

ECOWEEK

N°19-11, 15 mars 2019

Chine : vers une stabilisation de la croissance ? Pas encore

■ Les très nombreuses données publiées cette semaine n'ont pas dissipé les inquiétudes concernant le ralentissement de la croissance chinoise ■ Compte tenu du biais lié au Nouvel An lunaire et des mesures récentes de relance budgétaire, il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives ■ La question est centrale pour l'économie mondiale mais, en raison du poids de la Chine, elle l'est aussi pour les principaux pays qui exportent vers l'empire du Milieu, comme l'Allemagne ■ Dans ce contexte, la conclusion d'un accord commercial avec les États-Unis constitue un enjeu crucial

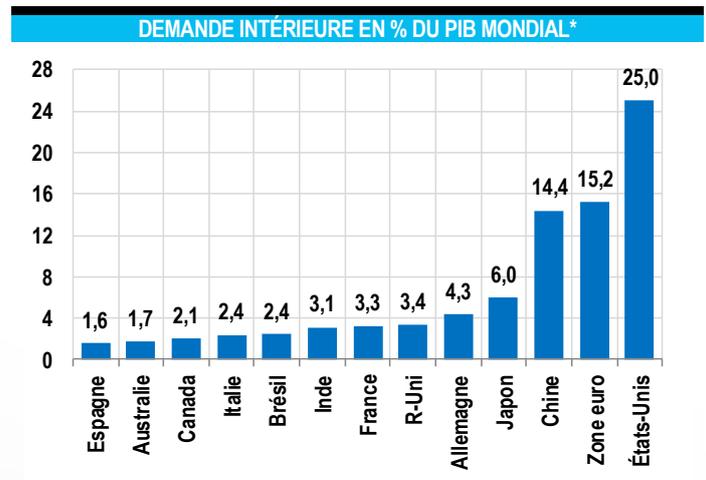
Ces derniers mois, la Chine a redoublé d'efforts pour soutenir sa croissance. La politique monétaire a été prudemment assouplie depuis le deuxième trimestre 2018, au moyen de mesures visant à encourager le crédit bancaire en faveur des PME et d'injections de liquidités (abaissement du ratio de réserves obligatoires, opérations d'*open market*). Les autorités s'emploient à renforcer la demande privée intérieure et à accroître le financement des collectivités locales en vue de soutenir les projets d'infrastructures et de faciliter le refinancement de la dette des entreprises alors que le risque de défaut ne cesse de croître.

Le gouvernement active aussi le levier fiscal. Des baisses d'impôt pour les ménages et les entreprises sont ainsi entrées en vigueur en janvier 2019. D'autres mesures fiscales devraient être annoncées.

Dans ce contexte, les données publiées cette semaine reflètent une situation économique contrastée. Au chapitre des bonnes nouvelles, les ventes au détail ont progressé davantage (de 8,2 % en janvier-février par rapport à la même période en 2018) tout comme les investissements en infrastructures (4,3 % par rapport à 2018). La croissance des investissements immobiliers s'est également accélérée (à 11,6 %, un plus haut sur cinq ans). En revanche, la croissance de la formation de capital fixe dans le secteur privé a ralenti à 7,5 % tandis que la progression de la production industrielle s'est établie à 5,3 % en glissement annuel en janvier-février, un niveau inférieur aux attentes. Enfin, le taux de chômage a crû à 5,3 % en janvier (4,9 % en décembre). Ces données dans l'ensemble mitigées pourraient s'expliquer, dans une certaine mesure, par le Nouvel An chinois et à la volatilité qui en découle. Il faudra donc attendre pour y voir plus clair et avoir la confirmation de l'efficacité des mesures de relance monétaire et, surtout, budgétaire sur la stabilisation de la croissance.

