ECOWEEK

N°19-06, 8 février 2019

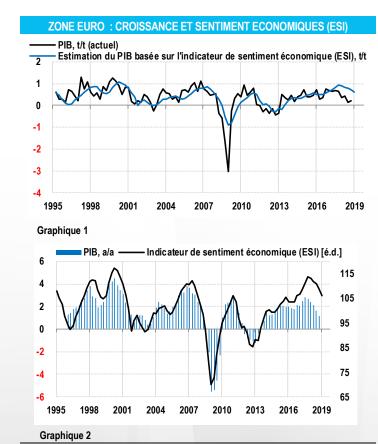
Zone euro : ce que nous dit le fléchissement du sentiment économique sur la croissance

La Commission européenne prévoit désormais 1,3 % de croissance dans la zone euro pour 2019, contre 1,9 % auparavant ■ Cette révision à la baisse n'est pas une surprise, compte tenu de la tendance au repli de plusieurs indicateurs d'enquête ■ Les résultats récents de ces indicateurs concernant les estimations de l'évolution du PIB ont néanmoins été contrastés, ce qui rend l'évaluation de la dynamique de croissance actuelle d'autant plus difficile.

À l'instar du FMI et des prévisionnistes du secteur privé, la Commission européenne a révisé à la baisse les perspectives de croissance de la zone euro en 2019. Le PIB est désormais attendu à 1,3 % contre 1,9 % auparavant. Une révision significative due, entre autres facteurs, aux tensions commerciales, au ralentissement de la croissance extérieure, en particulier en Chine, ainsi qu'à l'incertitude entourant le Brexit.

Comme par hasard, le jour même où la Commission européenne publie ses prévisions économiques de l'hiver 2019, la Banque d'Angleterre ramène ses prévisions de croissance pour cette année au Royaume-Uni, de 1,7 % à 1,2 %, soit le niveau le plus bas depuis 2009. Le coût de l'incertitude liée au Brexit est de plus en plus tangible. Ces ajustements de prévisions ne surprendront personne : les indicateurs d'enquête se replient depuis plusieurs mois d'affilée. Les graphiques, qui montrent l'évolution des trois principaux indicateurs de la zone euro, ne disent pas autre chose : l'indice du sentiment économique de la Commission européenne (ESI), l'indice Markit des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) et l'indice IFO du climat économique pour la zone euro, qui reflète les anticipations des économistes. Une partie de la déception à l'origine de ces révisions à la baisse pourrait être due à des anticipations qui avaient tout simplement atteint des niveaux excessifs : à la fin de 2017, on craignait déjà un décalage possible entre les données d'enquête (« soft data ») et les données macroéconomiques (« hard data »).





Source: Datastream, DG ECFIN, BNP Paribas



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES





Pour évaluer cet écart, une estimation du PIB a été réalisée sur la base de la relation historique entre les indicateurs d'enquête et le PIB réel. À cet égard, le graphique 1 montre que, d'après l'indice du sentiment économique de la Commission européenne, la croissance a été, de fait, surestimée en 2017 et 2018. La même conclusion s'impose pour ce qui est de l'indice PMI (graphique 3) même si l'écart est désormais comblé. L'indice IFO a, pour sa part, bien reflété la croissance en 2018 (graphique 5).

Ces relations contribuent à mettre les indicateurs d'enquête récents en perspective. Malgré son repli depuis la fin 2017, l'indice du sentiment économique de la Commission européenne reste à un niveau assez élevé, mais au vu de la tendance récente de cet indice à surestimer la croissance, mieux vaut se garder d'un optimisme excessif. Après la chute notable de l'année dernière, l'indice IFO a, quant à lui, atteint un niveau particulièrement bas, ce qui n'est pas de bon augure pour la croissance en ce début d'année. Par ailleurs, le niveau actuel correspond à celui observé pour la dernière dois pendant la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

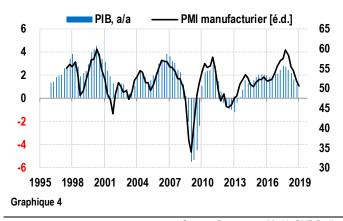
À l'évidence, les déterminants de la demande finale et les conditions financières et monétaires étaient alors totalement différents de ceux d'aujourd'hui, c'est-à-dire bien pires. Cela laisse espérer qu'un début de stabilisation du sentiment économique est imminent. Encore faut-il que les vents contraires externes (Brexit, tensions commerciales, Chine) commencent à faiblir. Enfin, il est intéressant de citer la Banque d'Angleterre qui, dans une étude récente, déclarait « lors des périodes de forte incertitude, la relation entre les enquêtes et la croissance du PIB est plus faible »¹. Autrement dit, dans le contexte actuel de très forte incertitude, il convient d'être prudent au moment d'interpréter les données d'enquête.

