

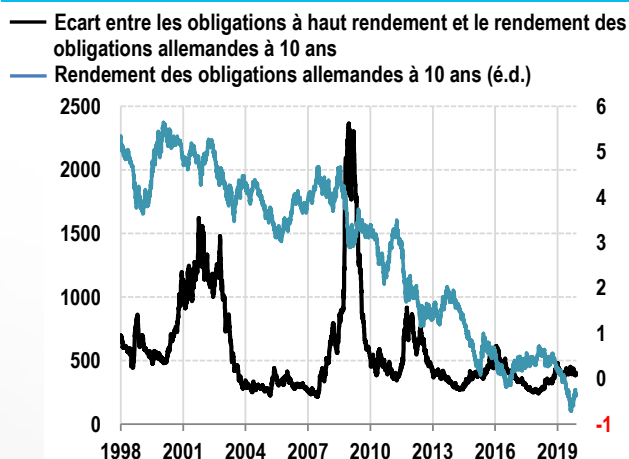
Zone euro : assouplissement quantitatif et risques d'instabilité du marché

■ Le compte rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE illustre le dilemme auquel elle est confrontée : l'inflation est modérée et les risques pour la croissance sont orientés à la baisse, néanmoins elle doit surveiller de près les conséquences de sa politique très accommodante sur la stabilité financière ■ La Revue de stabilité financière de la banque centrale fournit à cet égard une analyse détaillée ■ L'un des possibles effets secondaires des taux d'intérêt bas à négatifs est l'accroissement de la pro-cyclicité des décisions d'emprunts et de dépenses ■ L'assouplissement quantitatif, en modifiant la structure des risques des portefeuilles d'investissements (moins exposés aux obligations d'État mais davantage aux actifs très risqués), devrait rendre leurs rendements plus sensibles au cycle conjoncturel.

Pour ceux qui apprécient de temps à autre de boire un verre le soir après une dure journée de travail, il est tentant d'en prendre un deuxième, puis un autre. Attention toutefois à ne pas abuser des bonnes choses car les réveils peuvent s'avérer difficiles. Une politique monétaire très accommodante sur une longue période produit les mêmes effets. On se félicite d'abord du coup de pouce donné à la croissance et des emplois qu'elle a permis de créer. Puis place à l'inquiétude face aux possibles effets secondaires, pour ne pas dire les effets indésirables.

Coïncidence ou non, cette question a été largement évoquée, la semaine dernière, dans plusieurs discours ou publications. Ainsi, Jens Weidmann, président de la Bundesbank, a parfaitement résumé la question lors d'une conférence à Francfort : « Au-delà de son impact sur la rentabilité des banques, une longue période de taux d'intérêt bas peut aussi inciter les investisseurs en quête de rendement à prendre des risques indus, qui pourraient porter en germe des déséquilibres financiers. Cela pourrait, en fin de compte, empêcher la banque centrale de maintenir la stabilité des prix ». Ce point a également été soulevé dans le compte-rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE : « On a fait observer, néanmoins, que les conséquences pour la stabilité financière devaient être surveillées de près car la baisse des taux débiteurs bancaires pourrait comprimer les marges bancaires au-delà d'une couverture adéquate du risque. De plus, certains ont fait valoir qu'il fallait accorder une plus grande attention aux secteurs financiers non bancaires, dans lesquels des conditions de financement plus accommodantes, basées sur le marché, et la recherche de rendement sont également source de risques ». Quoi qu'il en soit, « un large consensus s'est dégagé sur le fait que la politique monétaire doit rester très accommodante pendant une longue période face à l'atonie prolongée de l'économie et à l'évolution modérée de l'inflation ».

