



DIRECTION DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Immobilier résidentiel : quelle vulnérabilité aux hausses de taux d'intérêt ?

- Alors que les taux d'intérêt restent proches de leurs plus bas historiques et que les signes d'une remontée de l'inflation mondiale se multiplient, une question centrale se pose : celle de la vulnérabilité des marchés de l'immobilier résidentiel à une hausse des taux.
- Il convient d'abord d'examiner les ratios de valorisation. Nous étudions ici le rapport du prix de l'immobilier résidentiel au revenu disponible des ménages sur quarante ans pour un échantillon de 21 pays. L'analyse montre des ratios d'évaluation élevés dans un certain nombre de pays, à l'exception notable des plus grandes économies de l'échantillon, à savoir les États-Unis, le Japon et l'Allemagne.
- L'échantillon comprend 47 phases d'expansion du secteur immobilier ; la phase d'essor médiane dure 5,5 ans et s'accompagne d'une augmentation de 45% du rapport du prix du logement au revenu disponible des ménages. Les pays actuellement en phase d'expansion sont le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Luxembourg.
- L'échantillon comprend 36 phases de contraction du secteur immobilier ; la période de récession médiane est de 6 ans et s'accompagne d'une baisse du ratio prix-revenus de 34,4 %. Les pays actuellement en phase de repli sont le Japon, l'Italie et l'Espagne.
- Au-delà des ratios d'évaluation, un fort endettement peut être une source de risque. Or, l'endettement des ménages a considérablement baissé dans la plupart des pays développés au cours des cinq dernières années.
- Les modes de financement varient sensiblement d'un pays et d'une période à l'autre. Dans la zone euro, la part des prêts à taux fixe dans les nouveaux financements immobiliers a considérablement augmenté dans plusieurs pays. Les ménages qui souscrivent à ce type de contrat ne sont pas directement exposés à une hausse des coûts d'emprunt. Néanmoins une remontée des taux d'intérêt à long terme peut peser sur l'évaluation des logements et ainsi créer des effets de richesse négatifs pour l'ensemble des propriétaires. Les ménages ayant opté pour un taux révisable sont en principe plus exposés à une hausse des coûts d'emprunt. Cependant, pour les taux courts dans la zone euro il n'y a pas d'attente aujourd'hui d'une hausse significative à court terme.

Après une longue période de taux d'intérêt exceptionnellement bas, les signes annonciateurs d'une hausse de l'inflation mondiale se multiplient. On s'attend par conséquent à ce que plusieurs grandes banques centrales resserrent progressivement leur politique monétaire dans les années à venir. Aussi, les taux longs aux États-Unis comme en Europe ont-ils considérablement augmenté à partir des points bas historiques atteints en 2016. Si la bonne orientation des perspectives mondiales persiste, ces taux d'intérêt pourraient connaître une hausse plus marquée encore.

Ratios de valorisation de l'immobilier résidentiel dans le monde

En quoi une telle hausse des taux d'intérêt peut-elle représenter un risque pour la stabilité financière globale ? Le secteur du logement constitue à cet égard un marché clé, les taux d'intérêt représentant un facteur essentiel dans la décision d'investissement immobilier. Des taux d'intérêt en hausse peuvent induire un déséquilibre de l'offre et de la demande et,

■ Prix du logement rapportés au revenu disponible des ménages

(Décile de valorisation relativement aux données historiques du pays concerné depuis 1975)

France	8	Suède	10
Allemagne	3	Danemark	8
Italie	4	Finlande	6
Espagne	5	Norvège	10
Belgique	9	Japon	1
Luxembourg	10	Corée du Sud	1
Pays-Bas	7	Australie	10
Etats-Unis	4	Canada	10
Royaume-Uni	10	Nelle-Zélande	10
Irlande	7	Afrique du Sud	8
Suisse	6		

Note : Pour chaque pays, les dernières valeurs disponibles (T3 2016) pour le ratio prix/revenus sont comparées à la distribution historique des ratios prix/revenus du pays en question. Le chiffre indiqué est celui du décile de distribution correspondant. En d'autres termes, + le chiffre est élevé, + le ratio actuel l'est aussi par rapport aux données historiques de ce pays depuis 1975.

