ECOWEEK

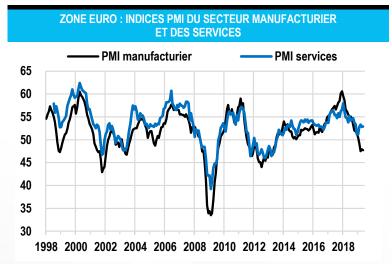
No. 19-24, 14 juin 2019

Zone euro : quand l'industrie manufacturière éternue, les services s'enrhument-ils ?

■ Selon Mario Draghi, la question-clé est de savoir combien de temps les autres secteurs de l'économie seront épargnés par le ralentissement de l'industrie manufacturière ■ L'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier et celui des services sont historiquement très corrélés, signe, entre autres choses, du rôle important de ces derniers dans la chaîne de valeur de l'industrie manufacturière ■ La résilience du secteur des services dans la zone euro dépendra en très grande partie de l'évolution de la situation en Allemagne où l'écart entre les PMI des deux secteurs est anormalement élevé.

« La principale question est la suivante : combien de temps le reste de l'économie sera-t-il épargné par la morosité persistante du secteur manufacturier ?i » La réponse à la question posée par Mario Draghi lors de sa récente conférence de presse est importante non seulement pour les décisions à venir du Conseil des gouverneurs, mais également pour le comportement à terme des entreprises et des ménages en matière de dépenses. À en juger par les indices des directeurs d'achat, l'industrie manufacturière et les services ont historiquement tendance à évoluer de concert, à l'exception du premier semestre 2005 et de ces derniers mois durant lesquels un écart s'est creusé entre les deux secteurs. Le commentaire du Président de la BCE fait suite à ce constat.

Qu'est-ce qui explique cette corrélation en général élevée ? L'une des raisons tient à la cause du ralentissement. Lorsque le choc est mondial, comme en 2008-2009, ou à l'échelle d'une région économique ou d'un pays, comme la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2011-2012, il est normal de s'attendre à ce que le secteur manufacturier et les services pâtissent simultanément de la baisse de la confiance, du revenu, de l'accès au financement, etc. Lorsque le choc est spécifique à un secteur, ce qui est dans une large mesure le cas depuis le début de 2018, l'ampleur de l'effet de contagion de l'industrie manufacturière aux services dépend du degré d'interdépendance entre les deux secteurs. Dans une étude réalisée en 2014, l'European Consortium for Sustainable Industrial Policy (ECSIP) il faisait remarquer que « comme les services sont utilisés dans les processus de production manufacturière, la valeur d'un produit manufacturier fini comprend directement et indirectement la valeur ajoutée créée dans une large mesure par le secteur des services ». Sur la base des données de 2011, dans l'UE-27, « les services représentent un peu moins de 40 % de la valeur d'un produit manufacturier fini »iii. Conséquence directe : un repli de la demande pour les produits manufacturiers a un impact considérable sur l'ensemble de la chaîne de valeur et, par conséquent, sur les servicesiv.



Sources : IHS Markit, BNP Paribas

p. 3 p. 4

p. 5

Revue des marchés

Baromètre

Scénario économique



.../...

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



La banque d'un monde qui change Les effets de confiance peuvent également jouer un rôle : face à la situation très difficile de l'industrie manufacturière, en l'absence de perspective d'amélioration, les entreprises du secteur des services peuvent finir par avoir des craintes concernant les perspectives de leur propre activité. De telles préoccupations peuvent impacter leurs plans de recrutement et d'investissement.