ZONE EURO : SPREAD DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ET RENDEMENT DES OBLIGATIONS ALLEMANDES



Source : Datastream, Bank of America Merrill Lynch, 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

Cela montre à quel point la BCE est prise entre deux écueils : d'un côté, le risque de désancrage des anticipations inflationnistes et, de l'autre, les risques pour la stabilité financière. Concernant ces derniers, la lecture de la Revue de stabilité financière de la BCE, également publiée la semaine dernière, donne à réfléchir. Cette dernière dresse une longue liste de points qui méritent une attention particulièreⁱ (notamment dans le domaine spécifique des marchés financiers) et que l'on peut résumer en une seule phrase : une politique monétaire très expansionniste sur une longue période renforce la pro-cyclicité économique car les investisseurs, dans leur quête de rendement, sont incités à prendre plus de risques. Les émetteurs de dette, quant à eux, profitent de la baisse des coûts d'emprunt pour accroître leur endettement et la rentabilité des capitaux investis, ce qui vient soutenir les valorisations boursières. Compte tenu de perspectives d'inflation modérée, ces dynamiques qui se renforcent mutuellement ne disparaîtront pas du fait des hausses de taux directeurs, mais plutôt des inquiétudes entourant les perspectives de croissance bénéficiaire.

Les portefeuilles d'investissements sont également soumis à une pro-cyclicité accrue du fait de l'assouplissement quantitatif. Rappelons que l'un des objectifs intermédiaires de cette politique est de réduire les rendements des obligations d'Etat par la baisse de la prime de terme. Par exemple, lorsque la BCE rachète des obligations à une compagnie d'assurance, la durée des actifs de cette dernière diminue. C'est ce que l'on appelle l'« extraction de la durée ». Autrement dit, cette source de rendement (le supplément de rendement offert en sus du taux d'intérêt à court terme) disparaît. Cela oblige la compagnie d'assurance à renforcer son exposition à d'autres sources de risque pour maintenir la rentabilité attendue de son portefeuille. C'est le « canal de rééquilibrage du portefeuille », qui constitue un autre mécanisme de transmission clé de l'assouplissement quantitatif. Les autres sources de risque sont, par exemple, le risque de crédit (en investissant dans les obligations d'entreprises) ou le risque actionsⁱⁱ. Il semble, de prime abord, que ces derniers soient de simples substituts au risque de durée. Ils se comportent, cependant, de manière très différente selon la phase du cycle conjoncturel. Lorsque la croissance s'accélère et que les anticipations de resserrement de la politique monétaire augmentent, les obligations d'Etat sont à la peine ; en revanche, les obligations d'entreprises souffrent beaucoup moins (compression du *spread* des obligations d'entreprises) tandis que les actions ont le vent en poupe, portées par l'amélioration des perspectives bénéficiaires des entreprises. Que se passerait-il à présent en cas de fort ralentissement de la croissance ? Dans ce cas, les rendements des obligations d'Etat se replieraient et les cours de ces mêmes obligations augmenteraient sensiblement, mais le bénéfice pour les détenteurs d'actifs ayant cédé une partie de leurs avoirs à la BCE serait moins important qu'auparavant. Par ailleurs, ils seraient davantage impactés que par le passé par la baisse des cours des obligations d'entreprises (due à l'élargissement du *spread*) et des actions, en raison des achats réalisés après la cession de leurs emprunts d'Etat à la BCE.

En conclusion, l'« extraction de la durée », consécutive aux rachats d'actifs effectués par la banque centrale, entraîne une substitution du risque de durée par d'autres sources de risque. Les portefeuilles de titres sont moins diversifiés, du fait d'une exposition réduite aux obligations d'Etat, et la pro-cyclicité des rendements du portefeuille augmente. En cas de ralentissement marqué de la croissance, il s'ensuivrait une augmentation du risque baissier, que les investisseurs pourraient chercher à éviter en réduisant leurs positions sur les actifs risqués, accélérant ainsi leur repli.