Tableau 1 Sources : Réserve fédérale de Dallas, BNP Paribas



partant, avoir un impact sur les prix de l'immobilier. De par leur incidence sur les prix de l'immobilier, ils peuvent également avoir une influence sur le patrimoine net des propriétaires. Une telle évolution peut à son tour impacter la confiance économique et, par conséquent, les décisions de dépense. Le plus simple, pour commencer, est d'examiner les ratios de valorisation actuels des marchés du logement de manière globale et de les replacer dans une perspective historique.

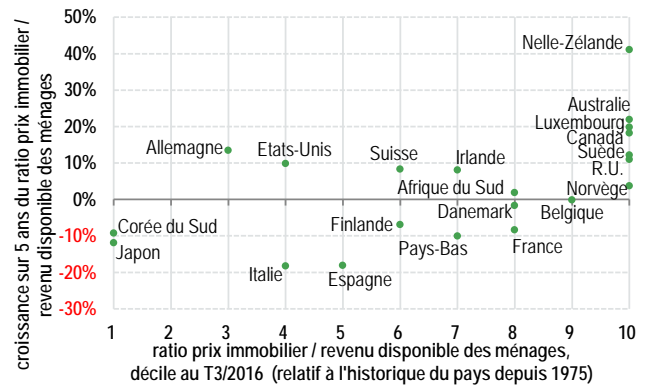
La présente analyse se fonde sur le rapport des prix de l'immobilier résidentiel au revenu disponible des ménages (ci-après ratio prix-revenus) d'après les données recueillies par la Réserve fédérale de Dallas¹. Les données utilisées dans la présente note concernent 21 pays et portent sur la période allant de 1975 au troisième trimestre 2016.

L'idée de départ de cette analyse a été de construire des indices permettant de comparer le ratio de valorisation actuel du marché du logement dans un pays par rapport aux données historiques de ce pays depuis 1975. En d'autres termes, pour un pays donné, une valeur d'indice de 100 représente le rapport moyen des prix du logement au revenu disponible des ménages de ce même pays depuis 1975. Cela permet d'éliminer les effets fixes (dus aux aides, différences de réglementations, restrictions foncières, etc.) et de simplifier les comparaisons entre pays.

Le tableau 1 indique dans quel décile de la distribution historique se situait le ratio prix-revenus d'un pays donné au troisième trimestre 2016. En d'autres termes, plus le décile est élevé et plus le ratio actuel prix-revenus l'est aussi par rapport aux données historiques depuis 1975. Pour un certain nombre de pays, les ratios de valorisation actuels se situent à des sommets historiques ou s'en approchent. C'est notamment le cas du Royaume-Uni, de l'Australie, du Canada, de la Nouvelle-Zélande, de la Norvège, de la Suède et du Luxembourg. Les valorisations semblent aussi assez élevées (huitième ou neuvième déciles) en France, en Belgique, au Danemark et en Afrique du Sud. Un élément plus rassurant du tableau en termes d'effets de contagion potentiels et d'implications pour la stabilité financière globale, est que, pour les trois principales économies de l'échantillon, les niveaux de valorisation semblent modérés : dans le quatrième décile pour les États-Unis, le premier décile pour le Japon et le troisième décile pour l'Allemagne. En Italie et en Espagne, les ratios de valorisation sont également faibles. Par conséquent, s'il existe des signes indiquant des ratios de valorisation élevés dans certains pays, il ne s'agit pas d'un phénomène d'ensemble.

