

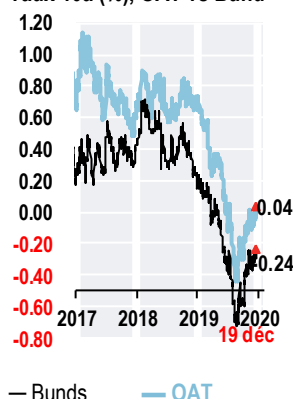
# Revue des marchés

## L'essentiel

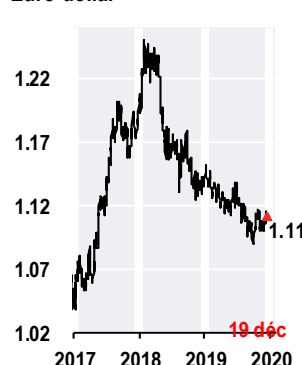
Semaine du 13-12-19 au 19-12-19

↗ CAC 40	5 919	▶ 5 972	+0.9 %
↗ S&P 500	3 169	▶ 3 205	+1.2 %
↘ Volatilité (VIX)	12.6	▶ 12.5	-0.1 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.40	▶ -0.40	+0.2 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	1.90	▶ 1.91	+0.8 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.03	▶ 0.04	+6.2 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.30	▶ -0.24	+6.0 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.82	▶ 1.91	+8.7 pb
↘ Euro vs dollar	1.11	▶ 1.11	-0.2 %
↗ Or (once, \$)	1 472	▶ 1 477	+0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	65.0	▶ 66.7	+2.7 %

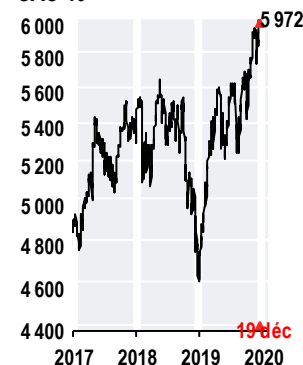
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



## Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19	+bas 19
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01
Eonia	####	#### le 19/12 -0.47 le 03/10
Euribor 3m	-0.40	-0.31 le 24/01 -0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.26	-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	1.91	2.81 le 01/01 1.89 le 05/12
Libor 12m	1.97	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	0.79	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 19-12-19

Rendements (%)	+haut 19	+bas 19
€ Moy. 5-7a	0.06	0.68 le 09/01 -0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.62	-0.53 le 05/03 -0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.24	0.25 le 01/01 -0.72 le 28/08
OAT 10a	0.04	0.73 le 08/01 -0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.88	2.15 le 08/01 0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.62	2.62 le 18/01 1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.91	2.78 le 18/01 1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.21	4.65 le 01/01 3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.54	0.83 le 27/02 0.31 le 08/10
Treas. 10a	0.81	1.35 le 18/01 0.33 le 03/09

Au 19-12-19

Rendements 10a € et spreads

1.84%	Grèce	207 pb
1.29%	Italie	152 pb
0.47%	Espagne	70 pb
0.42%	Portugal	65 pb
0.04%	Belgique	27 pb
0.04%	France	27 pb
-0.00%	Finlande	23 pb
-0.01%	Autriche	22 pb
-0.10%	P-Bas	13 pb
-0.12%	Irlande	11 pb
-0.24%	Allemagne	

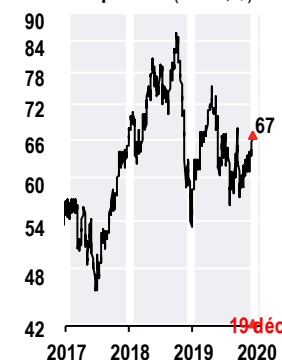
## Matières premières

Prix spot, \$	+haut 19	2019(€)
Pétrole, Brent	66.7	53.1 le 01/01 +29.2%
Or (once)	1 477	1 268 le 02/05 +18.5%
Métaux, LME	2 860	2 718 le 07/08 +5.0%
Cuivre (tonne)	6 191	5 585 le 03/09 +7.0%
CRB Aliments	333	312 le 11/09 +5.7%
Blé (tonne)	224	166 le 30/08 +16.8%
Maïs (tonne)	149	128 le 24/04 +12.3%

Au 19-12-19

Variations

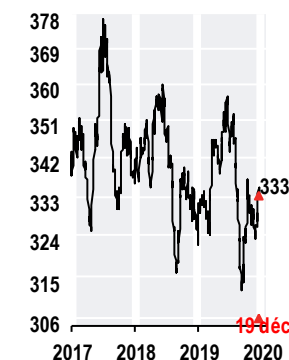
Cours du pétrole (Brent, \$)



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 -2.8%
GBP	0.85	0.93 le 12/08	0.83 le 13/12 -4.9%
CHF	1.09	1.14 le 23/04	1.08 le 04/09 -3.5%
JPY	121.51	127.43 le 01/03	116.08 le 03/09 -3.1%
AUD	1.62	1.66 le 07/08	1.57 le 18/04 -0.5%
CNY	7.79	7.96 le 27/08	7.51 le 25/04 -0.7%
BRL	4.52	4.70 le 26/11	4.18 le 31/01 +2.0%
RUB	69.35	79.30 le 01/01	69.35 le 19/12 -12.5%
INR	78.95	82.00 le 04/02	76.37 le 01/08 -1.1%

Au 19-12-19

Variations

## Indices actions

Cours	+haut 19	+bas 19	2019	2019(€)
CAC 40	5 972	5 992 le 16/12	4 611 le 03/01	+26.2%
S&P500	3 205	3 205 le 19/12	2 448 le 03/01	+27.9%
DAX	13 212	13 408 le 16/12	10 417 le 03/01	+25.1%
Nikkei	23 865	24 066 le 17/12	19 562 le 04/01	+19.2%
Chine*	84	86 le 09/04	68 le 03/01	#N/A
Inde*	598	612 le 03/06	526 le 22/08	#N/A
Brésil*	2 349	2 354 le 10/07	1 862 le 17/05	#N/A
Russie*	#N/A	#N/A le #N/A	#N/A le #N/A	#N/A

