# **ECOWEEK**

N°19-27, 5 juillet 2019

## Politique monétaire et incertitude exogène versus endogène

■Un niveau élevé d'incertitude peut freiner la croissance ■L'assouplissement monétaire réussira-t-il à doper cette dernière? Cela dépend de la nature de l'incertitude. Si celle-ci est endogène, et découle donc de l'évolution normale du cycle conjoncturel, les baisses de taux devraient permettre de réduire cette incertitude en stimulant la confiance des agents économiques ■L'incertitude exogène est liée à d'autres facteurs que le cycle économique, tels que les tensions commerciales actuelles. Dans ce cas, l'efficacité de la politique monétaire est mise à mal et, malgré les baisses de taux, le ralentissement de la croissance devrait persister aussi longtemps que sa cause principale (l'incertitude exogène) n'aura pas été traitée.

On peut soutenir, sur le plan théorique comme sur le plan empirique, qu'un niveau d'incertitude durablement élevé freine la croissance économique. Il est alors possible de recourir à la politique monétaire pour enrayer le ralentissement et éviter ainsi qu'il ne se transforme en récession. Cependant, l'efficacité de l'assouplissement monétaire dépend de la nature de l'incertitude. Il en existe deux types. Tout d'abord, l'incertitude endogène qui résulte de l'évolution normale du cycle conjoncturel : le ralentissement économique suscite des interrogations sur ses causes, la durée de ce processus, l'ampleur du repli à venir de la croissance, son impact sur le revenu des ménages et les bénéfices des entreprises, etc. Une banque centrale crédible peut, grâce à un assouplissement suffisant de la politique monétaire, réduire le niveau d'incertitude. En effet, les agents économiques s'attendent à ce que les canaux de transmission monétaire jouent, en temps voulu, leur rôle. C'est ce type d'anticipation qui dope la confiance, encourage les ménages à accroître leurs dépenses, incite les entreprises à investir davantage, renforce la demande de crédit bancaire, etc. Résultat, l'incertitude endogène décroît, stimulant d'autant les dépenses.

L'autre incertitude est de nature exogène. Celle-ci ne procède pas de l'évolution normale du cycle conjoncturel; elle est provoquée par d'autres facteurs tels que la géopolitique ou la politique économique. Les tensions commerciales, comme celle qui Ralentissement
Incertitude endogène

Assouplissement monétaire

Bailée de l'incertitude
Reprise

Source : BNP Paribas

oppose les États-Unis et la Chine depuis l'année dernière, en sont l'illustration. L'incertitude exogène a ses propres déterminants (ex.: tactique de négociation en matière de commerce international) qu'influence peu, voire pas du tout, l'évolution du cycle économique. Cela a d'importantes implications pour la politique monétaire dans le sens où la persistance de niveaux élevés d'incertitude neutralise les effets des baisses de taux, censées soutenir la confiance et déclencher un accroissement des dépenses. Après tout, quelle différence cela fait-il d'abaisser les taux directeurs de 25 points de base lorsque les entreprises et les ménages ne savent pas si, à terme, les droits de douane sur les importations seront relevés ou, suite à la conclusion d'un accord, abaissés? Ce même raisonnement vaut aussi pour d'autres exemples d'incertitude exogène, comme le Brexit. Du fait d'une moindre efficacité de la politique monétaire, il faut, pour enrayer le ralentissement de la croissance, commencer par en traiter les causes premières en prenant des décisions qui visent à réduire l'incertitude exogène.

William De Vijlder



p. 3 Baromètre





**ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT** 



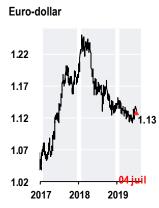
The bank for a changing world

## Revue des marchés

### L'essentiel

Semaine du 28-6-19 au 4-7-19 7 CAC 40 5 539 **5 621** +1.5 % **⊅** S&P 500 2 942 > 2 996 +1.8 % ■ Volatilité (VIX) 15.1 ▶ 12.6 -2.5 pb ≥ Euribor 3m (%) -0.35 ▶ -0.35 **-0.9** pb ▲ Libor \$ 3m (%) 2.32 2.29 -3.1 pb OAT 10a (%) -0.13 ■ Bund 10a (%) -0.40 -7.5 pb ■ US Tr. 10a (%) 1.95 -4.5 pb 2.00 ▶ -0.9 % Euro vs dollar 1.14 1.13 1 412 **1** 416 +0.2 % → Or (once, \$) > Pétrole (Brent, \$) 66.9 **-5.0** %







## Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérê	+ha	aut 19	+bas 19		
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01
Eonia	-0.37	-0.25	le 07/06	-0.38	le 19/06
Euribor 3m	-0.35	-0.31	le 24/01	-0.35	le 04/07
Euribor 12m	-0.26	-0.11	le 06/02	-0.26	le 04/07
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50	le 01/01
Libor 3m	2.29	2.81	le 01/01	2.29	le 03/07
Libor 12m	2.18	3.04	le 21/01	2.15	le 25/06
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75	le 01/01
Libor 3m	0.76	0.93	le 29/01	0.76	le 03/07
Libor 12m	0.88	1.19	le 11/01	0.88	le 03/07

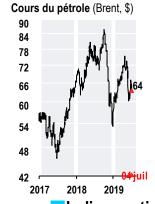
Au 4-7-19

R	endements	(%)	+haut	19		+bas	19	
€	Moy . 5-7a	-0.05	0.68	le	09/01	-0.05	le	03/07
	Bund 2a	-0.76	-0.53	le	05/03	-0.76	le	18/06
	Bund 10a	-0.40	0.25	le	01/01	-0.40	le	04/07
	OAT 10a	-0.13	0.73	le	08/01	-0.13	le	04/07
	Corp. BBB	0.92	2.15	le	08/01	0.92	le	04/07
\$	Treas. 2a	1.77	2.62	le	18/01	1.73	le	20/06
	Treas. 10a	1.95	2.78	le	18/01	1.95	le	03/07
	Corp. BBB	3.48	4.65	le	01/01	3.48	le	03/07
£	Treas. 2a	0.49	0.83	le	27/02	0.49	le	03/07
	Treas. 10a	0.67	1.35	le	18/01	0.67	le	04/07
Δ	u 1-7-10							-

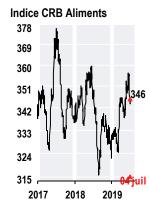
Rendements 10a € et spreads						
2.82%			Grèce	321 pb		
1.68%			Italie	207 pb		
0.34%			Portugal	74 pb		
0.25%			Espagne	64 pb		
-0.06%			Belgique	33 pb		
-0.13%			France	27 pb		
-0.15%			Autriche	25 pb		
-0.23%			Finlande	17 pb		
-0.25%			Irlande	15 pb		
-0.25%			P-Bas	15 pb		
-0.40%			Allemagne	Э		

## Matières premières

Prix spot, \$		+b	2019(€)		
Pétrole, Brent	63.6	53.1	le	01/01	+21.2%
Or (once)	1 416	1 268	le	02/05	+11.9%
Métaux, LMEX	2 776	2 730	le	03/01	+0.4%
Cuiv re (tonne)	5 909	5 714	le	03/01	+0.6%
CRB Aliments	346	324	le	07/03	+8.1%
Blé (tonne)	189	167	le	10/05	-3.0%
Maïs (tonne)	170	128	le	24/04	+26.8%
Au 4-7-19				Va	riations







## Taux de change

1€ =		+ha	aut 19	+b	2019				
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.11	le	30/05	-1.3%		
GBP	0.90	0.90	le 03/01	0.85	le	14/03	-0.0%		
CHF	1.11	1.14	le 23/04	1.11	le	24/06	-1.3%		
JPY	121.64	127.43	le 01/03	120.99	le	31/05	-3.0%		
AUD	1.61	1.64	le 17/06	1.57	le	18/04	-1.0%		
CNY	7.75	7.87	le 09/01	7.51	le	25/04	-1.2%		
BRL	4.28	4.59	le 20/05	4.18	le	31/01	-3.4%		
RUB	71.59	79.30	le 01/01	71.16	le	20/06	-9.7%		
INR	77.29	82.00	le 04/02	76.84	le	03/04	-3.2%		
Au 4-7	Au 4-7-19 Variations								

Indices actions

	Cours	+ha	aut	19	+ba	as 1	9	2019	2019(€)
CAC 40	5 621	5 621	le	04/07	4 611	le	03/01	+18.8%	+18.8%
S&P500	2 996	2 996	le	03/07	2 448	le	03/01	+19.5%	+21.1%
DAX	12 630	12 630	le	04/07	10 417	le	03/01	+19.6%	+19.6%
Nikkei	21 702	22 308	le	25/04	19 562	le	04/01	+8.4%	+11.8%
Chine*	80	86	le	09/04	68	le	03/01	+12.8%	+14.7%
Inde*	609	612	le	03/06	530	le	19/02	+7.2%	+10.7%
Brésil*	2 297	2 304	le	04/02	1 862	le	17/05	+15.7%	+19.7%
Russie*	747	747	le	04/07	572	le	01/01	+20.9%	+32.3%
Au 4-7-19							•	Va	riations

