

ECO FLASH

5 septembre 2019

Autriche : peu de changements attendus après les élections

Raymond Van der Putten

- La coalition entre l'ÖVP et le FPÖ ayant volé en éclats en mai dernier, des élections législatives ont été convoquées pour le 29 septembre prochain.
- L'ÖVP va probablement renforcer son assise au parlement, mais il devra certainement faire de nouveau appel au FPÖ pour obtenir une majorité.
- La politique devrait rester inchangée et centrée sur l'assainissement budgétaire et la réduction de la charge fiscale.
- Le prochain gouvernement devra faire face à un environnement économique moins favorable. Le PIB pourrait décélérer aux environs de 1,2 % en 2020.

Rupture de la coalition au pouvoir en mai

Le 29 septembre prochain, les Autrichiens se rendront de nouveau aux urnes (voir encadré). Des élections anticipées ont, en effet, dû être organisées après la rupture de la coalition entre l'ÖVP (conservateurs) et le FPÖ (extrême droite). L'effondrement du gouvernement de coalition faisait lui-même suite à la démission du vice-chancelier, Christian Strache (FPÖ), après la publication d'une vidéo, enregistrée en caméra cachée, en 2017, à Ibiza. Ce fut l'occasion pour le chancelier Sebastian Kurz (ÖVP) de dénoncer l'accord de coalition et de convoquer des élections anticipées. Le gouvernement Kurz ayant été renversé par une motion de censure votée au parlement, le président Alexander Van der Bellen a désigné un gouvernement intérimaire, composé essentiellement de technocrates et dirigé par Brigitte Bierlein, présidente sans étiquette de la Cour constitutionnelle.

Le programme économique du gouvernement Kurz

Issu des élections fédérales d'octobre 2017, le gouvernement de coalition constitué par l'ÖVP et le FPÖ a prêté serment en décembre 2017. Son programme était centré sur des politiques économiques libérales, comme la réduction de la charge fiscale et le renforcement des règles en matière d'immigration.

Elections législatives en Autriche

Le 29 septembre, les Autrichiens iront voter pour renouveler les 183 sièges du Conseil national (*Nationalrat*). Des élections fédérales sont normalement organisées tous les cinq ans, selon le principe de la représentation proportionnelle. Pour la répartition des sièges, le pays est divisé en neuf circonscriptions provinciales (correspondant aux neuf provinces), qui sont elles-mêmes subdivisées en 39 circonscriptions régionales. Sur le bulletin de vote, les électeurs indiquent le parti de leur choix et, s'ils le souhaitent, ils peuvent exprimer une préférence pour deux candidats de ce parti, l'un au niveau de la circonscription régionale et l'autre au niveau de la circonscription provinciale. La répartition des sièges se fait selon la méthode d'Hondt. Le seuil minimum de voix exigé pour obtenir une représentation au parlement est fixé à 4 %. Bien que le vote ne soit pas obligatoire, la participation est relativement élevée. En 2017, 80 % des Autrichiens inscrits sur les listes électorales ont voté.

Les principaux partis candidats aux élections législatives de 2019 sont les suivants :

Parti	Orientation politique	2017	2019*
ÖVP	Conservateurs	31,5	36
SPÖ	Socio-démocrates	26,9	22
FPÖ	Extrême droite	26,0	20
NEOS	Libéraux	5,3	8
JETZT	Écologistes	4,4	1
Grüne	Écologistes	3,8	11

*sondage Research Affairs, 22-28 août

Pendant sa campagne, Sebastian Kurz a plusieurs fois fait allusion à l'affaiblissement de la position de l'Autriche. Au milieu des années 2000, l'Autriche passait pour être la « meilleure Allemagne ». Or, toujours selon S. Kurz, elle est désormais dépassée par d'autres pays. On voit mal, cependant, sur quels éléments concrets repose cette analyse.

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

L'Autriche reste, en effet, l'un des pays les plus riches de l'UE (graphique 1).