Au 19-12-19

Variations

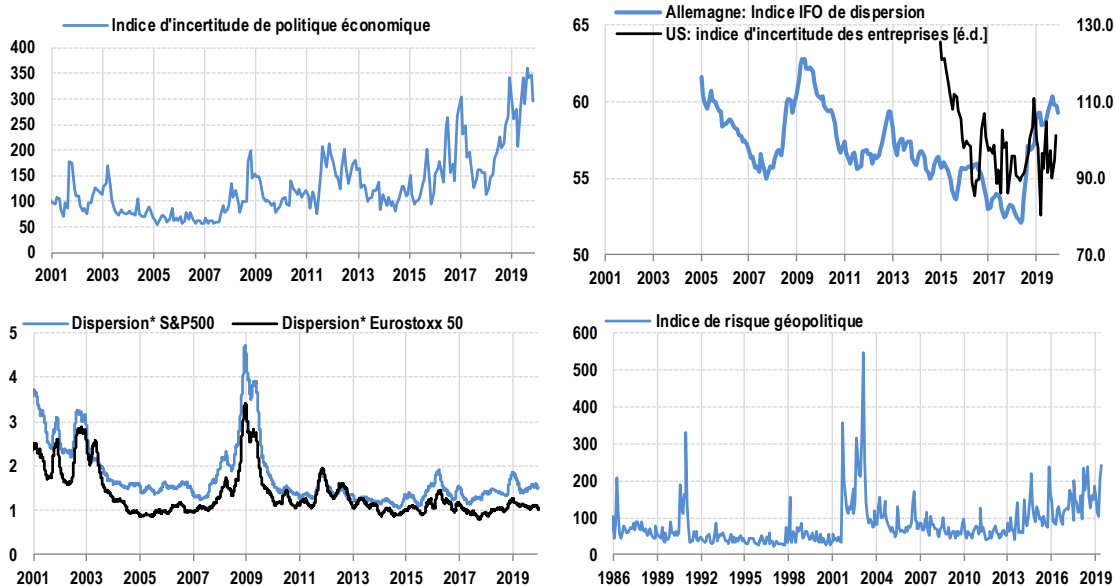
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Les indicateurs d'incertitude s'améliorent

Il existe différents moyens de mesurer l'incertitude et certains ont dernièrement enregistré quelques améliorations. Si l'on part du haut à gauche et que l'on tourne dans le sens des aiguilles d'une montre, l'indicateur de l'incertitude relatif à la politique économique, qui est basé sur la couverture médiatique, accuse une baisse, même si son niveau reste élevé. Cela est probablement dû à l'accord commercial de phase 1 dont la signature est attendue entre la Chine et les Etats-Unis et l'espoir, qu'à l'issue des élections britanniques, on pourra éviter un Brexit chaotique. L'incertitude au sein des entreprises allemandes a également décliné. C'est un heureux état de fait compte tenu de la situation difficile dans laquelle se trouve le secteur manufacturier. L'indice du risque géopolitique, basé également sur la couverture médiatique, est également à la baisse. L'incertitude basée sur la performance des actions individuelles est sur une trajectoire ascendante aux Etats-Unis, même si son niveau reste bas. A noter, que cet indicateur est en déclin dans la zone euro depuis le début de l'année.



\* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

Source: Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, Atlanta Fed, IFO, BC, BNP Paribas

### Indicateurs à suivre

Au cours des deux prochaines semaines, nous connaîtrons les indices régionaux d'activité américains et, plus important encore, les indices des directeurs d'achats de plusieurs pays. Aux Etats-Unis nous aurons aussi les données de la confiance des consommateurs et les minutes de la dernière réunion du FOMC. A noter également pour la zone euro, la publication du bulletin mensuel de la BCE.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
23/12/2019	Etats-Unis	Indice d'activité de la Fed de Chicago	Nov.	--	-0.71
24/12/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Nov.	1.5%	0.5%
24/12/2019	Etats-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Déc.	--	-1
27/12/2019	Japon	Taux de chômage	Nov.	--	2.4%
27/12/2019	Japon	Ventes au détail m/m	Nov.	--	-14.4%
27/12/2019	Japon	Production industrielle m/m	Nov.	--	-4.5%
27/12/2019	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
27/12/2019	Allemagne	Ventes au détail m/m	Nov.	--	-1.9%
30/12/2019	Etats-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Dallas	Déc.	--	-1.3
31/12/2019	Chine	PMI composite	Déc.	--	53.7
31/12/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Déc.	128.0	125.5
02/01/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Déc.	51.5	51.8
02/01/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	--	50.3
02/01/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Déc.	--	43.4
02/01/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	--	45.9
02/01/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	--	52.5
03/01/2020	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	--	0.1%
03/01/2020	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Déc.	--	1.2%
03/01/2020	Etats-Unis	ISM manufacturier	Déc.	48.6	48.1
03/01/2020	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Déc. 11	--	--

Source: Bloomberg, BNP Paribas



## 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
<b>Avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>
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
<b>Zone euro</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
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
<b>Emergents</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>
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			
<b>E-Unis</b> 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
<b>Z. euro</b> Taux de dépôt	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>
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
<b>R-Uni</b> 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
<b>Japon</b> Taux BoJ	<b>-0.06</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
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			
<b>USD</b> 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
<b>EUR</b> 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](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)

**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, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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)

**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



## 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](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](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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change