

ECOWEEK

N°19-43, 22 novembre 2019

Zone euro : quel rôle jouent les stabilisateurs fiscaux automatiques ?

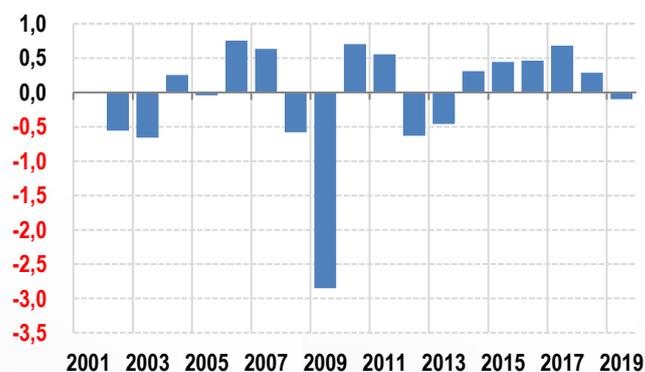
■ Les stabilisateurs fiscaux automatiques contribuent à amortir l'impact des chocs économiques sur le PIB par le biais de la variation des recettes publiques (dus à la progressivité de l'impôt) et des dépenses sociales (assurance chômage) ■ L'efficacité de ces stabilisateurs présente d'autant plus d'intérêt que la marge de manœuvre de la politique monétaire est limitée ■ Une étude de la Commission européenne confirme que, dans une certaine mesure, les stabilisateurs automatiques atténuent l'impact des chocs négatifs sur le PIB ■ Cet effet est-il suffisant ? Cela reste à vérifier. Ces questions justifient un débat sur le rôle des politiques budgétaires discrétionnaires en cas de récession.

La panique que vous pourriez éprouver lorsque votre véhicule est sur le point de quitter la route sera moindre si vous savez qu'il est équipé d'airbags. De même, la présence de stabilisateurs fiscaux automatiques devrait renforcer la confiance des agents économiques lorsque l'économie entre en récession. Compte tenu de la progressivité de l'impôt, la baisse du revenu des ménages est moins importante après impôt lorsque les prestations sociales (assurance chômage) augmentent avec la hausse du chômage. Ces prestations limitent, à leur tour, l'impact du chômage sur le revenu et les dépenses des ménages.

Jusque-là rien de nouveau, mais dans quelle mesure cette théorie se vérifie-t-elle dans la pratique ? L'effet d'atténuation est-il suffisant ? Après la dernière décision de la BCE d'assouplir sa politique et le sentiment partagé que la marge de manœuvre monétaire pour soutenir la croissance est désormais bien mince, ces questions s'imposent. De plus, lors de sa conférence de presse du mois de septembre, Mario Draghi a plaidé pour que la politique budgétaire des pays prenne le relais afin de stimuler la croissance, et ainsi aider la banque centrale à atteindre son objectif d'inflation. La troisième raison de ce regain d'intérêt est le débat autour d'un budget européen visant à soutenir la croissance à long terme ou à servir d'outil centralisé de stabilisation conjoncturelle. L'ampleur des stabilisateurs fiscaux automatiques peut être calculée sur la base des variations de la composante cyclique du solde budgétaire. Cela correspond à la différence entre le solde budgétaire total et le déficit (ou l'excédent) corrigé des variations cycliques.

.../...

ZONE EURO : LES STABILISATEURS FISCAUX AUTOMATIQUES



Source : Ameco, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

Dans une étude récenteⁱ, la Commission européenne montre qu'un choc positif de 1 % sur le PIB est pour moitié absorbé par les stabilisateurs automatiques, principalement parce que les dépenses publiques varient moins que le PIB. Cependant, une question fondamentale se pose : quelle différence la prise en compte des effets de second tour entraîne-t-elle pour l'évolution des dépenses et du PIB ? Une analyse comparative précédemment publiée par la Commission européenneⁱⁱ apporte un éclairage sur la question. Les auteurs simulent un choc d'une taille équivalente, en termes de contraction du PIB, à la Grande récession, et comparent les conséquences à moyen terme avec et sans stabilisateurs automatiquesⁱⁱⁱ. Ils en concluent que le degré de stabilisation est assez significatif : « Nos résultats indiquent que les stabilisateurs automatiques pourraient avoir atténué 13 % du repli du PIB dans la zone euro par rapport à un budget de référence avec des niveaux fixes de recettes et de dépenses ». L'effet est encore plus important (27 %) par rapport à une situation dans laquelle les recettes fiscales et les dépenses publiques restent constantes en pourcentage du PIB.