William De Vijlder

ⁱ Source : Revue de stabilité financière de la BCE, novembre 2019. Extraits : « les marchés considèrent actuellement que le risque d'une hausse soudaine des taux d'intérêt est minime. En même temps, les valorisations dans les segments à risque des marchés financiers (ex : les actions) se fondent de plus en plus sur des anticipations de taux directeurs bas, avec un risque perçu limité de hausses surprises » ; « les cours des actions et des obligations d'entreprises continuent de s'apprécier, malgré des fluctuations de courte durée en réponse aux incertitudes entourant les droits de douane » ; « les solides performances enregistrées cette année par les actions, les obligations d'entreprises et les obligations souveraines faiblement notées ont dépassé, jusqu'à présent, les mesures de la croissance bénéficiaire attendue ou du climat des affaires » ; « les estimations du modèle montrent que les évolutions économiques depuis le début de l'année n'ont eu qu'un impact limité sur les cours des actifs à risque. En effet, le risque d'une récession imminente dans la zone euro, que reflètent les variables des marchés financiers, a continué d'augmenter au cours de l'été » ; « Des taux d'intérêt bas ou négatifs devraient conduire à un comportement de quête de rendement et à une hausse des cours des actifs risqués, les investisseurs recherchant un rendement plus élevé à partir d'actifs présentant une moindre qualité de crédit et assortis d'échéances plus éloignées » ; « la persistance d'un environnement de rendements bas peut conduire à une certaine distorsion des valorisations et, par conséquent, à un risque de correction brutale à l'avenir » ; « les valorisations des actifs risqués sont conformes au niveau historiquement bas de la courbe de rendements de référence, mais aussi fortement tributaires de ce dernier » ; « La faiblesse des coûts de financement incite les entreprises à accroître leur niveau d'endettement, ce qui pourrait amplifier les corrections du marché en cas de détérioration sévère de la conjoncture » ; « les niveaux d'endettement élevés des entreprises pourraient s'avérer insoutenables en cas de dégradation prolongée des perspectives de résultats » ; « Comme les taux directeurs de la zone euro présentent un potentiel de plus en plus limité de baisse d'une ampleur comparable à celle observée au cours des dernières années, les valorisations des actions et du crédit deviennent plus sensibles aux détériorations des perspectives macroéconomiques ou de l'appétit des investisseurs pour le risque ».

ⁱⁱ Selon la Revue de stabilité financière de la BCE, les « avoirs des compagnies d'assurance en titres à haut rendement et en titres notés BBB représentent, respectivement, 3 % et 37 % de leur portefeuille obligataire total, contre 4 % et 27 % à la fin de 2013 ».



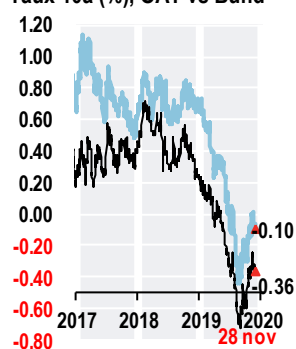
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 22-11-19 au 28-11-19

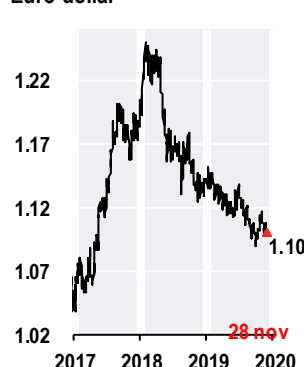
➔ CAC 40	5 893	➔ 5 913	+0.3 %
➔ S&P 500	3 110	➔ 3 154	+1.4 %
➔ Volatilité (VIX)	12.3	➔ 11.8	-0.6 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.40	➔ -0.40	+0.6 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	1.92	➔ 1.91	-0.3 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.09	➔ -0.10	-0.8 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.36	➔ -0.36	-0.5 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.78	➔ 1.78	-0.5 pb
➔ Euro vs dollar	1.10	➔ 1.10	-0.2 %
➔ Or (once, \$)	1 466	➔ 1 456	-0.7 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	63.3	➔ 63.4	+0.1 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund

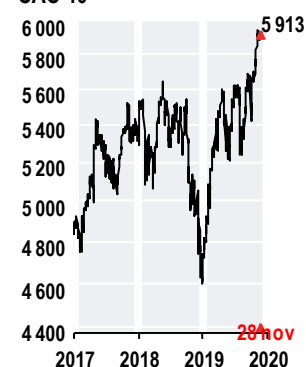


— Bunds — OAT

Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 19		+bas 19	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.45	-0.25	le 07/06	-0.47 le 03/10
Euribor 3m	-0.40	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.28	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	1.75	2.50	le 01/01	1.75 le 31/10
Libor 3m	1.91	2.81	le 01/01	1.89 le 01/11
Libor 12m	1.94	3.04	le 21/01	1.85 le 04/10
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.79	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.93	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 28-11-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.01	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.64	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.36	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.10	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.90	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.65	2.62	le 18/01	1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.78	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.23	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.50	0.83	le 27/02	0.31 le 08/10
Treas. 10a	0.67	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 28-11-19