Outre les niveaux de valorisation, il convient aussi d'examiner l'évolution de ces ratios sur la période récente. En effet, une valeur élevée en centiles est moins préoccupante si le pays est cher depuis déjà un certain temps. Le graphique 1 montre l'évolution du ratio prix-revenus au cours des cinq dernières années par rapport au décile de valorisation actuel, tel qu'il ressort du tableau 1. Cette mise en perspective permet d'aboutir à une interprétation plus nuancée que le simple examen des ratios de valorisation actuels. Parmi les pays qui affichent des

■ Évolution récente et perspective historique

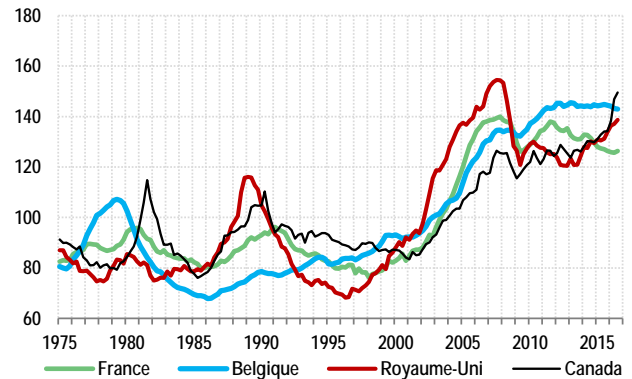


Graphique 1

Sources : Fed de Dallas, BNP Paribas

■ Ratio prix-revenus d'un sous-échantillon de pays (I)

(100 = moyenne du pays depuis 1975)

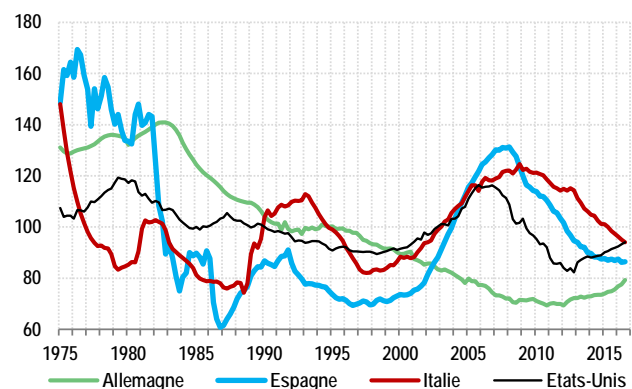


Graphique 2

Sources : Fed de Dallas, BNP Paribas

■ Ratio prix-revenus d'un sous-échantillon de pays (II)

(100 = moyenne du pays depuis 1975)



Graphique 3

Sources : Fed de Dallas, BNP Paribas

valorisations élevées, nombreux sont ceux dont la valorisation a nettement augmenté au cours des cinq dernières années, notamment la Nouvelle-Zélande, l'Australie, le Luxembourg et le Canada ainsi que, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni et la Suède. Comme le montrent les graphiques 1 et 2, cette

¹ La série de données initiale est décrite dans Mack, Adrienne et Enrique Martinez-García (2011), *A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note*.

situation contraste avec celle de la France où les valorisations ont nettement reculé au cours des cinq dernières années même si elles restent relativement élevées en comparaison historique. En Belgique, au Danemark, en Norvège et en Afrique du Sud, les ratios de valorisation n'ont guère évolué au cours des cinq dernières années.

Le cas de l'Allemagne est assez intéressant comme le montre le graphique 3. Malgré le réajustement récent des prix à la hausse dans le secteur allemand du logement, dont il a été beaucoup question, le ratio de valorisation n'en continue pas moins de se classer à peine dans le troisième décile de la distribution historique. En effet la hausse récente est partie de ratios de valorisation historiquement bas : le ratio prix-revenus a régulièrement baissé en Allemagne depuis le début des années 1980 jusqu'aux environs de 2012.

Aux États-Unis également, les prix des logements ont grimpé d'environ 10 % sur les cinq dernières années, mais c'est à peine si le ratio prix-revenus se situe dans le quatrième décile de la distribution historique. S'agissant des États-Unis, cela s'explique par le fait que le ratio prix-revenus a reculé de près de 30 % au lendemain de la crise financière 2007-2008. En Italie et en Espagne, la chute régulière des ratios de valorisation au cours des cinq dernières années a simplement ramené ces ratios autour de leur moyenne historique (quatrième et cinquième déciles, respectivement).

