ECOWEEK

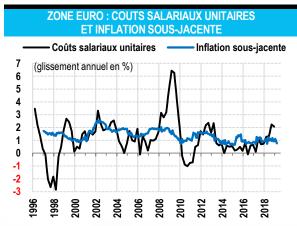
N°19-16, 19 avril 2019

BCE: l'atonie de l'inflation fait monter la pression

Plus l'inflation est élevée au moment de l'accélération de la croissance des salaires, plus la répercussion de cette dernière sur la hausse des prix est forte et rapide ■Dans la zone euro, la faiblesse de l'inflation a freiné le mécanisme de transmission ■Le ralentissement prononcé de la croissance, sur fond de baisse de la demande extérieure et de chocs d'incertitude, vient compliquer le processus ■La pression sur la BCE se fait d'autant plus sentir que l'inflation sous-jacente reste bloquée à un niveau bien inférieur à son objectif

En novembre dernier, lors d'une conférence à Francfort, Mario Draghi a expliqué comment une accélération des hausses salariales tend à se traduire par une augmentation de l'inflation. Au départ, la progression de la demande de biens et services et celle de la production font augmenter la productivité et améliorent la rentabilité des entreprises. Au bout d'un moment, les salaires croissent. Lorsque les entreprises embauchent du personnel, l'intensification de la concurrence pour attirer les talents entraîne une hausse supplémentaire des salaires. Les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent ainsi, ce qui pèse sur les marges bénéficiaires. Une croissance économique forte et soutenue finit par inspirer suffisamment confiance aux entreprises pour qu'ils relèvent leurs prix et protègent ainsi leurs marges.

Toutefois, ce décalage dans le temps, parfaitement normal, permet à la banque centrale de maintenir une politique très accommodante, même avec une croissance déjà robuste. Selon des études de la BCE, la répercussion des hausses salariales sur l'inflation est d'autant plus rapide et forte que l'inflation est élevée. Ainsi, lorsque l'inflation est faible, le processus prend plus de temps¹. Encore faut-il, en attendant, que la croissance reste sur la bonne voie : « Si les entreprises deviennent plus



Sources : Eurostat, BNP Paribas

incertaines quant aux perspectives de croissance et d'inflation, la compression des marges pourrait s'avérer plus persistante. Cela affecterait la rapidité de la remontée de l'inflation sous-jacente et donc l'évolution de l'inflation que nous nous attendons à observer au cours des prochains trimestres »².

Cinq mois plus tard, ces paroles de M. Draghi se révèlent prémonitoires. La croissance marque nettement le pas, et ce pour diverses raisons : fléchissement du cycle d'investissement mondial, ralentissement des échanges mondiaux, repli de la croissance en Chine, facteurs spécifiques à certains pays comme l'Allemagne, l'Italie et la France, longue période d'incertitude générale, etc. Résultat, les importants goulets d'étranglement sur le marché du travail ont commencé à se résorber. De plus, la croissance de la rémunération par salarié, quoique forte, s'est légèrement repliée, bien qu'il soit trop tôt pour parler d'une nouvelle tendance. Ce contexte plus difficile freine le processus de répercussion des hausses salariales sur l'inflation pour que cette dernière converge vers l'objectif de la BCE. C'est ce que confirment les dernières données sur l'inflation avec un IPCH sous-jacent en hausse de 0,8 % en mars par rapport à 2018. Il y a quelque chose de tragique à observer un ralentissement de la croissance importé, conjugué à des chocs d'incertitude également extérieurs. La phase de croissance très robuste engagée dans la zone euro apparaît de ce fait écourtée et touchée par un fléchissement prématuré. Cette évolution a, à son tour, réduit l'efficacité de la politique monétaire expansionniste, ne laissant d'autre choix à la BCE que de commencer à envisager de nouvelles mesures. À cet égard, les détails de la nouvelle opération de refinancement à long terme ciblée (TLTRO) sont attendus avec impatience.

