

# ECOWEEK

N°19-17, 26 avril 2019

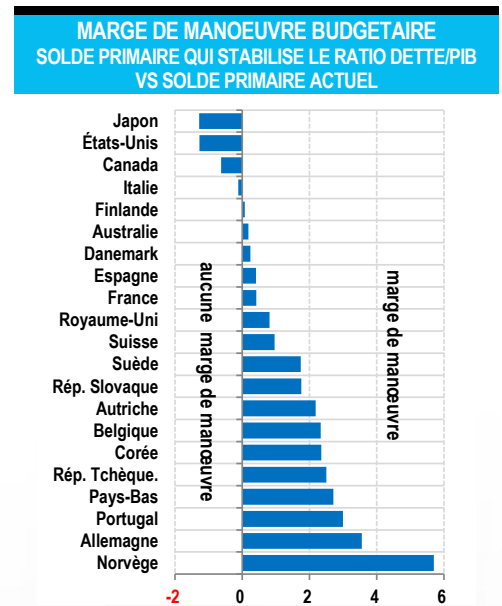
## Croissance, taux d'intérêt et dette publique

■ Les relations entre la dette publique, la croissance économique et les taux d'intérêt sont complexes et variées ■ En général, une récession entraîne un accroissement de la dette publique et une réduction du coût des emprunts publics ■ Une longue période de détente monétaire en phase de retournement conjoncturel peut se traduire par un repli du taux d'intérêt nominal de la dette publique en dessous du taux de croissance nominale ■ Selon le niveau du solde budgétaire primaire, une telle situation peut, dans certaines conditions, générer une marge d'expansion budgétaire pour soutenir la croissance

Les relations entre la dette publique, la croissance économique et les taux d'intérêt sont complexes et variées. En période de récession, la dette publique grimpe en termes absolus et en pourcentage du PIB, mais la détente monétaire qui s'ensuit fait baisser le coût des emprunts publics. Les pays lourdement endettés peuvent, toutefois, pâtir de la défiance des investisseurs. La prime de risque augmente alors et, par conséquent, les rendements obligataires. Une longue période de détente monétaire en phase ascendante du cycle peut engendrer un recul du taux d'intérêt nominal moyen sur la dette publique ( $r$ ) en deçà du taux de croissance nominale ( $g$ ). On l'a vu ces dernières années dans un grand nombre de pays. Récemment, Olivier Blanchard, ex-économiste en chef du FMI, a analysé la marge de manœuvre dont dispose un pays dont  $r$  est inférieur à  $g$ <sup>1</sup>. Ce pays peut alors se permettre un déficit primaire permanent (déficit public hors charges d'intérêt) tout en affichant un ratio dette/PIB stable. Lorsque  $r$  est inférieur à  $g$  et que le déficit primaire se situe en deçà du niveau critique (niveau auquel le ratio de la dette est stable), le ratio dette sur PIB baisse. Le pays peut alors mener une politique d'expansion budgétaire susceptible de faire augmenter le solde primaire jusqu'à son niveau critique. Une telle politique est de nature à stimuler la croissance à court terme, d'autant plus si la demande privée est atone : le multiplicateur budgétaire pourrait en effet être élevé bien que cela dépende aussi du degré d'ouverture de l'économie. Le risque qu'une croissance faible ou négative ait des effets secondaires défavorables durables, du fait de la baisse de la formation de capital, s'en trouverait également réduit. L'expansion budgétaire pourrait aussi jouer un rôle-clé en complétant une politique monétaire contrainte par des taux d'intérêt très bas.

Appliquant ce raisonnement, un calcul rapide<sup>2</sup> montre que dans de nombreux pays  $r$  est inférieur à  $g$ , ce qui, compte tenu du solde primaire actuel, leur offre une marge de manœuvre (graphique). C'est le cas de l'Allemagne, tandis que la marge de manœuvre du Royaume-Uni et de la France est limitée.