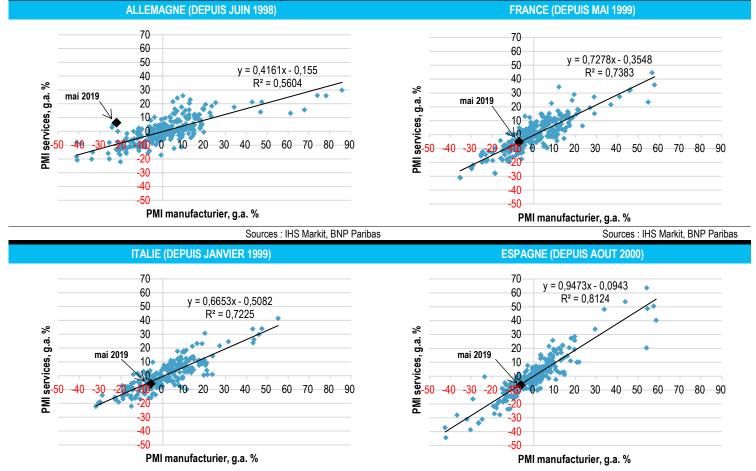
Pour explorer ces relations, les graphiques suivants illustrent, sur l'axe des abscisses, la variation sur 12 mois du PMI manufacturier et, sur l'axe des ordonnées, la variation équivalente pour les services. En France, en Italie et en Espagne, les corrélations sont très élevées, tandis qu'elles le sont moins en Allemagne. Dans ce pays, la pente de la courbe de régression est également moins accentuée, indiquant que les services sont plus à l'abri des évolutions du secteur manufacturier ou qu'ils dépendent d'autres facteurs. Le plus frappant, cependant, est l'importance de la divergence entre les dernières

données relatives à la variation sur 12 mois du PMI des services allemand et ce à quoi on pourrait s'attendre en raison de la relation historique entre les deux secteurs et de la forte baisse du PMI manufacturier. Cette anomalie devrait normalement se corriger d'ellemême sous l'effet d'un rebond du secteur manufacturier, d'un repli significatif des services ou d'une combinaison des deux. Compte-tenu de la forte corrélation entre les deux indices dans les autres pays, il est important, au moment d'étudier la résilience des services de la zone euro à la mauvaise passe observée dans l'industrie manufacturière, de centrer l'analyse sur l'Allemagne. À l'évidence, l'absence de redressement du sentiment dans le secteur manufacturier pourrait finir par entamer la confiance, non seulement en Allemagne, mais aussi, compte tenu du poids de ce pays, dans le reste de la zone euro.

BCE, déclaration introductive à la conférence de presse de Mario Draghi, Président de la BCE, et de Luis de Guindos, Vice-président de la BCE, Vilnius, 6 juin 2019

Ec pourcentage est plus élevé en France (48,5 %) et moins élevé en Allemagne (35,9 %). Il est conforme à la moyenne de l'UE en Italie (40 %) et en Espagne (39,4 %).

^{iv} Les auteurs font la distinction entre les services (de développement) en amont (R-D, conception), les services (de production) de base (gestion de la chaîne d'approvisionnement, production et ingénierie de *process*, autres services techniques) et les services en aval (marché).



Sources : IHS Markit, BNP Paribas Sources : IHS Markit, BNP Paribas

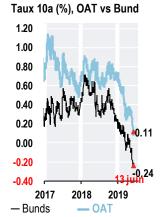


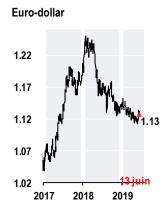
Étude sur la relation entre l'industrie et les services en termes de productivité et de création de valeur, 2014. Cette analyse a été rédigée pour la DG Enterprise and Industry de la Commission européenne par les partenaires du Consortium ECSIP : l'Institut de Vienne des études économiques internationales (WIIW), l'Ifo et Ecorys.

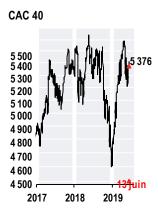
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 7-6-19 au 13-6-19 7 CAC 40 5 364 **> 5 376** +0.2 % **⊅** S&P 500 2 873 **2 892** +0.6 % Volatilité (VIX) 16.3 ▶ 15.8 -0.5 **↗** Euribor 3m (%) -0.32 ▶ -0.32 **+0.1** pb ▲ Libor \$ 3m (%) 2.45 2.43 -2.3 pb OAT 10a (%) 0.11 +3.2 pb **7** Bund 10a (%) -0.24 +1.3 pb 2.08 2.09 +0.6 pb **对** US Tr. 10a (%) -0.6 % Euro vs dollar 1.13 1.13 1 346 **1** 338 -0.6 % Or (once, \$) ≥ Pétrole (Brent, \$) 62.9 -1.8 %