Même s'il est loin d'être négligeable, on peut se demander si cet effet amortisseur est suffisant. La réaction des ménages et des entreprises aux chocs sur les revenus et les bénéfices dépend, entre autres facteurs, de leur appréciation de la durée de l'impact. Plus la réponse politique sera forte, plus les agents économiques auront le sentiment que la baisse des revenus ou des bénéfices sera de courte durée. C'est cette approche « shock and awe »^{iv} que la BCE a adoptée en annonçant en septembre un train complet de mesures d'assouplissement : plusieurs décisions de portée limitée, annoncées conjointement, sont censées avoir un effet plus important que si elles avaient été introduites successivement. Pour revenir à la politique budgétaire, cela pose plusieurs questions. Les ménages sont-ils suffisamment conscients de l'existence et du possible impact des stabilisateurs fiscaux ? Compte tenu de la nature automatique des stabilisateurs, l'absence d'effet d'annonce, comme en cas d'impulsion budgétaire discrétionnaire, réduit-elle leur efficacité pour soutenir la confiance ? Les agents économiques intègrent-ils dans leurs décisions aujourd'hui l'impact cumulé attendu des stabilisateurs automatiques ? Ces questions méritent un débat dans la zone euro sur le rôle des politiques budgétaires discrétionnaires, en complément des stabilisateurs automatiques, en cas de récession : qui fait quoi, combien et à quelle vitesse ?

William De Vijlder

ⁱ *Automatic fiscal stabilisers in the EU: size & effectiveness*, European Commission, European Economy, Economic Brief 045, mai 2019

ⁱⁱ *Automatic fiscal stabilisers: What they are and what they do*, European Commission, European Economy, Economic Papers 452, avril 2012

ⁱⁱⁱ La « neutralisation » des stabilisateurs est simulée de deux manières différentes. Dans un cas, la baisse « automatique » des recettes fiscales et la hausse des dépenses publiques sont neutralisées par des mesures budgétaires qui maintiennent les recettes et les dépenses à leur niveau antérieur à la récession. Dans un deuxième scénario, les impôts rapportés au PIB et les dépenses publiques restent constants en pourcentage du PIB et maintenus à leur niveau antérieur à la récession.

^{iv} « choc et stupeur » : doctrine militaire basée sur l'écrasement de l'ennemi par l'utilisation d'une très grande puissance de feu



Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 15-11-19 au 21-11-19

➤ CAC 40	5 939	▶ 5 881	-1.0 %
➤ S&P 500	3 120	▶ 3 104	-0.5 %
↗ Volatilité (VIX)	12.1	▶ 13.1	+1.1 pb
➤ Euribor 3m (%)	-0.40	▶ -0.41	-0.4 pb
➤ Libor \$ 3m (%)	1.90	▶ 1.90	-0.4 pb
➤ OAT 10a (%)	-0.06	▶ -0.06	+0.0 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.33	▶ -0.32	+1.0 pb
➤ US Tr. 10a (%)	1.84	▶ 1.78	-6.0 pb
↗ Euro vs dollar	1.11	▶ 1.11	+0.2 %
↗ Or (once, \$)	1 467	▶ 1 468	+0.1 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	63.4	▶ 63.4	+0.1 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund

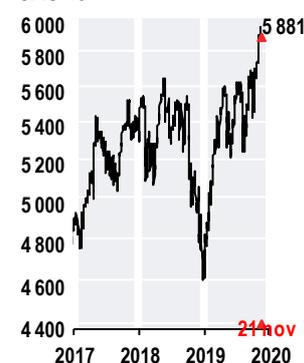


— Bunds — OAT

Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19	+bas 19
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01
Eonia	-0.43	-0.25 le 07/06
Euribor 3m	-0.41	-0.31 le 24/01
Euribor 12m	-0.28	-0.11 le 06/02
\$ FED	1.75	2.50 le 01/01
Libor 3m	1.90	2.81 le 01/01
Libor 12m	1.91	3.04 le 21/01
£ Bque Angl	0.75	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.80	0.93 le 29/01
Libor 12m	0.96	1.19 le 11/01

Au 21-11-19

Rendements (%)	+haut 19	+bas 19
€ Moy. 5-7a	0.00	0.68 le 09/01
Bund 2a	-0.62	-0.53 le 05/03
Bund 10a	-0.32	0.25 le 01/01
OAT 10a	-0.06	0.73 le 08/01
Corp. BBB	0.96	2.15 le 08/01
\$ Treas. 2a	1.61	2.62 le 18/01
Treas. 10a	1.78	2.78 le 18/01
Corp. BBB	3.27	4.65 le 01/01
£ Treas. 2a	0.56	0.83 le 27/02
Treas. 10a	0.76	1.35 le 18/01

