

ECOWEEK

N°19-12, 22 mars 2019

États-Unis : les « dots » créent le malaise

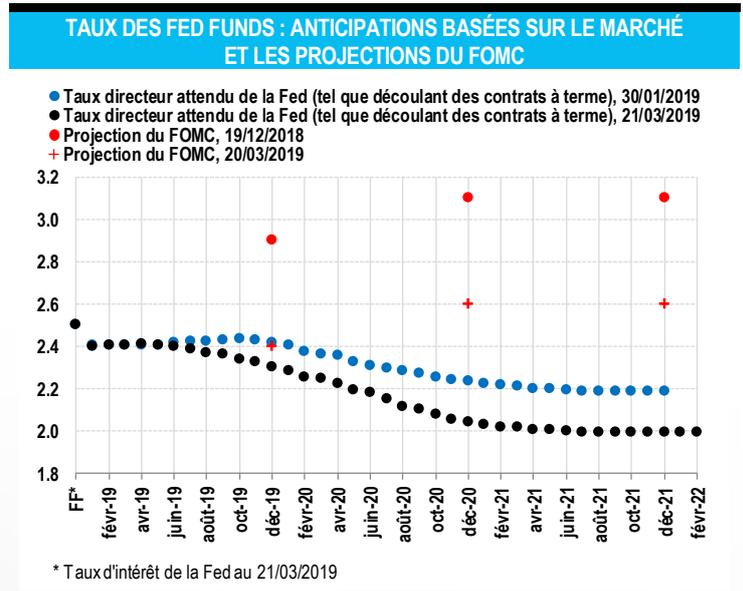
■ Les projections de croissance des membres du FOMC ont été revues à la baisse, celles sur le chômage à la hausse ■ Les projections du taux cible des Fonds fédéraux (« dots ») ont reculé de 50 points de base ■ Selon le président de la Fed, les perspectives restent favorables et c'est le moment de faire preuve de patience ■ Les marchés sont moins optimistes. Ils voient dans cette invitation à la patience le signe d'une préoccupation sous-jacente liée à des risques à la baisse et anticipent une détente des taux en 2020. Nos prévisions tablent sur un taux inchangé en 2019 et 2020.

Les nouvelles projections des membres du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) donnent à réfléchir. Les projections de croissance médiane ont été révisées à la baisse pour 2019, de 2,3 % à 2,1 %, mais aussi pour 2020 (de 2,0 % à 1,9 %). L'évolution de la fourchette des projections individuelles pour 2019 est plus significative (de 2,0-2,7 % à 1,6-2,4 %). Le taux de chômage est attendu à 3,7 % (contre 3,5 %) à la fin de cette année. La projection pour l'inflation sous-jacente est restée inchangée. Le plus frappant est peut-être l'ajustement à la baisse de 50 points de base de la projection des taux des Fonds fédéraux, désormais attendus à 2,4 % à la fin de 2019 et à 2,6 % ensuite jusqu'à la fin de 2021, impliquant un seul relèvement, en 2020.

Comme pour contrebalancer ces ajustements à la baisse, Jerome Powell a insisté, lors de sa conférence de presse, sur le maintien de perspectives favorables et la solidité des fondamentaux (croissance de l'emploi, faiblesse du taux de chômage, niveaux de la confiance des ménages et des chefs d'entreprises), ajoutant que les données n'envoyaient aucun signal de modification des taux ni dans un sens ni dans un autre.

Selon le président de la Fed, au vu des perspectives qui restent bonnes, d'une inflation maîtrisée et d'un taux directeur à un niveau neutre « c'est le moment de se montrer patient ».

Les marchés semblent interpréter cette invitation à la patience avant d'envisager la prochaine étape comme le reflet d'une préoccupation sous-jacente liée à des risques à la baisse des perspectives. Les projections indiquant un ralentissement de la croissance et une légère hausse du taux de chômage pourraient conforter cette analyse. Ainsi, et comme le montre le graphique, le taux des Fonds fédéraux (courbe des contrats à terme) est attendu en repli en 2020. La courbe était déjà sur une tendance baissière à la fin du mois de janvier. Depuis, elle a reculé de 20 points de base supplémentaires pour le second semestre de 2020 et au-delà. À l'évidence, un déplacement de la courbe vers le haut n'est pas à écarter. Tout dépendra des données. Cependant, compte tenu de l'orientation fournie par les projections du FOMC et par le président de la Fed, il semble que, pour en arriver à une courbe des taux des Fonds fédéraux à pente positive – ce qui impliquerait que le marché anticipe de nouveau plusieurs relèvements de taux –, la barre soit haut placée. Nos prévisions tablent sur un taux inchangé en 2019 et 2020.