L'Italie n'en a aucune et, il est intéressant de le noter, le déficit primaire américain est déjà trop élevé pour stabiliser le ratio de la dette. On peut cependant faire valoir qu'avec un  $r$  inférieur à  $g$ , l'augmentation du ratio dette sur PIB serait très lente si le déficit primaire dépasse le seuil critique. De plus, compte tenu d'un faible appétit pour les actifs risqués (actions, obligations d'entreprise, etc.) en cas de récession, le besoin de financement pourrait être satisfait sans pousser les rendements à la hausse. Pour les pays avec un ratio dette sur PIB élevé, cet argument pourrait ne pas tenir et la remontée des rendements obligataires risquerait de limiter l'efficacité de l'expansion budgétaire<sup>3</sup>.



Source : calculs de BNP Paribas sur la base de données du FMI

William De Vijlder

<sup>1</sup> Olivier Blanchard, Peterson Institute for International Economics and MIT, *Public debt and low interest rates*, discours prononcé devant l'American Economic Association, Janv. 2019.

<sup>2</sup> Ces calculs se fondent sur les données des tableaux A2,A7 et A23 de l'annexe statistique du *Fiscal Monitor* du FMI (avril 2019). La différence entre  $r$  et  $g$  correspond à la projection du FMI relative au différentiel taux d'intérêt-croissance sur la période 2019-24. Pour simplifier le calcul, le solde budgétaire primaire qui, étant donné  $r$  et  $g$ , génère un ratio dette sur PIB stable, a été calculé sur la base de la nécessité d'une stabilisation instantanée du ratio de la dette.

<sup>3</sup> On pourrait y voir une illustration de la critique de Lucas selon laquelle les relations économiques changent lorsque la politique économique change.

p.2

Revue des marchés

p.3

Baromètre et calendrier

p.4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco  
WEEK

La banque  
d'un monde  
qui change

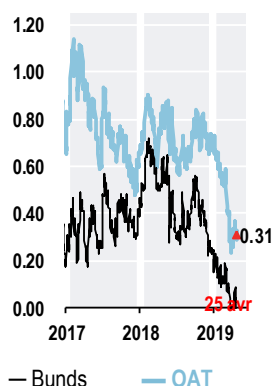
# Revue des marchés

## L'essentiel

Semaine du 19-4-19 au 25-4-19

➔ CAC 40	5 580	▶ 5 558	-0.4 %
➔ S&P 500	2 905	▶ 2 926	+0.7 %
➔ Volatilité (VIX)	12.1	▶ 13.3	+1.2 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.31	▶ -0.31	-0.1 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	2.58	▶ 2.59	+0.5 pb
➔ OAT 10a (%)	0.31	▶ 0.31	-0.3 pb
➔ Bund 10a (%)	0.02	▶ -0.01	-3.3 pb
➔ US Tr. 10a (%)	2.56	▶ 2.54	-2.4 pb
➔ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.11	-0.9 %
➔ Or (once, \$)	1 275	▶ 1 280	+0.4 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	71.9	▶ 75.2	+4.5 %

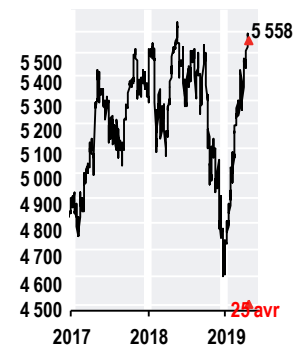
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.36	le 01/01	-0.37 le 26/02
Euribor 3m	-0.31	-0.31	le 24/01	-0.31 le 24/04
Euribor 12m	-0.11	-0.11	le 06/02	-0.12 le 02/01
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.59	2.81	le 01/01	2.58 le 23/04
Libor 12m	2.73	3.04	le 21/01	2.68 le 27/03
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.82	0.93	le 29/01	0.82 le 08/04
Libor 12m	1.09	1.19	le 11/01	1.05 le 02/04

