

# ECO FLASH

13 mai 2019

## France : pouvoir d'achat, le grand gain

Hélène Baudchon

- En 2019, les gains de pouvoir d'achat des ménages français sont attendus en forte hausse. D'après nos prévisions, ils seraient proches de 2,5 %, soit la progression la plus importante depuis 2007.
- Ce gain important a plusieurs origines. Les baisses d'impôts sont la partie la plus visible mais le soutien aux revenus d'activité et les revalorisations de prestations sociales sont également déterminants.
- Le reflux de l'inflation y participe aussi mais il constitue un facteur réversible, notamment si la remontée actuelle des prix du pétrole se poursuivait.

Le pouvoir d'achat des ménages est, de manière récurrente, au cœur des débats en France. L'attention particulière dont il fait l'objet aujourd'hui est à mettre en regard de la décennie écoulée au cours de laquelle il a très peu progressé. Cette faiblesse constitue l'un des facteurs explicatifs du malaise social actuel, exprimé par le mouvement des « gilets jaunes ». Une partie de la réponse se trouve donc dans un redressement du pouvoir d'achat, notamment au travers de baisses d'impôts.

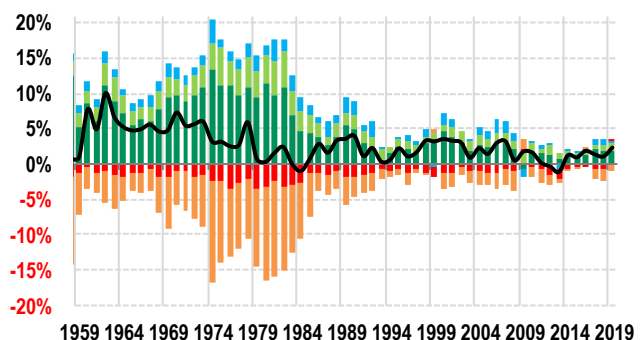
Trois salves de mesures ont été prises en ce sens : celles inscrites aux budgets 2018 et 2019, les mesures d'urgence économiques et sociales (MUES) votées fin décembre 2018, et les mesures postérieures au grand débat national annoncées le 25 avril 2019 lors de la conférence de presse d'Emmanuel Macron. Les deux premières salves soutiennent des gains de pouvoir d'achat proches de 2,5% en 2019 d'après nos prévisions (après 1% en 2018). En 2020, le pouvoir d'achat sera encore soutenu par une partie de ces premières mesures auxquelles viennent s'ajouter les dernières en date. Selon un tout premier chiffre, notre prévision de hausse du pouvoir d'achat gagne ainsi 0,5 point, passant de 1% à 1,5%.

Avant d'aller plus loin, le terme « pouvoir d'achat » nécessite d'être défini. Largement employé, il n'a pas le même sens

### ■ Evolution sur longue période du pouvoir d'achat (1)

Décomposition des gains annuels de pouvoir d'achat

■ Revenus du capital ■ Prestations sociales ■ Revenus d'activité  
■ Prélèvements fiscaux et sociaux ■ Inflation — Pouvoir d'achat



Graphique 1

Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

pour tous. Il recouvre des situations individuelles très différentes et éloignées de l'indicateur macroéconomique de référence défini par la comptabilité nationale, ce qui contribue au décalage, parfois important, entre le vécu et le ressenti de chacun et les chiffres agrégés.

Au sens de la comptabilité nationale, il s'agit d'une mesure du revenu disponible brut (RDB) réel. Le revenu est dit « disponible » car c'est la part qui reste à la disposition des ménages après le paiement de leurs impôts et cotisations (dont le poids dans le revenu avant impôts est légèrement supérieur à 20%). Le revenu avant impôts (RAI) est constitué pour l'essentiel des revenus d'activité, qui en représentent près de 60%. S'y ajoutent les prestations sociales (environ 30%) et les revenus du capital (15%). Ensuite, le revenu est « brut » car non corrigé de la consommation de capital fixe liée aux activités des entrepreneurs individuels et à la détention d'un logement. Enfin, il est dit « réel » une fois corrigé des prix. Les gains de pouvoir d'achat se mesurent

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque  
d'un monde  
qui change

ainsi par la différence entre le taux de croissance du RDB nominal et l'inflation<sup>1</sup>.

