

ECOWEEK

N°19-02, 11 janvier 2019

États-Unis : le « Powell put »

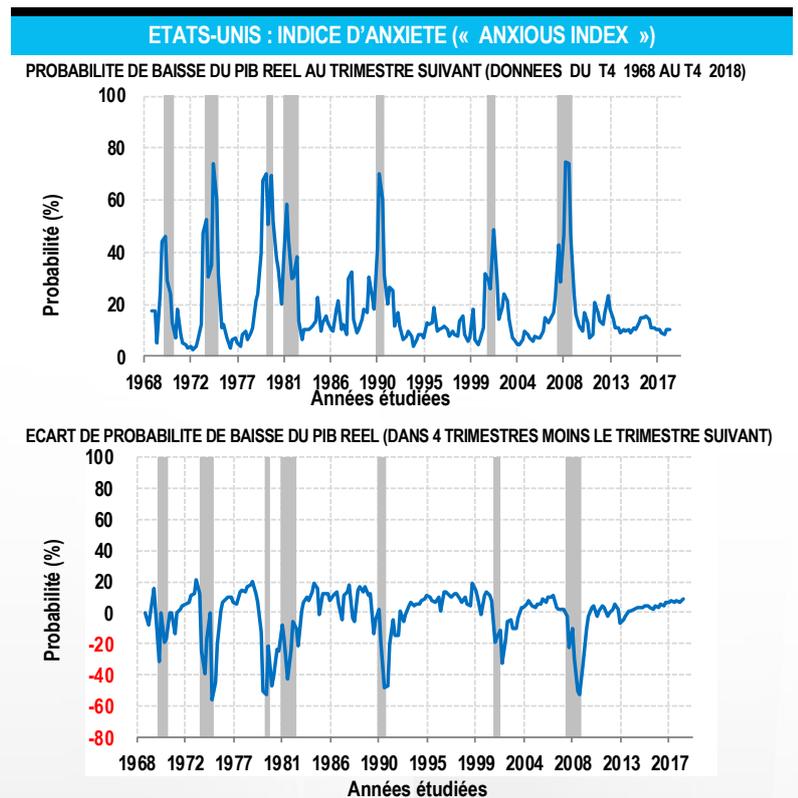
■ Le président de la Fed, Jerome Powell, a récemment souligné que, compte tenu d'une inflation atone, le FOMC ferait preuve de patience et était prêt à modifier rapidement l'orientation de la politique monétaire si les conditions l'exigent ■ Il estime également que dans leur prise en compte des risques baissiers, les marchés financiers vont bien au-delà des données d'activité. Autrement dit, ils sont trop pessimistes à l'égard de la croissance ■ Les estimations des prévisionnistes professionnels relatives à la probabilité d'une entrée en récession au cours des prochains trimestres ne font pas davantage ressortir la dynamique caractéristique des périodes de précécession

Lors de la récente réunion annuelle de l'American Economic Association, le journaliste du New York Times, Neil Irwin, qui animait un débat entre Ben Bernanke, Janet Yellen et Jerome Powell, a lancé la discussion en se demandant, sur le ton de la plaisanterie, ce qui pouvait bien se passer lorsqu'un avocat (en l'occurrence Jerome Powell) s'adressait à une conférence avec 13 000 économistes. Et, d'après ce que nous avons pu constater en visionnant l'événement sur YouTube¹, la réponse est la suivante : J. Powell a envoyé un « message clair ».