Au 25-4-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.41	0.68	le 09/01	0.36 le 12/04
Bund 2a	-0.59	-0.53	le 05/03	-0.63 le 27/03
Bund 10a	-0.01	0.25	le 01/01	-0.08 le 27/03
OAT 10a	0.31	0.73	le 08/01	0.24 le 27/03
Corp. BBB	1.29	2.15	le 08/01	1.29 le 25/04
\$ Treas. 2a	2.35	2.62	le 18/01	2.22 le 27/03
Treas. 10a	2.54	2.78	le 18/01	2.37 le 27/03
Corp. BBB	4.00	4.65	le 01/01	3.98 le 27/03
£ Treas. 2a	0.74	0.83	le 27/02	0.63 le 02/04
Treas. 10a	1.15	1.35	le 18/01	0.99 le 25/03

Au 25-4-19

Rendements 10a € et spreads

3.85%	Grèce	386 pb
2.55%	Italie	255 pb
1.19%	Portugal	119 pb
1.10%	Espagne	110 pb
0.47%	Belgique	48 pb
0.31%	France	31 pb
0.29%	Autriche	30 pb
0.22%	Finlande	23 pb
0.18%	P-Bas	18 pb
0.16%	Irlande	17 pb
-0.01%	Allemagne	

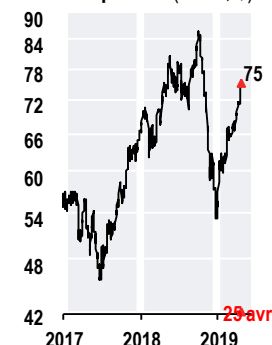
## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	75.2	53.1	le 01/01 +45.1%
Or (once)	1 280	1 269	le 23/04 +2.5%
Métaux, LME	2 973	2 730	le 03/01 +8.9%
Cuivre (tonne)	6 359	5 714	le 03/01 +9.6%
CRB Aliments	341	324	le 07/03 +7.8%
Blé (tonne)	172	168	le 11/03 -10.2%
Maïs (tonne)	130	128	le 24/04 -2.5%

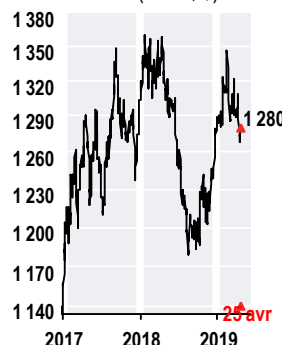
Au 25-4-19

Variations

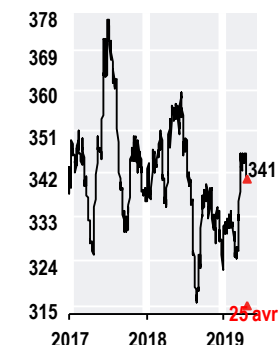
Cours du pétrole (Brent, \$)



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	1.11 le 25/04	-2.5%
GBP	0.86	0.90	le 03/01	0.85 le 14/03	-3.8%
CHF	1.14	1.14	le 23/04	1.12 le 02/04	+0.9%
JPY	124.20	127.43	le 01/03	122.54 le 03/01	-1.0%
AUD	1.59	1.63	le 03/01	1.57 le 18/04	-2.1%
CNY	7.51	7.87	le 09/01	7.51 le 25/04	-4.3%
BRL	4.41	4.46	le 28/03	4.18 le 31/01	-0.5%
RUB	72.10	79.30	le 01/01	71.51 le 23/04	-9.1%
INR	78.30	82.00	le 04/02	76.84 le 03/04	-1.9%

Au 25-4-19

Variations

## Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 558	5 592	le 23/04	4 611	le 03/01	+17.5%	+17.5%
S&P500	2 926	2 934	le 23/04	2 448	le 03/01	+16.7%	+19.7%
DAX	12 283	12 313	le 24/04	10 417	le 03/01	+16.3%	+16.3%
Nikkei	22 308	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+11.5%	+12.6%
Chine*	84	86	le 09/04	68	le 03/01	+20.0%	+22.9%
Inde*	589	606	le 02/04	530	le 19/02	+6.2%	+8.3%
Brésil*	2 064	2 304	le 04/02	1 944	le 01/01	+8.4%	+8.9%
Russie*	665	682	le 23/04	572	le 01/01	+9.5%	+19.2%