¹ Elena Bobeica, Matteo Ciccarelli, Isabel Vansteenkiste, *The link between labor cost and price inflation in the euro area*, document de travail de la BCE n°2235, février 2019
² BCE, Mario Draghi, *The outlook for the euro area economy*, discours prononcé lors du Congrès bancaire européen de Francfort-sur-le-Main, le 16 novembre 2018

William De Vijlder

p.2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre et calendrier

p. 4

Scénario économique



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



La banque d'un monde qui change

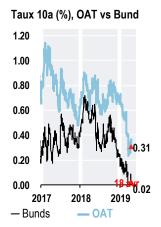


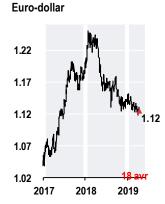
Revue des marchés

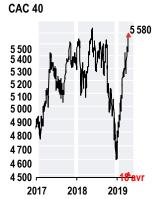
L'essentiel

Semaine du 12-4-19 au 18-4-19									
⊅ CAC	40	5 503	•	5 580	+1.4	%			
≥ S&P	500	2 907	•	2 905	-0.1	%			
Volati	lité (VIX)	12.0	•	12.1	+0.1	pb			
Eurik	or 3m (%)	-0.31	•	-0.31	-0.1	pb			
Libor	\$ 3m (%)	2.60	•	2.59	-1.0	pb			
MO CAT	10a (%)	0.35	•	0.31	-3.9	pb			
Bund	10a (%)	0.06	•	0.02	-3.1	pb			
y UST	r. 10a (%)	2.56	•	2.56	-0.1	pb			
Euro	vs dollar	1.13	•	1.12	-0.6	%			
or (o	nce, \$)	1 292	•	1 275	-1.3	%			
→ Pétro	le (Brent, \$)	71.7	•	71.9	+0.3	%			

Ecoweek 19-16 // 19 avril 2019





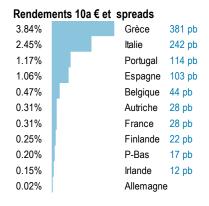


Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt	+ha	aut 19	+bas 19				
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01		
Eonia	-0.37	-0.36	le 01/01	-0.37	le 26/02		
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31	le 28/03		
Euribor 12m	-0.11	-0.11	le 06/02	-0.12	le 02/01		
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50	le 01/01		
Libor 3m	2.59	2.81	le 01/01	2.58	le 09/04		
Libor 12m	2.76	3.04	le 21/01	2.68	le 27/03		
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75	le 01/01		
Libor 3m	0.83	0.93	le 29/01	0.82	le 08/04		
Libor 12m	1.10	1.19	le 11/01	1.05	le 02/04		
1 10 1 10	_						

Au	18-4-19	

R	endements	(%)	+haut	19		+bas	19	
€	Moy . 5-7a	0.41	0.68	le	09/01	0.36	le	12/04
	Bund 2a	-0.57	-0.53	le	05/03	-0.63	le	27/03
	Bund 10a	0.02	0.25	le	01/01	-0.08	le	27/03
	OAT 10a	0.31	0.73	le	08/01	0.24	le	27/03
	Corp. BBB	1.36	2.15	le	08/01	1.36	le	18/04
\$	Treas. 2a	2.39	2.62	le	18/01	2.22	le	27/03
	Treas. 10a	2.56	2.78	le	18/01	2.37	le	27/03
	Corp. BBB	4.03	4.65	le	01/01	3.98	le	27/03
£	Treas. 2a	0.78	0.83	le	27/02	0.63	le	02/04
	Treas. 10a	1.20	1.35	le	18/01	0.99	le	25/03
Α	и 18-4-19							



Matières premières

Prix spot, \$	_	+b	as	2019(€)	
Pétrole, Brent	71.9	53.1	le	01/01	+37.6%
Or (once)	1 275	1 274	le	17/04	+1.2%
Métaux, LMEX	3 025	2 730	le	03/01	+9.8%
Cuivre (tonne)	6 461	5 714	le	03/01	+10.4%
CRB Aliments	345	324	le	07/03	+8.1%
Blé (tonne)	176	168	le	11/03	-9.3%
Maïs (tonne)	133	130	le	29/03	-0.7%
Au 18-4-19				Va	riations







