



Etat des lieux de l'économie française

- L'économie française apparaît aujourd'hui en meilleure forme qu'il y a cinq ans ; l'amélioration est toutefois d'ampleur limitée.
- La croissance est de retour mais elle manque encore de vigueur. Le chantier du redressement de la compétitivité a bien avancé mais il est loin d'être achevé. La réduction du déficit budgétaire s'est poursuivie et la baisse du taux de chômage est, enfin, engagée. Mais la lenteur de l'ajustement laisse les deux indicateurs à un niveau encore élevé.
- Aux yeux de la Commission européenne, une correction progressive des déséquilibres est en cours, au point que 2018 pourrait marquer la révision du classement de la France d'une situation de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres », conjointement à la probable sortie du pays de la procédure pour déficit excessif.

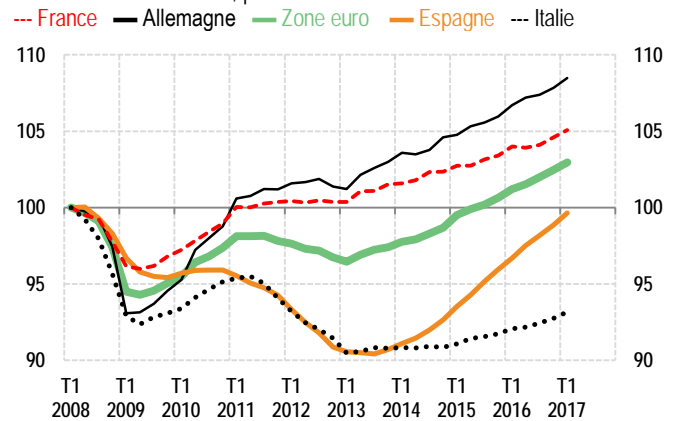
Depuis début 2013, l'économie française a amorcé un lent redressement. Celui-ci va au-delà du mieux conjoncturel et du simple retour de la croissance, encore peu élevée au demeurant. Une amélioration de fond se dessine, sur le front de la compétitivité, des finances publiques comme du marché du travail, mais elle reste à confirmer et à amplifier. L'objet de cet article est de faire un tour d'horizon rapide de l'état de l'économie française alors qu'une nouvelle mandature commence. Nous nous en tiendrons ici aux grandes lignes, un état des lieux plus approfondi devant faire l'objet d'un prochain numéro de *Conjoncture*.

Retour de la croissance mais manque de dynamisme

La croissance française des neuf années écoulées (2008-2016) se caractérise principalement par son manque de dynamisme mais aussi par sa résistance aux chocs, qu'il s'agisse de la crise financière de 2008 ou de celle des dettes souveraines européennes de 2011-2012. Entre 2008 et 2016, le PIB réel français a progressé au rythme annuel moyen de 0,6%, le plus faible de tout l'après-guerre sur une période aussi longue. Ce calcul est toutefois biaisé à la baisse par les deux années de récession 2008-2009 : de 2010 à 2016, le taux de croissance annuel moyen remonte à 1,1%. Mais si l'on zoome sur 2012-2016, la période plus spécifiquement sous revue dans cet article, il redescend à 0,8%, une moyenne tirée vers le bas par 2012 et 2013 (croissance de, respectivement,

■ PIB

PIB en volume en niveau, pic d'activité T1 2008 = 100



Graphique 1

Sources : INSEE, Eurostat

0,2% et 0,6% en moyenne annuelle) et rehaussée par les trois années suivantes (1% en 2014 et 2015, 1,1% en 2016).