Au 25-4-19

Variations

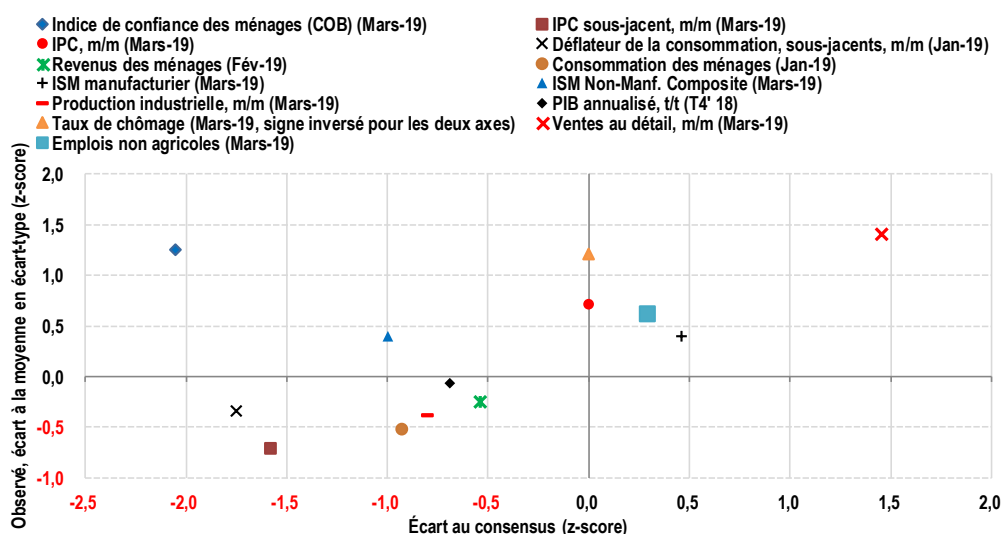
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Etats-Unis : forte croissance et inflation faible au 1<sup>er</sup> trimestre

Au premier trimestre l'économie américaine s'est avérée particulièrement performante. La première estimation de la croissance trimestrielle du PIB au T1 2019, qui vient d'être publiée et, par conséquent, n'est pas encore intégrée au graphique, est de +3,2%, bien au-delà du chiffre du consensus (+2,3%) et de celui du trimestre précédent (+2,2%). Les statistiques pour le mois de mars, publiées plus tôt ce mois-ci, avaient été bonnes, sans plus. Les ventes au détail, les créations d'emplois et l'indice ISM pour le secteur manufacturier étaient meilleurs qu'attendu, tandis que l'indice de la confiance des consommateurs du Conference Board, l'indice ISM non manufacturier et la production industrielle étaient moins bons. C'était également le cas des deux mesures de l'inflation sous-jacente qui apparaissaient inférieures à leur moyenne de long terme. Le déflateur 'core' de la consommation privée au premier trimestre est resté limité à 1,3%. Ces résultats autorisent le FOMC à faire preuve de patience avant d'envisager un changement de politique de taux.



### Indicateurs à suivre

Semaine chargée en perspective avec les réunions du FOMC et de la Banque d'Angleterre, et l'indice PMI manufacturier dans plusieurs pays. Aux Etats-Unis, nous aurons les indices ISM des directeurs d'achats pour le secteur manufacturier et le secteur non manufacturier ainsi que l'indicateur de confiance des consommateurs du Conference Board. En France et en Allemagne, les chiffres de l'inflation seront disponibles, et nous connaissons le PIB de la France du T4. Enfin, les très attendus chiffres du marché du travail américain seront publiés.

