60% en fin d'année en raison d'une légère augmentation de la prime de terme.
- Les taux officiels de la BCE ne devraient pas changer en 2019 et 2020 en raison de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance et de l'inflation sous-jacente faible. Nous prévoyons une hausse marginale du taux à 10 ans du Bund qui terminerait 2019 à 0,00% et 2020 à 0,15%.
- Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- L'euro devrait se renforcer face au dollar US, ce dernier étant trop cher par rapport à sa valeur d'équilibre.

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

Source : BNPP Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

* Année budgétaire du 1er avril de l'année au 31 mars de l'année t+1

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Libor 3m \$	2,60	2,60	2,60	2,60	2,81	2,60	2,50
Treas. 10a	2,42	2,50	2,50	2,60	2,69	2,60	2,50
Z. eurc Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
Bund 10a	-0,07	-0,05	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
OAT 10a	0,26	0,30	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
R-Uni Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
USD EUR / USD	1,12	1,13	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
USD / JPY	110,7	108,0	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
USD / CHF	1,00	1,01	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
EUR EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
EUR / JPY	124	122	122	122	125	122	119

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



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 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