La croissance chinoise occupe une place importante dans l'économie mondiale. En effet, la demande intérieure chinoise représente plus de 14 % du PIB mondial (cf. graphique). Un ralentissement en Chine aura donc d'importantes répercussions au plan mondial. Depuis 2010, la croissance du PIB chinois représente près d'un tiers de la croissance mondiale. La santé de l'économie chinoise revêt aussi une grande importance pour les pays qui y envoient une grande partie de leurs exportations : l'Australie (33,7 %), le Brésil (24,8 %), le Vietnam (17,0 %), l'Indonésie (15,6 %), les États-Unis (7,8 %) ou l'Allemagne (7,1 %)¹. Autant dire que l'incidence d'un accord commercial avec les États-Unis dépasse les frontières des deux parties. Or, à en juger par des nouvelles récentes, la conclusion d'un tel accord semble plus difficile que prévu.

¹ Source : FMI, Direction of Trade Statistics, octobre 2018



*Calculs en dollar et en termes nominaux. Source : Thomson Reuters, BNPParibas

la croissance de la formation de capital fixe dans le secteur privé a ralenti à 7,5 % tandis que la progression de la production industrielle s'est établie à 5,3 % en glissement annuel en janvier-février, un niveau inférieur aux attentes. Enfin, le taux de chômage a crû à 5,3 % en janvier (4,9 % en décembre). Ces données dans l'ensemble mitigées pourraient s'expliquer, dans une certaine mesure, par le Nouvel An chinois et à la volatilité qui en découle. Il faudra donc attendre pour y voir plus clair et avoir la confirmation de l'efficacité des mesures de relance monétaire et, surtout, budgétaire sur la stabilisation de la croissance.

William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre

p. 4

Scénario économique



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

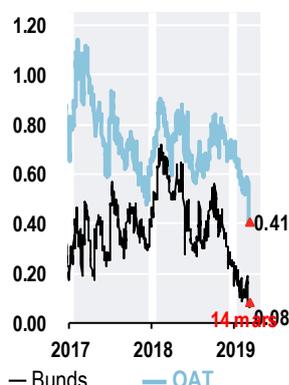
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 8-3-19 au 14-3-19

↗ CAC 40	5 231	▶ 5 350	+2.3 %
↗ S&P 500	2 743	▶ 2 808	+2.4 %
↘ Volatilité (VIX)	16.1	▶ 13.5	-2.6 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	-0.1 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.60	▶ 2.61	+1.4 pb
↘ OAT 10a (%)	0.41	▶ 0.41	-0.2 pb
↗ Bund 10a (%)	0.07	▶ 0.08	+0.9 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.63	▶ 2.63	+0.5 pb
↗ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.13	+0.6 %
↘ Or (once, \$)	1 298	▶ 1 294	-0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	65.8	▶ 67.4	+2.4 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 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 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	2.61	2.81	le 01/01	2.59 le 12/03
Libor 12m	2.86	3.04	le 21/01	2.86 le 13/03
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.84	0.93	le 29/01	0.84 le 11/03
Libor 12m	1.11	1.19	le 11/01	1.11 le 11/03

Au 14-3-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.48	0.68	le 09/01	0.45 le 26/02
Bund 2a	-0.56	-0.53	le 05/03	-0.62 le 03/01
Bund 10a	0.08	0.25	le 01/01	0.06 le 12/03
OAT 10a	0.41	0.73	le 08/01	0.41 le 11/03
Corp. BBB	1.59	2.15	le 08/01	1.59 le 14/03
\$ Treas. 2a	2.46	2.62	le 18/01	2.39 le 03/01
Treas. 10a	2.63	2.78	le 18/01	2.55 le 03/01
Corp. BBB	4.25	4.65	le 01/01	4.24 le 12/03
£ Treas. 2a	0.77	0.83	le 27/02	0.68 le 03/01
Treas. 10a	1.23	1.35	le 18/01	1.14 le 14/02

