

# ECOWEEK

N°18-16, 20 avril 2018

## Zone euro: des poches d'« esprits animaux »?

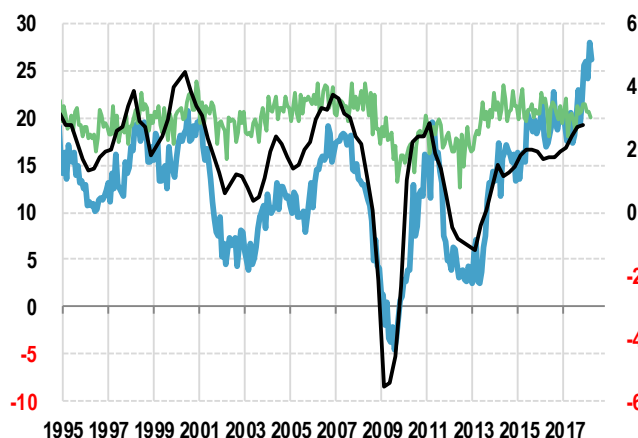
■ L'évaluation de la situation économique globale par les ménages du quartile supérieur est plus sensible au cycle que celle des ménages du quartile inférieur ■ La première est particulièrement positive depuis début 2017 même si l'évaluation de leur situation financière n'a pas plus augmenté que celle du quartile inférieur ■ Peut-être les ménages du 4<sup>e</sup> quartile se sentent-ils moins incertains quant à l'avenir.

L'éditorial du 13 avril dernier donnait plusieurs raisons possibles à la plus forte réactivité des ménages du quartile de revenus supérieur, par rapport au quartile inférieur, aux fluctuations du cycle conjoncturel pour leurs prévisions d'achats importants. La conclusion était que cette différence entre les deux catégories de revenus était très procyclique. Le même constat peut être fait concernant leur opinion sur la situation économique générale. De plus, comme le montre le graphique, cette différence suit parfaitement la trajectoire de la croissance du PIB réel, même si, depuis le début de l'année 2017, une divergence se dessine : l'amélioration relative de l'opinion des ménages du quartile supérieur ne s'est pas accompagnée d'une accélération correspondante de la croissance du PIB, même si, et il convient de le souligner, le rebond observé de la croissance était déjà assez important. Au vu de ce rebond, on pourrait aussi arguer que la réaction des ménages du quartile supérieur a été exagérée.

Pourquoi les ménages plus aisés sont-ils beaucoup plus optimistes à l'égard de l'environnement global ? Leur évaluation de leur propre situation financière serait-elle plus positive ? Au vu du graphique, cela ne semble pas être le cas : depuis 2014, cette évaluation a évolué de la même façon pour les ménages des quartiles de revenus inférieur et supérieur. Les effets de richesse pourraient jouer un rôle, les ménages du quartile supérieur étant plus exposés aux marchés de l'immobilier et des actions (tous deux ont enregistré une forte progression au cours de ce cycle). L'absence de traduction dans l'appréciation de la situation financière signifierait que les répondants pensent davantage à leur revenu qu'à leur patrimoine. Par ailleurs, cette divergence d'opinion anormalement importante est un phénomène très récent, qui s'est installé au début de l'année 2017. L'incertitude pourrait être une explication possible : même si l'évaluation de leur situation financière a connu une évolution comparable à celle des ménages du quartile inférieur, il pourrait y avoir tout simplement chez les ménages du quartile supérieur un plus fort sentiment de confiance et une incertitude moins grande dans la perception du futur, d'où une opinion positive anormalement forte sur la situation économique globale. Reste à savoir si la croissance ralentira lorsque l'évaluation relative reviendra dans la fourchette historique.

### EVALUATION DE LA SITUATION ECONOMIQUE

- Situation générale des 12 derniers mois : différence entre le 4<sup>e</sup> et le 1<sup>er</sup> quartile sur base du revenu des répondants
- Situation financière, 12 derniers mois : différence entre le 4<sup>e</sup> et le 1<sup>er</sup> quartile
- PIB réel, g.a., % (é.d.)