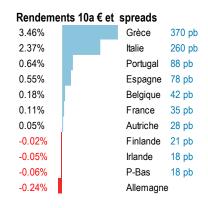


Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)			+ha	aut 19	+b	as 19
€	BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01
	Eonia	-0.36	-0.25	le 07/06	-0.37	le 26/02
	Euribor 3m	-0.32	-0.31	le 24/01	-0.32	le 03/06
	Euribor 12m	-0.17	-0.11	le 06/02	-0.18	le 06/06
\$	FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50	le 01/01
	Libor 3m	2.43	2.81	le 01/01	2.43	le 12/06
	Libor 12m	2.33	3.04	le 21/01	2.33	le 12/06
£	Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75	le 01/01
	Libor 3m	0.79	0.93	le 29/01	0.78	le 07/06
	Libor 12m	0.99	1.19	le 11/01	0.97	le 10/06

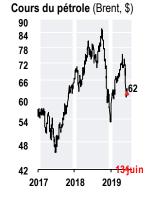
Au 13-6-19

R	endements	(%)	+haut	19		+bas	19	
€	Moy . 5-7a	0.23	0.68	le	09/01	0.22	le	11/06
	Bund 2a	-0.68	-0.53	le	05/03	-0.68	le	12/06
	Bund 10a	-0.24	0.25	le	01/01	-0.26	le	07/06
	OAT 10a	0.11	0.73	le	08/01	0.08	le	07/06
	Corp. BBB	1.25	2.15	le	08/01	1.25	le	13/06
\$	Treas. 2a	1.83	2.62	le	18/01	1.83	le	13/06
	Treas. 10a	2.09	2.78	le	18/01	2.08	le	03/06
	Corp. BBB	3.73	4.65	le	01/01	3.73	le	13/06
£	Treas. 2a	0.59	0.83	le	27/02	0.52	le	07/06
	Treas. 10a	0.84	1.35	le	18/01	0.81	le	07/06
A	и 13-6-19							

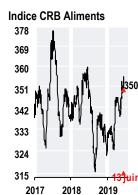


Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19				2019(€)
Pétrole, Brent	61.8	53.1	le	01/01	+17.9%
Or (once)	1 338	1 268	le	02/05	+5.9%
Métaux, LMEX	2 769	2 730	le	03/01	+0.3%
Cuiv re (tonne)	5 831	5 714	le	03/01	-0.6%
CRB Aliments	350	324	le	07/03	+9.3%
Blé (tonne)	210	167	le	10/05	+8.0%
Maïs (tonne)	167	128	le	24/04	+24.6%
Au 13-6-19				Va	riations







Taux de change

1€ =	+ha	ut	19	+b	as 1	9	2019	
USD	1.13	1.15	le	10/01	1.11	le	30/05	-1.4%
GBP	0.89	0.90	le	03/01	0.85	le	14/03	-1.0%
CHF	1.12	1.14	le	23/04	1.11	le	05/06	-0.5%
JPY	122.32	127.43	le	01/03	120.99	le	31/05	-2.5%
AUD	1.63	1.63	le	13/06	1.57	le	18/04	+0.4%
CNY	7.80	7.87	le	09/01	7.51	le	25/04	-0.6%
BRL	4.34	4.59	le	20/05	4.18	le	31/01	-2.1%
RUB	72.80	79.30	le	01/01	71.51	le	23/04	-8.2%
INR	78.36	82.00	le	04/02	76.84	le	03/04	-1.8%
Au 13	-6-19						Var	iations