Commençons par illustrer le bon côté de la médaille et par rappeler les aspects positifs de la performance économique française (cf. graphique 1). Le premier constat est que la récession de 2008-2009 a été moins sévère en France que dans la zone euro (contraction du PIB en 2009 de, respectivement, 2,9% et 4,5%, en moyenne annuelle). Elle a été suivie d'une reprise vigoureuse (1,9% en 2010, 2,1% en 2011) mais interrompue dans son élan, à partir du deuxième trimestre 2011, par la crise des dettes souveraines européennes. La moyenne annuelle élevée en 2011 est ainsi trompeuse : elle est uniquement soutenue par la croissance très forte du premier trimestre 2011 (+1,1% t/t, +2,9% en glissement annuel), avant de se tasser nettement ensuite sous l'effet de la crise souveraine.

Mais, et c'est le deuxième constat favorable, l'économie française évite alors la rechute en récession : le PIB français ne fait que stagner entre le deuxième trimestre 2011 et le premier trimestre 2013¹ tandis que celui de la zone euro baisse de 0,2% en moyenne par trimestre sur la période. Le

¹ Date du creux d'activité pour la zone euro selon la datation officielle du Centre for Economic Policy Research.



troisième constat favorable, qui découle des deux précédents, est le retour du PIB français à son niveau d'avant-crise dès début 2011 quand celui de la zone euro n'y est parvenu qu'au troisième trimestre 2015.

Si le PIB français se situe aujourd'hui assez nettement au-dessus de son niveau d'avant-crise (à hauteur de 5%), une première illustration de la faiblesse de la croissance française réside dans le PIB par tête qui ne s'est hissé à ce niveau qu'en 2016 pour le dépasser de seulement 1%. Et si l'on regarde l'indicateur plus restreint mais symbolique de la production industrielle, cette dernière se situe encore 12% en deçà de son niveau d'avant-crise. Pour la zone euro, l'écart à combler est moindre, de 7%. Cet écart moins défavorable repose toutefois sur la performance de l'Allemagne dont la production a retrouvé son niveau d'avant-crise (mais sans aller au-delà). La production italienne est encore 20% en deçà de son niveau d'avant-crise et l'espagnole 24% (sur la base des données disponibles jusqu'en mars 2017).

La faiblesse de la croissance actuelle ressort également, quoique de manière moins tranchée, lorsque l'on compare son rythme à celui des reprises antérieures. En partant de 2013, qui marque la sortie de l'épisode de stagnation pour la France et du *double-dip* pour la zone euro, la reprise a déjà quatre ans d'âge. Sur les seize trimestres écoulés (du deuxième trimestre 2013 au premier trimestre 2017), elle a enregistré un taux de croissance trimestriel moyen de 0,3% (qui masque un profil assez heurté et sans marquer d'accélération au fil des trimestres). Ce rythme fait effectivement pâle figure par rapport aux lointaines années 1970 (0,9% en moyenne par trimestre sur la même période) mais le différentiel se réduit à 0,1 point avec les cycles plus récents (années 1980, 1990 et 2000) et leur rythme trimestriel moyen de 0,4%, reflet du ralentissement tendanciel de la croissance.

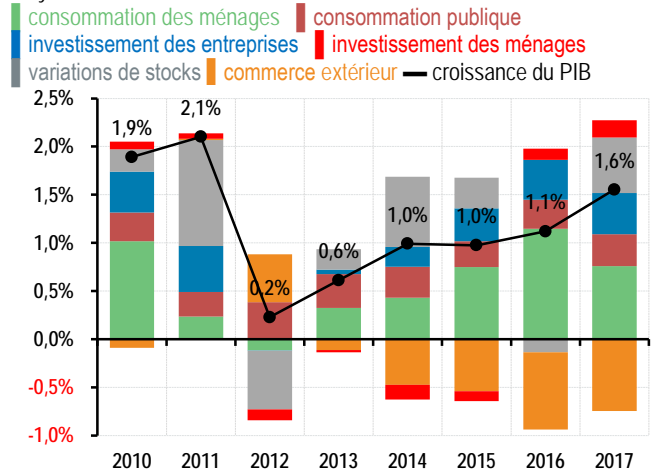
Un autre indicateur de la faiblesse de la croissance française est l'écart de production : il est encore significativement négatif² mais il n'est pas en cours de fermeture. Cela fait trois ans (2014-2016), en effet, que la croissance effective fait seulement jeu égal avec la croissance potentielle (estimée à 1-1,1% par la Commission européenne) alors que, au niveau de la zone euro, la première (1,6% en moyenne par an entre 2014 et 2016) est nettement plus élevée que la seconde (1%), ce qui se traduit par un écart de production en voie rapide de fermeture (cf. graphique 3).