Taux de change

1€ =		+haut 19			+b	19	2019		
USD	1.12	1.15	le	10/01	1.12	le	02/04	-1.6%	
GBP	0.86	0.90	le	03/01	0.85	le	14/03	-3.7%	
CHF	1.14	1.14	le	05/02	1.12	le	02/04	+1.1%	
JPY	125.80	127.43	le	01/03	122.54	le	03/01	+0.3%	
AUD	1.57	1.63	le	03/01	1.57	le	18/04	-3.2%	
CNY	7.54	7.87	le	09/01	7.52	le	02/04	-3.9%	
BRL	4.44	4.46	le	28/03	4.18	le	31/01	+0.2%	
RUB	71.94	79.30	le	01/01	71.94	le	18/04	-9.3%	
INR	77.97	82.00	le	04/02	76.84	le	03/04	-2.3%	
Au 18	Au 18-4-19 Variations								

Indices actions

	Cours	+haut 19		+ba	as 1	9	2019	2019(€)	
CAC 40	5 580	5 580	le	18/04	4 611	le	03/01	+18.0%	+18.0%
S&P500	2 905	2 907	le	12/04	2 448	le	03/01	+15.9%	+17.8%
DAX	12 222	12 222	le	18/04	10 417	le	03/01	+15.8%	+15.8%
Nikkei	22 090	22 278	le	17/04	19 562	le	04/01	+10.4%	+10.0%
Chine*	86	86	le	09/04	68	le	03/01	+22.2%	+24.2%
Inde*	602	606	le	02/04	530	le	19/02	+7.2%	+9.7%
Brésil*	2 026	2 304	le	04/02	1 944	le	01/01	+6.2%	+6.0%
Russie*	672	674	le	10/04	572	le	01/01	+9.6%	+19.5%
Au 18-4-19 Variation									riations

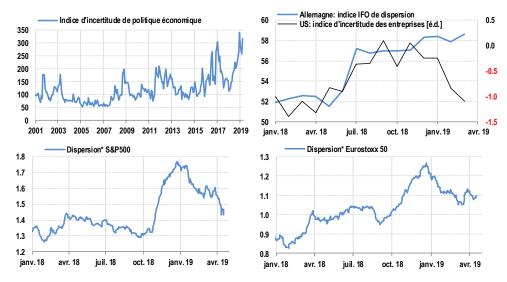
* Indices MSCI



Baromètre

Incertitude: messages contradictoires

Les différentes mesures de l'incertitude envoient des messages contradictoires. L'indice *Economic Policy Uncertainty*, qui suit la couverture médiatique du sujet, n'augmente plus mais ne décroit pas encore. En haut à droite du graphique, on voit l'incertitude d'après les enquêtes réalisées auprès des entreprises. En Allemagne, elle reste très élevée et les derniers chiffres la montrent de nouveau en légère hausse. Les entreprises américaines, quant à elles, manifestent de moins en moins d'incertitude. Enfin, sur la base des rendements des actions, l'incertitude baisse aux Etats-Unis et dans la zone euro, mais reste bien au-dessus du niveau constaté en 2018.



*dispersion = moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice Sources : Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, Atlanta Fed, IFO, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

Plusieurs données pour avril sont attendues avec impatience, dont les indices de confiance des entreprises et des consommateurs en France, l'indice de confiance Ifo des entreprises allemandes, et, au Royaume-Uni, celui de la confiance des consommateurs et les chiffres des commandes. Aux Etats-Unis, nous connaîtrons les chiffres des ventes de logements existants et de nouveaux logements, les commandes de biens durables, le PIB du T4 2018 et le sentiment de l'Université du Michigan. Enfin, la Banque du Japon prendra des décisions de politique monétaire.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
22/04/19	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	mars	-4,7%	11,8%
23/04/19	Zone euro	Confiance des consommateurs	avril		-7,2
23/04/19	Etats-Unis	Ventes de nouveaux logements m/m	mars	-5,6%	4,9%
24/04/19	France	Confiance des entreprises	avril		104
24/04/19	Allemagne	Confiance des entreprises (Ifo)	avril		99,6
25/04/19	Royaume-Uni	Commandes totales (CBI)	avril		1
25/04/19	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	mars		-0,1%
25/04/19	Japon	Cible de rendement à 10 ans (BoJ)	25 avril		0,000%
25/04-11/05/19	Zone euro	Prévisions économiques (Commission européenne)			
26/04/19	France	Confiance des consommateurs	avril		96
26/04/19	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	1T	1,6%	2,2%
26/04/19	Etats-Unis	Déflateur de l'inflation t/t	1T		1,8%
26/04/19	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	avril		

Sources: Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

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

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et les perspectives d'exportations restent très assombries par la hausse des droits de douane américains.
- La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait rester une priorité. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient.
- A court terme, l'affaiblissement des exportations et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient continuer de peser sur la demande interne privée. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

ZONE EURO

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

FRANCE

 La croissance ralentit mais devrait rester assez résiliente. La consommation des ménages devrait être soutenue par les baisses d'impôts et la hausse de l'emploi. L'investissement des entreprises reste dans une dynamique favorable, mais l'environnement extérieur est moins porteur. Un redressement mesuré de l'inflation sous-jacente se dessine mais reste à confirmer.