William De Vijlder

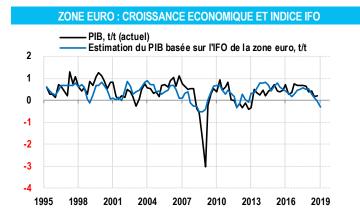
¹Bank of England, Inflation Report February 2019, p. 11

ZONE EURO: CROISSANCE ET PMI MANUFACTURIER PIB. t/t (actuel) Estimation du PIB basée sur le PMI manufacturier, t/t 2 1 0 -2 -3 1995 1998 2001 2004 2007 2010 2013 2016 2019

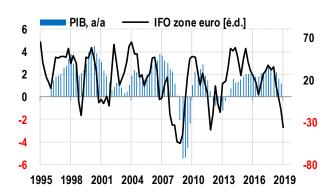




Source : Datastream, Markit, BNP Paribas



Graphique 5



Graphique 6

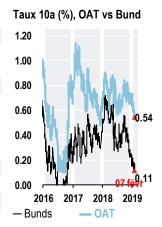
Source: Datastream, IFO Institute World Economic Survey, BNP Paribas

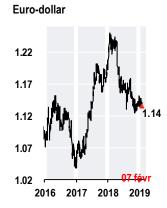


Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 1-2-19 au 7-2-19 ≥ CAC 40 5 019 **4 986** -0.7 % ≥ S&P 500 2 707 **2 706** -0.0 % → Volatilité (VIX) 16.1 16.4 +0.2 pb Euribor 3m (%) -0.31 -0.31 +0.0 pb **↗** Libor \$ 3m (%) 2.73 ▶ 2.74 +0.5 pb -2.2 pb 0.54 ■ OAT 10a (%) -5.2 pb ■ Bund 10a (%) 0.17 0.11 ■ US Tr. 10a (%) 2.69 2.65 -4.0 pb 1.15 1.14 -1.0 % Euro vs dollar 1 318 > 1 310 -0.6 % Or (once, \$) → Pétrole (Brent, \$) 62.2 → -1.3 %







Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)		+h	aut 19	+bas 19		
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	
Eonia	-0.36	-0.36	le 01/01	-0.37	le 18/01	
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31	le 02/01	
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	2.74	2.81	le 01/01	2.73	le 01/02	
Libor 12m	2.96	3.04	le 21/01	2.96	le 01/02	
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75	le 01/01	
Libor 3m	0.90	0.93	le 29/01	0.90	le 07/01	
Libor 12m	1.17	1.19	le 11/01	1.16	le 22/01	
4 5 2 10						

Au 7-2-19

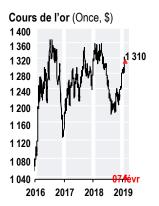
R	endements	(%)	+haut	19		+bas	19	
€	Moy . 5-7a	0.54	0.68	le	09/01	0.47	le	31/01
	Bund 2a	-0.58	-0.56	le	06/02	-0.62	le	03/01
	Bund 10a	0.11	0.25	le	01/01	0.10	le	31/01
	OAT 10a	0.54	0.73	le	08/01	0.54	le	07/02
	Corp. BBB	1.74	2.15	le	08/01	1.74	le	07/02
\$	Treas. 2a	2.48	2.62	le	18/01	2.39	le	03/01
	Treas. 10a	2.65	2.78	le	18/01	2.55	le	03/01
	Corp. BBB	4.31	4.65	le	01/01	4.31	le	07/02
£	Treas. 2a	0.70	0.82	le	14/01	0.68	le	03/01
	Treas. 10a	1.18	1.35	le	18/01	1.18	le	07/02
A	u 7-2-19							