Au 21-11-19

Rendements 10a € et spreads

1.97%	Grèce	228 pb
1.18%	Italie	150 pb
0.46%	Espagne	78 pb
0.43%	Portugal	75 pb
-0.04%	Belgique	28 pb
-0.06%	France	26 pb
-0.07%	Finlande	25 pb
-0.09%	Autriche	23 pb
-0.10%	Irlande	22 pb
-0.19%	P-Bas	13 pb
-0.32%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+haut 19	2019(€)
Pétrole, Brent	63.4	53.1 le 01/01
Or (once)	1 468	1 268 le 02/05
Métaux, LME	2 745	2 718 le 07/08
Cuivre (tonne)	5 810	5 585 le 03/09
CRB Aliments	327	312 le 11/09
Blé (tonne)	204	166 le 30/08
Maïs (tonne)	142	128 le 24/04

Au 21-11-19

Variations

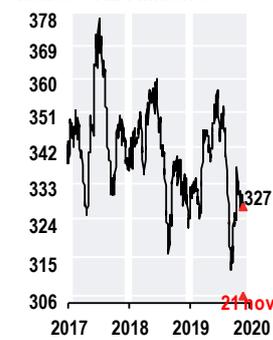
Cours du pétrole (Brent, \$)



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	0.86	0.93 le 12/08	0.85 le 14/03
CHF	1.10	1.14 le 23/04	1.08 le 04/09
JPY	120.20	127.43 le 01/03	116.08 le 03/09
AUD	1.63	1.66 le 07/08	1.57 le 18/04
CNY	7.79	7.96 le 27/08	7.51 le 25/04
BRL	4.67	4.67 le 19/11	4.18 le 31/01
RUB	70.57	79.30 le 01/01	70.22 le 24/09
INR	79.49	82.00 le 04/02	76.37 le 01/08

Au 21-11-19

Variations

Indices actions

Cours	+haut 19	+bas 19	2019	2019(€)
CAC 40	5 881	5 939 le 15/11	4 611 le 03/01	+24.3%
S&P500	3 104	3 122 le 18/11	2 448 le 03/01	+27.8%
DAX	13 138	13 289 le 07/11	10 417 le 03/01	+24.4%
Nikkei	23 039	23 520 le 12/11	19 562 le 04/01	+15.1%
Chine*	78	86 le 09/04	68 le 03/01	+10.6%
Inde*	578	612 le 03/06	526 le 22/08	+6.6%
Brésil*	2 127	2 354 le 10/07	1 862 le 17/05	+18.9%
Russie*	764	793 le 07/11	572 le 01/01	+24.1%

Au 21-11-19

Variations

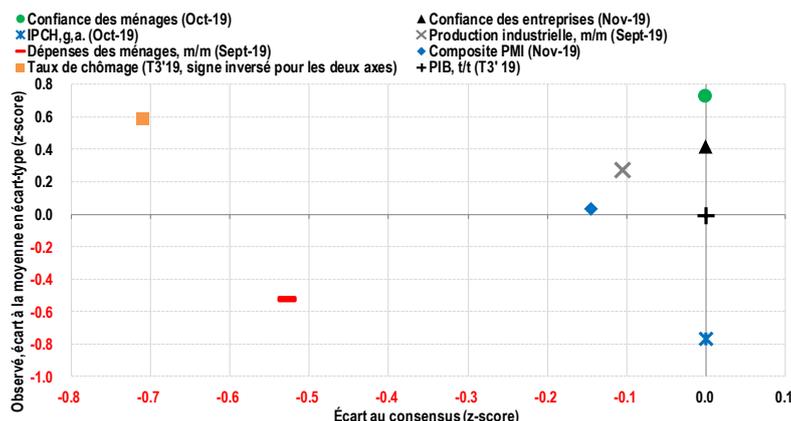
* Indices MSCI



Baromètre

France : bonne tenue du climat des affaires en novembre

Le positionnement des indicateurs de notre baromètre laisse une impression négative trompeuse. En s'établissant à 0,3% t/t au T3 2019 (première estimation), la croissance française continue, en effet, de faire preuve d'une résistance et d'une stabilité remarquables. Et les perspectives pour le T4 sont à l'avenant au regard du résultat des enquêtes INSEE et Markit sur le climat des affaires pour octobre et novembre. Les indices composites sont certes restés quasi stables en novembre mais ils se situent à un niveau relativement élevé (respectivement, 105 et 53) et le résultat général masque des détails plus positifs, comme, par exemple, l'amélioration du climat dans l'industrie (dont on soulignera, au passage, qu'il se situe en zone d'expansion et non de récession comme en Allemagne) et la hausse des composantes emplois et nouvelles commandes à l'exportation.