Sources : Commission européenne, Eurostat, BNP Paribas

William De Vijlder et Raymond van der Putten

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre & calendrier

p. 4

Scénario économique

**Eco**  
**WEEK**

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

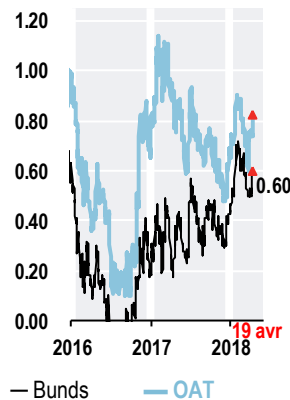
# Revue des marchés

## L'essentiel

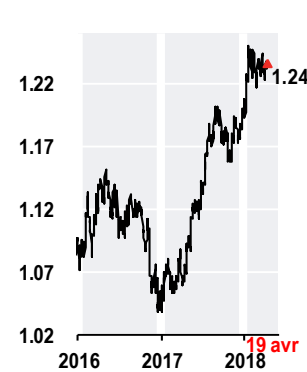
Semaine du 13-4-18 au 19-4-18

➔ CAC 40	5 315	➔ 5 392	+1.4 %
➔ S&P 500	2 656	➔ 2 693	+1.4 %
➔ Volatilité (VIX)	17.4	➔ 16.0	-1.5 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.33	➔ -0.33	+0.1 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	2.35	➔ 2.36	+0.6 pb
➔ OAT 10a (%)	0.74	➔ 0.83	+8.7 pb
➔ Bund 10a (%)	0.51	➔ 0.60	+8.6 pb
➔ US Tr. 10a (%)	2.83	➔ 2.91	+8.8 pb
➔ Euro vs dollar	1.23	➔ 1.24	+0.3 %
➔ Or (once, \$)	1 346	➔ 1 345	-0.0 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	72.7	➔ 74.7	+2.8 %

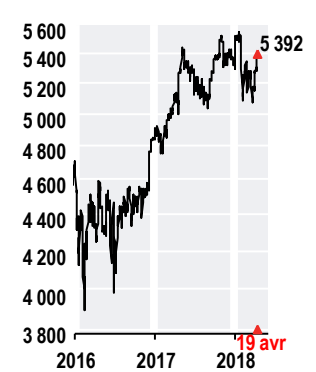
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



## Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 18		+bas 18	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.37	-0.35	le 01/01	-0.37 le 02/01
Euribor 3m	-0.33	-0.33	le 25/01	-0.33 le 01/01
Euribor 12m	-0.19	-0.19	le 01/01	-0.19 le 19/02
\$ FED	1.75	1.75	le 22/03	1.50 le 01/01
Libor 3m	2.36	2.36	le 18/04	1.69 le 01/01
Libor 12m	2.75	2.75	le 18/04	2.11 le 01/01
£ Bque Angl	0.50	0.50	le 01/01	0.50 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.79	le 17/04	0.52 le 04/01
Libor 12m	1.04	1.06	le 17/04	0.76 le 03/01

Au 19-4-18

Rendements (%)	+haut 18		+bas 18	
€ Moy. 5-7a	0.45	0.66	le 15/02	0.41 le 18/04
Bund 2a	-0.56	-0.55	le 07/03	-0.66 le 01/01
Bund 10a	0.60	0.72	le 15/02	0.42 le 01/01
OAT 10a	0.83	0.91	le 08/02	0.60 le 30/03
Corp. BBB	1.44	1.44	le 19/04	1.17 le 08/01
\$ Treas. 2a	2.44	2.44	le 19/04	1.89 le 01/01
Treas. 10a	2.91	2.94	le 21/02	2.41 le 01/01
Corp. BBB	4.19	4.19	le 19/04	3.59 le 01/01
£ Treas. 2a	0.81	0.85	le 21/03	0.40 le 01/01
Treas. 10a	1.56	1.67	le 15/02	1.23 le 01/01

Au 19-4-18

Rendements 10a € et spreads

4.48%	Grèce	387 pb
1.78%	Italie	117 pb
1.47%	Portugal	87 pb
1.28%	Espagne	68 pb
0.86%	Belgique	25 pb
0.83%	France	22 pb
0.79%	Autriche	18 pb
0.74%	P-Bas	13 pb
0.70%	Finlande	10 pb
0.69%	Irlande	9 pb
0.60%	Allemagne	