### 2008-2018 : la décennie perdue du pouvoir d'achat

D'après cette mesure, les baisses de pouvoir d'achat au niveau macroéconomique sont rarissimes et de faible ampleur (cf. graphique 1). La dernière en date est récente et a porté sur deux années, 2012 et 2013 (-0,4% et -1,2%, respectivement). Depuis 2014, le pouvoir d'achat progresse à un rythme annuel moyen légèrement supérieur à 1%, à comparer avec une tendance de 2% depuis le milieu des années 1980 et de 3% si l'on remonte aux années 1960.

La faiblesse de sa progression passée est l'une des raisons pour lesquelles le pouvoir d'achat est, de manière récurrente, au cœur des débats. Et l'on comprend qu'il fasse l'objet d'une attention plus grande encore aujourd'hui lorsque l'on raisonne en unité de consommation (UC), c'est-à-dire si l'on tient compte des évolutions démographiques (nombre et composition des ménages) pour mieux rendre compte de la perception individuelle de chacun de l'évolution de son pouvoir d'achat<sup>2</sup>. Ainsi mesurées par UC, les baisses de pouvoir d'achat sont plus fréquentes. Sur la période récente, sa hausse est réduite à 0,6% par an en moyenne. Plus frappant encore, le pouvoir d'achat par UC se situe en 2018 à peine au-dessus de son niveau de 2008 (cf. graphique 2). On peut donc parler de décennie perdue.

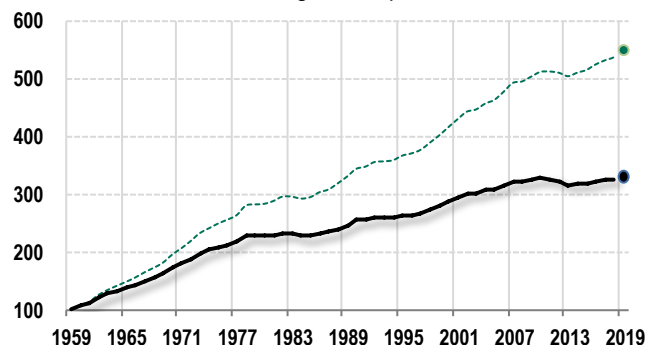
Parmi les raisons de cette longue stagnation, on trouve l'augmentation forte de la pression fiscale sur la décennie écoulée combinée à la situation dégradée du marché du travail, l'une et l'autre n'ayant pas touché les mêmes personnes. D'après les travaux de l'OFCE<sup>3</sup>, pour la moitié basse de la distribution des revenus, la hausse des prélèvements entre 2008 et 2016 a, en effet, été plus que compensée par les revalorisations des prestations sociales, le résultat étant inverse pour la moitié haute, et assez nettement pour les 35% de ménages les plus aisés. S'ils ont bénéficié des réformes socio-fiscales, les ménages modestes ont, en revanche, pâti des évolutions du marché du travail (hausse du chômage, de la précarité et du temps partiel subi), ce qui n'est pas le cas des ménages les plus aisés.

S'agissant de 2017, les effets sur le niveau de vie (revenu disponible par UC) des nouvelles mesures sociales et fiscales introduites cette année-là sont également différenciés selon la position des ménages sur l'échelle des revenus, pour un effet nul au niveau de l'ensemble de la population<sup>4</sup>. Pour les 20% de personnes les plus modestes, l'effet net est positif grâce

### ■ Evolution sur longue période du pouvoir d'achat (2)

Niveau, 1959 = 100

--- Pouvoir d'achat des ménages — ... par unité de consommation



Graphique 2

Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

aux mesures de revalorisation des prestations. Pour les personnes se situant entre le 5<sup>e</sup> et le 7<sup>e</sup> décile (soit les 30% de ménages de niveau de vie intermédiaire), l'effet net est également positif grâce à la baisse de l'impôt sur le revenu. Pour les 20% de ménages les plus aisés (deux derniers déciles), l'effet net est, en revanche, négatif et il tient principalement à la hausse des taux de cotisation vieillesse.