Rendements 10a € et spreads

2.02%	Grèce	238 pb
1.24%	Italie	160 pb
0.42%	Espagne	78 pb
0.40%	Portugal	76 pb
-0.06%	Belgique	30 pb
-0.10%	France	26 pb
-0.11%	Finlande	25 pb
-0.13%	Autriche	23 pb
-0.15%	Irlande	21 pb
-0.22%	P-Bas	14 pb
-0.36%	Allemagne	

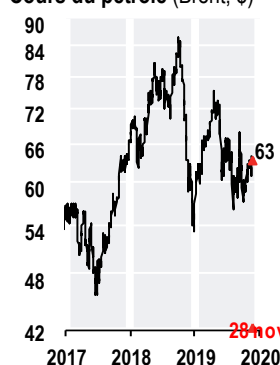
Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	63.4	53.1	le 01/01	+23.9%
Or (once)	1 456	1 268	le 02/05	+18.0%
Métaux, LME	2 755	2 718	le 07/08	+2.1%
Cuivre (tonne)	5 869	5 585	le 03/09	+2.5%
CRB Aliments	323	312	le 11/09	+3.6%
Blé (tonne)	209	166	le 30/08	+10.1%
Maïs (tonne)	141	128	le 24/04	+7.5%

Au 28-11-19

Variations

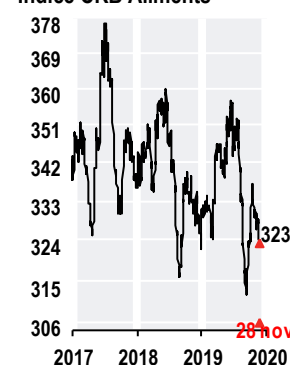
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019	
USD	1.10	1.15	le 10/01	1.09	le 30/09	-3.7%
GBP	0.85	0.93	le 12/08	0.85	le 14/03	-5.0%
CHF	1.10	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-2.5%
JPY	120.57	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-3.9%
AUD	1.63	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	+0.2%
CNY	7.74	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	-1.4%
BRL	4.68	4.70	le 26/11	4.18	le 31/01	+5.6%
RUB	70.53	79.30	le 01/01	70.22	le 24/09	-11.1%
INR	78.82	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-1.2%

Au 28-11-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019		2019(€)	
CAC 40	5 913	5 939	le 15/11	4 611	le 03/01	+25.0%	+25.0%		
S&P500	3 154	3 154	le 27/11	2 448	le 03/01	+25.8%	+30.7%		
DAX	13 246	13 289	le 07/11	10 417	le 03/01	+25.4%	+25.4%		
Nikkei	23 409	23 520	le 12/11	19 562	le 04/01	+17.0%	+21.7%		
Chine*	80	86	le 09/04	68	le 03/01	+13.6%	+17.9%		
Inde*	589	612	le 03/06	526	le 22/08	+8.4%	+9.8%		
Brésil*	2 116	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+19.4%	+13.0%		
Russie*	753	793	le 07/11	572	le 01/01	+22.9%	+36.7%		