Date	Pays	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
29/04/2019	Etats-Unis	Revenus personnels	Mars	0,4%	0,2%
29/04/2019	Etats-Unis	Dépenses personnelles	Mars	0,8%	--
30/04/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Avril	--	-13
30/04/2019	France	PIB t/t	T1	--	0,3%
30/04/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	--	10,4
30/04/2019	France	IPC harmonisé m/m	Avril	--	0,9%
30/04/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Avril	--	0,5%
30/04/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Avril	126,1	124,1
01/05/2019	Etats-Unis	ISM manufacturier	Avril	55,0	55,3
01/05/2019	Etats-Unis	Taux du FOMC (borne supérieure)	Mai	2,50%	2,50%
02/05/2019	Chine	PMI manufacturier (Caixin China)	Avril	51,0	50,8
02/05/2019	France	PMI manufacturier (Markit France)	Avril	--	49,6
02/05/2019	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME Germany)	Avril	--	44,5
02/05/2019	Royaume-Uni	Taux bancaire (Banque d'Angleterre)	2 Mai	--	0,750%
02/05/2019	Etats-Unis	Commandes de biens durables	Mars	--	--
03/05/2019	Etats-Unis	Evolution des emplois non agricoles	Avril	185 000	196 000
03/05/2019	Etats-Unis	ISM non manufacturier	Avril	57,3	56,1

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,3% cette année. La crainte d'une guerre commerciale pèse sur la confiance, le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises tandis que la hausse du taux de change effectif du dollar en 2018 pèsera sur les exportations.
- L'inflation sous-jacente reste sous contrôle et a même fléchi un peu récemment.
- L'annonce par le FOMC qu'il allait patienter avant d'envisager un changement de sa politique a fortement influencé les marchés de taux, qui s'attendent désormais à un assouplissement en 2020.

### CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et les perspectives d'exportations restent très assombries par la hausse des droits de douane américains.
- 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 le moindre dynamisme du marché immobilier devraient continuer de peser sur la demande interne privée. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

### ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité devient de plus en plus évident, notamment en Allemagne, suite à des facteurs ponctuels mais également à cause du ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation diminue désormais avec le retournement à la baisse des prix du pétrole, sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) faisant toujours preuve d'une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.

### 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, le FOMC a annoncé patienter avant de décider d'un éventuel changement de politique. Nous nous attendons désormais à un statu quo. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 2,80% fin juin et à 2,70% en fin d'année.
- Nous ne nous attendons pas à un changement des taux officiels du côté de la BCE. Nous prévoyons un taux à 10 ans Bund à 0,30% en fin d'année.
- Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La perspective d'une réduction de l'écart entre les rendements US et ceux de la zone euro renforcerait l'euro, d'autant plus qu'il reste inférieur à sa valeur intrinsèque de long terme (environ 1,34).

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
<b>Avancés</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
États-Unis	2,9	2,3	1,8	2,4	1,7	2,0
Japon	0,8	0,2	0,3	1,0	0,5	0,5
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,5	2,5	2,0	1,9
<b>Zone euro</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
Allemagne	1,4	0,7	0,9	1,9	1,4	1,7
France	1,6	1,2	1,2	2,1	1,2	1,7
Italie	0,8	0,0	0,5	1,3	0,9	1,2
Espagne	2,6	2,1	1,7	1,7	1,0	1,4
<b>Emergents</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	1,6	2,0
Inde*	7,4	7,6	7,8	3,4	3,3	4,1
Bésil	1,1	2,0	3,0	3,7	3,8	3,6
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			
<b>E-Unis</b> Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Libor 3m \$	2,60	2,60	2,60	2,60	2,81	2,60	2,50
Treas. 10a	2,42	2,80	2,75	2,70	2,69	2,70	2,50
<b>Z. eurc</b> 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	0,30	0,30	0,30	0,25	0,30	0,40
OAT 10a	0,26	0,65	0,65	0,60	0,71	0,60	0,70
<b>R-Uni</b> 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
<b>Japon</b> Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,20
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,05	-0,05	0,00	-0,05	-0,20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
<b>USD</b> EUR / USD	1,12	1,17	1,18	1,20	1,14	1,20	1,25
USD / JPY	111	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1,30	1,38	1,40	1,45	1,27	1,45	1,51
USD / CHF	1,00	0,97	0,97	0,97	0,99	0,97	0,93
<b>EUR</b> EUR / GBP	0,85	0,85	0,84	0,83	0,90	0,83	0,83
EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,16
EUR / JPY	124	126	124	120	125	120	113

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, autres pays d'Asie du Nord, 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