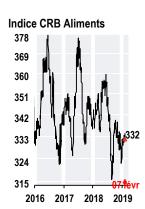
Rendements 10a € et spreads 4.45% Grèce 433 pb 2.97% Italie 285 pb 1.67% Portugal 155 pb 1.37% Espagne 125 pb 0.71% 59 pb Belgique 0.54% France 42 pb 0.40% 28 pb Irlande 0.37% Finlande 26 pb 0.34% Autriche 22 pb 0.22% P-Bas 10 pb 0.11% Allemagne

Matières premières

Prix spot, \$		+bas 19			2019(€)
Pétrole, Brent	61.4	53.1	le	01/01	+16.3%
Or (once)	1 310	1 281	le	21/01	+3.0%
Métaux, LMEX	2 976	2 730	le	03/01	+6.9%
Cuiv re (tonne)	6 228	5 714	le	03/01	+5.4%
CRB Aliments	332	324	le	01/01	+3.0%
Blé (tonne)	201	197	le	01/01	+2.7%
Maïs (tonne)	139	136	le	01/01	+2.4%
Au 7-2-19				Va	riations







Taux de change

1€ =		+ha	ut 1	9	+b	as 19		2019
USD	1.14	1.15	le '	10/01	1.14	le	24/01	-0.7%
GBP	0.88	0.90	le (03/01	0.87	le	25/01	-2.5%
CHF	1.14	1.14	le (05/02	1.12	le	02/01	+0.9%
JPY	124.64	125.77	le (04/02	122.54	le	03/01	-0.6%
AUD	1.60	1.63	le (03/01	1.57	le	31/01	-1.6%
CNY	7.65	7.87	le (09/01	7.65	le	07/02	-2.5%
BRL	4.23	4.43	le (01/01	4.18	le	31/01	-4.5%
RUB	74.85	79.30	le (01/01	74.65	le	24/01	-5.6%
INR	81.07	82.00	le (04/02	79.57	le	04/01	+1.6%
Au 7-2-19							Var	iations

Indices actions

	Cours	+ha	aut	19	+ba	as 1	19	2019	2019(€)
CAC 40	4 986	5 083	le	05/02	4 611	le	03/01	+5.4%	+5.4%
S&P500	2 706	2 738	le	05/02	2 448	le	03/01	+7.9%	+8.7%
DAX	11 022	11 368	le	05/02	10 417	le	03/01	+4.4%	+4.4%
Nikkei	20 751	20 884	le	04/02	19 562	le	04/01	+3.7%	+4.3%
Chine*	78	79	le	05/02	68	le	03/01	+11.3%	+11.9%
Inde*	559	559	le	01/01	538	le	30/01	+2.4%	+0.8%
Brésil*	2 169	2 304	le	04/02	1 944	le	01/01	+7.2%	+12.3%
Russie*	641	654	le	05/02	572	le	01/01	+7.2%	+12.7%
Au 7-2-19	-							Va	riations

* Indices MSCI

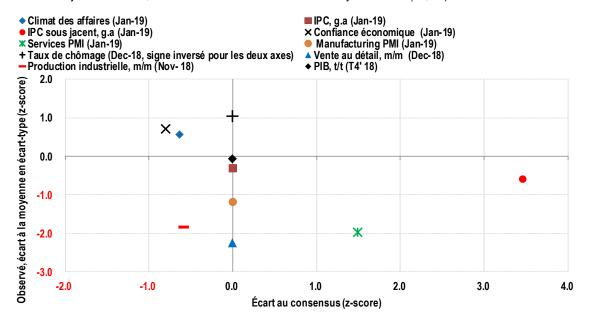




Baromètre

Zone euro: croissance résistante mais peu allante

La plupart des dernières données économiques demeurent basses au regard de leurs moyennes passées. Bien qu'à un niveau faible, l'indice PMI dans le secteur des services a surpris à la hausse en janvier 2019, s'établissant au même niveau que le mois précédent (51,2) après trois mois consécutifs de baisse. La stabilité de la croissance économique de la zone euro au T4 2018 (+0,2% t/t) reflète des performances nationales disparates. Si l'activité en France a résisté, l'Italie a enregistré une récession technique fin 2018. L'inflation sous-jacente, toujours nettement inférieure à l'objectif de la BCE, s'est inscrite au-dessus des attentes en janvier 2019 (+1,1%).