Ce différentiel négatif de croissance que la France accuse vis-à-vis de la zone euro est la dernière illustration de sa faiblesse. Cet écart est apparu courant 2014. Il est important (1 point en 2015, 0,6 point en 2016). La situation n'est certes pas inédite. Déjà, de 2006 à 2008, la croissance française avait sous-performé, dans une ampleur comparable, celle de la zone euro (cf. graphique 4). Cela pose question. Cette configuration va-t-elle désormais prévaloir ? A quel point est discréditée l'ancienne norme d'un différentiel de croissance légèrement en faveur de la France (+0,2 point en moyenne par an de 1996 à 2013) ? La réponse n'est pas tranchée. Ce qui joue en

² A hauteur de -2% d'après les estimations du FMI et -2,3% d'après celles de l'OCDE contre -1,3% pour la Commission européenne.

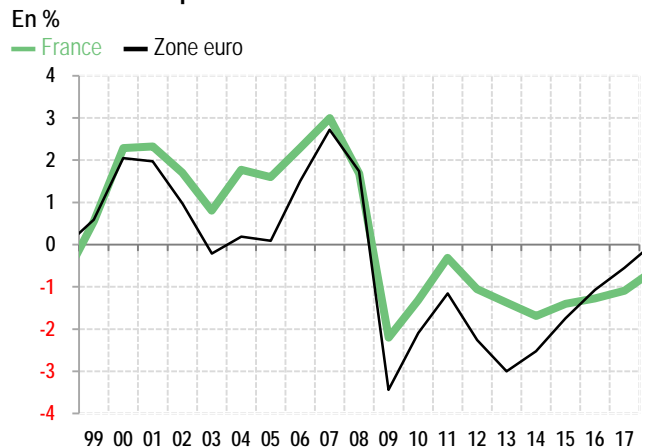
■ Décomposition de la croissance française

Contribution à la croissance des composantes du PIB, points de %, moyenne annuelle



Graphique 2 Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

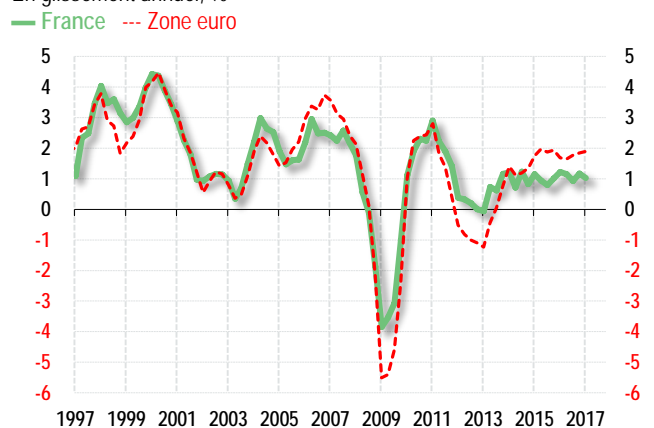
■ Ecart de production



Graphique 3 Source : Commission européenne

■ Croissance

En glissement annuel, %



Graphique 4 Sources : INSEE, Eurostat

défaveur de la France dans les phases de reprise, c'est son caractère moins cyclique. Mais, dans le même temps, la croissance plus élevée de la zone euro est tirée vers le haut