Indices actions

	Cours	+ha	aut	19	+bas 19			2019	2019(€)
CAC 40	5 376	5 592	le	23/04	4 611	le	03/01	+13.6%	+13.6%
S&P500	2 892	2 946	le	30/04	2 448	le	03/01	+15.3%	+17.0%
DAX	12 169	12 413	le	03/05	10 417	le	03/01	+15.2%	+15.2%
Nikkei	21 032	22 308	le	25/04	19 562	le	04/01	+5.1%	+7.7%
Chine*	75	86	le	09/04	68	le	03/01	+6.8%	+8.2%
Inde*	601	612	le	03/06	530	le	19/02	+7.3%	+9.3%
Brésil*	2 162	2 304	le	04/02	1 862	le	17/05	+10.4%	+12.8%
Russie*	712	712	le	13/06	572	le	01/01	+17.0%	+26.3%
Au 13-6-19 Variation							riations		

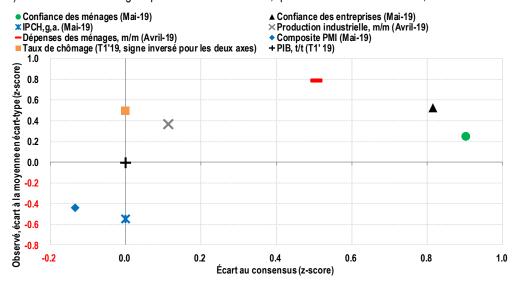
Variations * Indices MSCI



Baromètre

France: la conjoncture se porte bien

Le signal renvoyé par les indicateurs de notre baromètre est clairement positif. Seul le PMI composite a surpris défavorablement (51,2) et se situe sous sa moyenne. L'inflation (1,1% en g.a.), la croissance (0,3% t/t) et le taux de chômage (8,7%) ont été en ligne avec les attentes, l'inflation et le taux de chômage s'inscrivant sous leur moyenne et la croissance sur son rythme moyen. Production industrielle (+0,4% m/m), consommation des ménages en biens (+0,8% m/m), confiance des entreprises et des ménages (106 et 99, respectivement) ont réservé une bonne surprise et se situent au-dessus de leur moyenne. A ces résultats favorables s'ajoutent les bons chiffres des créations nettes d'emploi salarié au T1 (+94k). Le tout est de bon augure pour la croissance au T2, que nous attendons stable à 0,3% t/t.



Sources: Bloomberg, Markit, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine sera la semaine des banques centrales avec les réunions de la Réserve fédérale américaine, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon. Aux Etats-Unis, plusieurs données du marché immobilier seront disponibles : l'indice NAHB, mais aussi les chiffres des nouveaux chantiers, des permis de construire et des ventes de logements existants. A ne pas manquer également, les perspectives économiques de la Fed de Philadelphie à mettre en regard avec la santé du secteur manufacturier. Autres données importantes : les indices PMI flash de plusieurs pays et, pour la zone euro, ceux de la confiance des consommateurs, de la balance commerciale et de l'inflation. Enfin, la BCE publiera un nouveau bulletin.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Date	Prévision	Précédent
17/06/2019	Etats-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	juin	67	66
18/06/2019	Zone euro	Nouvelle immatriculations dans l'EU27	mai		-0,4%
18/06/2019	Zone euro	Balance commerciale	avril		1,79e+10
18/06/2019	Zone euro	IPC m/m	mai		0,7%
18/06/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	mai	0,4%	5,7%
18/06/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	mai	0,8%	0,6%
19/06/2019	Japon	Balance commerciale	mai	-	6,04e+10
19/06/2019	Royaume-Uni	IPC m/m	mai		0,6%
19/06/2019	Royaume-Uni	Commandes totales (CBI)	juin		-10
19/06/2019	Etats-Unis	Taux du FOMC (bordure supérieure)	19 juin	2,50%	2,50%
20/06/2019	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
20/06/2019	Royaume-Uni	Ventes de détail hors voitures m/m	mai		-0,2%
20/06/2019	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	20 juin		0,750%
20/06/2019	Etats-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	juin	10,0	16,6
20/06/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	juin		-6,5
20/06/2019	Japon	Taux d'amortissement (Banque du Japon)	20 juin		-0,100%
21/06/2019	France	PMI composite (Markit)	juin		51,2
21/06/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	juin		51,8
21/06/2019	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	mai	1,7%	-0,4%
				Sources : Pleamh	ora PND Dariba

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- Le rebond de la croissance en début d'année 2019 est en partie lié à des facteurs temporaires (stocks), alors que la demande intérieure privée s'assagit. Le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises, tandis que la hausse du dollar en 2018 et la montée des tensions commerciales pèseront sur les exportations. L'inflation sous-jacente reste sous contrôle.
- Le message plus prudent du président de la Fed nous incite désormais à anticiper une baisse du taux des fonds fédéraux au troisième trimestre. Les « fed funds » s'établiraient alors dans une fourchette de 1.75%-2.0%.