Source : Thomson Reuters, BNP Paribas

William De Vijlder

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

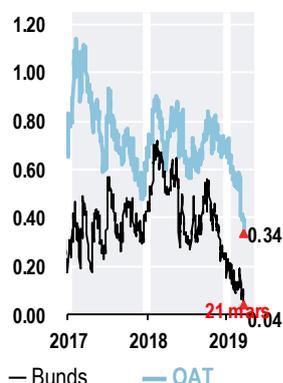
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 15-3-19 au 21-3-19

↘ CAC 40	5 405	▶ 5 379	-0.5 %
↗ S&P 500	2 822	▶ 2 855	+1.1 %
↗ Volatilité (VIX)	12.9	▶ 13.6	+0.8 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	+0.0 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.63	▶ 2.61	-1.8 pb
↘ OAT 10a (%)	0.40	▶ 0.34	-6.3 pb
↘ Bund 10a (%)	0.09	▶ 0.04	-4.7 pb
↘ US Tr. 10a (%)	2.59	▶ 2.54	-5.4 pb
↗ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.14	+0.3 %
↗ Or (once, \$)	1 302	▶ 1 310	+0.6 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	66.9	▶ 68.2	+1.9 %

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	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 02/01
Euribor 12m	-0.11	-0.11	le 06/02	-0.12 le 02/01
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.61	2.81	le 01/01	2.59 le 12/03
Libor 12m	2.81	3.04	le 21/01	2.81 le 19/03
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.84	0.93	le 29/01	0.84 le 20/03
Libor 12m	1.11	1.19	le 11/01	1.11 le 11/03

Au 21-3-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.45	0.68	le 09/01	0.45 le 26/02
Bund 2a	-0.57	-0.53	le 05/03	-0.62 le 03/01
Bund 10a	0.04	0.25	le 01/01	0.04 le 21/03
OAT 10a	0.34	0.73	le 08/01	0.34 le 21/03
Corp. BBB	1.52	2.15	le 08/01	1.52 le 21/03
\$ Treas. 2a	2.40	2.62	le 18/01	2.39 le 03/01
Treas. 10a	2.54	2.78	le 18/01	2.54 le 20/03
Corp. BBB	4.14	4.65	le 01/01	4.14 le 21/03
£ Treas. 2a	0.69	0.83	le 27/02	0.68 le 03/01
Treas. 10a	1.06	1.35	le 18/01	1.06 le 21/03

Au 21-3-19

Rendements 10a € et spreads

3.96%	Grèce	392 pb
2.46%	Italie	242 pb
1.29%	Portugal	125 pb
1.11%	Espagne	107 pb
0.48%	Belgique	44 pb
0.34%	France	29 pb
0.34%	Autriche	29 pb
0.27%	Finlande	22 pb
0.24%	Irlande	19 pb
0.13%	P-Bas	9 pb
0.04%	Allemagne	

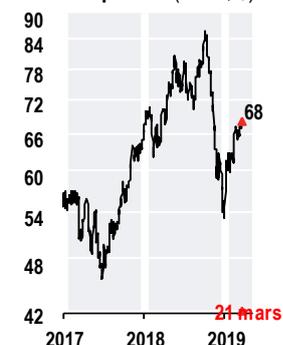
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	68.2	53.1	le 01/01 +29.1%
Or (once)	1 310	1 281	le 21/01 +2.8%
Métaux, LME	3 056	2 730	le 03/01 +9.8%
Cuivre (tonne)	6 433	5 714	le 03/01 +8.8%
CRB Aliments	340	324	le 07/03 +5.7%
Blé (tonne)	182	168	le 11/03 -7.3%
Maïs (tonne)	137	131	le 11/03 +1.5%

Au 21-3-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.14	1.15	le 10/01	1.12	le 11/03 -0.6%
GBP	0.87	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03 -3.2%
CHF	1.13	1.14	le 05/02	1.12	le 02/01 +0.0%
JPY	125.94	127.43	le 01/03	122.54	le 03/01 +0.4%
AUD	1.60	1.63	le 03/01	1.57	le 31/01 -1.6%
CNY	7.60	7.87	le 09/01	7.53	le 07/03 -3.2%
BRL	4.34	4.43	le 01/01	4.18	le 31/01 -2.1%
RUB	72.45	79.30	le 01/01	72.45	le 21/03 -8.6%
INR	78.21	82.00	le 04/02	77.74	le 18/03 -2.0%