Lorsqu'un banquier central entend peser sur l'évolution à court terme de l'économie et, de fait, sur les marchés financiers, il peut communiquer sur la détermination de son institution à intervenir si les circonstances l'exigent mais aussi témoigner d'un niveau de conviction élevé dans sa description de l'environnement économique. Jerome Powell a agi sur ces deux plans à la fois lors de son intervention à cette table ronde. Concernant les indications relatives à l'orientation de politique monétaire, il a insisté sur le fait que le FOMC se montrerait patient étant donné l'atonie de l'inflation et restait « prêt à modifier l'orientation de la politique et à la modifier de manière significative en cas de besoin pour promouvoir [nos] objectifs statutaires en matière de plein emploi et de stabilité des prix ». Cette orientation remonte à l'époque Greenspan et aux injections de liquidités qui ont suivi le krach boursier d'octobre 1987. L'opinion selon laquelle, face à des perspectives plus sombres, la Fed n'hésiterait pas à assouplir sa politique, encourageant ainsi l'appétit des investisseurs pour le risque, a amené les commentateurs à faire allusion au « Greenspan put », au « Bernanke put », au « Yellen put » et au « Powell put »².

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=DH030t70Ho0>

² L'intervention, ou la promesse d'intervention, d'une banque centrale est considérée comme une mise à disposition d'une *option put* qui neutraliserait l'exposition des investisseurs au risque baissier de la Bourse.



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

L'actuel patron de la Fed a également été très explicite, et c'est tout aussi important, sur la différence existant entre son analyse des perspectives et les signaux envoyés par les marchés : « *Les marchés intègrent, me semble-t-il, des risques baissiers et ils vont manifester bien au-delà des données d'activité* ». C'est ce que montrent en effet les flux de données récents et les mesures synthétiques correspondantes³, mais aussi l'« Anxious Index »⁴. Ce dernier, basé sur une enquête réalisée auprès des prévisionnistes professionnels, mesure la probabilité d'une baisse du PIB réel au cours du trimestre suivant la réalisation de l'enquête. Or, son évolution récente ne fait nullement ressortir la dynamique caractéristique des phases de prérécession. De plus, alors que la différence de probabilité de récession (quatre trimestres à venir vs. prochain trimestre) diminue dans les périodes précédant les récessions, cette différence continue actuellement à se creuser.

William De Vijlder

³ Il s'agit des *nowcasts* de la Réserve fédérale d'Atlanta, celle de New York et celle de St Louis. Les estimations respectives pour la croissance trimestrielle en rythme annuel au T4 2018 sont 2,8%, 2,5% et 2,6%.

⁴ www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasters/anxious-index



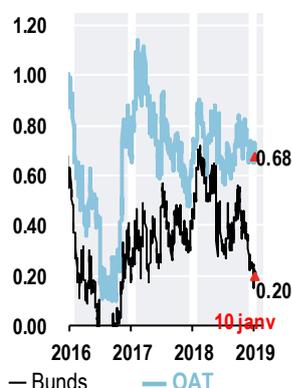
Revue des marchés

L'essentiel

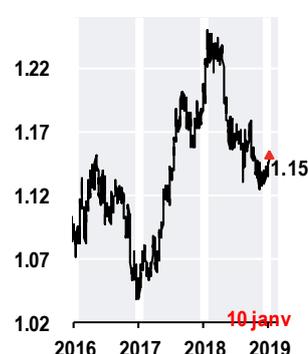
Semaine du 4-1-19 au 10-1-19

↗ CAC 40	4 737	▶ 4 806	+1.4 %
↗ S&P 500	2 532	▶ 2 597	+2.6 %
↘ Volatilité (VIX)	21.4	▶ 19.5	-1.9 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.1 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.80	▶ 2.80	-0.5 pb
↘ OAT 10a (%)	0.70	▶ 0.68	-2.7 pb
↘ Bund 10a (%)	0.21	▶ 0.20	-1.0 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.66	▶ 2.73	+7.2 pb
↗ Euro vs dollar	1.14	▶ 1.15	+1.0 %
↗ Or (once, \$)	1 283	▶ 1 289	+0.5 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	56.9	▶ 61.5	+8.0 %

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 02/01
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 08/01	-0.31 le 02/01
Euribor 12m	-0.12	-0.12	le 01/01	-0.12 le 02/01
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.80	2.81	le 01/01	2.78 le 08/01
Libor 12m	3.04	3.04	le 09/01	2.96 le 04/01
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.90	0.91	le 01/01	0.90 le 07/01
Libor 12m	1.18	1.18	le 09/01	1.17 le 02/01

