

# ECOWEEK

No. 19-34, 20 septembre 2019

## Fed & BCE : deux approches divergentes de la politique monétaire

■ La Réserve fédérale américaine et la BCE adoptent des positions très différentes : la Fed dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire et elle est plus proche de ses objectifs. L'institution de Francfort, en revanche, n'a qu'une marge limitée alors qu'elle doit faire face à une inflation inférieure à son objectif avec le risque que l'écart se creuse au lieu de se résorber ■ Ces différences ont conduit à des approches divergentes concernant la conduite de la politique monétaire et la communication en la matière. La Fed dépend des chiffres économiques à court terme et, à l'exception des projections des membres du FOMC, elle ne donne pas de *guidance*. La BCE est indifférente aux données et centre sa communication autour d'une *forward guidance* liée à l'état de l'économie : le resserrement interviendra uniquement si la cible d'inflation est atteinte ■ L'orientation de la BCE réduit la sensibilité des marchés financiers aux surprises liées aux données tandis que celle de la Fed l'augmente. Il existe donc un risque de hausse de la volatilité aux Etats-Unis, mais également à l'étranger, du fait des effets de contagion internationaux.

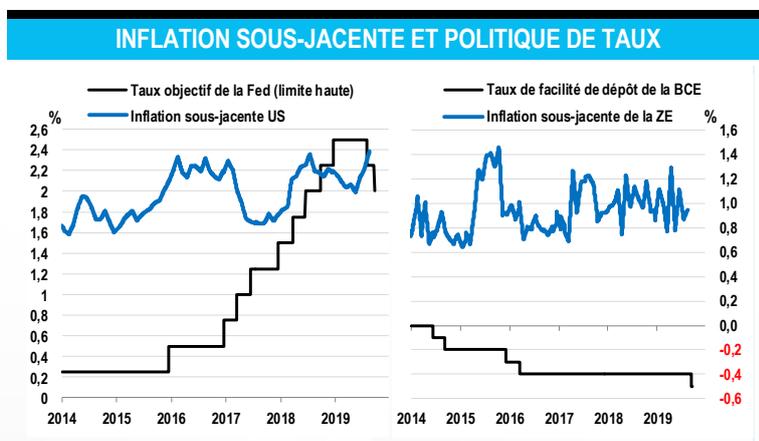
Les décisions récentes de la BCE et de la Réserve fédérale américaine présentent certains points communs. Les deux banques centrales ont décidé d'assouplir leur politique et, dans les deux cas, cette décision a eu ses détracteurs<sup>1</sup>.

Dans leur évaluation des perspectives économiques elles ont, toutes deux, mis l'accent sur l'environnement international. Les révisions à la baisse des projections relatives à la croissance du PIB réel en 2020, établies par les services de la BCE, sont dans une large mesure dictées par une plus grande morosité de la croissance des exportations. Le communiqué de presse du FOMC indique, quant à lui, que la décision d'assouplissement de la politique monétaire a été prise « à la lumière des conséquences des évolutions mondiales sur les perspectives économiques mais aussi en raison de la faiblesse des tensions inflationnistes ».

L'inflation figurait aussi en bonne place dans la déclaration introductive de la conférence de presse de Mario Draghi, selon lequel la décision de rendre la politique monétaire encore plus accommodante est due à « l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à nos objectifs ». Mais il existe aussi de grandes différences entre les deux banques centrales : les projections médianes des membres du FOMC pour 2020, relatives à la croissance et à l'inflation, sont restées stables par rapport au communiqué du mois de juin, tandis que les nouvelles projections établies par les services de la BCE mettent en évidence un ralentissement de la croissance et un repli de l'inflation l'année prochaine. Autres différences marquantes : le niveau actuel de la croissance, celui de l'inflation et des taux directeurs sont tous trois supérieurs aux Etats-Unis.

Ces différences ont conduit à une importante divergence concernant la conduite de la politique monétaire et la communication dans ce domaine.

.../...