■ Tableau de bord de l'économie française

	Indicateur	Seuils	2007	2012	2015	2016
Déséquilibres externes et compétitivité	solde courant, moyenne sur 3 ans, % du PIB	-4/+6%	-0,1	-1,0	-0,7	-0,7
	position extérieure nette, % du PIB	-35%	-8,9	-12,8	-16,4	-15,8
	taux de change effectif réel, variation en % sur 3 ans	+/-5%	-1,6	-7,8	-2,7	n.d.
	parts de marché à l'exportation, variation en % sur 5 ans	-6%	-17,0	-18,0	-5,4	-2,1
	coût unitaire nominal du travail, variation en % sur 3 ans	+9-12%	+5,7	+4,4	+2,5	+2,1
Déséquilibres internes	prix immobiliers réels, variation sur 1 an en %	+6%	+3,6	-1,9	-1,3	+1,0
	flux de crédit au secteur privé, % du PIB	+14%	11,2	4,4	4,4	n.d.
	dette privée, % du PIB	+133%	115,6	138,5	144,3	n.d.
	dette publique, % du PIB	+60%	64,3	89,5	96,2	96,0
	passif de l'ensemble du secteur financier, variation en % sur 1 an	+16,5%	+12,6	+1,2	+1,8	
	taux de chômage, moyenne sur 3 ans	10%	8,6	9,4	10,3	10,3
	taux d'activité (15-64 ans), variation en pp sur 3 ans	-0,2%	-0,1	+0,4	+0,8	+0,6
	taux de chômage longue durée, % de la pop. active 15-74 ans, variation en pp sur 3 ans	+0,5%	-0,3	+0,7	+0,6	+0,3
	taux de chômage jeunes, % de la pop. active 15-24 ans, variation en pp sur 3 ans	+2%	-0,9	+0,8	+0,3	-0,3

Tableau 1

Sources : INSEE, Commission européenne

par le rattrapage espagnol. Celui-ci achevé, la croissance ibérique perdra en dynamisme. Il nous semble donc que la croissance française a un potentiel d'accélération que la zone euro n'a plus, ou moins. Selon nos prévisions, l'écart se réduirait à 0,3 point en 2017 (1,6% de croissance attendue en France en moyenne annuelle et 1,9% dans la zone euro) pour s'annuler en 2018 (1,6% de croissance attendue en France et dans la zone euro).

Cette mollesse de la croissance française de 2012 à 2016 s'explique par une combinaison de facteurs conjoncturels, de chocs ponctuels et de freins structurels. En résumé, trois éléments en particulier ont pesé : la consolidation budgétaire, le fléchissement de la croissance des pays émergents et la crise du secteur de la construction. Ces facteurs négatifs ont contrebalancé les facteurs de soutien externes (stimulus monétaire de la BCE, baisse des prix du pétrole et de l'euro) et internes (mesures d'allègement du coût du travail notamment), le tout sur une toile de fond bridée par les faiblesses structurelles de l'économie française.

Les déséquilibres dont souffre l'économie : constat global

La Commission européenne passe précisément en revue ces faiblesses et fait le point sur les progrès réalisés dans son dernier bilan approfondi de l'économie française, livré en février 2017. La France fait l'objet d'un tel bilan puisqu'elle est identifiée comme un pays présentant des déséquilibres macroéconomiques excessifs. En résumé, selon les propres termes de la Commission, ceux-ci concernent « la faiblesse de la compétitivité et le niveau élevé et croissant de la dette publique, dans un contexte de faible croissance de la productivité. D'autres facteurs de vulnérabilité [sont] constatés, en ce qui concerne notamment la segmentation du marché du travail, la capacité d'innovation, le manque d'efficacité des dépenses publiques et la complexité du système fiscal, qui pèsent lourdement sur les facteurs de production ». Facteur aggravant, compte tenu de la taille de l'économie française et de sa forte intégration commerciale et financière avec le reste

de la zone euro, ces « facteurs de vulnérabilité ont une incidence qui dépasse les frontières nationales ». C'est-à-dire que la France est une « source potentiellement importante d'effets d'entraînement (sous-entendu négatifs) sur plusieurs autres Etats membres ».