Indicateurs à suivre

Plusieurs données importantes seront disponibles la semaine prochaine pour la France (indice de confiance des industriels de la Banque de France, taux de chômage), l'Allemagne (PIB) et la zone euro (PIB). Il faudra également regarder de près les données pour le Royaume-Uni compte-tenu de la révision à la baisse marquée des perspectives de croissance par la Banque d'Angleterre : production industrielle, PIB, inflation et ventes de détail. Les Etats-Unis publieront l'indice de confiance des petites entreprises, les ventes de détail, les prix à la consommation et ceux à la production, la production industrielle, l'utilisation des capacités, l'indice du sentiment de l'Université du Michigan. Enfin, le Japon publiera le chiffre de la croissance du PIB.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Précédent
11/02/19	France	Confiance des industriels (Banque de France)	Janv.	103
11/02/19	Royaume-Uni	PIB t/t	4T	0,6%
11/02/19	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Déc.	-0,4%
12/02/19	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Janv.	104,4
13/02/19	Royaume-Uni	IPC m/m	Janv.	0,2%
13/02/19	Zone euro	Production industrielle m/m	Déc.	-1,7%
13/02/19	Etats-Unis	IPC m/m	Janv.	-0,1%
14/02/19	Japon	PIB t/t	4T	-0,6%
14/02/19	France	Taux de chômage (ILO)	4T	9,1%
14/02/19	Allemagne	PIB t/t	4T	-0,2%
14/02/19	Zone euro	Emploi (t/t)	4T	0,2%
14/02/19	Zone euro	PIB t/t	4T	
14/02/19	Etats-Unis	IPP demande finale m/m	Janv.	-0,2%
15/02/19	Royaume-Uni	Ventes de détail hors voitures m/m	Janv.	-1,3%
15/02/19	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Janv.	
15/02/19	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Janv.	0,3%
15/02/19	Etats-Unis	Utilisation des capacités	Janv.	78,7%
15/02/19	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Fév.	
			Sources : Bloo	omberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,1% 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 ralentit pour des raisons à la fois cycliques et structurelles. Les perspectives d'exportations sont fortement assombries par la hausse des droits de douane américains. Les difficultés du secteur manufacturier exportateur, le ralentissement de ventes de détail et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient peser sur la demande interne.
- Afin de contenir le ralentissement, la banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité. La réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait néanmoins rester une priorité. La politique budgétaire devient également expansionniste (incitations fiscales, dépenses en infrastructures).

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. Les dirigeants d'entreprises s'attendent d'ailleurs à ce que l'environnement continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation ralentit désormais avec le retournement 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 la croissance, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.
- Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2019 (de 1,4% à 1,0%) et pour 2020 (de 1,2% à 1,1%). La prévision d'inflation a également été revue pour 2019 (de 1,8% à 1,4%) de même que pour 2020 (de 1,5% à 1,4%).

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 une seule remontée des taux cette année, au mois de juin. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à Source: BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions) 3,00% fin juin et à 2,80% 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% fin juin et à 0,40% 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).

SYNTHESE

	Crois	Croissance du PIB			Inflation			
%	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e		
Avancés	2.2	1.5	1.2	2.0	1.5	1.7		
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0		
Japon	0.9	0.7	0.3	1.0	0.6	1.4		
Royaume-Uni	1.3	1.8	1.6	2.5	2.0	2.0		
Zone euro*	1.8	1.0	1.1	1.7	1.4	1.4		
Allemagne*	1.5	0.9	1.1	1.9	1.6	1.6		
France*	1.5	1.2	1.2	2.1	1.3	1.6		
Italie*	0.8	0.1	0.5	1.2	1.0	1.0		
Espagne*	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.3		
Emergents	5.9	5.9	5.7	2.7	2.7	3.1		
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	1.9	2.5		
Inde	7.4	7.6	7.8	3.8	4.0	4.1		
Brésil	1.3	3.0	2.5	3.7	3.8	3.6		
Russie	1.8	1.7	1.6	2.8	3.6	4.2		

* Mis à jour le 01/02/2019

Source: BNP Paribas Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

Taux	d'intérêt, %	2019		
		janv. 19	T2e	T4e
US *	Taux IOER	2.40	2.65	2.65
	Treas. 10a	2.67	3.00	2.80
Ezone 3	BCE: taux de dépôt	-0.40	-0.40	-0.40
	Bund 10a	0.17	0.30	0.40
	OAT 10a	0.58	0.65	0.70
	BTP 10a	2.79	3.00	2.60
	BONO 10a	1.37	1.60	1.30
UK	Taux BoE	0.75	1.00	1.25
	Gilts 10a	1.70	1.85	2.10
Japan *	Taux IOER	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.01	0.00	-0.05