Au 10-1-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.62	0.68	le 09/01	0.58 le 02/01
Bund 2a	-0.59	-0.57	le 08/01	-0.62 le 03/01
Bund 10a	0.20	0.25	le 01/01	0.15 le 03/01
OAT 10a	0.68	0.73	le 08/01	0.65 le 03/01
Corp. BBB	2.11	2.15	le 08/01	2.03 le 02/01
\$ Treas. 2a	2.57	2.59	le 08/01	2.39 le 03/01
Treas. 10a	2.73	2.73	le 10/01	2.55 le 03/01
Corp. BBB	4.62	4.65	le 01/01	4.57 le 03/01
£ Treas. 2a	0.76	0.76	le 10/01	0.68 le 03/01
Treas. 10a	1.28	1.28	le 10/01	1.18 le 03/01

Au 10-1-19

Rendements 10a € et spreads

4.90%	Grèce	469 pb
2.90%	Italie	269 pb
1.72%	Portugal	152 pb
1.46%	Espagne	126 pb
0.73%	Belgique	53 pb
0.68%	France	47 pb
0.57%	Irlande	37 pb
0.51%	Finlande	31 pb
0.48%	Autriche	28 pb
0.34%	P-Bas	14 pb
0.20%	Allemagne	

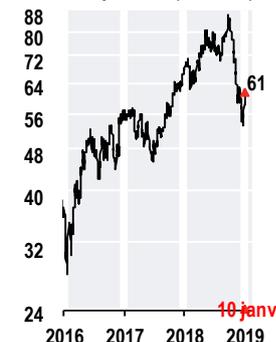
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	61.5	53.1	le 01/01 +14.8%
Or (once)	1 289	1 281	le 01/01 -0.2%
Métaux, LME	2 802	2 730	le 03/01 -0.7%
Cuivre (tonne)	5 908	5 714	le 03/01 -1.5%
CRB Aliments	330	324	le 01/01 +0.9%
Blé (tonne)	200	197	le 01/01 +0.9%
Maïs (tonne)	138	136	le 01/01 +0.4%

Au 10-1-19

Variations

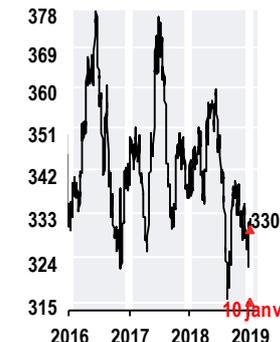
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.15	1.15	le 10/01	1.14 le 02/01	+0.8%
GBP	0.90	0.90	le 03/01	0.90 le 04/01	+0.5%
CHF	1.13	1.13	le 10/01	1.12 le 02/01	+0.2%
JPY	124.67	125.42	le 01/01	122.54 le 03/01	-0.6%
AUD	1.60	1.63	le 03/01	1.60 le 10/01	-1.3%
CNY	7.81	7.87	le 09/01	7.78 le 02/01	-0.5%
BRL	4.24	4.43	le 01/01	4.24 le 09/01	-4.2%
RUB	77.22	79.30	le 01/01	76.43 le 07/01	-2.6%
INR	81.17	81.18	le 09/01	79.57 le 04/01	+1.7%

Au 10-1-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	4 806	4 814	le 09/01	4 611	le 03/01	+1.6%	+1.6%
S&P500	2 597	2 597	le 10/01	2 448	le 03/01	+3.6%	+2.8%
DAX	10 922	10 922	le 10/01	10 417	le 03/01	+3.4%	+3.4%
Nikkei	20 164	20 427	le 09/01	19 562	le 04/01	+0.7%	+1.3%
Chine*	73	73	le 10/01	68	le 03/01	+4.0%	+3.1%
Inde*	550	559	le 01/01	545	le 03/01	-0.5%	-2.2%
Brésil*	2 185	2 185	le 10/01	1 944	le 01/01	+6.8%	+11.5%
Russie*	609	609	le 10/01	570	le 01/01	+3.7%	+6.0%