Au 21-3-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 379	5 426	le 19/03	4 611	le 03/01	+13.7%	+13.7%
S&P500	2 855	2 855	le 21/03	2 448	le 03/01	+13.9%	+14.6%
DAX	11 550	11 788	le 19/03	10 417	le 03/01	+9.4%	+9.4%
Nikkei	21 609	21 822	le 04/03	19 562	le 04/01	+8.0%	+7.5%
Chine*	83	84	le 19/03	68	le 03/01	+17.9%	+18.5%
Inde*	594	594	le 20/03	530	le 19/02	+5.0%	+7.2%
Brésil*	2 149	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+8.9%	+11.2%
Russie*	661	661	le 21/03	572	le 01/01	+7.4%	+16.2%

Au 21-3-19

Variations

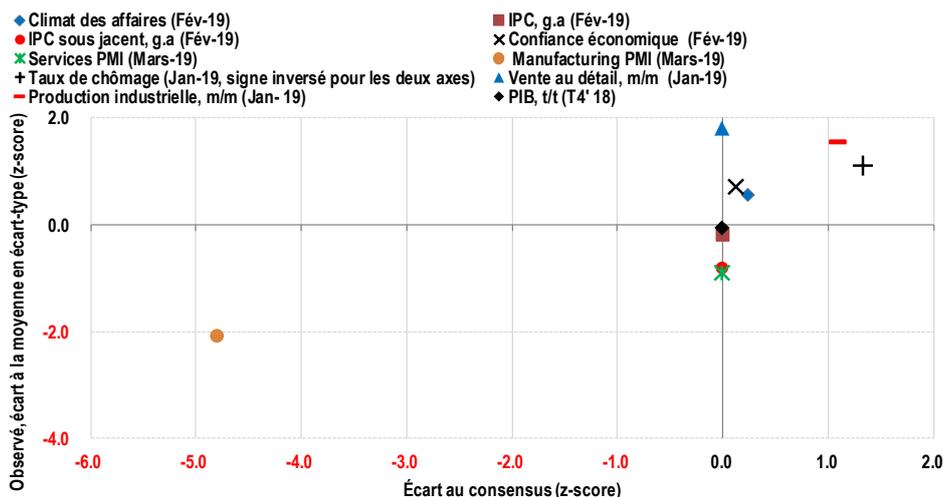
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : poursuite de la dégradation dans le secteur manufacturier

Les derniers indicateurs économiques sont globalement conformes, voire supérieurs aux attentes. La majorité d'entre eux figurent par ailleurs au niveau, ou au-delà, de leur moyenne de long terme. L'attention se porte toutefois sur la dégradation particulièrement brutale de l'activité dans le secteur manufacturier. En mars 2019, le PMI manufacturier en zone euro a atteint un plus bas depuis 2013, à 47,6, affichant une baisse sensible depuis le point haut de fin 2017 (60,6). La poursuite de la détérioration s'observe notamment en Allemagne où le PMI manufacturier a atteint 44,7 en mars, en lien notamment avec le ralentissement du commerce mondial qui pénalise les commandes à l'exportation. Bien que légèrement inférieur à sa moyenne de long terme, le PMI dans les services en zone euro fait preuve de résilience.



Source : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

Beaucoup de chiffres seront disponibles la semaine prochaine pour mars. En Allemagne, nous aurons le climat des affaires (Ifo) et la confiance des consommateurs (GfK) ; en France, également. Aux Etats-Unis, le Conference Board sortira son indice de confiance des consommateurs et l'Université du Michigan publiera son sentiment économique. L'indice de confiance des consommateurs pour le Royaume-Uni sera aussi disponible, ainsi que l'indice de confiance de la Commission européenne, et ses composantes, pour la zone euro. De plus, nous connaissons le chiffre de la croissance du PIB pour le T4 2018 en France, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les chiffres des ventes de logements et des permis de construire sont également très attendus aux Etats-Unis car ils confirmeront ou non la récente stabilisation des données relatives au marché de l'immobilier. Enfin, nous aurons les chiffres de l'inflation en Allemagne et en France.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
25/03/19	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Mars	--	98,5
26/03/19	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Avril	--	10,8
26/03/19	France	Climat des affaires	Mars	--	103
26/03/19	France	PIB t/t	4T	--	0,3%
26/03/19	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Fév.	0,2%	18,6%
26/03/19	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Fév.	0,2%	1,4%
26/03/19	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Mars	131,9	131,4
27/03/19	France	Confiance des consommateurs	Mars	--	95
27/03/19-03/04/19	Allemagne	Ventes de détail m/m	Fév.	--	3,3%
28/03/19	Zone euro	Indice de confiance	Mars	--	106,1
28/03/19	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	4T	2,3%	2,6%
28/03/19	Allemagne	ICP harmonisé m/m	Mars	--	0,5%
29/03/19	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mars	--	-13
29/03/19	France	ICP harmonisé m/m	Mars	--	0,1%
29/03/19	Royaume-Uni	PIB t/t	4T	--	0,2%
29/03/19	Etats-Unis	Ventes de logements m/m	Fév.	2,3%	-6,9%
29/03/19	Etats-Unis	Sentiment économique de l'Université du Michigan	Mars	97,5	97,8