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir. Après une légère amélioration en mars, l'activité a de nouveau faibli et la récente aggravation des tensions avec les Etats-Unis vient encore assombrir les perspectives d'exportations.
- 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 de l'investissement privé devrait se poursuivre. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

ZONE EURO

- Malgré une croissance plus dynamique qu'attendu au T1 2019, le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités et l'activité dans le secteur manufacturier reste dégradée.
- L'inflation diminue et sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) affiche toujours une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.
- La politique monétaire reste prudente et proactive, la BCE ayant annoncé le lancement de nouvelles vagues de prêts à long terme (TLTRO) pour les banques.

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, la Réserve fédérale devrait baisser deux fois ses taux au 2e semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible et du niveau élevé de l'incertitude. Les marchés obligataires anticipent déjà la réduction des taux d'intérêt. De ce fait, la baisse du rendement des Treasuries à 10 ans devrait rester modérée.
- Les taux officiels de la BCE ne devraient pas changer en 2019 et 2020 en raison de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance et de l'inflation sous-jacente faible. Nous prévoyons une hausse marginale du taux à 10 ans du Bund qui terminerait 2019 à 0,00% et 2020 à 0,15%.
- Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- L'euro devrait se renforcer face au dollar US, ce dernier étant trop cher par rapport à sa valeur d'équilibre et la Réserve fédérale étant en phase d'assouplissement monétaire.

				luflatian						
	Crois	sance du	PIB		Inflation					
%	2018	2019 e	2020 e	_	2018	2019 e	2020 e			
Avancés	2,2	1,8	1,3		2,0	1,6	1,6			
États-Unis	2,9	2,7	1,8		2,4	2,1	2,0			
Japon	0,8	0,6	0,2		1,0	0,6	0,5			
Roy aume-Uni	1,4	1,3	1,4		2,5	1,9	1,9			
Zone euro	1,9	1,1	1,0		1,8	1,3	1,3			
Allemagne	1,4	0,6	1,0		1,9	1,5	1,5			
France	1,7	1,3	1,2		2,1	1,4	1,5			
Italie	0,7	0,3	0,2		1,3	0,9	0,9			
Espagne	2,6	2,2	1,9		1,7	1,0	1,2			
Emergents	4,5	4,2	4,7		4,7	4,8	4,3			
Chine	6,6	6,2	6,0		2,1	2,2	2,6			
Inde*	7,0	7,4	7,6		3,4	3,5	4,2			
Brésil	1,1	0,8	2,5		3,7	3,9	3,9			
Russie	2,3	1,5	1,7		2,9	5,1	4,1			

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

* Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

Taux	d'intérêt, %	2019						
Fin de ¡	période	T1	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
E-Unis	Fed Funds	2,50	2,50	2,00	2,00	2,50	2,00	1,75
	Libor 3m \$	2,60	2,45	2,00	2,00	2,81	2,00	1,80
	Treas. 10a	2,42	2,10	1,95	1,90	2,69	1,90	2,25
Z. euro	Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
	Bund 10a	-0,07	-0,05	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
	OAT 10a	0,26	0,30	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
R-Uni	Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
	Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon	Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
	JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source: BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux	de change	2019						
Fin de	période	T1	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
USD	EUR / USD	1,12	1,13	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
	USD / JPY	110,7	108,0	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
	GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
	USD / CHF	1,00	1,01	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
EUR	EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
	EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
	EUR / JPY	124	122	122	122	125	122	119