Source : Réserve fédérale, BCE, Datastream, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 6

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco  
WEEK

La banque  
d'un monde  
qui change

En théorie différents choix de politique monétaire peuvent être envisagés : des décisions sur les taux d'intérêt indépendantes des données économiques à court terme, des décisions dépendantes des données, une *forward guidance* liée à l'état de l'économie ou basée sur le calendrier<sup>1</sup>. Le choix se fera dans une large mesure en fonction de la marge de manœuvre disponible (une marge suffisante pour baisser les taux si nécessaire ?) et de l'écart par rapport à l'objectif (en cas de ciblage d'inflation, quel est l'écart entre l'inflation observée et l'objectif de la banque centrale ?).

Prenons le cas d'une économie qui entre en récession avec des taux d'intérêt relativement élevés et une inflation en baisse, inférieure à la cible. Les taux d'intérêt seront dans ce cas rapidement diminués et la banque centrale sera indifférente aux flux de données, tout au moins jusqu'à ce qu'elle constate que l'assouplissement de sa politique commence à avoir l'effet recherché sur la croissance et l'inflation. Au fur et à mesure du redressement de la croissance, les marchés vont commencer à anticiper une normalisation de la politique monétaire. Cela peut entraîner un resserrement prématuré des conditions financières (hausse des rendements obligataires). La *forward guidance* basée sur le calendrier peut être un moyen de contrôler la courbe des taux. Si la variable cible est proche de l'objectif de l'autorité monétaire, cette dernière sera probablement très centrée sur les données, que la marge de manœuvre de la politique monétaire soit élevée ou non : une série de données robustes ou faibles peut pousser la variable cible au-delà de l'objectif ou l'en écarter. Telle est la situation dans laquelle se trouve actuellement la Réserve fédérale : la croissance reste satisfaisante, malgré des risques à la baisse, et l'inflation, quoique modérée, n'est pas trop basse.

Pour sa part, la BCE est confrontée à une marge de manœuvre limitée (le taux de dépôt est déjà nettement en territoire négatif et le

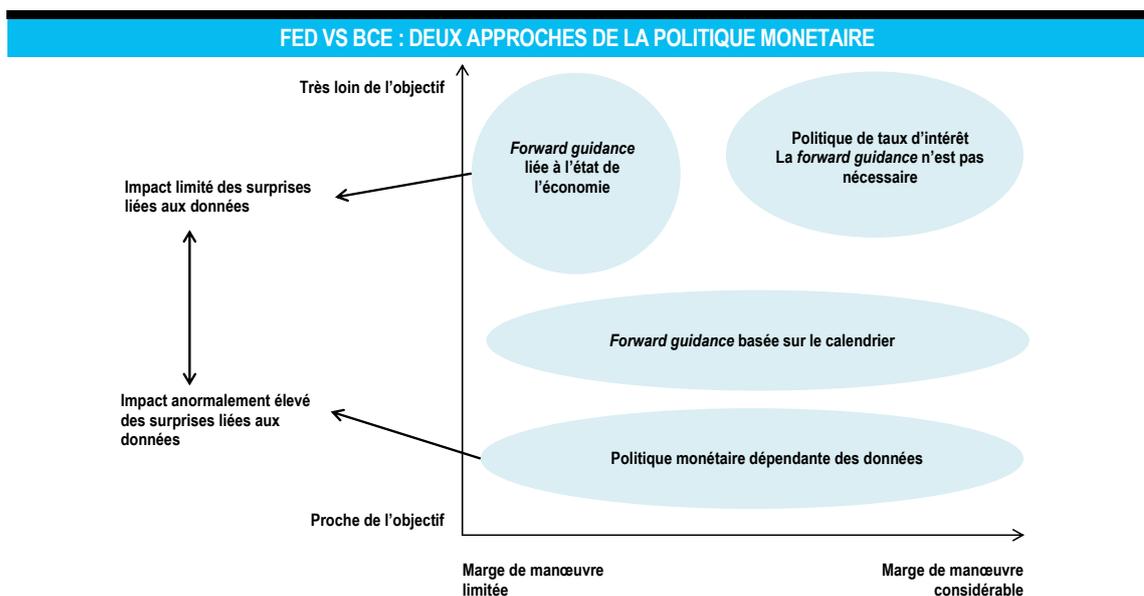
marché s'interroge sur les limites de ses capacités de rachat d'actifs dans le cadre de l'assouplissement quantitatif), tandis que l'inflation est bien inférieure à l'objectif et va très probablement se maintenir à ce niveau, tout au moins à court terme. Une *forward guidance* liée à l'état de l'économie devient dès lors une stratégie de dernier recours. Elle offre l'avantage de repousser la date du premier relèvement des taux dans un avenir lointain et de créer des anticipations selon lesquelles les rachats d'actifs seront poursuivis pendant une longue période, la BCE ayant déclaré qu'ils prendraient fin peu de temps avant qu'elle commence à relever les taux. Cela permet une visibilité sur les conditions de financement à long terme et soutient ainsi la demande de crédit et les dépenses.