Pour le chancelier, cette dégradation était surtout perceptible sur le marché du travail. En 2012, le taux de chômage s'inscrivait à 4,9 %, niveau le plus bas de l'UE. En 2018, il se situait toujours à 4,9 %, mais d'autres pays comme l'Allemagne faisaient mieux (3,4 %).

Pour les membres de la coalition, l'une des raisons de la sous-performance présumée de l'Autriche résidait dans une fiscalité élevée (impôts et cotisations sociales), qui s'établissait à 42,4 % en 2017. L'objectif était de la ramener à 40 %, un niveau proche de celui de l'Allemagne¹. La charge fiscale se situe, en effet, parmi les plus élevées de l'UE (graphique 2). Cependant, la relation entre fiscalité et santé économique n'est pas des plus évidentes. Le Danemark et la Suède affichent, comme l'Autriche, des taux d'imposition relativement élevés, mais ils figurent aussi parmi les pays les plus riches. De plus, la forte imposition pratiquée en Autriche n'a jamais semblé, auparavant, être un obstacle à sa croissance.

Par ailleurs, comme en Allemagne, le gouvernement avait pour objectif un budget à l'équilibre. En 2017, le déficit budgétaire légué par la grande coalition précédente, constituée par le SPÖ (socio-démocrates) et l'ÖVP (conservateurs), atteignait 0,8 % du PIB. L'assainissement des finances publiques devait donc passer, pour le nouveau gouvernement, par des réformes structurelles, notamment une réforme fiscale globale et une baisse des dépenses que la nouvelle coalition avait l'intention de réduire d'environ EUR 12 mds, soit 3 % du PIB.

L'immigration est devenue une préoccupation majeure pour la population. Cela s'explique en partie par le poids important de la main-d'œuvre étrangère dans la population active. En 2018, 16 % des salariés étaient de nationalité étrangère, soit l'un des taux les plus élevés de l'UE. La plupart d'entre eux sont issus d'autres pays de l'Union, en particulier d'Europe centrale et orientale. De plus, l'Autriche a dû faire face à un afflux considérable de demandeurs d'asile, dont le nombre a atteint 130 000 personnes sur la période 2015-2016. Ce flux a, depuis, sensiblement diminué aux environs de 1 000 demandes par mois, avec la réduction du nombre de réfugiés arrivant en Europe par la route des Balkans occidentaux.

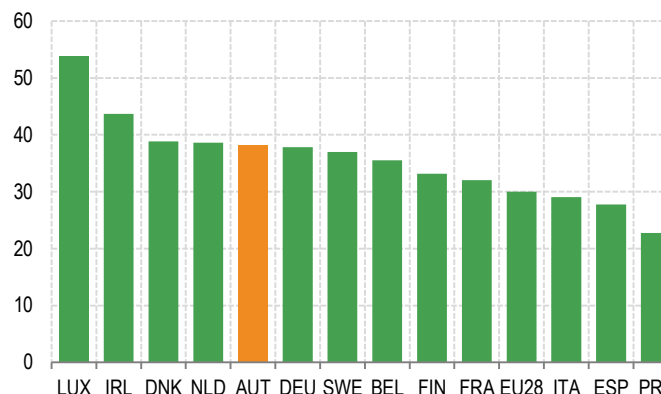
Le gouvernement de coalition souhaitait réduire l'attractivité de l'Autriche pour les immigrés. De son point de vue, en effet, l'immigration ne devait être facilitée que pour les travailleurs qualifiés dans des secteurs dans lesquels les entreprises autrichiennes avaient du mal à trouver de la main-d'œuvre ayant les qualifications requises. De plus, l'aide sociale devait être limitée aux nouveaux arrivants ayant passé au moins cinq ans en Autriche au cours des six dernières années. Enfin, les prestations versées aux demandeurs d'asile devraient être réduites.

Au cours de la courte période pendant laquelle la coalition est restée au pouvoir, seules quelques mesures modestes ont été prises, comme la réduction des cotisations d'assurance chômage pour les bas revenus, l'annulation de la hausse du

¹ Aux termes de l'accord de coalition, la charge fiscale devait être ramenée de 43,2 % en 2016 et à 40 % en 2022. Or, elle était plus faible en 2016, à 42,6 %, contre 40,2 % en Allemagne.