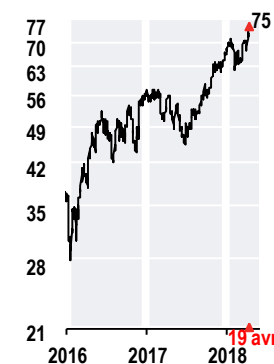
## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 18		2018(€)
Pétrole, Brent	74.7	62.2	le 13/02 +9.0%
Or (once)	1 345	1 303	le 01/01 +0.2%
Métaux, LME	3 494	3 184	le 26/03 -0.8%
Cuivre (tonne)	6 942	6 556	le 26/03 -6.5%
CRB Aliments	352	335	le 04/04 +1.7%
Blé (tonne)	174	155	le 16/01 +6.6%
Maïs (tonne)	139	126	le 08/01 +6.1%

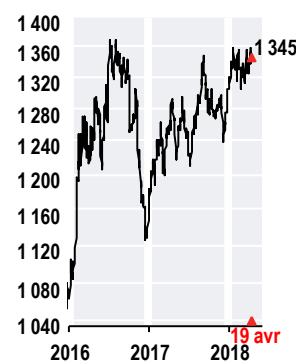
Au 19-4-18

Variations

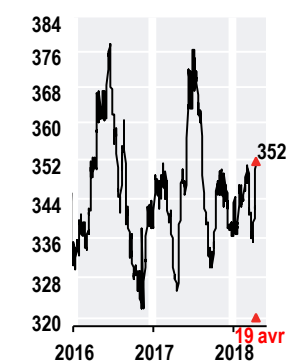
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



## Taux de change

1€ =	+haut 18		+bas 18		2018
USD	1.24	1.25	le 25/01	1.19	le 09/01 +3.0%
GBP	0.87	0.89	le 02/03	0.86	le 17/04 -2.1%
CHF	1.20	1.20	le 19/04	1.15	le 27/02 +2.5%
JPY	132.74	137.29	le 02/02	129.63	le 23/03 -1.9%
AUD	1.59	1.61	le 26/03	1.53	le 09/01 +3.6%
CNY	7.76	7.92	le 25/01	7.70	le 07/02 -0.7%
BRL	4.20	4.24	le 16/04	3.87	le 08/01 +5.5%
RUB	75.31	79.12	le 11/04	68.06	le 09/01 +8.9%
INR	81.29	81.29	le 19/04	75.92	le 08/01 +6.1%

Au 19-4-18

Variations

## Indices actions

	Cours	+haut 18		+bas 18		2018	2018(€)
CAC 40	5 392	5 542	le 22/01	5 066	le 26/03	+1.5%	+1.5%
S&P500	2 693	2 873	le 26/01	2 581	le 08/02	+0.7%	-2.2%
DAX	12 567	13 560	le 23/01	11 787	le 26/03	-2.7%	-2.7%
Nikkei	22 191	24 124	le 23/01	20 618	le 23/03	-2.5%	-0.7%
Chine*	91	101	le 26/01	88	le 09/02	+2.8%	-0.5%
Inde*	588	642	le 29/01	563	le 23/03	-1.0%	-6.6%
Brésil*	2 205	2 393	le 26/01	2 023	le 01/01	+11.7%	+5.9%
Russie*	609	707	le 26/02	571	le 16/04	+5.9%	-2.1%

Au 19-4-18

Variations

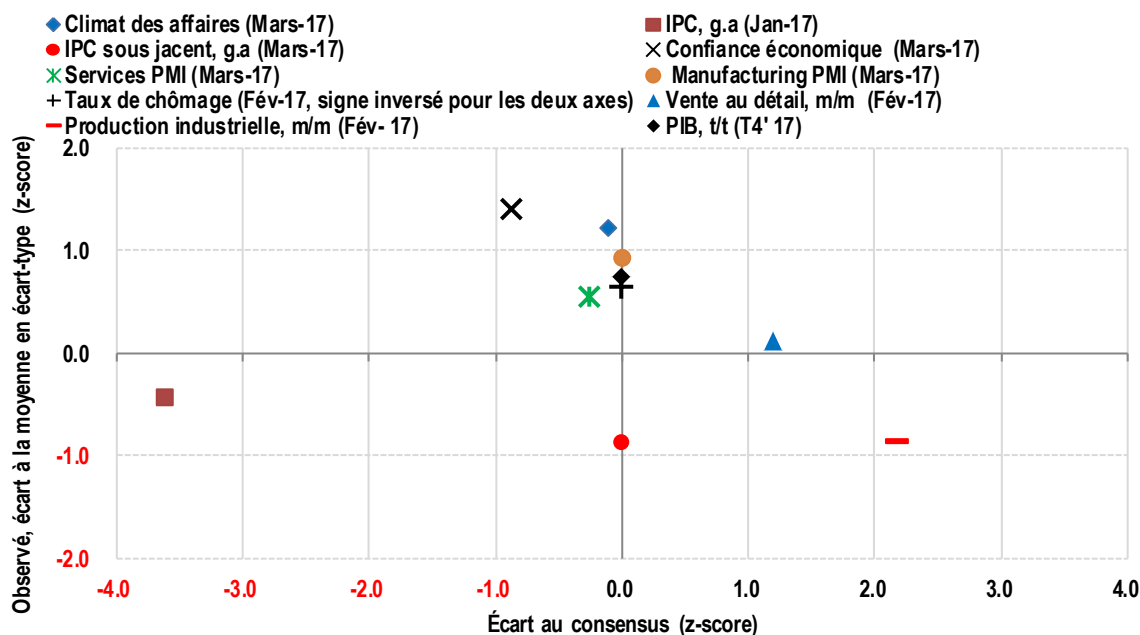
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Zone Euro : Fléchissement des indicateurs de sentiment