\* Indices MSCI

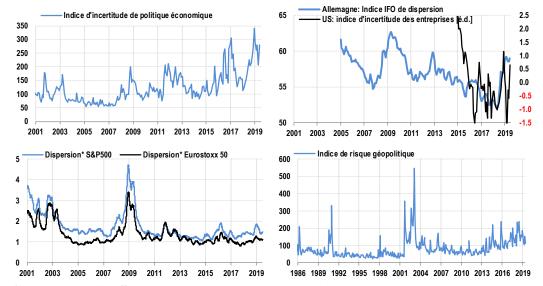




### **Baromètre**

## Incertitude toujours élevée

Une forte incertitude peut considérablement affecter l'activité économique et les marchés financiers. Notre baromètre montre différents indicateurs. Partant du haut à gauche du cadran dans le sens des aiguilles d'une montre, l'indicateur relatif à l'incertitude sur la politique économique, basé sur la couverture médiatique du sujet, demeure très élevé. Rien de surprenant à cela compte tenu des tensions commerciales actuelles. L'incertitude des entreprises allemandes reste très forte et, aux Etats-Unis, après avoir diminué brièvement, le degré d'incertitude des entreprises est remonté. L'indicateur du risque géopolitique, également fondé sur la couverture médiatique, s'est un peu atténué au cours des derniers mois mais la tendance à long terme reste élevée. L'incertitude basée sur le comportement du cours boursier d'actions individuelles reste assez bas : la perspective d'un assouplissement de la politique monétaire y est pour beaucoup.



<sup>\*</sup> Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

Source: Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, Atlanta Fed, IFO, BC, BNP Paribas

Sources: Bloomberg, Markit, BNP Paribas

#### Indicateurs à suivre

Relativement peu de données seront publiées la semaine prochaine. Nous aurons tout de même les chiffres de la production industrielle pour le mois de mai en Allemagne, en France, dans la zone euro et au Japon. Au Royaume-Uni, l'estimation mensuelle du PIB sera un bon indicateur de la façon dont l'économie britannique réagit à l'incertitude persistante liée au Brexit. La Chine publiera les chiffres de sa balance commerciale (une donnée importante compte tenu du conflit commercial en cours avec les Etats-Unis et du ralentissement économique) et ceux des financements. Nous connaîtrons aussi les chiffres de l'inflation de la France et de l'Allemagne, et la Banque de France publiera son indice de confiance des industriels pour juin. Aux Etats-Unis, enfin, les chiffres de l'inflation et des demandes de prêts immobiliers seront disponibles ainsi que les minutes de la réunion du FOMC, particulièrement attendues en raison du récent changement de ton laissant entrevoir un assouplissement de la politique monétaire.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
07/08/2019	Allemagne	Production industrielle m/m	mai	0,5%	-1,9%
07/08/2019	France	Confiance des industriels (Banque de France)	juin		99
07/09/2019	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	juin		105,0
07/09/2019	Suisse	Financements (CNY)	juin	1,8955e+12	1,4e+12
07/10/2019	France	Production industrielle m/m	mai		0,4%
07/10/2019	Royaume-Uni	Variation du PIB mensuel 3m/3m	mai	0,0%	0,3%
07/10/2019	Etats-Unis	Demandes de prêts immobiliers (MBA)	5 juillet		-0,1%
07/10/2019	Etats-Unis	Minutes de la réunion FOMC	19 juillet		
07/11/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	juin		0,1%
07/11/2019	France	IPC harmonisé m/m	juin		0,3%
07/11/2019	Etats-Unis	IPC m/m	juin	0,0%	0,1%
07/12/2019	Japon	Production industrielle m/m	mai		2,3%
07/12/2019	Zone euro	Production industrielle m/m	mai	0,2%	-0,5%
07/12/2019	Etats-Unis	IPP demande finance m/m	juin	0,1%	0,1%
07/12/2019	Suisse	Balance commerciale	juin	4,5e+10	4,165e+10

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%.

- 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.

	Croissance 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		
Royaume-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. 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	-0,05	-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
<b>Hélène Drouot</b> 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 marché, 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 trouver 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 cesseusservices 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 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 Succursaie de Londres.

BNP Partisas Succursaie de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Controle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation il mittée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détais de l'autorisée et sutorisée et sutorisée et sur autorisée et sutorisée et

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 certifié (Japan) Limited, ou

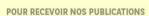
DNP Partibas Que charge it als the unanumer a use investiments part oner profited by the interest course. Japon 1: a present document est distribute au Japon par BNP Partibas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité ou groupe BNP Partibas qui n'est pas enregistrée comme une maison 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