S'agissant de l'évaluation des progrès accomplis dans la correction de ces déséquilibres excessifs, la Commission retient qu'« un certain nombre de développements économiques et de réformes mises en œuvre laissent entrevoir qu'ils sont en cours de correction progressive ». Si ces progrès se confirment, la Commission évoque même la possibilité de revoir, dans son prochain bilan en 2018, le classement de la France de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres ». Devrait s'y ajouter la sortie de la procédure pour déficit excessif si le gouvernement parvient à tenir l'engagement de ramener le déficit budgétaire sous la barre des 3% du PIB en 2017 et ce de manière durable.

Mais si la Commission reconnaît des avancées, c'est pour en relativiser aussitôt la portée. Plus précisément, les progrès relatifs aux recommandations émises en 2016 sont jugés :

- limités en matière d'économies budgétaires, d'allègement de la fiscalité sur les entreprises, de rationalisation des niches fiscales et d'efficacité du soutien public à l'innovation.
- certains progrès sont constatés concernant la compatibilité des évolutions du salaire minimum avec la création d'emplois et la compétitivité, la formation professionnelle, la levée de certaines barrières à l'entrée dans le secteur des services, l'avancement du choc de simplification et la modernisation du système fiscal (adoption de la retenue à la source).
- les progrès sont qualifiés de substantiels s'agissant de la pérennisation des mesures d'allègement du coût du travail et de l'incitation à embaucher en CDI (améliorée par la loi Travail).



- deux réformes recommandées n'ont fait l'objet d'aucune avancée : l'assurance-chômage³ et les seuils sociaux.

Le tableau 1 reprend les indicateurs suivis par la Commission pour chiffrer ces déséquilibres, les cases orangées identifiant ceux dépassant les seuils⁴. En 2015, année sur laquelle se base le bilan approfondi de la Commission, quatre indicateurs sur quatorze se situent au-dessus du seuil : nettement s'agissant de la dette privée et de la dette publique, modérément s'agissant du taux de chômage et à peine pour le taux de chômage de longue durée. Ce dernier indicateur repasse d'ailleurs sous sa cote d'alerte en 2016. Le ratio de dette publique se situe au-dessus du seuil des 60% depuis 2003 et le dépassement pour la dette privée remonte à 2011. Le franchissement de la cote d'alerte pour le taux de chômage est plus récent et date de 2014. Face à ces évolutions défavorables, une évolution favorable est remarquable : le retour sous le seuil de l'indicateur de parts de marché pour la première fois depuis 2001 (premier point disponible).

Bien que largement au-dessus du seuil, le niveau élevé du ratio de dette privée n'est pas identifié comme un déséquilibre excessif. La raison en est que ce passif, bien qu'important, en particulier celui des sociétés non financières (SNF), est gagé par un actif également conséquent. Aux yeux de la Commission, l'endettement élevé des SNF françaises ne présente ainsi pas de risque particulier. Sa progression continue depuis 2006 est tout de même remarquable, surtout depuis 2009, date à partir de laquelle l'évolution inverse s'observe au niveau de la zone euro, soit un désendettement des SNF (cf. graphique 5), entraîné largement par l'Espagne et, dans une moindre mesure, par l'Italie et l'Allemagne. Le ratio de dette des SNF françaises est désormais supérieur à la moyenne de la zone euro : du jamais vu. Cette évolution, si elle persiste, conjuguée à la faiblesse persistante de la rentabilité des SNF françaises, constitue toutefois une source d'inquiétude potentielle pour la Commission.

Compétitivité, finances publiques, marché du travail : quels sont les progrès ?