Phases d'essor du logement

Quelles sont les principales caractéristiques des phases d'expansion du secteur du logement, telles qu'elles ressortent des données ? Aux fins de l'analyse, les phases d'essor du logement désignent toute période pendant laquelle le ratio prix-revenus augmente d'au moins 20 %. Une phase d'expansion est considérée comme terminée dès lors que la baisse des prix se poursuit pendant deux années d'affilée. Selon cette définition, il y a eu 47 phases d'essor du logement dans notre échantillon de 21 pays entre 1975 et 2016. Le tableau 2 présente des statistiques sommaires.

Comme le montre le tableau, l'augmentation médiane du ratio prix-revenus au cours d'une phase d'essor du logement est de 45 % et la durée médiane d'un tel essor est de 5,5 ans. Il existe néanmoins de fortes variations autour de ces chiffres médians, comme l'indiquent les écarts-types élevés de l'échantillon (30,3 et 4,7 respectivement). Dans certains cas, la progression du ratio prix-revenu a été très importante. L'Irlande a connu l'expansion la plus forte sur la base de cette mesure entre le deuxième trimestre 1995 et le premier trimestre 2007 : le ratio prix-revenus a augmenté de 138,5 % au cours de cette période. L'échantillon compte quatre autres phases d'essor du logement avec des progressions du ratio prix-revenus supérieures à 100 % : les Pays-Bas entre 1990 et 2009, le Royaume-Uni entre 1996 et 2007, l'Afrique du Sud entre 1997 et 2007 ainsi que la Belgique entre 1986 et 2012. La phase d'expansion du secteur du logement belge est aussi la plus longue enregistrée au sein de l'échantillon : 25,8 ans. Selon la définition retenue ici, les pays ci-après connaissent actuellement une phase d'essor du secteur du logement : le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Luxembourg.

■ Phases d'essor du logement

	Hausse du ratio prix / revenus (%)	Durée de la phase d'essor (années)
Moyenne	54,1	7,1
Médiane	45,0	5,5
Ecart-type	30,3	4,7
Minimum	20,4	2,0
10è centile	26,5	2,9
90è centile	98,0	11,6
Maximum	138,5	25,8

Nombre d'observations : 47

Note : une phase d'essor du logement correspond à une période de hausse d'au moins 20% du ratio prix/revenus, sans baisse des prix pendant plus de 2 ans (de 1975 à aujourd'hui, 21 pays du Tableau 1).

Tableau 2

Sources : Fed de Dallas, BNP Paribas

■ Phases de contraction du logement

	Baisse du ratio prix / revenus (%)	Durée de contraction (années)
Moyenne	36,6	7,0
Médiane	34,4	6,0
Ecart-type	10,7	5,5
Minimum	20,0	1,0
10è centile	24,1	3,1
90è centile	49,2	11,0
Maximum	66,3	28,0

Nombre d'observations : 36

Note : Une phase d'effondrement du logement correspond à une période de baisse d'au moins 20% du ratio prix/revenus, sans hausse des prix pendant plus de 2 ans (de 1975 à aujourd'hui, 21 pays du Tableau 1).

Tableau 3

Sources : Fed de Dallas, BNP Paribas

Phases de contraction du logement

Les phases de contraction/effondrement du secteur du logement désignent toute période pendant laquelle le ratio prix-revenus recule d'au moins 20 %. Une phase de contraction est considérée comme terminée dès lors que la hausse des prix se poursuit pendant deux années d'affilée. Selon cette définition, il y a eu 36 phases d'effondrement du logement dans l'échantillon examiné ici. Le tableau 3 présente des statistiques sommaires.