En 2018, enfin, plus exactement de janvier à octobre, le gain de pouvoir d'achat issu des mesures socio-fiscales a été plus qu'effacé par la hausse des prix des produits pétroliers (imputable à hauteur d'un tiers à la hausse de la fiscalité énergétique et à hauteur des deux tiers restants à celle des cours du pétrole)<sup>5</sup>. Ce résultat global recouvre une diminution significative du niveau de vie des retraités mais une très légère amélioration de celui des ménages dont la personne de référence occupe un emploi. Au sein de cette catégorie, les effets conjugués sont différenciés selon la position sur l'échelle des revenus. Ils sont négatifs pour les ménages du 1<sup>er</sup> décile du fait de l'importance de leurs dépenses en carburants. Ils sont nuls pour le 2<sup>e</sup> décile puis positifs du 3<sup>e</sup> au 9<sup>e</sup> grâce à l'effet favorable de la bascule cotisations/CSG. Enfin, ils sont nuls pour le dernier décile, l'effet de la bascule étant moins favorable (la hausse de la CSG sur les revenus du patrimoine compense la baisse des cotisations sur les salaires).

### 2019 : net rebond attendu

Ces différentes évolutions, combinées au poids relativement élevé des dépenses pré-engagées (30% du budget des ménages en moyenne<sup>6</sup>, cf. graphique 3), expliquent le ressenti négatif concernant les conditions de vie en France. Une partie de la réponse se trouve donc dans un relèvement du pouvoir d'achat, notamment *via* des baisses d'impôts qui ressortent des revendications comme le premier levier devant l'emploi et les salaires. Ce soutien au pouvoir d'achat est aussi, plus globalement, un moyen de soutenir la croissance, complétant la relance de l'offre, dont les effets sont diffus dans le temps, par une relance de la demande aux effets plus immédiats.

<sup>1</sup> Mesurée par la variation du déflateur de la consommation, proche de celle de l'indice des prix à la consommation.

<sup>2</sup> Les besoins d'un ménage ne s'accroissent pas en stricte proportion de sa taille. La taille de chaque ménage en nombre d'UC est calculée comme suit : le premier adulte compte pour 1 UC, chaque personne supplémentaire de 14 ans ou plus pour 0,5 UC et chaque enfant de moins de 14 ans pour 0,3 UC. En moyenne depuis 1960, le nombre d'UC progresse de 0,9% par an.

<sup>3</sup> P. Madec, P. Malliet, M. Plane, R. Sampognaro, X. Timbeau, « Entre 2008 et 2016, les réformes sociales et fiscales ont pesé sur le revenu des ménages mais ont renforcé le rôle d'amortisseur social du système redistributif », INSEE France, Portrait social 2018.

<sup>4</sup> A-L. Biotteau, S. Fredon, F. Paquier, K. Schmitt, « Les réformes des prestations et prélèvements mises en œuvre en 2017 ont un impact quasi nul sur les inégalités de niveau de vie », INSEE France, Portrait social 2018.

<sup>5</sup> A-L. Biotteau, L. Rioux, « En octobre 2018, les gains des réformes des prélèvements sociaux contrebalancés par le renchérissement des produits pétroliers », INSEE Focus n°149, 12 mars 2019.

<sup>6</sup> Cette part s'élève à 60% pour les ménages pauvres, 40% pour les ménages modestes, 30% pour les classes moyennes et 20% pour les ménages aisés. Source : DREES, mars 2018.



En termes de montants, les baisses d'impôts inscrites dans les budgets 2018 et 2019 (y compris MUES<sup>7</sup>) sont importantes : elles atteignent, en net (i.e. corrigées des hausses), EUR 15 mds sur 2018-2020, qui se décomposent en un peu plus de EUR 1 md pour 2018, presque EUR 11 mds pour 2019 et EUR 3 mds pour 2020 (cf. tableau).

