

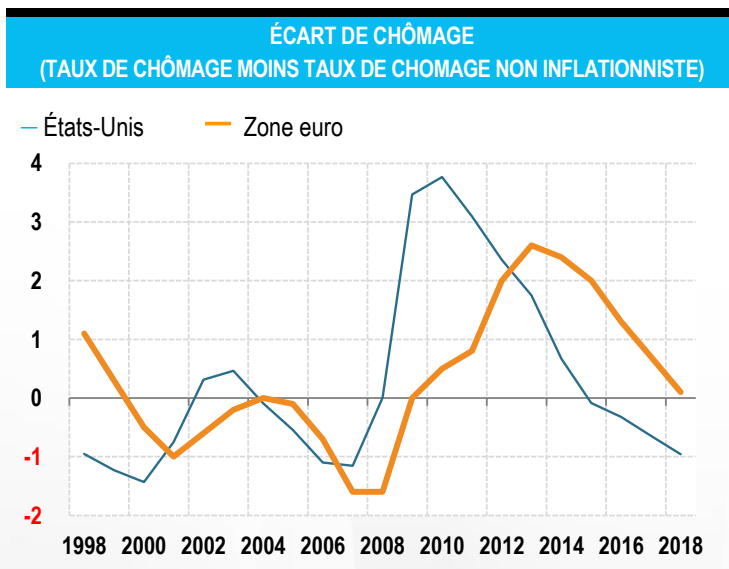
Assouplissement monétaire dans une économie de plein emploi : quelle efficacité?

■ Jerome Powell, président de la Fed, a indiqué, dans une allocution prononcée cette semaine devant le Congrès, que la politique monétaire américaine serait assouplie en raison des préoccupations que suscite la croissance mondiale, ce qui pourrait amener l'inflation à un niveau trop bas. Les propos de Mario Draghi, président de la BCE, à la fin du mois dernier, allaient dans le même sens ■ Malgré la montée des risques, le taux de chômage reste proche de son niveau naturel ■ Or, on peut supposer que, dans une économie de plein emploi, la détente monétaire sera moins efficace qu'en situation de récession. De plus, cela pourrait nourrir des inquiétudes concernant la stabilité financière et finir par réduire les chances de succès des mesures de politique monétaire visant à doper l'inflation.

Lors du Forum de Sintra, le mois dernier, Mario Draghi a fait allusion à un assouplissement de la politique monétaire européenne : l'inflation est trop basse par rapport à l'objectif, un problème sérieux d'autant que les risques concernant la croissance sont orientés à la baisse. Dans son discours prononcé devant le Congrès américain cette semaine, Jerome Powell a tenu les mêmes propos : les incertitudes liées aux tensions commerciales et à l'évolution de la croissance économique mondiale pèsent sur les perspectives aux États-Unis. Elles pourraient même conduire à une inflation durablement plus faible qu'anticipé jusque-là. Cependant, le niveau de l'activité, comparé au potentiel, reste élevé : aux États-Unis, l'écart de chômage (soit la différence entre le taux de chômage et le taux de chômage non accélérateur de l'inflation - NAIRU) est négatif tandis qu'en zone euro, le chômage a convergé vers le taux NAIRU. Cela complique l'évaluation des conséquences probables de la détente monétaire.

Traditionnellement, l'assouplissement de la politique monétaire commence dès que l'économie connaît un net ralentissement ; il s'accélère en phase de récession et se poursuit bien après le début du redressement, jusqu'à ce que l'économie soit manifestement en mesure de « voler de ses propres ailes ». Au cours de ces phases, plusieurs faits stylisés peuvent apparaître : la montée des craintes de récession entraîne un repli des marchés boursiers, ainsi qu'une hausse des rendements des obligations d'entreprises, et rend plus difficile l'accès au financement, par le biais des marchés de capitaux comme des banques.

.../...



Sources : Ameco, sources nationales, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque
d'un monde
qui change

Inévitablement, la confiance et l'activité reculent. Les baisses de taux d'intérêt doivent alors restaurer la confiance, ce qui, à son tour, stimule l'appétit pour le risque. On assiste alors à un rebond des marchés des actions et des obligations d'entreprises et à une amélioration de l'accès au crédit. La croissance se redresse, annonçant le début d'une reprise.