Au 14-3-19

Rendements 10a € et spreads

4.18%	Grèce	409 pb
2.51%	Italie	242 pb
1.33%	Portugal	124 pb
1.21%	Espagne	112 pb
0.54%	Belgique	46 pb
0.41%	France	32 pb
0.40%	Autriche	32 pb
0.32%	Finlande	23 pb
0.27%	Irlande	18 pb
0.17%	P-Bas	8 pb
0.08%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	67.4	53.1	le 01/01 +28.2%
Or (once)	1 294	1 281	le 21/01 +2.1%
Métaux, LME	3 034	2 730	le 03/01 +9.5%
Cuivre (tonne)	6 416	5 714	le 03/01 +9.1%
CRB Aliments	332	324	le 07/03 +3.6%
Blé (tonne)	177	168	le 11/03 -9.3%
Mais (tonne)	135	131	le 11/03 -0.0%

Au 14-3-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.12 le 11/03	-1.1%
GBP	0.85	0.90	le 03/01	0.85 le 14/03	-5.2%
CHF	1.14	1.14	le 05/02	1.12 le 02/01	+0.8%
JPY	126.29	127.43	le 01/03	122.54 le 03/01	+0.7%
AUD	1.60	1.63	le 03/01	1.57 le 31/01	-1.4%
CNY	7.59	7.87	le 09/01	7.53 le 07/03	-3.3%
BRL	4.33	4.43	le 01/01	4.18 le 31/01	-2.2%
RUB	74.03	79.30	le 01/01	74.03 le 14/03	-6.7%
INR	78.49	82.00	le 04/02	78.47 le 11/03	-1.7%

Au 14-3-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 350	5 350	le 14/03	4 611	le 03/01	+13.1%	+13.1%
S&P500	2 808	2 811	le 13/03	2 448	le 03/01	+12.0%	+13.3%
DAX	11 587	11 621	le 05/03	10 417	le 03/01	+9.7%	+9.7%
Nikkei	21 287	21 822	le 04/03	19 562	le 04/01	+6.4%	+5.6%
Chine*	82	83	le 06/03	68	le 03/01	+16.0%	+17.2%
Inde*	583	583	le 14/03	530	le 19/02	+4.0%	+5.8%
Brésil*	2 182	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+11.1%	+13.5%
Russie*	629	654	le 05/02	572	le 01/01	+4.6%	+11.2%