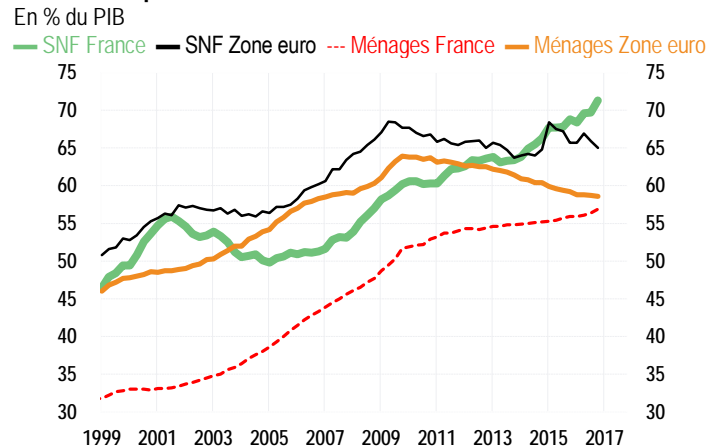
Cette section examine un peu plus dans le détail le degré d'avancement des trois chantiers majeurs de l'économie française que sont le redressement de sa compétitivité, de ses comptes publics et de son marché du travail.

Commençons par le plus avancé des trois, celui de la compétitivité, où les progrès sont certains mais incomplets. Nous retenons trois points d'amélioration. Le plus visible est le redressement du taux de marge des SNF, qui a regagné un peu plus de 2 points depuis son point bas de 29,7% au troisième trimestre 2013. Proche de 32% désormais, il est encore 1 point en deçà de son niveau moyen d'avant-crise. Le second point d'amélioration, qui est une composante du

³ Après son achoppement en juin 2016, la négociation d'une nouvelle convention a toutefois été ré-ouverte début mars 2017 et a abouti à la fin du même mois, soit après la remise de son bilan par la Commission.

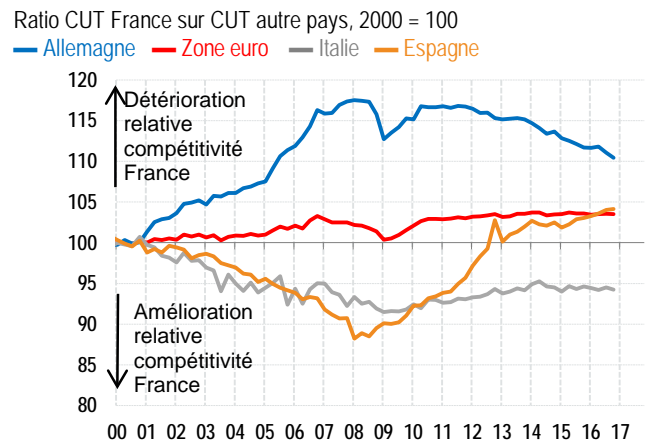
⁴ Contrairement au dépassement du seuil de 3% de déficit public qui déclenche automatiquement l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif, les seuils identifiés dans la procédure de déséquilibres macroéconomiques n'ont pas ce caractère critique : ils sont seulement indicatifs d'une limite qu'il est préférable de ne pas franchir.

■ Dette privée



Graphique 5 Source : Banque de France

■ Coût unitaire du travail



Graphique 6 Source : OCDE

premier, est la progression ralentie des coûts salariaux unitaires (CSU), passée d'un rythme annuel moyen de 1,9% entre 2000 et 2010 à 1,1% entre 2011 et 2016.

Si la France a ainsi gagné en compétitivité-coût par rapport à l'Allemagne où les CSU ont connu une accélération entre les deux périodes (de +0,8% en moyenne par an à +1,8%), sa compétitivité-coût se détériore toutefois vis-à-vis de l'Espagne où les CSU ont fléchi plus nettement encore (de +2,8% à -0,8%). Par rapport à la zone euro dans son ensemble, la France reste ainsi confrontée à une légère détérioration de sa compétitivité-coût (cf. graphique 6). Le troisième point d'amélioration est le net ralentissement de la baisse des parts de marché à l'exportation. Mais le chemin à parcourir est encore long avant de regagner, si même c'est possible, des parts de marché et de réduire structurellement le déficit commercial. Cela suppose aussi une amélioration de la compétitivité hors-coûts, difficilement visible aujourd'hui.