Dans la situation actuelle, ces canaux de transmission seront probablement moins efficaces ; autrement dit, le coup de pouce donné à la croissance et à l'inflation sera moins significatif : les indices boursiers se situent, en effet, à des niveaux élevés, les *spreads* des obligations d'entreprises sont assez faibles et les enquêtes sur le crédit bancaire font état de conditions du crédit plutôt normales. Lorsque les liquidités sont déjà abondantes, les mesures visant à les accroître auront moins d'impact sur l'économie réelle que lorsque l'accès au crédit est sérieusement restreint, comme en phase de récession. De toute évidence, le marché actions s'est félicité de la perspective d'un assouplissement monétaire supplémentaire (le S&P500 a battu un nouveau record) et le marché immobilier devrait bénéficier de taux d'intérêt encore plus bas.

Cependant, la mise en œuvre d'une politique de détente monétaire dans une économie de plein emploi, visant à se rapprocher de l'objectif d'inflation, pose la question de la stabilité financière. Le rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (BRI), qui vient de paraître, résume parfaitement ce dilemme : « *Le mandat relatif à la stabilité des prix trace les grandes lignes. Il amène naturellement les banques centrales à maintenir une orientation accommodante ou à assouplir davantage leur politique monétaire lorsque l'inflation est inférieure à l'objectif, même lorsque l'économie semble proche de son niveau potentiel estimé* »¹. Mais « *il limite aussi les options de politique monétaire lorsqu'une telle politique pourrait avoir des effets indésirables sur l'aspect financier de l'économie à plus long terme, notamment en encourageant une prise de risques excessive* ».

La dernière Revue de stabilité financière de la BCE ne dit pas autre chose. Même si l'endettement des ménages s'est stabilisé pour la zone euro dans son ensemble, à 58 % du PIB, soit un niveau légèrement inférieur au seuil de surendettement, il reste préoccupant dans certains domaines. De plus, « *dans certains pays, la hausse des prix de l'immobilier, conjuguée à l'augmentation significative des volumes de prêts et/ou à l'endettement des ménages mérite une surveillance plus étroite* », même si les « *mesures de politique macroprudentielle, comme les exigences de fonds propres supplémentaires ou les contrôles de l'assouplissement des conditions d'emprunt, peuvent contribuer à atténuer les risques éventuels pour la stabilité financière au niveau national* »².

En d'autres termes, et dans certains pays ou secteurs tout au moins, des règles macroprudentielles plus strictes pourraient très bien neutraliser l'impact d'une plus grande détente monétaire, et compliquer ainsi la convergence de l'inflation vers l'objectif de la BCE.

William De Vijlder

¹ BRI, Rapport annuel, juin 2019

² BCE, Revue de stabilité financière, mai 2019



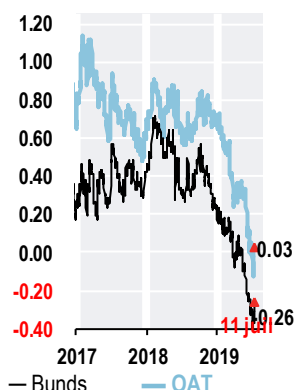
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 5-7-19 au 11-7-19

↘ CAC 40	5 594	▶ 5 552	-0.7 %
↗ S&P 500	2 990	▶ 3 000	+0.3 %
↘ Volatilité (VIX)	13.3	▶ 12.9	-0.4 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.36	▶ -0.36	-0.4 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.31	▶ 2.34	+2.8 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.08	▶ 0.03	+10.2 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.36	▶ -0.26	+9.8 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.04	▶ 2.12	+7.6 pb
↗ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.13	+0.3 %
↗ Or (once, \$)	1 395	▶ 1 411	+1.2 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	64.1	▶ 67.0	+4.6 %

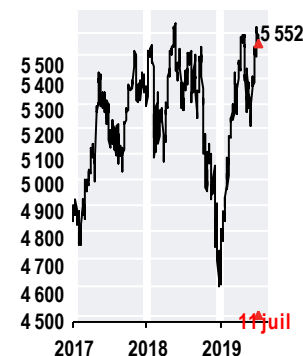
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19		+bas 19	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.37	-0.25	le 07/06	-0.38 le 19/06
Euribor 3m	-0.36	-0.31	le 24/01	-0.36 le 11/07
Euribor 12m	-0.28	-0.11	le 06/02	-0.28 le 11/07
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.34	2.81	le 01/01	2.29 le 03/07
Libor 12m	2.29	3.04	le 21/01	2.15 le 25/06
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.93	le 29/01	0.76 le 03/07
Libor 12m	0.91	1.19	le 11/01	0.87 le 04/07