Les indicateurs basés sur des résultats d'enquêtes récents sont en repli. On le voit sur le graphique : ceux de mars étaient conformes ou légèrement en deçà des attentes du consensus. Leur niveau reste néanmoins élevé et bien au-dessus de la moyenne de long terme. Mais l'inflation reste en deçà de la moyenne de long terme bien que la perspective d'une croissance supérieure au potentiel devrait permettre une remontée de l'inflation.



Sources : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

### Indicateurs à suivre

Semaine à venir importante et riche en données pour avril : les PMI Markit de plusieurs pays, l'IFO (Allemagne), la confiance des consommateurs en France et, aux Etats-Unis, les indices du Conference Board et de l'Université du Michigan. Les PIB du T1 de la France, du Royaume-Uni et des Etats-Unis seront également publiés. Enfin, auront lieu la réunion de la Banque du Japon et celle du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Date	Pays	Indicateur	Période	Précédent
23/04/18	France	PMI composite (Markit)	Avril	--
23/04/18	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Avril	--
23/04/18	Zone euro	PMI services (Markit)	Avril	--
23/04/18	Zone euro	PMI composite (Markit)	Avril	--
24/04/18	France	Climat des affaires	Avril	--
24/04/18	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Avril	--
24/04/18	Etats-Unis	Ventes de nouveaux logements, m/m	Mars	--
24/04/18	Etats-Unis	Ind. manufacturier Fed de Richmond	Avril	--
24/04/18	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Avril	--
25/04/18	France	Confiance des consommateurs	Avril	--
26/04/18	Zone euro	Taux principal de refinancement BCE	Avril 26	0,000%
26/04/18	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mars	--
27/04/18	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Avril	--
27/04/18	France	PIB t/t	T1	--
27/04/18	France	IPC harmonisé m/m	Avril	--
27/04/18	Royaume-Uni	PIB t/t	T1	--
27/04/18	Zone euro	Climat des affaires	Avril	--
27/04/18	Etats-Unis	GDP annualisé t/t	T1	--
27/04/18	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Avril	--
27/04/18	Japon	Taux cible à 10 ans (BoJ)	Avril 27	0,000%

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance continue de se renforcer, en lien avec le redressement des zones émergentes et l'intensification du commerce mondial. Les enquêtes restent bien orientées. En 2018, les baisses d'impôt ajouteraient un demi-point à la croissance du PIB, qui avoisinerait 3%
- Longtemps absentes, les tensions sur le marché du travail réapparaissent (accélération des salaires, remontée des taux d'activité). Taux Fed : 1,75% au T1 2018 et 2% mi-2018.

### CHINE

- La croissance économique ralentira en 2018. Malgré cela, la banque centrale devra continuer à agir pour encourager un désendettement des institutions financières et des entreprises et réduire les risques d'instabilité financière. La politique budgétaire devrait rester expansionniste.
- Les perspectives d'exportations et de dépenses des ménages sont plutôt favorables à court terme, mais le resserrement des conditions de crédit, les mesures de restructuration dans l'industrie et le moindre dynamisme du marché immobilier pèseront sur l'activité.