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, 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, Thailande, 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



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 évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



FCOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTY 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 flables, mais BNP Partbas 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 flancière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'extrers son proprie jugement? elles sont par alliquers susceptibles d'être modificées a tout moment sans notification et ne sauraient servire seul support à une évaluation des instruments eventueilement mentionnés dans le présent document. Toute éventueile rétérence à une performance traiteurs susceptibles d'et ne constitue pas une indication d'une performance traiteurs. Dans toute à mesure penimée par la loi, aucume société du Groupe BNP Parabas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de peries directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contienues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estables (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de peries directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contienues dans ce document réfeirent notre jugement à la daté de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, plus participation au capital des courument, il rest pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas à 3, ent susceptibles d'agrir comme terneur el marche, d'agent ou encoure, à titre principa, d'intervent pour acheter ou ventre des tittes entis par les emetteurs ou personnes mentionnes dans ce document, de se rouver en position à danteur ou vendeur de titres ou de contraits à terme, d'options ou de tous autres instruments derives reposant sur l'un de cesses so services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnea sur présentés au cours des 12 demiers mois précédant la publication de ce document. BNP Partosa peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Partosa set susceptible, dans iss limites autorisées par la oile ni vigueur, d'avoir agil sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contends dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desqueis elles sont communiquées, et ce présiablement à la publication de ce document. BNP Partisas est susceptible d'obtenir une remuneration ou de che document. BNP partisas est susceptible d'obtenir une remuneration ou chercher à être remunére au titre de services d'investissement fournis à l'une quélonque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois sulvant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir requi des extraits du présent document prealablement à sa publication afin de verifier l'exactitude des faits sur le fondement desqueiles la éle élabore.

BNP Partisas est en France constituée en société anonyme. Son slège est situé au 16 boulevard des taliens 75009 Partis cu et de sait est élabore par une société de Groupe RNP Partisas. El extendit est élabore les destinations cul essaits qui en sont benéficialises et ne saurait en ausune fagon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre ensonne ou entité sans le consentement présaible écrit de BNP Partisas. En rocevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour pertains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document à été approuvée en vue de sa publication au Royaume-Unit par BNP Partisas Succursais de Londres et soumise à une réglementation ai été approuvée pur publication en France par BNP Partisas Succursais de Londres et soumise à une réglementation à été approuvée pur publication

Finanzaliensteistungsaurkicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une fillaie de BNP Paribas in e benéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., fillaie de BNP paribas, est un broker-dealer enregistre aupries 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 prépare par une entité non américaine du groupe BNP Paribas gue lorsqu'il a été distribué a 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 les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou paribas certifiés (Japan) Limited

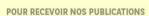
DNP Partibas Que charge it als the unanumer a use investiments part oner profited by the interest course. Japon 1: a present document est distribute au Japon par BNP Partibas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité ou groupe BNP Partibas qui n'est pas enregistrée comme une maison de thres au Japon, à certaines institutions financières définites par l'article 17-3 ainéa it du décret d'application de la Loi Japonaise sur les instituments et marches financières. BNP Partibas Securities (Japan) Limited, est une maison de thres enregistrée conformément à la Loi Japonaise sur les instituments et marches financières et est membre de la Japan Securities Delaters Association ainsi que de la Pinancial Futures Association du Japon. BNP Partibas Cecurities (Japan) Limited, Succursale de Toltyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document prépare par une entité non Japonaise membre du groupe BNP Partibas que lorsqu'il fait rotigé d'une distribution par BNP Partibas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des thrès etrangers memtionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi Japonaise sur les instruments et marches financiers.

Certains des thrès etrangers memtionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi Japonaise sur les instruments et marches financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Partibas Hong Kong Branch, filiale de BNP Partibas dont le siège social est situle à Partis, France. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extru de la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extru de la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extrudé la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branc

//globalmarkets.bnpparlbas.co

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.



VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT http://economic-research.bnpparibas.com



NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN https://www.linkedin.com/showcase/bnp -paribas-economic-research/

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 Siège social : 16 boulevard 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