Au 11-7-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.00	0.68	le 09/01	-0.05 le 05/07
Bund 2a	-0.73	-0.53	le 05/03	-0.76 le 18/06
Bund 10a	-0.26	0.25	le 01/01	-0.40 le 04/07
OAT 10a	0.03	0.73	le 08/01	-0.13 le 04/07
Corp. BBB	0.97	2.15	le 08/01	0.92 le 04/07
\$ Treas. 2a	1.85	2.62	le 18/01	1.73 le 20/06
Treas. 10a	2.12	2.78	le 18/01	1.95 le 03/07
Corp. BBB	3.62	4.65	le 01/01	3.48 le 03/07
£ Treas. 2a	0.61	0.83	le 27/02	0.49 le 03/07
Treas. 10a	0.84	1.35	le 18/01	0.67 le 04/07

Au 11-7-19

Rendements 10a € et spreads

3.06%	Grèce	331 pb
1.72%	Italie	197 pb
0.57%	Portugal	83 pb
0.43%	Espagne	68 pb
0.10%	Belgique	35 pb
0.03%	France	28 pb
-0.01%	Autriche	25 pb
-0.10%	Finlande	16 pb
-0.10%	P-Bas	16 pb
-0.11%	Irlande	15 pb
-0.26%	Allemagne	

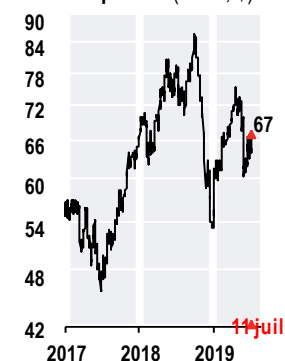
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	67.0	53.1	le 01/01 +28.1%
Or (once)	1 411	1 268	le 02/05 +11.9%
Métaux, LME	2 814	2 730	le 03/01 +2.1%
Cuivre (tonne)	5 948	5 714	le 03/01 +1.6%
CRB Aliments	348	324	le 07/03 +9.1%
Blé (tonne)	191	167	le 10/05 -1.4%
Maïs (tonne)	176	128	le 24/04 +31.5%

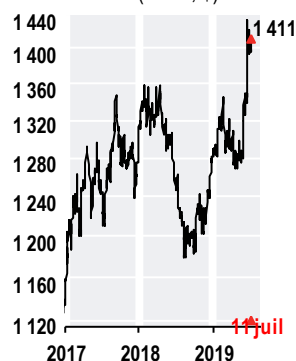
Au 11-7-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.11	le 30/05 -1.6%
GBP	0.90	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03 +0.0%
CHF	1.11	1.14	le 23/04	1.11	le 24/06 -1.2%
JPY	121.91	127.43	le 01/03	120.99	le 31/05 -2.8%
AUD	1.61	1.64	le 17/06	1.57	le 18/04 -0.7%
CNY	7.73	7.87	le 09/01	7.51	le 25/04 -1.5%
BRL	4.23	4.59	le 20/05	4.18	le 31/01 -4.6%
RUB	70.78	79.30	le 01/01	70.78	le 11/07 -10.7%
INR	77.05	82.00	le 04/02	76.78	le 05/07 -3.5%

Au 11-7-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 552	5 621	le 04/07	4 611	le 03/01	+17.4%	+17.4%
S&P500	3 000	3 000	le 11/07	2 448	le 03/01	+19.7%	+21.6%
DAX	12 332	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+16.8%	+16.8%
Nikkei	21 644	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+8.1%	+11.3%
Chine*	78	86	le 09/04	68	le 03/01	+10.5%	+12.3%
Inde*	590	612	le 03/06	530	le 19/02	+3.7%	+7.4%
Brésil*	2 353	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+17.3%	+23.0%
Russie*	740	747	le 04/07	572	le 01/01	+18.8%	+31.4%