■ L'Autriche figure parmi les pays les plus riches

Revenu national brut par habitant (en euros et en parité de pouvoir d'achat)

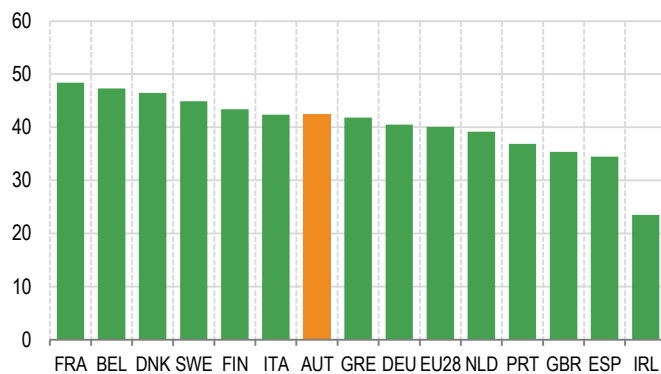


Graphique 1

Source : Eurostat

■ La fiscalité n'est pas disproportionnée

Impôts et cotisations de sécurité sociale (en % du PIB)



Graphique 2

Source : Eurostat

taux de la TVA sur les séjours hôteliers et l'introduction d'un programme de primes aux familles. Ce dernier prévoit notamment un crédit d'impôt pouvant aller jusqu'à EUR 1 500 par enfant et par an. Il remplace la déduction fiscale des frais de garde et l'allocation pour enfants à charge. La mesure est critiquée par le SPÖ, car elle favorise les ménages aisés. Les foyers aux revenus modestes n'en bénéficient pas pleinement dans la mesure où ils ne paient pas d'impôts ou presque pas.

Concernant l'immigration, le gouvernement a décidé de conditionner l'aide sociale accordée aux étrangers à leur maîtrise de l'allemand. De plus, les allocations familiales versées au titre des enfants résidant dans un autre pays de l'Union ont été indexées sur le coût de la vie dans ce même pays. Estimant que cette mesure n'était pas compatible avec les règles de l'UE, la Commission européenne a engagé une procédure d'infraction à l'encontre de l'Autriche.

La situation des finances publiques s'est améliorée entre décembre 2017 et mai 2019. En 2018, le budget affichait un excédent de 0,1 % du PIB, une première depuis 1974. Pour 2019, l'excédent budgétaire est estimé à 0,3 % du PIB. Ce résultat s'explique principalement par la baisse des taux d'intérêt et un environnement économique favorable qui a permis l'augmentation des recettes fiscales. En conséquence, la charge fiscale a légèrement progressé en 2018 à 42,8 %

contre 42,4 % en 2017. Une légère baisse à 42,6 % est prévue pour 2019.

Les négociations en vue de former une coalition s'annoncent difficiles

Les sondages donnent l'ÖVP nettement en tête des intentions de vote. Le parti pourrait réunir environ 36 % des voix. Pour obtenir une majorité, il devra néanmoins rechercher un partenaire. Sebastian Kurz avait espéré former une coalition avec le petit parti libéral NEOS, or celui-ci est crédité de 8,3 % des voix, ce qui ne suffira pas pour former une majorité.

S. Kurz pourrait restaurer la « grande coalition » avec le SPÖ. L'Autriche a, en effet, été gouvernée à plusieurs reprises par cette alliance ; ce fut dernièrement le cas, entre janvier 2007 et décembre 2017. Cependant, l'expérience ayant laissé un goût amer, le leader de l'ÖVP ne sera pas particulièrement tenté de la renouveler. Cela impliquerait aussi un changement radical de politique. De son côté, le SPÖ qui devrait connaître, selon les sondages, une forte érosion de son électorat, avec un score d'environ 22 % contre 26,9 %, lors des élections de 2017, ne souhaitera peut-être pas rejoindre la coalition.