### ZONE EURO

- La reprise se renforce. Elle est aussi de plus en plus synchronisée : la dispersion des performances économiques entre Etats membres (PIB, emploi) se réduit.
- Les tensions inflationnistes demeurent faibles cependant : l'inflation sous-jacente ne montre toujours pas de signes convaincants de redressement. La BCE devrait ainsi rester prudente. Prolongation possible des achats de titres au-delà de septembre, pas de mouvement sur les taux directeurs avant mi-2019.

### FRANCE

- La croissance est en nette accélération. La consommation des ménages est soutenue par la reprise de l'emploi mais freinée par la remontée de l'inflation. L'investissement et les exportations sont portés par une dynamique favorable.
- Un redressement mesuré de l'inflation se dessine mais reste à confirmer.

### TAUX & CHANGES

- Aux Etats-Unis, la forte croissance du PIB et le taux de chômage très bas ouvrent la voie à des remontées de taux (nous en attendons quatre en 2018 et une en 2019) qui exerceront une pression sur les rendements obligataires en 2018. La BCE devrait arrêter son programme d'assouplissement quantitatif fin 2018 et remonter ses taux vers mi-2019. Ainsi les rendements obligataires suivraient une tendance haussière, y compris en 2019. Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La 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

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2017	2018 e	2019 e	2017	2018 e	2019 e
<b>Avancés</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	2,3	3,1	2,1	2,1	2,3	2,1
Japon	1,7	1,3	0,6	0,5	0,9	0,9
Royaume-Uni	1,8	1,5	1,8	2,7	2,6	2,1
<b>Zone euro</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Allemagne	2,5	2,4	2,0	1,7	1,8	1,9
France	2,0	2,3	1,9	1,2	1,6	1,7
Italie	1,5	1,5	1,2	1,3	1,4	1,5
Espagne	3,1	2,8	2,2	2,0	1,6	1,6
Pays-Bas	3,3	2,3	1,7	1,3	1,7	1,8
<b>Emergents</b>						
Chine	6,9	6,4	6,4	1,6	2,3	2,5
Inde	6,6	7,4	7,6	3,6	4,5	4,2
Brésil	1,0	3,0	3,5	3,4	3,3	3,8
Russie	1,7	1,6	1,5	3,7	4,0	4,4

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

### TAUX D'INTERET & TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2018				2017	2018e	2019e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
<b>E-Unis</b> Fed Funds	1.75	2.00	2.25	2.50	1.50	2.50	2.75
BOR 3m \$	2.01	2.15	2.35	2.55	1.69	2.55	2.55
Treas. 10a	3.00	3.10	3.20	3.25	2.41	3.25	3.00
<b>Zone e</b> Refi BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
BOR 3M	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	0.07
Bund 10a	0.70	0.85	1.20	1.50	0.42	1.50	1.80
OAT 10a	1.00	1.10	1.40	1.70	0.66	1.70	2.05
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0.50	0.75	0.75	1.00	0.50	1.00	1.50
Gilt 10a	1.55	1.65	1.75	1.90	1.23	1.90	2.25
<b>Japon</b> Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.04	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.06	0.08	0.08	0.08	0.05	0.08	0.00

Taux de change	2018				2017	2018e	2019e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période							
USD EUR / USD	1.26	1.27	1.28	1.28	1.20	1.28	1.34
USD / JPY	106	105	104	102	113	102	98
GBP / USD	1.38	1.41	1.44	1.45	1.35	1.45	1.52
USD / CHF	0.93	0.93	0.93	0.94	0.97	0.94	0.93
EUR EUR / GBP	0.91	0.90	0.89	0.88	0.89	0.88	0.88
EUR / CHF	1.17	1.18	1.19	1.20	1.17	1.20	1.25
EUR / JPY	134	133	133	131	135	131	131

Source : GlobalMarkets BNP Paribas (e: prévisions)



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJLDER**  
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**  
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**  
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**  
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)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.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**  
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**  
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**  
Responsable - Argentine

+33.(0)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.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**  
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**  
Turquie, Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**  
Afrique Lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**  
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**  
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**  
Corée, Thaïlande, Philippines, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**  
Inde, Asie du Sud, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**  
Contact Média

+33.(0)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



## ECOFASH

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 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 agissant 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 engagés 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 du groupe BNP Paribas 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.

© 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre  
Rédacteur en chef William De Vijlder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE  
APPLICATION ECO NEWS  
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROID



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change