Dans ce cadre, il est clair que la Réserve fédérale et la BCE sont dans des positions très différentes et, par conséquent, adoptent des approches très divergentes. La Fed a déclaré que ses décisions dépendent des chiffres économiques, de sorte qu'il n'y a quasiment pas de *guidance* (à l'exception des projections des membres du FOMC). La BCE est, quant à elle, indépendante à l'égard des données : la politique monétaire est entièrement construite autour de la *forward guidance*, l'écart entre l'inflation observée et l'inflation cible étant le facteur déterminant. Une telle politique devrait réduire la sensibilité des marchés financiers de la zone euro aux surprises liées aux données ; en effet, ces dernières n'influenceront pas l'orientation de la politique monétaire européenne aussi longtemps que l'inflation demeurera trop faible par rapport à l'objectif de la banque centrale. Aux Etats-Unis, en revanche, le choix d'une politique dépendante des données devrait accroître la sensibilité des cours du marché aux chiffres économiques, entraînant une hausse de la volatilité. Cela devrait entraîner des effets de contagion au niveau international, via les marchés des changes, les marchés obligataires et les marchés actions.

William De Vijlder

<sup>1</sup> S'agissant de la BCE, le désaccord a porté sur le retour au programme de rachats d'actifs. Concernant le FOMC, certains membres se sont opposés à la baisse des taux tandis qu'un autre était partisan d'une détente plus prononcée.

<sup>2</sup> En adoptant une *forward guidance* liée à l'état de l'économie, la banque centrale s'engage à maintenir sa politique tant que sa cible d'inflation n'est pas atteinte ou que certaines variables clés n'ont pas atteint un certain niveau (ex. taux de chômage). Avec une *forward guidance* basée sur le calendrier, elle s'engage à maintenir sa politique jusqu'à une certaine date.



# Revue des marchés

## L'essentiel

Semaine du 13-9-19 au 19-9-19

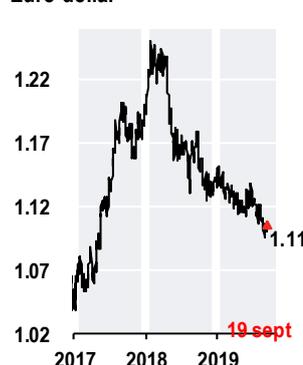
↗ CAC 40	5 655	▶ 5 659	+0.1 %
↘ S&P 500	3 007	▶ 3 007	-0.0 %
↗ Volatilité (VIX)	13.7	▶ 14.1	+0.3 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.40	▶ -0.40	+0.4 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2.14	▶ 2.16	+1.6 pb
↘ OAT 10a (%)	-0.17	▶ -0.21	-4.1 pb
↘ Bund 10a (%)	-0.45	▶ -0.51	-5.2 pb
↘ US Tr. 10a (%)	1.90	▶ 1.77	-12.6 pb
↘ Euro vs dollar	1.11	▶ 1.11	-0.2 %
↗ Or (once, \$)	1 493	▶ 1 500	+0.5 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	60.3	▶ 64.5	+6.8 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund



— Bunds — OAT

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	-0.46	-0.25	le 07/06	-0.46 le 18/09
Euribor 3m	-0.40	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.30	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.00	2.50	le 01/01	2.00 le 19/09
Libor 3m	2.16	2.81	le 01/01	2.10 le 05/09
Libor 12m	2.06	3.04	le 21/01	1.89 le 05/09
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.94	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 19-9-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.20	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.71	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.51	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.21	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.83	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.74	2.62	le 18/01	1.44 le 04/09
Treas. 10a	1.77	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.36	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.51	0.83	le 27/02	0.32 le 03/09
Treas. 10a	0.56	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 19-9-19

Rendements 10a € et spreads

1.86%	Grèce	236 pb
0.90%	Italie	140 pb
0.27%	Portugal	77 pb
0.27%	Espagne	77 pb
-0.17%	Belgique	33 pb
-0.21%	France	29 pb
-0.21%	Irlande	29 pb
-0.24%	Finlande	26 pb
-0.25%	Autriche	25 pb
-0.36%	P-Bas	14 pb
-0.51%	Allemagne	

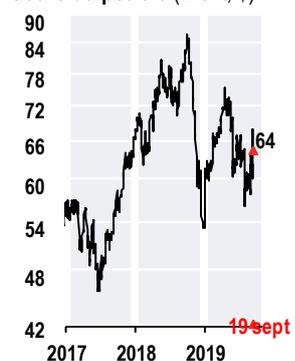
## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	64.5	53.1	le 01/01	+25.4%
Or (once)	1 500	1 268	le 02/05	+21.1%
Métaux, LME	2 812	2 718	le 07/08	+3.8%
Cuivre (tonne)	5 762	5 585	le 03/09	+0.1%
CRB Aliments	318	312	le 11/09	+1.3%
Blé (tonne)	180	166	le 30/08	-5.5%
Maïs (tonne)	142	128	le 24/04	+7.9%

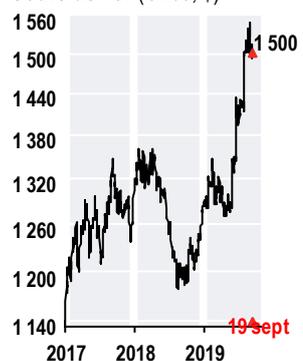
Au 19-9-19

Variations

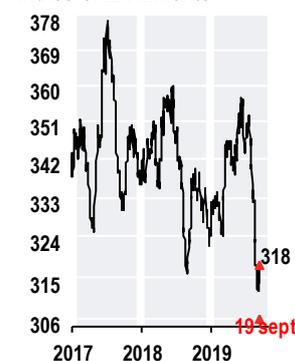
Cours du pétrole (Brent, \$)



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	1.10	le 03/09	-3.3%
GBP	0.89	0.93	le 12/08	0.85	le 14/03	-1.4%
CHF	1.10	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-2.6%
JPY	119.46	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-4.8%
AUD	1.63	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	+0.1%
CNY	7.85	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	+0.0%
BRL	4.58	4.63	le 27/08	4.18	le 31/01	+3.3%
RUB	70.62	79.30	le 01/01	70.26	le 24/07	-11.0%
INR	78.86	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-1.2%

Au 19-9-19

Variations

## Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019		2019(€)	
CAC 40	5 659	5 659	le 19/09	4 611	le 03/01	+19.6%	+19.6%		
S&P500	3 007	3 026	le 26/07	2 448	le 03/01	+19.9%	+24.0%		
DAX	12 458	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+18.0%	+18.0%		
Nikkei	22 044	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+10.1%	+15.6%		
Chine*	77	86	le 09/04	68	le 03/01	+9.7%	+13.2%		
Inde*	530	612	le 03/06	526	le 22/08	-2.9%	-1.8%		
Brésil*	2 112	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+16.0%	+12.3%		
Russie*	725	747	le 04/07	572	le 01/01	+18.0%	+31.1%		