Comme le montre le tableau, la chute médiane du ratio prix-revenus au cours d'une phase de contraction du logement est de 34,4 % et la durée médiane d'un tel repli est de 6 ans. Les phases de contraction du secteur du logement ont donc tendance à être de moindre ampleur, mais d'une durée comparable aux phases d'essor de ce secteur. La Corée du Sud a accusé la contraction la plus sévère de l'échantillon sur la base de cette mesure avec une chute du ratio prix-revenus de



66,3 % entre 1989 et 2001². Le Japon se classe juste après avec un repli qui a commencé au troisième trimestre 1990 et qui se poursuit encore aujourd'hui. Le ratio prix-revenus a plongé de 60 % au Japon sur cette période. Les autres pays dont le ratio prix-revenus a reculé de plus de 50 % sont l'Irlande entre 2007 et 2013 (51,7 %) et l'Allemagne entre 1982 et 2010 (50,8 %). La contraction du logement en Allemagne est aussi la plus longue de l'échantillon (28 ans), suivi du Japon (26 ans). Outre le Japon, l'Italie et l'Espagne enregistrent actuellement un repli du secteur du logement. En Italie, le ratio prix-revenus a chuté de 24,5 % par rapport au sommet atteint au quatrième trimestre 2008 et, en Espagne, le ratio s'est effondré de 34,2 % par rapport au plus haut du premier trimestre 2008.

Endettement des ménages

Des niveaux élevés d'endettement des ménages constituent une autre source potentielle de vulnérabilité. Or, dans la plupart des grandes économies, la dette des ménages, en pourcentage du PIB, a en fait baissé au cours des dernières années, une évolution plutôt rassurante (graphique 4).

Financement à taux fixe et à taux révisable

Outre le niveau d'endettement, le mode de financement peut être une source de risque pour les marchés du logement dans un environnement de hausse des taux d'intérêt, sachant que l'impact sera différent selon qu'il s'agit d'un prêt à taux fixe ou à taux révisable. Les modes de financement varient sensiblement selon les pays et l'époque concernés. Ces différences internationales des modalités de financement ont été documentées dans un certain nombre d'études³. Ainsi, les crédits immobiliers sont principalement à taux fixe aux États-Unis et à taux révisable au Royaume-Uni. La présente note se fonde sur les données de la Banque centrale européenne pour les pays de la zone euro. Le graphique 5 résume quelques-uns des principaux éléments qui ressortent de ces données. Aux fins de l'analyse, il faut entendre par prêts à taux révisable ceux assortis d'un taux variable ou ceux comportant une période initiale à taux fixe pouvant aller jusqu'à un an.

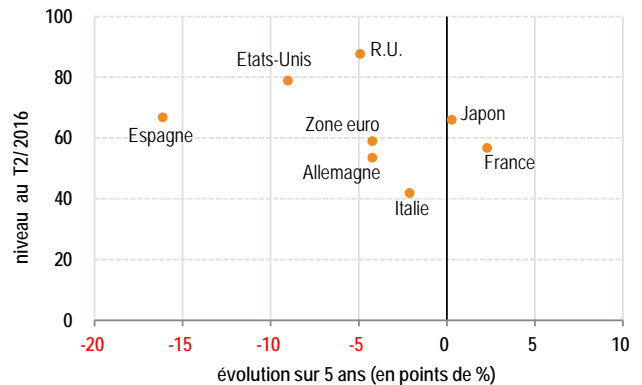
Comme le montre le graphique, la part des prêts immobiliers à taux fixe dans la production de nouveaux prêts varie aujourd'hui considérablement d'un pays à l'autre de la zone euro, de moins de 10 % (Finlande) à près de 100 % (France). Par ailleurs, dans de nombreux pays où les crédits immobiliers à taux révisable étaient largement la règle, la part des prêts à taux fixe a nettement augmenté dans la production de nouveaux prêts sur les cinq dernières années.