Au 10-1-19

Variations

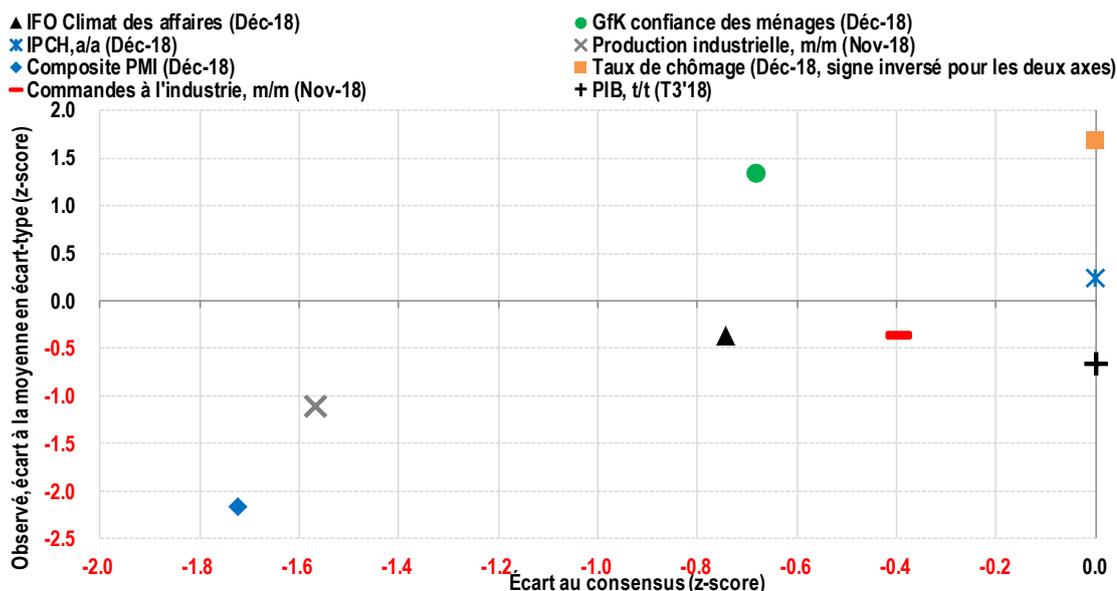
* Indices MSCI



Baromètre

Allemagne: lendemains de fête difficiles

Pour l'Allemagne, 2019 démarre difficilement. La plupart des indicateurs que nous suivons sont en dessous de leur moyenne de long terme, et tous ont surpris à la baisse. Le secteur manufacturier, axé sur les exportations, est particulièrement sévèrement touché. La production a diminué cinq fois pendant six mois jusqu'à novembre inclus. La nouvelle baisse de l'index PMI manufacturier, à 51,5 en décembre, n'annonce pas de rebond imminent. Néanmoins, la confiance des ménages, bien qu'en baisse, reste bien au-dessus de sa moyenne de long terme, soutenue par le dynamisme du marché du travail, des accords salariaux généreux et l'assouplissement de la politique budgétaire.



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

Aux Etats-Unis, la publication du Livre beige devrait attirer tout particulièrement l'attention compte tenu de la faiblesse des derniers chiffres et de la baisse des marchés. A suivre également : plusieurs indicateurs du marché de l'immobilier, les chiffres des ventes de détail, l'indice du sentiment des ménages de l'Université du Michigan et l'enquête pour janvier de la Fed de Philadelphie. Enfin, nous aurons les chiffres de l'inflation de la zone euro, la France et le Royaume-Uni.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
15/01/19	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	--	--
15/01/19	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Déc.	0,2%	0,3%
16/01/19	Japon	Commandes de machines m/m	Nov.	--	7,6%
16/01/19	Royaume-Uni	IPC m/m	Déc.	--	0,2%
16/01/19	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Déc.	0,2%	0,2%
16/01/19	Etats-Unis	Indice du marché immobilier (NAHB)	Janv.	--	56
16/01/19	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale américaine			
17/01/19	Eurozone	IPC m/m	Déc.	--	-0,2%
17/01/19	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Déc.	0,0%	3,2%
17/01/19	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Déc.	-2,1%	5,0%
17/01/19	Etats-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Janv.	--	9,4
18/01/19	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et énergie m/m	Déc.	--	1,2%
18/01/19	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Déc.	0,2%	0,6%
18/01/19	Etats-Unis	Sentiment économique de l'Université du Michigan	Janv.	--	98,3