Note :

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

type : $Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$ avec x : observation, μ : moyenne, σ : 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, μ et σ 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, μ et σ correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

Indicateurs à suivre

Les indicateurs-phares publiés la semaine prochaine seront : le climat des affaires en Allemagne (ifo), la confiance des consommateurs pour divers pays et, pour la zone euro, la confiance économique, le climat des affaires, les chiffres de l'inflation et du chômage. Aux Etats-Unis, paraîtront diverses enquêtes régionales sur l'activité économique ainsi que les chiffres de la balance commerciale et des commandes de biens durables. La Réserve fédérale publiera son *beige book* qui fait un point sur la situation économique dans différentes régions aux Etats-Unis.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
25/11/2019	Allemagne	Climat des affaires (ifo)	Nov.	--	94,6
25/11/2019	Etats-Unis	Indice d'activité (Fed de Chicago)	Oct.	--	-0,45
25/11/2019	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed Dallas)	Nov.	-2,0	-5,1
26/11/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Dec.	--	9,6
26/11/2019	Etats-Unis	Balance commerciale des biens avancés	Oct.	7,1e+10	7,04e+10
26/11/2019	Etats-Unis	Activité manufacturière (Fed de Richmond)	Nov.	--	--
26/11/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Nov.	126,1	125,9
26/11/2019	Etats-Unis	Vente de logements neufs (m/m)	Oct.	0,6%	-0,7%
26/11/2019	Etats-Unis	Conjoncture (Conf. Board)	Nov.	--	172,3
27/11/2019	France	Confiance des consommateurs	Nov.	--	104
27/11/2019	Etats-Unis	Demande de crédits immobiliers (MBA)	Nov.	--	--
27/11/2019	Etats-Unis	PIB annualisé (t/t)	T3	1,9%	1,9%
27/11/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Oct.	-0,7%	-1,2%
27/11/2019	Etats-Unis	Revenus personnels	Oct.	0,3%	0,3%
27/11/2019	Etats-Unis	Dépenses personnelles	Oct.	0,3%	0,2%
27/11/2019	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
28/11/2019	Zone euro	Masse monétaire M3 g.a.	Oct.	--	5,5%
28/11/2019	Zone euro	Confiance économique	Nov.	--	100,8
28/11/2019	Zone euro	Climat des affaires	Nov.	--	-0,19
28/11/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	Nov.	--	--
28/11/2019	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Nov.	--	0,9%
29/11/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov.	--	-14
29/11/2019	France	IPC harmonisé g.a.	Nov.	--	0,9%
29/11/2019	France	PIB t/t	T3	--	0,3%
29/11/2019	Allemagne	Variation du taux de chômage	Nov.	--	6000
29/11/2019	Zone euro	Taux de chômage	Oct.	--	7,5%
29/11/2019	Zone euro	IPC m/m	Nov.	--	0,1%

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. Le conflit commercial avec la Chine constitue un frein supplémentaire. Néanmoins, au vu des récentes évolutions, il pourrait s'estomper.
- Nous anticipons une baisse supplémentaire du taux objectif des fonds fédéraux cette année 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 poursuit, notamment en Allemagne, en raison du contexte international et de la forte incertitude. La récente stabilisation des enquêtes auprès des entreprises 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 » devrait être plus lente qu'initialement prévu.
- Avec une inflation attendue en dessous de l'objectif, 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, la Réserve fédérale devrait baisser de nouveau son taux officiel en 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, qui seront également affectés par l'évolution des rendements américains.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- 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
Avancés	2,2	1,6	1,0	2,1	1,4	1,3
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
Zone euro	1,9	1,1	0,7	1,8	1,1	0,8
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
Emergents	4,4	3,8	4,2	4,7	4,8	4,5
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	T3	T4e			
E-Unis							
Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,50	2,50	1,50	1,00
Libor 3m \$	2,60	2,32	2,09	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,67	1,00	2,69	1,00	1,50
Z. euro							
Taux de dépôt	-0,40	-0,40	-0,50	-0,60	-0,40	-0,60	-0,60
Euribor 3M	-0,31	-0,35	-0,42	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,57	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,28	-0,55	0,71	-0,55	-0,30
R-Uni							
Taux BoE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gilt 10a	1,00	0,84	0,40	0,55	1,27	0,55	0,75
Japon							
Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,06	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,22	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4e			
USD							
EUR / USD	1,12	1,14	1,09	1,11	1,14	1,11	1,14
USD / JPY	111	108	108	102	110	102	96
GBP / USD	1,30	1,27	1,23	1,23	1,27	1,23	1,36
USD / CHF	1,00	0,98	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00
EUR							
EUR / GBP	0,85	0,89	0,89	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	118	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

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

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, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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

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



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



© 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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change