Sur 2019, les baisses d'impôts constituent la partie la plus visible du soutien au pouvoir d'achat. Mais les autres composantes du RDB bénéficient également de mesures de soutien : les revenus d'activité avec la prime dite Macron<sup>8</sup>, la défiscalisation des heures supplémentaires et la suppression du forfait social sur l'intéressement et la participation dans les PME<sup>9</sup> ; et les prestations sociales avec la revalorisation de la prime d'activité et d'un certain nombre de minima sociaux<sup>10</sup>. Après avoir progressé de 2,7% en 2018 comme en 2017 d'ailleurs, le RDB nominal verrait ainsi sa progression sensiblement dopée en 2019, à 3,3% d'après nos prévisions.

Du côté de l'inflation, nous anticipons un net reflux (1% après 1,7% en 2018), à la faveur surtout d'un effet pétrole (hausse attendue nettement moindre). L'annulation de la hausse de la fiscalité énergétique contribue aussi à réduire l'inflation à hauteur de 0,2 point d'après nos estimations. Mais c'est sans compter la forte remontée des prix du pétrole depuis le début de l'année qui vient jouer les trouble-fête. L'inflation pourrait ainsi être plus élevée que prévu et les gains de pouvoir d'achat attendus en 2019 s'en trouveraient réduits d'autant.

Selon nos prévisions actuelles, ils s'élèvent à 2,3% (1,7% par UC), soit la plus forte progression depuis 2007. Ces gains ont aussi pour caractéristique de concerner une large partie de la population. Plus exactement, les MUES ont nettement amélioré leur répartition, au bénéfice en particulier des ménages du milieu de la distribution<sup>11</sup>.

En 2020, les gains attendus de pouvoir d'achat seraient moindres mais encore relativement soutenus grâce aux baisses d'impôts déjà actées auxquelles viennent s'ajouter les nouvelles mesures issues du grand débat national, notamment la baisse d'impôt sur le revenu de EUR 5 mds, la ré-indexation sur l'inflation des retraites moyennes (qui réinjecte

<sup>7</sup> Ces mesures représentent EUR 10,8 mds : annulation de la hausse prévue dans le PLF de la fiscalité énergétique (EUR 3,9 mds) ; exonération d'impôt sur le revenu et avancement au 1<sup>er</sup> janvier (au lieu du 1<sup>er</sup> septembre) de l'exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires (EUR 2,4 mds) ; annulation de la hausse de la CSG pour une partie des retraités (EUR 1,3 md) ; revalorisation de la prime d'activité (EUR 2,8 mds) ; élargissement du périmètre du chèque énergie et de la prime à la conversion (EUR 0,4 md). *Source* : Cour des comptes.

<sup>8</sup> Prime exceptionnelle défiscalisée dans la limite de EUR 1 000, versée par les entreprises sur la base du volontariat aux salariés dont la rémunération en 2018 n'excède pas trois Smic annuels.

<sup>9</sup> Jouent aussi les effets positifs attendus sur l'emploi des mesures d'offre : transformation du CICE en baisse de charges et allègement supplémentaire au niveau du SMIC ; réformes du marché du travail (triptyque Code du travail, formation professionnelle, assurance-chômage).

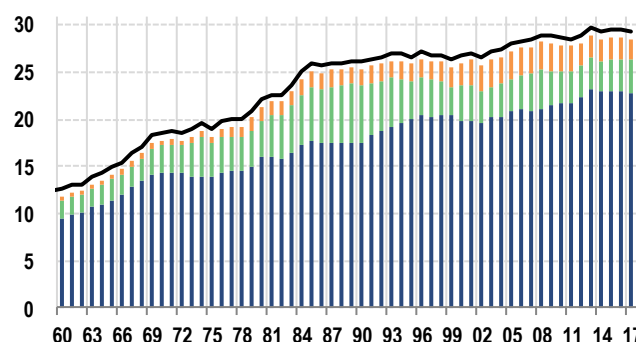
<sup>10</sup> Ces revalorisations sont toutefois contrebalancées par la désindexation partielle des retraites, des allocations familiales et logement et par la réforme des APL.