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine avoisine 2,9 % en 2018, soutenue par les baisses d'impôts ainsi que par l'expansion du crédit. Elle freinerait en 2019, en lien avec le ralentissement du commerce mondial et le resserrement des conditions monétaires et financières.
- L'inflation a probablement dépassé son pic et ralentit avec le retournement à la baisse des prix du pétrole.
- Le cycle de resserrement monétaire s'achèverait au printemps 2019 avec un taux des fed funds à 3%.

CHINE

- La croissance économique va ralentir en 2018-2019 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 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, où l'économie bute sur des contraintes de capacités et pâtit d'une demande émergente moins dynamique.
- 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.
- La BCE ne modifierait pas le taux de refinancement avant la fin de 2019.

FRANCE

- La croissance ralentit mais reste supérieure à la croissance potentielle. 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, 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, la forte croissance du PIB et le taux de chômage très bas pointent vers de nouvelles remontées de taux (nous en attendons deux au S1 2019) puis la Fed devrait attendre de voir les effets sur l'économie. Ainsi, les rendements des bons du Trésor devraient augmenter mais de façon modérée car les marchés estiment que le resserrement est bien engagé. La BCE a annoncé la fin de son programme d'assouplissement quantitatif fin 2018, avec une première remontée du taux de dépôt après l'été 2019 ; les rendements obligataires devraient donc augmenter. Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La 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).

SYNTHESE

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.7	1.3	2.0	1.7	1.8
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0
Japon	0.9	0.7	0.3	1.0	0.6	1.4
Royaume-Uni	1.3	1.8	1.6	2.4	2.0	2.0
Zone euro	1.9	1.4	1.2	1.8	1.8	1.5
Allemagne	1.6	1.5	1.3	1.9	2.2	1.6
France	1.5	1.6	1.3	2.1	1.5	1.6
Italie	1.0	0.6	0.5	1.3	1.5	1.2
Espagne	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.3
Emergents	5.9	5.9	5.7	2.8	2.7	3.1
Chine	6.6	6.2	6.0	2.2	1.9	2.5
Inde	7.4	7.6	7.8	3.8	4.0	4.1
Brésil	1.3	3.0	2.5	3.7	3.8	3.6
Russie	1.8	1.7	1.6	2.8	3.6	4.2

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

TAUX D'INTERET & TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2019						2018e	2019e	2020e
	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e				
E-Unis Fed Funds	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	2.50	3.00	3.00	
Libor 3m \$	2.65	2.90	3.05	3.05	3.05	2.65	3.05	2.80	
Treas. 10a	3.20	3.30	3.40	3.45	3.50	3.20	3.50	3.25	
Z. euro Ref BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.25	-0.20	-0.15	-0.30	-0.15	0.00	
Bund 10a	0.55	0.55	0.60	0.80	1.00	0.55	1.00	0.90	
OAT 10a	0.90	0.95	1.00	1.10	1.25	0.90	1.25	1.15	
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.50	
Gilt 10a	1.20	1.70	1.85	2.00	2.10	1.20	2.10	2.10	
Japon Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
JGB 10a	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.08	

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets

Taux de change	2019						2018e	2019e	2020e
	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e				
USD EUR / USD	1.14	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34	
USD / JPY	111	110	108	105	100	111	100	90	
GBP / USD	1.27	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58	
USD / CHF	0.99	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93	
EUR EUR / GBP	0.90	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85	
EUR / CHF	1.13	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25	
EUR / JPY	127	127	126	127	125	127	125	121	

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets



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