Ne reste plus qu'une alliance avec un FPÖ affaibli. Le parti d'extrême droite est, en effet, crédité dans les sondages de 20 % des voix contre 26 % lors des législatives de 2017. Une reconduction de la coalition avec un FPÖ beaucoup moins puissant donnerait à S. Kurz plus de poids pour poursuivre son ancien programme et mettre en œuvre ses propres politiques, mais lui permettrait aussi de faire entrer plus de ministres de son propre parti au gouvernement.

Ralentissement de la croissance économique en perspective

Le nouveau gouvernement, quel qu'il soit, sera confronté à des conditions moins favorables que la première coalition Kurz. La croissance économique a ralenti, passant de 0,5 % au T4 2018 à 0,4 % et 0,3 %, respectivement, au T1 et au T2 2019. La croissance annuelle, qui a atteint un pic à 2,7 % en 2018, devrait reculer à 1,4 % en 2019 et à 1,2 % en 2020, une évolution qui reste, néanmoins, assez favorable par rapport à d'autres pays de la zone euro. Dans l'Allemagne voisine, en effet, la croissance devrait, selon les prévisions, se replier à un niveau modeste de 0,4 % en 2019 et de 0,2 % en 2020.

La décélération de la croissance est principalement imputable au ralentissement du commerce mondial, en grande partie lié aux incertitudes entourant le Brexit et au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Résultat : la demande des pays de la zone euro, en particulier, l'Allemagne et l'Italie, qui représentent près de 40 % des exportations autrichiennes, a marqué le pas. Selon les entreprises du secteur manufacturier, les perspectives ne devraient pas s'améliorer de sitôt. La confiance des chefs d'entreprises se situe à son plus bas niveau depuis juin 2016. Dans notre scénario, la production ne devrait se redresser que progressivement en 2020.

De plus, l'investissement, en nette hausse depuis trois ans, s'essouffle. En 2018, le taux d'investissement atteignait 23,9 % du PIB, niveau inédit depuis 2003, juste après la Belgique (24 %), meilleur élève de la zone euro (graphique 3). La demande a été, dans un premier temps, largement soutenue par l'investissement de renouvellement, puis dans un deuxième temps par l'investissement dans l'accroissement des capacités. Avec la détérioration de la conjoncture et la

Synthèse des prévisions

Composantes de la croissance

g.a., %	2018	2019e	2020e
PIB	2.7	1.4	1.2
Consommation privée	1.6	1.6	1.4
Consommation publique	0.4	1.0	0.8
Investissement fixe	3.2	2.0	1.7
Exportations nettes (contribution)	0.9	-0.1	-0.1

Inflation et marché du travail

g.a., %	2018	2019e	2020e
Prix à la consommation (IPCH)	2.1	1.7	1.7
IPCH sous-jacente	1.8	1.9	2.0
Taux de chômage	4.9	4.7	4.7

Comptes extérieurs et publics

% GDP	2018	2019e	2020e
Balance courante	2.3	2.9	3.1
Soldes des administrations publiques	0.1	0.3	0.4
Dettes brutes	73.8	70.7	68.0

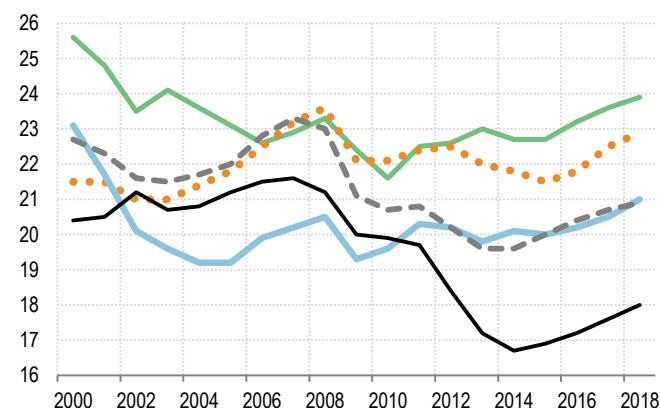
e : estimations et prévisions

Source : BNP Paribas Group Economic Research

L'investissement s'approche d'un sommet

en % du PIB

— Autriche — France — Allemagne
— Zone euro — Italie



Graphique 3

Source : Eurostat

montée des incertitudes, l'investissement des entreprises est aujourd'hui en perte de vitesse. Dans le secteur du bâtiment, la construction de logements est restée assez dynamique, portée par une forte croissance de l'emploi et des conditions de financement favorables. Les permis de construire ont, néanmoins, accusé un repli. Au T4 2018, seuls 15 600 permis ont été délivrés, un plus bas pour le quatrième trimestre depuis 2010. Or, la délivrance de permis de construire constitue un indicateur avancé de l'activité du secteur de la construction depuis environ deux ans.