<sup>11</sup> P. Madec, M. Plane, R. Sampognaro, *Budget 2019 : du pouvoir d'achat mais du déficit*, OFCE policy brief n°46, 29 janvier 2019 ; M. Ben Jelloul, A. Bozio, T. Douenne, B. Fabre, C. Leroy, *Budget 2019 : quels effets pour les ménages ?*, Les notes de l'IPP n°37, janvier 2019.

## ■ Poids des dépenses pré-engagées

En pourcentage du RDB

— Total (y. c. cantine) ■ Logement ■ Assurances et services financiers ■ Services de télévision et de télécommunications



Graphique 3

Source : INSEE

## ■ Principales mesures socio-fiscales portant sur les ménages en 2018-2020

EUR mds	2018	2019	2020
<b>Total</b>	<b>-1,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-3,1</b>
Dégrèvement de la taxe d'habitation	-3,2	-3,8	-3,1
Création de l'Impôt sur la Fortune Immobilière	-3,2		
Mise en place du prélèvement forfaitaire unique	-1,4	-0,8	+0,4
Augmentation des taux Agirc-Arrco		+1,1	-0,1
Basculer cotisations salariés / CSG*	+4,4	-4,0	-0,3
Baisse de la CSG pour les retraités modestes		-1,6	+0,1
Fiscalité du tabac	+0,9	+0,5	+0,6
Fiscalité énergétique	+2,4	0,0	0,0
Élargissement du crédit d'impôt emploi à domicile	-1,0		
Prolongation et prorogation du crédit d'impôt transition énergétique	-0,3	+1,1	+0,1
Défiscalisation des heures supplémentaires		-3,0	-0,8

\* La CSG a été augmentée en une fois, de 1,7 point, en janvier 2018, tandis que la suppression des 3,15% de cotisations salariales sur le chômage (2,40%) et la maladie (0,75%) s'est faite en deux temps : -2,25 points en janvier 2018 puis le reliquat en octobre (-0,9 point). Ces effets de calendrier expliquent pourquoi la mesure apparaît en 2018, en année pleine, comme une hausse d'impôts puis comme une baisse en 2019. Mais par construction, la mesure est budgétairement neutre.

Tableau

Source : Programme de stabilité avril 2019

EUR 1,4 md) et le renouvellement de la prime Macron. La hausse annoncée du minimum contributif, le versement garanti des pensions alimentaires et la mise en place du revenu universel d'activité sont également de nature à soutenir le pouvoir d'achat. Selon un tout premier chiffrage, ces nouvelles mesures ajoutent 0,5 point à notre prévision de hausse du pouvoir d'achat en 2020, qui passe de 1% à 1,5% (2,8% d'augmentation du RDB nominal moins 1,3% d'inflation).

Les gains de pouvoir d'achat attendus en 2019 et, dans une moindre mesure, en 2020, sont significatifs. Mais pour avoir des gains de pouvoir d'achat durablement plus élevés, c'est la dynamique de l'emploi et des salaires qui compte.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

# Recherche Economique Groupe

**William De Vijlder** +33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)  
Chef économiste

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

**Jean-Luc Proutat** +33 1 58 16 73 32 [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)  
Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

**Hélène Baudchon** +33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
France – Marché du travail

**Louis Boisset** +33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)  
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

**Frédérique Cerisier** +33 1 43 16 95 52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

**Catherine Stephan** +33 1 55 77 71 89 [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)  
Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

**Raymond Van Der Putten** +33 1 42 98 53 99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

**Tarik Rharrab** +33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)  
Statistiques

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon** +33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)  
Responsable

**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** +33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)  
Responsable

**Christine Peltier** +33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

**Stéphane Alby** +33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)  
Afrique francophone

**Sylvain Bellefontaine** +33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

**Sara Confalonieri** +33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)  
Afrique lusophone et anglophone

**Pascal Devaux** +33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)  
Moyen-Orient, Balkans

**Hélène Drouot** +33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

**Salim Hammad** +33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)  
Amérique latine

**Johanna Melka** +33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini** +33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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 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'emploi 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://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://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

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)