* M is à jour le 01/02/2019

Taux IOER: taux d'intérêt sur les réserves excédentaires Source: BNP Paribas GlobalM arkets (e: prévisions)

Taux	de change	2019						
Fin de	Fin de période		T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
USD	EUR/USD	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34
	USD/JPY	110	108	105	100	110	100	90
	GBP / USD	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58
	USD / CHF	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93
EUR	EUR / GBP	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85
	EUR / CHF	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25
	EUR/JPY	127	126	127	125	125	125	121



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 (conjoncture et prévisions) – 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, 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



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...



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées flables, mais BNP Paribas ne garantit, expressement ou implictement, ni leur exactiture, il leur exhaustivité, ni leur mise a jour. Ce document ne constitue ni une officiation d'achat ou de vente de titres ou autres piacements. Il ne constitue ni du constitue ni ne official expressement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauralent dispenser l'investisseur d'exerces on propre jugement; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauralent servir de seul support à une évaluation des instruments eventuellement mentionnes dans le présent document. Tous les seuls support à une évaluation des instruments eventuellement mentionnes dans le présent document. Dans toute référence à une performance réalisée dans le passe ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas nacopete d'être tenue pour responsaions informations contreluse dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflétent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il vie s'apa prevu de le mettre à jour. BNP Paribas a l'expensions. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflétent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication et marché, d'agent ou encour, à titre principal, d'interventir pour acheter ou ventre des titres entips ari se émetteurs une marchée d'une utilisation de ce document. Elle principal des entités puri de marché, d'agent ou encour, à titre principal, d'interventir pour acheter ou ventre des titres entités

reçui des extraits du present document prealablement à sa publication afin de verifier l'exactitude des faits sur le frondement desquelles il à et étabore.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des titaliens 75009 paris. Ce document set étabore par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficialese et ne saurait en aucune fapon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.
Pour certains pays de l'Espace Economique Européen:
Le présent document à été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Unit par BNP Paribas. Succursaie de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la reglementation par la Financial Services Authority.
Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société nonyme et autorisée par L'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et régiementée par l'Autorité des Marches Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas suctorisée de Londres et par BNP Paribas SIA. Best par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et régiementée par l'Autorité de Sont BNP Paribas SIA. Niceériassung Franctort sur le Main, cure succursale de Londres ou par BNP Paribas SIA. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SIA. Miceériassung Franctort sur le Main, cure succursale de Londres ou par BNP Paribas SIA. Internet de SIA Niceériassung Franctort sur le Main, cure succursale de Londres ou par BNP Paribas SIA. Hontier par le Bundesantain für Financialensidessungsautischi (BaFin).

Entailoritier de controle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation l'imitée par le Bundesstatait für Finanaciensfeistungsautischt (BaFin). Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une fillaie de BNP Paribas ne bénéfolant pas ou statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., fillaie de BNP Paribas, est un broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., fillaie de BNP Paribas set un broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., fillaie de BNP Paribas set un broker-dealer entregistre aupres de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial industry Regulatory Authority et d'aufres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. Japon : le présent document est distribué au Jopon par BNP Paribas Securities (Japan) Hinted, ou par une succursale ou une entre du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, a certaines institutions financiers definites par l'arbicie 17-3 ainés à du décret d'application de la ci Japona Securities (Japan) Limitée, du par une succursale ou une entre du groupe BNP Paribas Securities (Japan) Limitée, du content d'une distribué de la Japon Securities (Japan) Limitée, Succursale de l'inancial Futures Association au Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limitée, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document prépare par une entité non laponales embrée du groupe BNP, annais que de la Financial Futures Association au Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limitée, du docte d'application de la Japon Limitée, du group de la Fokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document prépare par une entité non laponales embrée du groupe BNP, annais que de la responsabilité du contenu du document prépare par une entité non laponales embrée du groupe BNP, al Japonales embrée de des trapas de sent de la Lot Japonales

les instruments et manches financiers. Hong-Kong i persent document est distribue à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, fillaie de BNP Paribas Hong-Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Bankling Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Bankling Ordinance et est réglementée par la decurité sand Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Advity) Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance les informations contenues dans le présent document pud verture, en fout ou partie, avoir déja été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparlbas.com

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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 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