La consommation privée, en revanche, est restée très vigoureuse, sous l'effet conjugué de la solide progression du revenu disponible des ménages, suite à la réforme de la fiscalité de 2016, de la générosité des négociations salariales en 2018 et de la croissance robuste de l'emploi. En 2018, la consommation privée en termes réels a augmenté de 1,6 %.

Malgré le tassement attendu de la croissance de l'emploi en 2019, la progression du revenu disponible restera solide, portée par des hausses collectives de salaires (2,9 % contre 2,6 % en 2018) et quelques mesures fiscales comme l'introduction du programme de primes aux familles. La croissance de la consommation devrait se maintenir globalement au même niveau que l'année dernière et le taux d'épargne pourrait même atteindre 7,6 % du revenu disponible, contre 7,5 % en 2018. Dans les années à venir, même si le revenu disponible est appelé à diminuer, la consommation devrait rester assez soutenue, car les ménages pourront puiser dans leurs économies.

Dans un tel contexte, la situation devrait rester très tendue sur le marché du travail et les tensions sur ce marché pourraient même se renforcer avec le départ à la retraite de la génération du baby-boom. L'immigration va probablement rester un facteur important pour remédier à la pénurie de main-d'œuvre.

Les négociations salariales, qui devraient rester généreuses, se répercuteront en partie sur les prix intérieurs, en particulier ceux des services. L'inflation devrait se maintenir autour de 1,7 % et l'inflation sous-jacente pourrait augmenter à 2 % en 2020, contre 1,8 % en 2018.

Les incertitudes entourant les prévisions sont très élevées et les risques sont, pour la plupart, orientés à la baisse. Ceux-ci sont principalement liés à la situation internationale. Concernant le conflit commercial entre Washington et Pékin, aucune issue n'est en vue et la situation semble même s'envenimer. Pour ce qui est du Brexit, l'incertitude est extrêmement forte à l'approche de la date butoir du 31 octobre. Les conséquences négatives d'une sortie sans accord sont particulièrement difficiles à prévoir. Quoi qu'il en soit, la santé de l'économie autrichienne est relativement bonne. Le marché du travail est plutôt robuste. De plus, la situation des finances publiques s'est considérablement améliorée, offrant au gouvernement une importante marge de manœuvre pour lutter contre la récession, si nécessaire.

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



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, 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



OUR PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Structural or in the news flow, two issues analysed in depth



EMERGING

Analyses and forecasts for a selection of emerging economies



PERSPECTIVES

Analyses and forecasts for the main countries, emerging or developed



ECOFLASH

Data releases, major economic events. Our detailed views...



ECOWEEK

Weekly economic news and much more...



ECOTV

In this monthly webTV, our economists make sense of economic news



ECOTV WEEK

What is the main event this week? The answer is in your two minutes of economy

The information and opinions contained in this report have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made that such information is accurate, complete or up to date and it should not be relied upon as such. This report does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any securities or other investment. It does not constitute investment advice, nor financial research or analysis. Information and opinions contained in the report are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by any recipient; they are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein. Any reference to past performance should not be taken as an indication of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNP Paribas group company accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this report. All estimates and opinions included in this report are made as of the date of this report. Unless otherwise indicated in this report there is no intention to update this report. BNP Paribas SA and its affiliates (collectively "BNP Paribas") may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell securities of any issuer or person mentioned in this report or derivatives thereon. BNP Paribas may have a financial interest in any issuer or person mentioned in this report, including a long or short position in their securities and/or options, futures or other derivative instruments based thereon. Prices, yields and other similar information included in this report are included for information purposes. Numerous factors will affect market pricing and there is no certainty that transactions could be executed at these prices. BNP Paribas, including its officers and employees may serve or have served as an officer, director or in an advisory capacity for any person mentioned in this report. BNP Paribas may, from time to time, solicit, perform or have performed investment banking, underwriting or other services (including acting as adviser, manager, underwriter or lender) within the last 12 months for any person referred to in this report. BNP Paribas may be a party to an agreement with any person relating to the production of this report. BNP Paribas, may, to the extent permitted by law, have acted upon or used the information contained herein, or the research or analysis on which it was based, before its publication. BNP Paribas may receive or intend to seek compensation for investment banking services in the next three months from or in relation to any person mentioned in this report. Any person mentioned in this report may have been provided with sections of this report prior to its publication in order to verify its factual accuracy.