Source: Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,3% cette année. La crainte d'une guerre commerciale pèse sur la confiance, le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises tandis que la hausse du taux de change effectif du dollar en 2018 pèsera sur les exportations.
- L'inflation sous-jacente reste sous contrôle et a même fléchi un peu récemment.
- L'annonce par le FOMC qu'il allait patienter avant d'envisager un changement de sa politique a fortement influencé les marchés de taux, qui s'attendent désormais à un assouplissement en 2020.

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et les perspectives d'exportations restent très assombries par la hausse des droits de douane américains.
- 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 le moindre dynamisme du marché immobilier devraient continuer de peser sur la demande interne privée. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité devient de plus en plus évident, notamment en Allemagne, suite à des facteurs ponctuels mais également à cause du ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation diminue désormais avec le retournement à la baisse des prix du pétrole, sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) faisant toujours preuve d'une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.

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 annoncé patienter avant de décider d'un éventuel changement de politique. Nous nous attendons désormais à un statu quo. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 2,80% fin juin et à 2,70% en fin d'année.
- Nous ne nous attendons pas à un changement des taux officiels du côté de la BCE. Nous prévoyons un taux à 10 ans Bund à 0,30% en fin d'année.
- Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La perspective d'une réduction de l'écart entre les rendements US et ceux de la zone euro renforcerait l'euro, d'autant plus qu'il reste inférieur à sa valeur intrinsèque de long terme (environ 1,34).

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.5	1.3	2.0	1.4	1.6
États-Unis	2.9	2.3	1.8	2.4	1.7	2.0
Japon	0.8	0.2	0.3	1.0	0.5	0.5
Royaume-Uni	1.4	1.1	1.5	2.5	2.0	1.9
Zone euro	1.8	0.9	1.0	1.8	1.2	1.4
Allemagne	1.4	0.7	0.9	1.9	1.4	1.7
France	1.5	1.2	1.2	2.1	1.2	1.7
Italie	0.8	0.0	0.5	1.3	0.9	1.2
Espagne	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.4
Emergents	5.9	5.8	5.8	2.6	2.5	2.8
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	1.6	2.0
Inde	7.4	7.6	7.8	3.4	3.3	4.1
Brésil	1.1	2.0	3.0	3.7	3.8	3.6
Russie	1.7	1.5	1.8	2.8	5.1	4.1

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

Fin de période	Taux d'intérêt, %				2019		
	T1e	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
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	2.80	2.80	2.75	2.70	2.69	2.70	2.50
Z. euro Ref BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.30
Bund 10a	0.20	0.30	0.30	0.30	0.25	0.30	0.40
OAT 10a	0.65	0.65	0.65	0.60	0.71	0.60	0.70
R-Uni Taux BoE	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.25
Gilt 10a	1.70	1.85	2.00	2.10	1.27	2.10	2.10
Japon Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.20
JGB 10a	0.00	-0.03	-0.05	-0.05	0.00	-0.05	-0.20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Fin de période	Taux de change				2019		
	T1e	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
USD EUR / USD	1.15	1.17	1.18	1.20	1.14	1.20	1.25
USD / JPY	110	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1.35	1.38	1.40	1.45	1.27	1.45	1.51
USD / CHF	0.99	0.97	0.97	0.97	0.99	0.97	0.93
EUR EUR / GBP	0.85	0.85	0.84	0.83	0.90	0.83	0.83
EUR / CHF	1.14	1.14	1.15	1.16	1.13	1.16	1.16
EUR / JPY	127	126	124	120	125	120	113

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, autres pays d'Asie du Nord, 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



ECOFLASH

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 rémunérée 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 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