S'agissant de la réduction des déséquilibres budgétaires, le chantier a également avancé mais le bilan est plus mitigé. Le déficit s'est nettement réduit (-7,2% du PIB en 2009, -3,4% en 2016) mais reste encore important, dans l'absolu et relativement à la moyenne de la zone euro où il n'est plus que de 1,5% du PIB (cf. graphique 7). Le retour sous la barre des



3% en 2017 et le maintien du déficit sous ce seuil est un engagement important mais difficile à tenir. Depuis 2014, la consolidation budgétaire se fait à pas comptés car elle combine mesures de rigueur (gel des crédits pour certains ministères, baisse des transferts aux collectivités, etc.) et de soutien (plan emploi, baisses d'impôt, etc.). Le corollaire est le niveau encore élevé du déficit. La réduction du déficit en 2015 et 2016 (un demi-point sur les deux années) a donc ceci de particulier qu'elle a été obtenue par une baisse de la part des dépenses publiques dans le PIB (-0,6 point), et ce malgré une baisse parallèle des recettes (-0,1 point).

Mais le poids des unes comme des autres reste élevé (56,4% pour les dépenses publiques, 53% pour les recettes, taux de prélèvement obligatoires de 44,4%). La pérennité de la réduction du déficit pose aussi question car elle s'appuie davantage sur des facteurs transitoires (allègement du service de la dette grâce à la forte baisse des taux d'intérêt ; baisse des dépenses d'investissement des collectivités locales) que structurels. Enfin et surtout, le ratio de dette publique continue d'augmenter, quoique plus lentement, alors que son inflexion est engagée au niveau de la zone euro depuis 2015.

C'est sur le front du marché du travail que les progrès sont les plus limités. Certes, une amélioration se dessine depuis 2015, en termes de créations d'emploi (+351 000 entre le deuxième trimestre 2015 et le premier trimestre 2017 pour le champ salarié marchand non agricole) comme de baisse du taux de chômage (-0,9 point sur la même période). L'enrichissement du contenu en emplois de la croissance est d'ailleurs remarquable. La croissance de l'emploi en 2016 est non seulement identique à celle du PIB (+1,1%) mais aussi la plus rapide depuis 2007, année de forte croissance (+2,3%). Mais ces évolutions sont synonymes d'écrasement des gains de productivité du travail. Et malgré sa dynamique favorable, l'emploi est encore, légèrement, en deçà de son pic d'avant-crise (à hauteur de 1,3%). Le net redressement de l'indicateur de tensions sur le marché du travail de la Dares⁵ est une autre évolution positive à signaler : il signifie que les demandeurs d'emploi sont susceptibles de rester moins longtemps au chômage. Et au premier trimestre 2017, le taux de chômage est repassé enfin, et nettement, sous la barre symbolique des 10% (à 9,6% de la population active). Il retrouve ainsi son plus bas niveau depuis début 2012. Ou devrions-nous écrire son niveau le moins élevé.

Le caractère tardif et lent de l'amélioration est aussi à souligner. Le taux de chômage de la zone euro a commencé à refluer dès la mi-2013 et il diminue plus vite (-1,6 point depuis le deuxième trimestre 2015 et l'amorce de la baisse du taux de chômage français, -2,6 points depuis le pic de 12,1% du deuxième trimestre 2013). La baisse du taux de chômage de longue durée en France est encore plus récente (mi-2016) et limitée (-0,2 point, à 4,1% au premier trimestre 2017). Et si le sous-emploi semble se stabiliser (à 6,2% des personnes en emploi), le halo autour du chômage continue de grossir⁶.