En Espagne, en Italie, au Portugal et au Luxembourg, cette hausse a été de l'ordre de 40 points de pourcentage ; dans ces trois pays, les prêts immobiliers à taux fixe représentent

² Le cas de la Corée du Sud est assez particulier. En effet, le ratio prix-revenus n'a quasiment pas cessé de reculer depuis 1975, une évolution due au fait que le revenu disponible réel des ménages a été presque multiplié par quatre au cours de cette période, soit un taux de croissance deux fois supérieur à celui de n'importe quel autre pays de l'échantillon.

³ Voir, par exemple, Badarizna, Campbell and Ramadorai (2015) "What calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages".

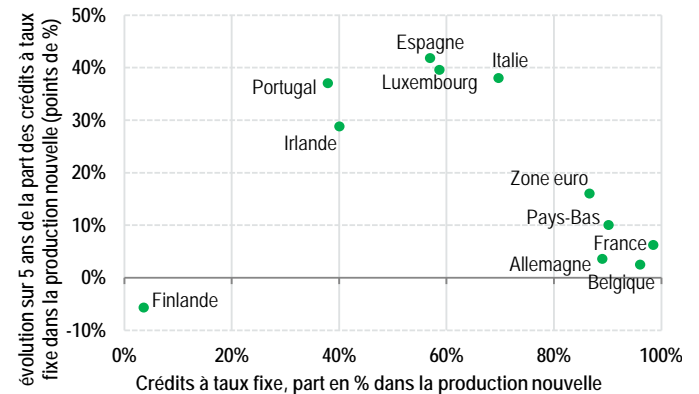
■ Dette des ménages en pourcentage du PIB



Graphique 4

Sources : BRI, BNP Paribas

■ Prêts immobiliers à taux fixe et à taux révisable



Graphique 5

Sources : BCE, BNP Paribas

désormais la majeure partie des nouveaux financements. Dans des pays comme la France, l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas, où les prêts immobiliers à taux fixe constituaient déjà le mode de financement prédominant, cette tendance s'est renforcée et les crédits à taux fixe représentent désormais 90 %, voire davantage, de la production de nouveaux prêts. Les consommateurs ont vraisemblablement voulu profiter de taux d'emprunt historiquement bas au cours des dernières années. Seule exception notable : la Finlande. La part des prêts à taux fixe y est non seulement extrêmement faible, elle a même chuté ces dernières années.

Conclusion

Les valorisations du secteur du logement semblent actuellement élevées dans un certain nombre de pays. Néanmoins le phénomène n'est pas général. Dans les trois plus grandes économies de l'échantillon, en particulier, les ratios de valorisation apparaissent modérés en comparaison historique. De plus, la dette des ménages a reculé dans la plupart des grandes économies au cours des cinq dernières années. Dans plusieurs pays de la zone euro, la part des prêts à taux fixe a sensiblement augmenté ces cinq dernières années. Ces contrats à taux fixe constituent, pour les emprunteurs, un moyen de se couvrir face à l'impact d'une hausse inattendue de



l'inflation sur les coûts d'emprunt. Toutefois, des taux de crédit immobilier plus élevés à long terme peuvent peser sur les valorisations du logement et créer des effets de richesse négatifs pour l'ensemble des propriétaires. Les emprunteurs ayant souscrit des contrats à taux révisable sont en principe plus exposés à un accroissement des coûts d'emprunt dû à une hausse des taux courts. Cependant, ce dernier effet ne serait significatif, selon toute vraisemblance, qu'en cas de hausse des taux courts plus rapide que ne le prévoit le marché actuellement.

Yves Nosbusch

yves.nosbusch@bgl.lu



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 (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**

Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**

Japon, Irlande - Projets

+33.(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@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

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**

Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

+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, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**

Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**

CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**

Asie, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**

Chili, Uruguay, Paraguay

+33.(0)1.42.98.74.26

alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



NOS PUBLICATIONS



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 évènement 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 mentionnées 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 desquels 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://gloaimarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications,
vous pouvez vous abonner sur notre site
ou télécharger notre application pour tablettes
iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>

© 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 Vijder