Au 28-11-19

Variations

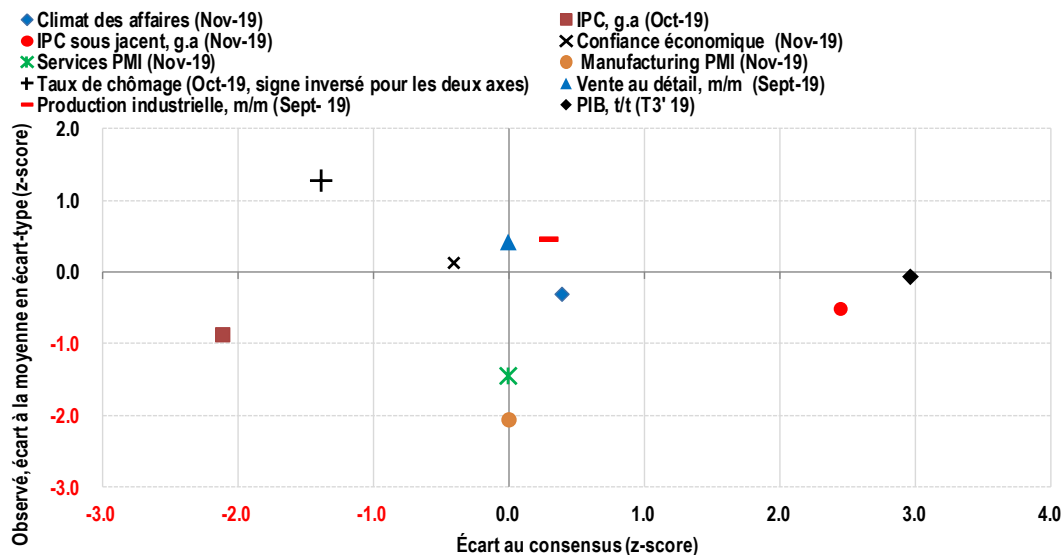
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : les difficultés du secteur manufacturier sont-elles en train de s'étendre aux services ?

Alors que la santé du secteur manufacturier en zone euro inquiète depuis plusieurs mois, l'activité dans celui des services continue d'afficher une résilience certaine. Les derniers indicateurs envoient toutefois un message moins favorable. L'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur des services apparaît en effet en baisse en novembre à 51,5 (après 52,2 en octobre), un niveau faible au regard de sa moyenne historique. Comme souvent souligné, la résistance relative de la croissance de l'emploi demeurera déterminante dans les mois à venir.



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

Première semaine de décembre, l'agenda sera riche en données économiques, Le principal événement sera, comme à chaque fois, la publication du rapport sur le marché du travail américain. Mais avant cela, nous connaissons les indices PMI (manufacturier, services, composite) de plusieurs pays ainsi que, pour les Etats-Unis, les données ISM (Institute of Supply Management).

Date	Pays/Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
02/12/2019	Suisse	PMI Manufacturier (Caixin Chine)	Nov.	51,2	51,7
02/12/2019	France	PMI Manufacturier (Markit)	Nov.	--	51,6
02/12/2019	Allemagne	PMI Manufacturier (Markit/BME)	Nov.	--	43,8
02/12/2019	Zone euro	PMI Manufacturier (Markit)	Nov.	--	46,6
02/12/2019	Etats-Unis	ISM Manufacturier	Nov.	49,5	48,3
04/12/2019	Suisse	PMI Composite (Caixin China)	Nov.	--	52,0
04/12/2019	France	PMI Services (Markit)	Nov.	--	52,9
04/12/2019	France	PMI Composite (Markit)	Nov.	--	52,7
04/12/2019	Allemagne	PMI Services (Markit)	Nov.	--	51,3
04/12/2019	Allemagne	PMI Composite (Markit/BME)	Nov.	--	49,2
04/12/2019	Zone euro	PMI Services (Markit)	Nov.	--	51,5
04/12/2019	Zone euro	PMI Composite (Markit)	Nov.	--	50,3
04/12/2019	Etats-Unis	ISM Non-Manufacturier	Nov.	54,5	54,7
05/12/2019	Allemagne	Commandes manufacturières (m/m)	Oct.	--	1,3%
05/12/2019	Zone euro	Vente de détail m/m	Oct.	--	0,1%
05/12/2019	Zone euro	Emploi g.a.	T3	--	1,0%
05/12/2019	Etats-Unis	Commande de biens durables	Oct.	--	--
06/12/2019	Allemagne	Production industrielle (m/m)	Oct.	--	-0,6%
06/12/2019	Etats-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Nov.	190000	1E+05
06/12/2019	Etats-Unis	Taux de chômage	Nov.	3,6%	3,6%
06/12/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Déc.	96,5	96,8

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							
Fin de période							
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							
Fin de période							
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



ECOFLASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires 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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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