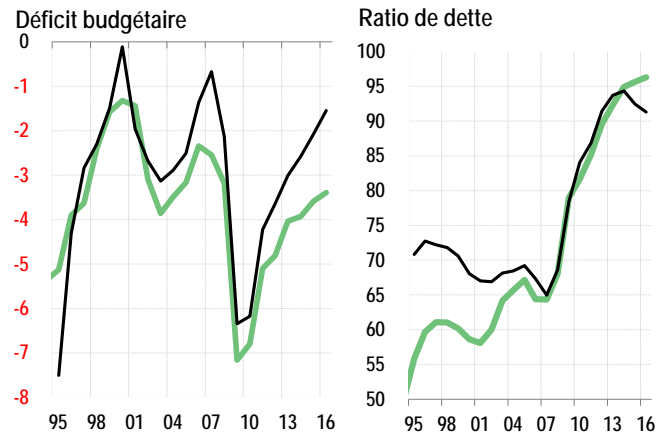
⁵ Ratio entre les offres d'emplois collectées et les demandes enregistrées par Pôle emploi.

⁶ Le sous-emploi concerne les personnes à temps partiel souhaitant travailler plus et celles qui ont involontairement travaillé moins que

Finances publiques

En % du PIB

— France — Zone euro



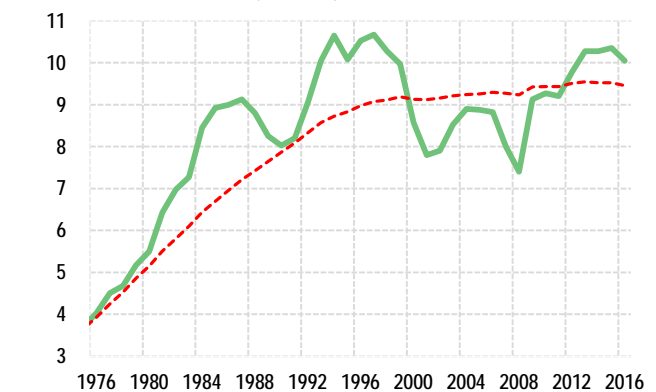
Graphique 7

Sources : INSEE, Commission européenne

France : taux de chômage

En % de la population active

— Observé - - - Structurel (NAWRU)



Graphique 8

Sources : INSEE, Commission européenne

L'inversion de la courbe du nombre des demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi en catégorie A (c'est-à-dire n'ayant exercé aucune activité dans le mois), qui s'est amorcée au tournant 2015-2016, est plus timide encore : au nombre de 3,6 millions en octobre 2015, ils étaient encore 3,5 millions en avril 2017⁷. Il reste donc du chemin à parcourir avant de repasser sous la barre des 3 millions et revenir ainsi au niveau de 2012. La barre des 2 millions, niveau le plus bas atteint en 2008, est plus lointaine encore. De même, on est encore en attente de voir le début de mieux conjoncturel prendre racine et suffisamment d'ampleur pour mordre sur la composante structurelle du chômage (cf. graphique 8).

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

d'habitude (chômage partiel notamment). Le halo du chômage est composé de personnes à la lisière du chômage mais non comptabilisées comme tel car ne remplissant pas tous les critères du BIT (être sans emploi, disponible dans un délai de deux semaines et rechercher activement un emploi).

⁷ Toutes catégories confondues (A, B, C, D, E), le nombre des demandeurs d'emploi atteint 6,6 millions et il est seulement en voie de stabilisation.

Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJLDER** +33.(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Coordnatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Pays nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com
Statistiques

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
Responsable

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT** +33.(0)1.40.14.30.77 thomas.humbloit@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
CEI, Europe centrale

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
Chili, Uruguay, Paraguay

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
Contact Média



NOS PUBLICATIONS



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 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 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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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 : group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News

<http://economic-research.bnpparibas.com>