Au 14-3-19

Variations

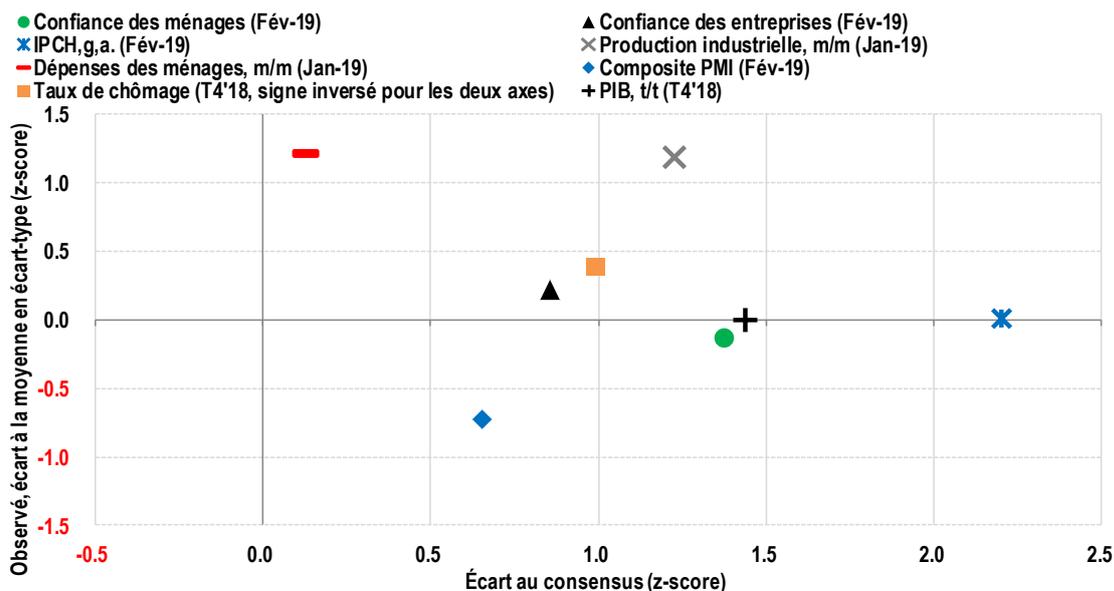
* Indices MSCI



Baromètre

France : indicateurs au vert

En surprenant favorablement par rapport aux attentes (z-score positif sur l'axe des abscisses), les derniers indicateurs conjoncturels publiés confortent l'image d'une croissance française peu dynamique mais résistante et, partant, notre prévision de 0,3% t/t au premier trimestre 2019. Après l'amélioration enregistrée en février du côté des PMI de Markit comme du côté des enquêtes de l'INSEE et de la Banque de France, le climat des affaires est légèrement mieux orienté. La confiance des ménages s'est, quant à elle, redressée bien plus nettement. Les données d'activité du mois de janvier ont également été positives, avec un important rebond des dépenses de consommation des ménages en biens et de la production industrielle.



Source : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine les rendez-vous importants seront la réunion du FOMC et la publication des indices flash des directeurs d'achats de plusieurs pays. A noter également les données de l'activité aux Etats-Unis (permis de construire, nouveaux chantiers et ventes de maisons existantes), les perspectives de la Fed de Philadelphie pour mars (pour avoir un aperçu de la santé du secteur manufacturier américain), et pour la zone euro l'indice de confiance des consommateurs. Enfin, au Royaume-Uni plusieurs données seront disponibles (chômage, inflation, ventes de détail) et la Banque d'Angleterre tiendra sa réunion.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision
18/03/19	Japon	Production industrielle m/m	Janv.	--
18/03/19	Etats-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	Mars	--
19/03/19	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	Janv.	--
19/03/19	Etats-Unis	Nouveaux chantiers de logements m/m	Fév.	--
19/03/19	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Fév.	--
19-25/03/19	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Mars	--
20/03/19	Royaume-Uni	IPC m/m	Fév.	--
20/03/19	Etats-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	20 mars	2,50%
21/03/19	Zone euro	Bulletin économique de la BCE		
21/03/19	Royaume-Uni	Ventes de détail hors voitures m/m	Fév.	--
21/03/19	Royaume-Uni	Taux bancaire de la Banque d'Angleterre	21 mars	--
21/03/19	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Mars	--
21/03/19	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mars	--
22/03/19	France	PMI composite Markit	Mars	--
22/03/19	Zone euro	PMI composite Markit	Mars	--
22/03/19	Etats-Unis	PMI composite Markit	Mars	--
22/03/19	Etats-Unis	Ventes de maisons existantes	Fév.	--

Source: 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 en récession.
- L'inflation diminue 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 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).

%	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
Royaume-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	1.5	1.2	1.2	2.1	1.2	1.7
Italie	0.8	0.0	0.5	1.3	0.9	1.2
Espagne	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.4
Emergents	5.9	5.8	5.8	2.6	2.5	2.8
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	1.7	1.5	1.8	2.8	5.1	4.1

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

Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
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	2.80	2.80	2.75	2.70	2.69	2.70	2.50
Z. euro Ref BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.30
Bund 10a	0.20	0.30	0.30	0.30	0.25	0.30	0.40
OAT 10a	0.65	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	1.70	1.85	2.00	2.10	1.27	2.10	2.10
Japon Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.20
JGB 10a	0.00	-0.03	-0.05	-0.05	0.00	-0.05	-0.20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
USD EUR / USD	1.15	1.17	1.18	1.20	1.14	1.20	1.25
USD / JPY	110	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1.35	1.38	1.40	1.45	1.27	1.45	1.51
USD / CHF	0.99	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	1.14	1.14	1.15	1.16	1.13	1.16	1.16
EUR / JPY	127	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 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, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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 événement 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 fiables, mais BNP Paribas 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 financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon 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 engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré 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 préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à 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 une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.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>

ET

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change