Au 11-7-19

Variations

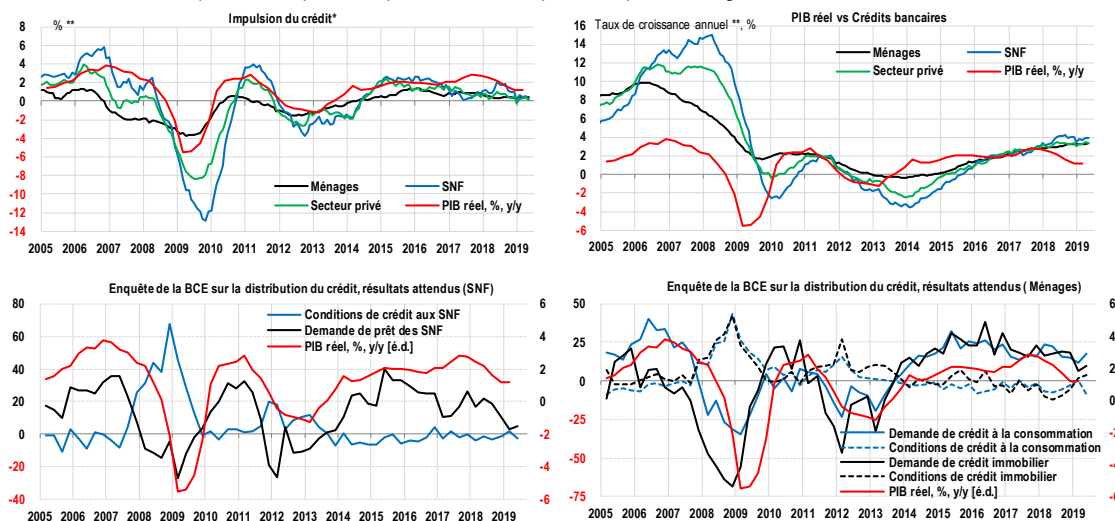
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : impulsion du crédit

L'impulsion du crédit dans la zone euro s'est très légèrement redressée en mai 2019 pour les ménages tandis qu'elle a reculé pour les sociétés non financières. La croissance annuelle de l'encours de crédits au secteur privé non financier demeure stable, aux alentours de 3,3%. Les données d'enquête suggèrent une progression de la demande de crédits au T3 2019 pour l'ensemble des catégories de prêts, à la faveur de conditions de financement réassouplies, sauf pour les prêts à l'habitat pour lesquels un léger resserrement des conditions est attendu.



*L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM ** corrigés des titrisations

Sources: BCE, Enquête de la BCE sur la distribution du crédit, Calculs BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine, nous regarderons avec attention le chiffre du PIB chinois du 2e trimestre compte tenu des nouveaux signes de ralentissement dans les données récentes. Aux Etats-Unis, plusieurs enquêtes régionales seront publiées dont celles d'Empire State et de Philadelphie, ainsi que le sentiment de l'université du Michigan qui donneront un premier aperçu de la situation en juillet. Nous aurons aussi plusieurs données relatives au marché immobilier américain (indice NAHB, permis, nouveaux chantiers), aux ventes de détail et à l'activité industrielle. Elles nous éclaireront sur l'économie américaine en juin. Le Livre beige de la Réserve fédérale sera à ce propos particulièrement intéressant, avec notamment le sentiment des chefs d'entreprise concernant l'impact des hausses de droits de douane et l'incertitude que cela génère. Enfin, nous connaissons les chiffres du commerce, de l'inflation et des nouvelles immatriculations dans la zone euro.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
07/15/2019	Chine	PIB t/t	2T	1,5%	1,4%
07/15/2019	Etats-Unis	Empire Manufacturing	juillet	--	-8,6
07/16/2019	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	mai	--	3,8%
07/16/2019	Zone euro	Balance commerciale	mai	--	1,53e+10
07/16/2019	Zone euro	Balance commerciale (NSA)	mai	--	1,57e+10
07/16/2019	Etats-Unis	Ventes au détail (Control Group)	juin	--	0,5%
07/16/2019	Etats-Unis	Production industrielle m/m	juin	0,2%	0,4%
07/16/2019	Etats-Unis	Utilisation des capacités	juin	78,1%	78,1%
07/16/2019	Etats-Unis	Marché immobilier (NAHB)	juillet	--	64
07/17/2019	Zone euro	Nouvelles immatriculations EU27	juin	--	0,1%
07/17/2019	Royaume-Uni	IPC m/m	juin	--	0,3%
07/17/2019	Zone euro	IPC m/m	juin	--	0,1%
07/17/2019	Etats-Unis	Demandes de prêts hypothécaires (MBA)	12 Juillet	--	--
07/17/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers	juin	1,26e+06	1,269e+06
07/17/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	juin	-0,7%	-0,9%
07/17/2019	Etats-Unis	Permis de construire	juin	1,3e+06	1,294e+06
07/17/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	juin	0,1%	0,3%
07/17/2019	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale américaine			
07/18/2019	Japon	Balance commerciale	juin	--	-9,671e+11
07/18/2019	Royaume-Uni	Ventes au détail hors voitures et essence m/m	juin	--	-0,3%
07/18/2019	Royaume-Uni	Ventes au détail y compris voitures et essence m/m	juin	--	-0,5%
07/18/2019	Etats-Unis	Perspectives de la Réserve fédérale de Philadelphie	juillet	--	0,3
07/18/2019	Etats-Unis	Indicateur avancé	juin	--	0,0%
07/19/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'université du Michigan	juillet	--	98,2

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

Le rebond de la croissance en début d'année 2019 est en partie lié à des facteurs temporaires (stocks), alors que la demande intérieure privée s'assagit. Le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises, tandis que la hausse du dollar en 2018 et la montée des tensions commerciales pèseront sur les exportations. L'inflation sous-jacente reste sous contrôle.

Le message plus prudent du président de la Fed nous incite désormais à anticiper une baisse du taux des fonds fédéraux au troisième trimestre. Les « fed funds » s'établiraient alors dans une fourchette de 1.75%-2.0%.

CHINE

La croissance économique continue de ralentir. Après une légère amélioration en mars, l'activité a de nouveau faibli et la récente aggravation des tensions avec les Etats-Unis vient encore assombrir les perspectives d'exportations.

La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait rester une priorité. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient.

A court terme, l'affaiblissement des exportations et de l'investissement privé devrait se poursuivre. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

ZONE EURO

Malgré une croissance plus dynamique qu'attendu au T1 2019, le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités et l'activité dans le secteur manufacturier reste dégradée.

L'inflation diminue 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 » sera plus lente qu'initialement prévu.

La politique monétaire reste prudente et proactive, la BCE ayant annoncé le lancement de nouvelles vagues de prêts à long terme (TLTRO) pour les banques.

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, la Réserve fédérale devrait baisser deux fois ses taux au 2e semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible et du niveau élevé de l'incertitude. Les marchés obligataires anticipent déjà la réduction des taux d'intérêt. De ce fait, la baisse du rendement des *Treasuries* à 10 ans devrait rester modérée.

Les taux officiels de la BCE ne devraient pas changer en 2019 et 2020 en raison de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance et de l'inflation sous-jacente faible. Nous prévoyons une hausse marginale du taux à 10 ans du Bund qui terminerait 2019 à 0,00% et 2020 à 0,15%.

Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.

L'euro devrait se renforcer face au dollar US, ce dernier étant trop cher par rapport à sa valeur d'équilibre et la Réserve fédérale étant en phase d'assouplissement monétaire.

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
Avancés	2,2	1,8	1,3	2,0	1,6	1,6
États-Unis	2,9	2,7	1,8	2,4	2,1	2,0
Japon	0,8	0,6	0,2	1,0	0,6	0,5
Royaume-Uni	1,4	1,3	1,4	2,5	1,9	1,9
Zone euro	1,9	1,1	1,0	1,8	1,3	1,3
Allemagne	1,4	0,6	1,0	1,9	1,5	1,5
France	1,7	1,3	1,2	2,1	1,4	1,5
Italie	0,7	0,3	0,2	1,3	0,9	0,9
Espagne	2,6	2,2	1,9	1,7	1,0	1,2
Emergents	4,5	4,2	4,7	4,7	4,8	4,3
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	2,2	2,6
Inde*	7,0	7,4	7,6	3,4	3,5	4,2
Brésil	1,1	0,8	2,5	3,7	3,9	3,9
Russie	2,3	1,5	1,7	2,9	5,1	4,1

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				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,00	2,00	2,50	2,00	1,75
Libor 3m \$	2,60	2,45	2,00	2,00	2,81	2,00	1,80
Treas. 10a	2,42	2,10	1,95	1,90	2,69	1,90	2,25
Z. Eurc Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
Bund 10a	-0,07	-0,05	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
OAT 10a	0,26	0,30	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
R-Uni Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
USD EUR / USD	1,12	1,13	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
USD / JPY	110,7	108,0	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
USD / CHF	1,00	1,01	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
EUR EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
EUR / JPY	124	122	122	122	125	122	119

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

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

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

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

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

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

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre 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 - 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>

ET

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change