Au 19-9-19

Variations

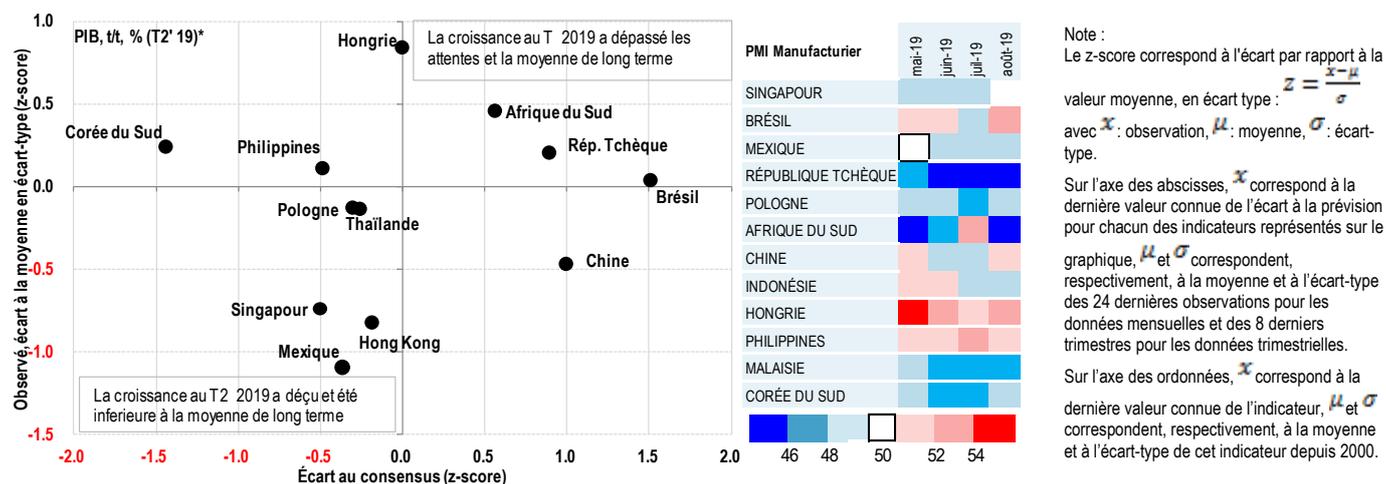
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Mexique : la croissance ralentit

Après avoir progressé de 1,2% en g.a. au T1, le PIB mexicain a reculé de 0,7% au T2. Le manque de dynamisme de la croissance américaine pénalisant le secteur exportateur mexicain et le ralentissement marqué de l'investissement (domestique et étranger), lié au manque de confiance des investisseurs, sont les principaux facteurs du ralentissement de l'activité. Pour ces mêmes raisons, les risques restent orientés à la baisse pour les trimestres à venir.



### Indicateurs à suivre

Une semaine à venir riche en informations va nous permettre de prendre la température de l'économie en septembre : indicateurs flash PMI de plusieurs pays, indice de confiance des consommateurs en Allemagne, en France et au Royaume-Uni, confiance des entreprises en France et en Allemagne. Les Fed de Richmond et de Kansas City publieront leurs indicateurs d'activité. La Commission européenne dévoilera son indice de confiance économique et ses composantes. Nous connaissons également le sentiment économique de l'Université du Michigan, les perspectives d'évolution du commerce mondial du CPB et pourrons lire le nouveau bulletin économique de la BCE.

Date	Pays/Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
23/09/2019	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	51,9
23/09/2019	France	PMI composite (Markit)	Sept.	52,5	52,9
23/09/2019	Allemagne	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	44,5	43,5
23/09/2019	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	52,0	51,9
23/09/2019	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	50,7
24/09/2019	Japon	Indice principal (CI)	Juil.	--	93,6
24/09/2019	France	Confiance des entreprises	Sept.	105	105
24/09/2019	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Sept.	94,1	94,3
24/09/2019	Etats-Unis	Indice manufacturier (Richmond Fed)	Sept.	--	71,6535
24/09/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf.Board)	Sept.	133,8	135,1
25/09/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	9,6	9,7
25/09/2019	France	Confiance des consommateurs	Sept.	--	102
25/09/2019	Zone euro	Perspectives de l'évolution du commerce mondial (CPB)			
25/09/2019	Etats-Unis	Ventes de logements neufs	Août	651000	635000
26/09/2019	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
26/09/2019	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	2T	2,0%	2,0%
26/09/2019	Etats-Unis	Anticipation de la balance commerciale des biens	Août	-7,35e+10	-7,23e+10
26/09/2019	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed de Kansas City)	Sept.	--	-6
27/09/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Sept.	--	-14
27/09/2019	France	Dépenses personnelles m/m	Août	--	0,4%
27/09/2019	France	ICP harmonisé m/m	Sept.	--	0,5%
27/09/2019	Zone euro	Confiance économique	Sept.	103,0	103,1
27/09/2019	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	0,0%	0,2%
27/09/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	92,2	92,0