BNP Paribas is incorporated in France with limited liability. Registered Office 16 Boulevard des Italiens, 75009 Paris. This report was produced by a BNP Paribas group company. This report is for the use of intended recipients and may not be reproduced (in whole or in part) or delivered or transmitted to any other person without the prior written consent of BNP Paribas. By accepting this document you agree to be bound by the foregoing limitations.

Certain countries within the European Economic Area:

This report has been approved for publication in the United Kingdom by BNP Paribas London Branch. BNP Paribas London Branch is authorised and supervised by the Autorité de Contrôle Prudentiel and authorised and subject to limited regulation by the Financial Services Authority. Details of the extent of our authorisation and regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

This report has been approved for publication in France by BNP Paribas SA. BNP Paribas SA is incorporated in France with Limited Liability and is authorised by the Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) and regulated by the Autorité des Marchés Financiers (AMF). Its head office is 16, boulevard des Italiens 75009 Paris, France.

This report is being distributed in Germany either by BNP Paribas London Branch or by BNP Paribas Niederlassung Frankfurt am Main, a branch of BNP Paribas S.A. whose head office is in Paris, France. BNP Paribas S.A. – Niederlassung Frankfurt am Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt is authorised and supervised by the Autorité de Contrôle Prudentiel and it is authorised and subject to limited regulation by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

United States: This report is being distributed to US persons by BNP Paribas Securities Corp., or by a subsidiary or affiliate of BNP Paribas that is not registered as a US broker-dealer. BNP Paribas Securities Corp., a subsidiary of BNP Paribas, is a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and other principal exchanges. BNP Paribas Securities Corp. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-U.S. affiliate only when distributed to U.S. persons by BNP Paribas Securities Corp.

Japan: This report is being distributed in Japan by BNP Paribas Securities (Japan) Limited or by a subsidiary or affiliate of BNP Paribas not registered as a financial instruments firm in Japan, to certain financial institutions defined by article 17-3, item 1 of the Financial Instruments and Exchange Law Enforcement Order. BNP Paribas Securities (Japan) Limited is a financial instruments firm registered according to the Financial Instruments and Exchange Law of Japan and a member of the Japan Securities Dealers Association and the Financial Futures Association of Japan. BNP Paribas Securities (Japan) Limited accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-Japan affiliate only when distributed to Japanese based firms by BNP Paribas Securities (Japan) Limited. Some of the foreign securities stated on this report are not disclosed according to the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

Hong Kong: This report is being distributed in Hong Kong by BNP Paribas Hong Kong Branch, a branch of BNP Paribas whose head office is in Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch is registered as a Licensed Bank under the Banking Ordinance and regulated by the Hong Kong Monetary Authority. BNP Paribas Hong Kong Branch is also a Registered Institution regulated by the Securities and Futures Commission for the conduct of Regulated Activity Types 1, 4 and 6 under the Securities and Futures Ordinance.

Some or all the information reported in this document may already have been published on <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). All rights reserved.

© BNP Paribas (2015). All rights reserved.

Prepared by Economic Research – BNP PARIBAS

Registered Office : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

YOU WANT TO RECEIVE OUR PUBLICATIONS?

SUBSCRIBE ON OUR WEBSITE
<http://economic-research.bnpparibas.com>

AND

FOLLOW US ON LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OR TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP