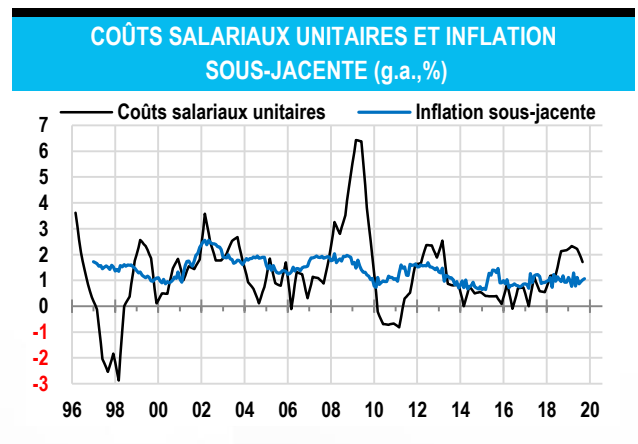


## Zone euro : des taux d'intérêt très bas pour combien de temps encore ?

■ La politique monétaire danoise est étroitement liée à celle de la BCE : la déclaration récente du gouverneur de la banque centrale du Danemark, selon laquelle il s'attend au maintien des taux d'intérêt autour des niveaux négatifs actuels sur les cinq à dix prochaines années, n'est donc pas sans importance pour la zone euro ■ Selon la *forward guidance* de la BCE, la politique monétaire ne sera ajustée que lorsque les conditions économiques le justifieront. L'impossibilité pour la banque d'être plus explicite sur son calendrier illustre toute la complexité de la dynamique d'inflation ■ Les hausses de salaires antérieures vont progressivement se transmettre à l'inflation sachant qu'une inflation basse, des anticipations d'inflation solidement ancrées et une vive concurrence dans certains secteurs pourraient très bien limiter cette transmission ■ Il faut donc s'attendre au maintien de la politique actuelle pendant une longue période. Que faut-il entendre par « longue période » ? Cela dépendra des données économiques. La zone euro a donc de toute évidence besoin de plus de croissance.

Combien de temps encore les taux directeurs de la BCE vont-ils rester à leur niveau actuel ? Les déclarations récentes de banquiers centraux scandinaves ont, indirectement, poussé à la réflexion. Selon Reuters, « *Lars Rohde, gouverneur de la banque centrale du Danemark, s'attend au maintien des taux d'intérêt autour des niveaux négatifs actuels sur les cinq à dix prochaines années* ». Comme la politique monétaire danoise est étroitement liée à celle de la BCE, on peut être tenté de voir dans cette déclaration une projection implicite concernant les taux directeurs de la zone euro. Son homologue suédois à la Riksbank a, pour sa part, indiqué que, malgré le ralentissement de l'économie, le conseil exécutif allait très probablement relever le taux *repo* de -0,25 % à 0 % lors de sa réunion du 19 décembre. D'après Stefan Ingves, gouverneur de la banque centrale suédoise, les taux négatifs ont donné de bons résultats « *mais c'est une toute autre histoire pour l'économie lorsqu'on conserve des taux négatifs pendant une longue, longue période* ». Il semble que le relèvement prévu du taux *repo* tienne à l'inquiétude suscitée par les possibles effets indésirables de taux négatifs prolongés, une question qui est tout autant d'actualité dans la zone euro. Il ne faut, cependant, pas voir dans cette décision le point de départ d'un cycle de resserrement. Selon le gouverneur, compte tenu des perspectives très incertaines de l'activité économique et de l'inflation, il est « *difficile de dire, à l'heure actuelle, à quel moment il sera approprié de procéder à un nouveau relèvement du taux *repo** ». On retrouve cette même difficulté dans la *forward guidance* dépendante des données de la Réserve fédérale (statu quo sur les taux en l'absence de réévaluation significative des perspectives de croissance et d'inflation) de même que dans la *forward guidance* liée à l'état de l'économie de la BCE (qui exige une solide convergence de l'inflation vers un niveau proche de, mais inférieur à 2 %).

Selon cette *guidance*, la politique monétaire sera ajustée lorsque les conditions économiques le justifieront mais la réticence, pour ne pas dire l'incapacité, des grandes banques centrales à se montrer plus explicites sur le calendrier de la politique monétaire en dit long sur la complexité de la dynamique d'inflation. Cette dynamique est le reflet d'un processus de « ruissellement » selon lequel 1) une demande forte et durable 2) crée des goulets d'étranglement sur le marché du travail, qui 3) entraînent une augmentation des salaires et, 4) malgré des gains de productivité, un accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une forte demande en biens et services peut très bien réduire l'élasticité-prix de la demande, 5) en permettant aux entreprises d'augmenter leurs prix pour protéger leurs marges bénéficiaires face à la hausse des coûts salariaux. ...



Source : Eurostat, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre et calendrier

p. 5

Scénario économique

**Eco**  
**WEEK**

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

Ce processus séquentiel prend du temps compte tenu des différentes étapes par lesquelles l'économie doit passer. Concernant le cycle actuel, la croissance des salaires dans la zone euro a fini par s'accélérer, de manière même significative dans certains pays, sous l'effet conjugué de la baisse du taux de chômage et de l'apparition de goulets d'étranglement sur le marché du travail. La véritable question est celle de la transmission de la hausse des salaires à l'inflation, qui a été jusqu'à présent très limitée.

Qu'est-ce que cela signifie pour les perspectives de la politique monétaire ? Ces derniers mois, les goulets d'étranglement ont considérablement diminué dans l'industrie manufacturière, même s'ils se maintiennent au-dessus des pics cycliques antérieurs. Dans les services et la construction, ils se sont stabilisés à un niveau très élevé. Le taux de marge bénéficiaire (excédent brut d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée) enregistre une tendance à la baisse, ce qui pourrait renforcer la réticence des entreprises à céder aux revendications de hausses salariales lorsqu'elles estiment que le ralentissement des ventes entame leur pouvoir de fixation des prix. En cas de ré-accelération de la croissance, les goulets d'étranglement vont assez rapidement réapparaître, entraînant une accélération de la croissance salariale, qui devrait se traduire par une remontée de l'inflation. La question est de savoir dans quelles proportions et dans quel délai. A cet égard, une étude de la Bundesbank montre qu'en Allemagne une augmentation de 1 % des salaires entraîne une hausse de 0,3 % des prix à la consommation. « *Cependant, il faut beaucoup plus qu'un an pour que l'ajustement cyclique des prix au choc des salaires soit en grande partie achevé* »<sup>iv</sup>.

Cela pourrait impliquer qu'une partie de la récente hausse des salaires ne transparait pas encore dans les données sur l'inflation allemande. Un facteur pourrait aussi compliquer les choses : selon une étude réalisée par la BCE, un environnement d'inflation basse est associé à une répercussion plus modérée<sup>v</sup>. Enfin, une recherche empirique effectuée par le FMI montre que l'impact de l'accélération de la croissance salariale sur l'inflation se renforce progressivement, pour atteindre un point culminant au bout d'environ six trimestres. « *Dans l'ensemble, le taux de répercussion — défini comme le ratio entre la variation cumulée des prix et la variation cumulée des salaires — est d'environ un tiers* ». De plus, cette transmission est d'autant plus faible que l'inflation est basse, que les anticipations d'inflation sont solidement ancrées et que la concurrence (étrangère et nationale) est intense. D'autre part, la baisse des marges bénéficiaires a tendance à entraîner une plus forte transmission mais, dans un environnement concurrentiel, les entreprises se retrouvent en proie à un dilemme : en relevant les prix pour protéger les marges, elles risquent, en effet, de pénaliser leurs volumes de ventes. Pour conclure, les goulets d'étranglement qui restent élevés (quoique moins qu'auparavant dans l'industrie manufacturière, en raison de la crise dans ce secteur) ont déjà conduit à des hausses salariales. Ces hausses vont, progressivement, entraîner une remontée de l'inflation, mais ce processus prend plusieurs trimestres et, comme le montre la recherche empirique, un certain nombre de facteurs (inflation basse, anticipations d'inflation solidement ancrées, concurrence intense dans certains secteurs) pourraient très bien limiter cette transmission. Compte tenu des conditions strictes fixées par le Conseil des gouverneurs de la BCE à tout changement de politique monétaire, il semble clair que la politique actuelle va rester en place pendant une longue période. La durée de cette « longue période » dépendra des données économiques. De toute évidence, la zone euro a besoin de plus de croissance.

William De Vijlder

<sup>i</sup> Danish central bank governor sees negative rates in next 5-10 years – Borsen, Reuters, 25 novembre 2019

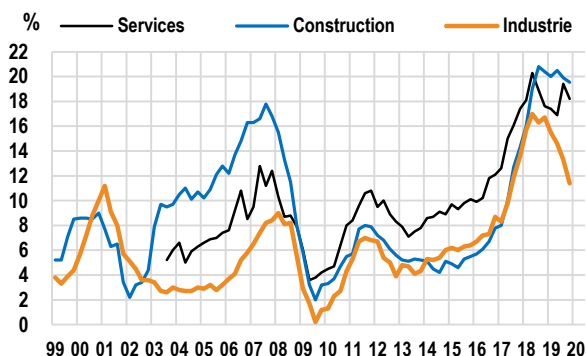
<sup>ii</sup> Swedish central bank to hike in Dec, end 5 years of negative rates, Reuters, 24 octobre 2019

<sup>iii</sup> Repo rate unchanged at -0.25 per cent, Communiqué de presse, 24 octobre 2019, Sveriges Riksbank

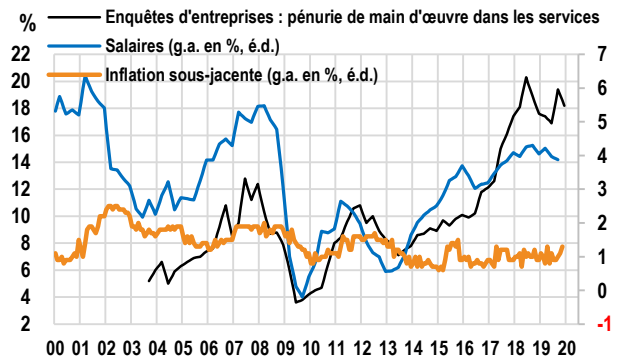
<sup>iv</sup> The impact of wages on prices in Germany: evidence from selected empirical analyses, Deutsche Bundesbank, Rapport mensuel, septembre 2019

<sup>v</sup> The link between labor cost and price inflation in the euro area, Document de travail n°2235 de la BCE, février 2019

## ENQUÊTES D'ENTREPRISES . PÉNURIES DE MAIN D'OEUVRE



## PÉNURIE DE MAIN D'OEUVRE ET SALAIRES



Source: Commission européenne, Eurostat, BNP Paribas



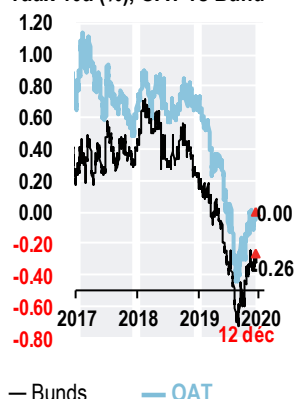
# Revue des marchés

## L'essentiel

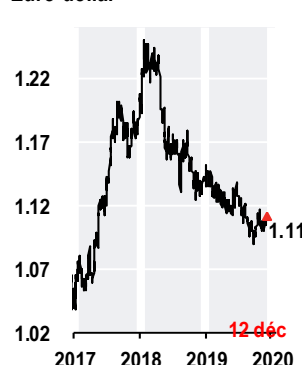
Semaine du 6-12-19 au 12-12-19

↗ CAC 40	5 872	▶ 5 884	+0.2 %
↗ S&P 500	3 146	▶ 3 169	+0.7 %
↗ Volatilité (VIX)	13.6	▶ 13.9	+0.3 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.39	▶ -0.40	-0.2 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	1.89	▶ 1.89	-0.3 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.02	▶ 0.00	+2.1 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.29	▶ -0.26	+2.8 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.84	▶ 1.90	+5.5 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.11	+0.6 %
↗ Or (once, \$)	1 460	▶ 1 466	+0.5 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	64.3	▶ 64.5	+0.3 %

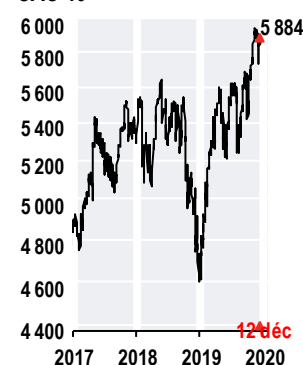
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



## Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19	+bas 19
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01
Eonia	-0.46	-0.25 le 07/06
Euribor 3m	-0.40	-0.31 le 24/01
Euribor 12m	-0.27	-0.11 le 06/02
\$ FED	1.75	2.50 le 01/01
Libor 3m	1.89	2.81 le 01/01
Libor 12m	1.94	3.04 le 21/01
£ Bque Angl	0.75	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.93 le 29/01
Libor 12m	0.96	1.19 le 11/01

Au 12-12-19

Rendements (%)	+haut 19	+bas 19
€ Moy. 5-7a	-0.02	0.68 le 09/01
Bund 2a	-0.63	-0.53 le 05/03
Bund 10a	-0.26	0.25 le 01/01
OAT 10a	0.00	0.73 le 08/01
Corp. BBB	0.91	2.15 le 08/01
\$ Treas. 2a	1.70	2.62 le 18/01
Treas. 10a	1.90	2.78 le 18/01
Corp. BBB	3.27	4.65 le 01/01
£ Treas. 2a	0.58	0.83 le 27/02
Treas. 10a	0.82	1.35 le 18/01

Au 12-12-19

Rendements 10a € et spreads

1.89%	Grèce	215 pb
1.24%	Italie	150 pb
0.46%	Espagne	72 pb
0.41%	Portugal	67 pb
0.02%	Belgique	28 pb
0.00%	France	26 pb
-0.02%	Finlande	23 pb
-0.03%	Autriche	23 pb
-0.13%	P-Bas	13 pb
-0.16%	Irlande	10 pb
-0.26%	Allemagne	

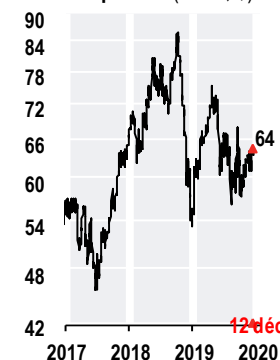
## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19	2019(€)
Pétrole, Brent	64.5	53.1 le 01/01
Or (once)	1 466	1 268 le 02/05
Métaux, LME	2 829	2 718 le 07/08
Cuivre (tonne)	6 131	5 585 le 03/09
CRB Aliments	328	312 le 11/09
Blé (tonne)	218	166 le 30/08
Maïs (tonne)	144	128 le 24/04

Au 12-12-19

Variations

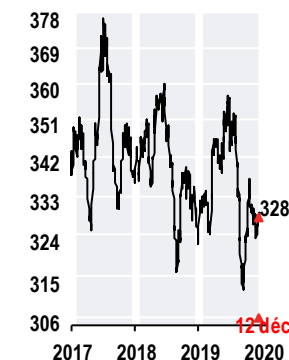
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



## Taux de change

1€ =	+haut 19	+bas 19	2019
USD	1.11	1.15 le 10/01	1.09 le 30/09
GBP	0.85	0.93 le 12/08	0.84 le 11/12
CHF	1.10	1.14 le 23/04	1.08 le 04/09
JPY	121.50	127.43 le 01/03	116.08 le 03/09
AUD	1.61	1.66 le 07/08	1.57 le 18/04
CNY	7.82	7.96 le 27/08	7.51 le 25/04
BRL	4.56	4.70 le 26/11	4.18 le 31/01
RUB	69.75	79.30 le 01/01	69.75 le 12/12
INR	78.75	82.00 le 04/02	76.37 le 01/08

Au 12-12-19

Variations

## Indices actions

Cours	+haut 19	+bas 19	2019	2019(€)
CAC 40	5 884	5 939 le 15/11	4 611 le 03/01	+24.4%
S&P500	3 169	3 169 le 12/12	2 448 le 03/01	+26.4%
DAX	13 222	13 289 le 07/11	10 417 le 03/01	+25.2%
Nikkei	23 425	23 530 le 02/12	19 562 le 04/01	+17.0%
Chine*	81	86 le 09/04	68 le 03/01	+15.0%
Inde*	585	612 le 03/06	526 le 22/08	+6.4%
Brésil*	2 270	2 354 le 10/07	1 862 le 17/05	+23.7%
Russie*	783	793 le 07/11	572 le 01/01	+25.5%

Au 12-12-19

Variations

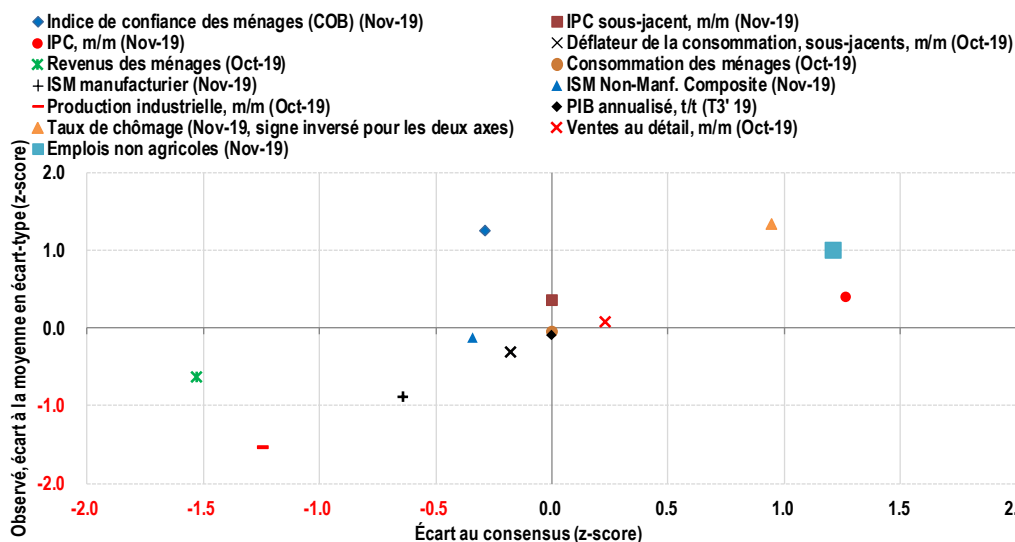
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Etats-Unis : un marché du travail toujours solide mais une croissance qui devrait ralentir

Les derniers chiffres du chômage et des créations d'emploi ont agréablement surpris. Ils continuent à dépasser la moyenne de long-terme. Un marché du travail en bonne santé renforce la confiance des ménages qui reste bien au-dessus de la moyenne de long-terme, ainsi que les ventes de détail dont les chiffres étaient supérieurs aux attentes. Plusieurs indices ont toutefois déçu les attentes et se positionnent en dessous des moyennes historiques. Cela est le signe d'un ralentissement économique en dépit des chiffres satisfaisants du PIB pour le troisième trimestre. C'est le message donné par les deux indices ISM. Il faut noter, par ailleurs, qu'à l'instar de nombreux autres pays, la production industrielle est sous pression.



Note :

Le z-score correspond à l'écart par rapport à la valeur moyenne, en écart type :

$$z = \frac{x - \mu}{\sigma} \text{ avec } x : \text{observation, } \mu : \text{moyenne, } \sigma : \text{écart-type.}$$

Sur l'axe des abscisses,  $x$  correspond à la dernière valeur connue de l'écart à la prévision pour chacun des indicateurs représentés sur le graphique,  $\mu$  et  $\sigma$  correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type des 24 dernières observations pour les données mensuelles et des 8 derniers trimestres pour les données trimestrielles.

Sur l'axe des ordonnées,  $x$  correspond à la dernière valeur connue de l'indicateur,  $\mu$  et  $\sigma$  correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

### Indicateurs à suivre

La semaine prochaine verra la publication de nombreuses données économiques pour le mois de décembre : indice PMI pour plusieurs pays, enquêtes régionales réalisées auprès des entreprises aux Etats-Unis, indice ifo du climat des affaires en Allemagne et confiance des affaires en France. Sont également à paraître, la confiance des consommateurs au Royaume-Uni, en Allemagne et pour la zone euro, tandis que l'Université du Michigan nous livrera la confiance des ménages aux Etats-Unis. A noter aussi les réunions de politique monétaire de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
16/12/2019	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Déc.	--	49,8
16/12/2019	Chine	Prix des nouveaux logements m/m	Nov.	--	0,50%
16/12/2019	Chine	Actifs immobilisés hors agricoles g.a.	Nov.	5,2%	5,2%
16/12/2019	Chine	Production industrielle g.a.	Nov.	5,5%	5,6%
16/12/2019	Chine	Ventes au détail g.a.	Nov.	8,0%	8,1%
16/12/2019	France	PMI composite (Markit)	Déc.	--	52,1
16/12/2019	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Déc.	--	49,4
16/12/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	Déc.	--	50,6
16/12/2019	Zone euro	Coût salarial g.a.	T3	--	2,7%
16/12/2019	Etats-Unis	Empire Manufacturing	Déc.	4,5	2,9
16/12/2019	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.	--	52,0
16/12/2019	Etats-Unis	Marché immobilier (NAHB)	Déc.	71	70
17/12/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers de logements m/m	Nov.	2,0%	3,8%
17/12/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Nov.	-3,8%	5,0%
17/12/2019	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Nov.	0,9%	-0,8%
18/12/2019	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Déc.	--	95,0
18/12/2019	Zone euro	IPC g.a.	Nov.	--	0,7%
19/12/2019	France	Climat des affaires	Déc.	--	105
19/12/2019	Royaume-Uni	Taux bancaire (Bank of England)	Déc.19	--	0,750%
19/12/2019	Etats-Unis	Prévisions de la Fed de Philadelphie	Déc.	8,0	10,4
19/12/2019	Etats-Unis	Indicateur économique avancé	Nov.	0,1%	-0,1%
19/12/2019	Japon	Taux de la Banque du Japon	Déc.19	--	-0,100%
20/12/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Déc.	--	-14
20/12/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.	--	9,7
20/12/2019	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	T3	2,1%	2,1%
20/12/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.	--	-7,2
20/12/2019	Etats-Unis	Sentiment économique de l'Université du Michigan	Déc.	--	99,2
20/12/2019	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed de Kansas City)	Déc.	--	-3

Source : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- Malgré le soutien apporté par la baisse des taux de la Fed en 2019, nous anticipons une baisse de la croissance dans les prochains mois corrélée à la baisse des investissements des entreprises (ralentissement de la croissance des bénéfices, incertitude sur les échanges commerciaux) et au moindre dynamisme du secteur du logement (tendance à la baisse de l'accessibilité à la propriété malgré un récent rebond). La consommation privée devrait mieux résister mais pourrait ralentir en raison d'un marché du travail moins dynamique.
- En conséquence, nous anticipons deux baisses du taux objectif des fonds fédéraux au premier semestre 2020.

### CHINE

- La croissance économique continue de ralentir. L'activité industrielle et les exportations sont durablement affectées par la montée des droits de douane américains. La demande interne marque également le pas.
- La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière devrait rester une priorité, et les banques sont prudentes. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient, ce qui devrait soutenir la consommation privée.
- L'inflation accélère sous l'effet de la hausse des prix alimentaires (flambée des prix du porc), mais l'inflation sous-jacente reste très modérée.

### ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuit, notamment en Allemagne, en raison du contexte international et des difficultés rencontrées dans le secteur manufacturier. La récente stabilisation des enquêtes, à un niveau faible toutefois, est encourageante mais reste à confirmer.
- L'inflation devrait diminuer et sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) affiche toujours une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » pourrait être plus lente qu'initialement prévu.
- La politique monétaire devrait rester très accommodante tant que l'inflation n'aura pas suffisamment convergé, de façon probante et durable, vers la cible de la BCE.

### 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, nous anticipons deux baisses de son taux officiel par la Fed durant la première moitié de 2020 en réaction au ralentissement de l'économie, au niveau modéré de l'inflation et à l'incertitude. Cela devrait soutenir les perspectives de croissance à moyen-terme, ce qui explique pourquoi, après un déclin initial, nous anticipons une hausse graduelle des rendements des obligations du Trésor américain.
- Dans la zone euro, la forward guidance dépendant de la situation économique et la léthargie du processus d'inflation indiquent qu'un environnement très accommodant restera en place pour longtemps. Le mouvement des rendements obligataires sera largement influencé par l'évolution des rendements américains, bien que nous anticipions que l'augmentation des rendements du Bund soit plus faible. Les écarts souverains dans la zone euro devraient se réduire.
- Nous prévoyons que la Banque du Japon s'abstiendra de tout nouvel assouplissement monétaire.
- Nous anticipons peu de changement dans l'EUR/USD, bien que la juste valeur de l'euro soit relativement plus élevée que son prix courant.

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2018	2019	2020 e	2021 e	2018	2019 e	2020 e	2021 e
<b>Avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>
Etats-Unis	2.9	2.3	1.5	2.0	2.4	1.8	2.4	1.9
Japon	0.8	1.0	0.2	0.7	1.0	0.5	0.6	0.3
Royaume-Uni	1.4	1.3	1.1	1.7	2.5	1.8	1.5	1.8
<b>Zone euro</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
Allemagne	1.5	0.5	0.4	1.2	1.9	1.4	1.2	1.2
France	1.7	1.3	1.1	1.3	2.1	1.3	1.0	1.1
Italie	0.7	0.2	0.2	0.6	1.2	0.7	0.6	0.5
Espagne	2.4	2.0	1.7	1.6	1.7	0.8	0.8	0.9
<b>Emergents</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>
Chine	6.6	6.1	5.7	5.8	2.1	2.8	3.5	1.5
Inde*	6.8	5.8	5.5	6.0	2.9	3.0	3.3	3.5
Brésil	1.1	1.0	2.0	3.0	3.7	3.7	3.4	3.7
Russie	2.3	0.9	1.5	1.5	2.9	4.7	3.8	4.0

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

\* Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

Taux d'intérêt, %	2019		2020				2018	2019e	2020e
	T3	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b> Fed Funds	2.00	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	2.50	1.75	1.25
Treas. 10a	1.67	1.75	1.60	1.80	2.10	2.00	2.69	1.75	2.00
<b>Z. euro</b> Taux de dépôt	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.50</b>
Bund 10a	-0.57	-0.35	-0.50	-0.40	-0.30	-0.30	0.25	-0.35	-0.30
OAT 10a	-0.28	-0.05	-0.20	-0.15	-0.10	-0.10	0.71	-0.05	-0.10
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Gilt 10a	0.40	0.71	1.00	1.10	1.20	1.20	1.27	0.71	1.20
<b>Japon</b> Taux BoJ	<b>-0.06</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
JGB 10a	-0.22	-0.05	-0.10	0.00	0.05	0.10	0.00	-0.05	0.10

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019		2020				2018	2019e	2020e
	T3	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>USD</b> EUR / USD	1.09	1.11	1.12	1.13	1.13	1.14	1.14	1.11	1.14
USD / JPY	108	107	104	103	103	103	110	107	103
GBP / USD	1.23	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.27	1.32	1.39
USD / CHF	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99	1.00	0.99	0.99	1.00
<b>EUR</b> EUR / GBP	0.89	0.84	0.83	0.83	0.83	0.82	0.90	0.84	0.82
EUR / CHF	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.14	1.13	1.10	1.14
EUR / JPY	118	119	116	116	116	117	125	119	117

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:frederique.cerisier@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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+ 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+ 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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 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 au 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 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.

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](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](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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change