Source : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance ralentit, une tendance qui devrait s'installer dans le temps. En cause : l'investissement des entreprises (ralentissement de la croissance des bénéfices, incertitude) et le logement (baisse de l'accessibilité à la propriété). La consommation privée, en revanche, devrait mieux résister. A cela s'ajoute le conflit commercial avec la Chine. L'inflation est attendue en baisse en raison d'un manque de dynamisme de la croissance et de la baisse des prix du pétrole.
- Nous anticipons une baisse supplémentaire du taux des fonds fédéraux cette année, de 25 bp, et deux autres en 2020.

### CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et nos prévisions ont été revues à la baisse par rapport au début de l'été. L'activité industrielle et les exportations sont durement 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 restent prudentes. 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

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement de l'économie chinoise. L'activité dans le secteur manufacturier reste très dégradée tandis que les services continuent de montrer des signes de résilience.
- 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.
- En juillet, le message de la réunion du Conseil des gouverneurs a été clair : avec une inflation attendue en dessous de l'objectif, un assouplissement supplémentaire est nécessaire. Une décision dans ce sens devrait être prise le 12 septembre prochain.
- Dans la perspective d'une inflation modérée, le Conseil des gouverneurs a assoupli sa politique lors de la réunion du 12 septembre. Cet environnement particulièrement accommodant sera maintenu tant que l'inflation n'aura pas convergé suffisamment, 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, la Réserve fédérale devrait baisser son taux officiel au mois de décembre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation modérée et du niveau élevé de l'incertitude ; en outre, deux autres baisses sont attendues en 2020. Les rendements des *Treasuries* devraient baisser dans les prochains mois ; ils pourraient toutefois remonter courant 2020 par anticipation d'une reprise de la croissance.
- Dans la zone euro, l'environnement très accommodant se maintiendra durablement en raison de la *forward guidance* de la BCE liée à l'état de l'économie et la faiblesse de l'inflation. Cela exercera une pression à la baisse sur les rendements obligataires.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- Compte tenu de la perspective de baisses de taux par la Fed et de la politique très accommodante de la BCE, la parité EUR/USD devrait peu évoluer même si la valeur juste de l'euro est supérieure à sa valeur actuelle. Le yen devrait se renforcer en raison de la stabilité de la politique de la Banque du Japon et de la forte volatilité des marchés.

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

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
	T1	T2	T3e	T4e			
<b>Fin de période</b>							
<b>E-Unis</b> Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,75	2,50	1,75	1,25
Libor 3m \$	2,60	2,32	1,90	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,35	1,00	2,69	1,00	1,50
<b>Z. euro</b> Taux de dépôt	<b>-0,40</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,60</b>
Euribor 3M	-0,31	-0,35	-0,50	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,50	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,20	-0,55	0,71	-0,55	-0,30
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gilt 10a	1,00	0,84	0,75	0,55	1,27	0,55	0,75
<b>Japon</b> Taux BoJ	<b>-0,06</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,30	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3e	T4e			
<b>Fin de période</b>							
<b>USD</b> EUR / USD	1,12	1,14	1,10	1,11	1,14	1,11	1,14
USD / JPY	111	108	105	102	110	102	96
GBP / USD	1,30	1,27	1,20	1,23	1,27	1,23	1,36
USD / CHF	1,00	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00
<b>EUR</b> EUR / GBP	0,85	0,89	0,92	0,90	0,90	0,90	0,84
EUR / CHF	1,12	1,11	1,09	1,10	1,13	1,10	1,14
EUR / JPY	124	123	116	113	125	113	109

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)

**Catherine Stephan**

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

+33 1 55 77 71 89    [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto: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](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

+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)

**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77    [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@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 détener 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 rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS  
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

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

La banque  
d'un monde  
qui change