TAUX & CHANGES

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

	Crois	Croissance du PIB			Inflation			
%	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e		
Avancés	2,2	1,5	1,3	2,0	1,4	1,6		
États-Unis	2,9	2,3	1,8	2,4	1,7	2,0		
Japon	0,8	0,2	0,3	1,0	0,5	0,5		
Roy aume-Uni	1,4	1,1	1,5	2,5	2,0	1,9		
Zone euro	1,8	0,9	1,0	1,8	1,2	1,4		
Allemagne	1,4	0,7	0,9	1,9	1,4	1,7		
France	1,6	1,2	1,2	2,1	1,2	1,7		
Italie	0,8	0,0	0,5	1,3	0,9	1,2		
Espagne	2,6	2,1	1,7	1,7	1,0	1,4		
Emergents	4,5	4,4	4,7	4,8	4,6	4,2		
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	1,6	2,0		
Inde*	7,4	7,6	7,8	3,4	3,3	4,1		
Brésil	1,1	2,0	3,0	3,7	3,8	3,6		
Russie	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	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Libor 3m \$	2,60	2,60	2,60	2,60	2,81	2,60	2,50
Treas. 10a	2,42	2,80	2,75	2,70	2,69	2,70	2,50
Z. eurc 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	0,30	0,30	0,30	0,25	0,30	0,40
OAT 10a	0,26	0,65	0,65	0,60	0,71	0,60	0,70
R-Uni Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	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	-0,20
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,05	-0,05	0,00	-0,05	-0,20

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	1,17	1,18	1,20	1,14	1,20	1,25
	USD / JPY	111	108	105	100	110	100	90
	GBP / USD	1,30	1,38	1,40	1,45	1,27	1,45	1,51
	USD / CHF	1,00	0,97	0,97	0,97	0,99	0,97	0,93
EUR	EUR / GBP	0,85	0,85	0,84	0,83	0,90	0,83	0,83
	EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,16
	EUR / JPY	124	126	124	120	125	120	113

Source: BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder Chef économiste	+33 1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com
ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES		
Jean-Luc Proutat Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni	+33 1 58 16 73 32	jeanluc.proutat@bnpparibas.com
Hélène Baudchon France – Marché du travail	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Louis Boisset Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon	+33 1 57 43 02 91	louis.boisset@bnpparibas.com
Frédérique Cerisier Zone euro (gouvernance européenne etfinances publiques), Espagne, Portugal	+33 1 43 16 95 52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Catherine Stephan Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie	+33 1 55 77 71 89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond Van Der Putten Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme	+33 1 42 98 53 99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Statistiques	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent Quignon Responsable	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Laure Baquero	+ 33 1 43 16 95 50	laure.baquero@bnpparibas.com
Céline Choulet	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas Humblot	+ 33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS		
François Faure Responsable	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine Peltier Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane Alby Afrique francophone	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain Bellefontaine Turquie, Ukraine, Europe centrale	+33 1 42 98 26 77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Sara Confalonieri Afrique lusophone et anglophone	+33 1 42 98 43 86	sara.confalonieri@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Corée, 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 cessuel-j 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 in vigueur, d'avoir agil sur la foil 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 demand. 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 été elabore.

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 extonque l'article des destinataiss qui en sont bénéficiales et ne saurait en aucune fagon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre ensonne ou entité sans le consentement présaible écrit de BNP Partisas. El conque in entité sans le consentement présaible écrit de BNP Partisas. El contrais de des destinations cultives en une société de Londres.

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 il imitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détais de l'autorisée et suorisée et subroisée et supervisée par l'Autorité de Controis

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 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 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 la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou paribas certif

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

