

# ECOWEEK

N°19-32, 6 septembre 2019

## La forte incertitude pèse sur la croissance, au mépris des baisses de taux

■ Les enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises aux Etats-Unis dépeignent un tableau contrasté avec, notamment, une nette détérioration de la situation dans l'industrie manufacturière et une belle reprise dans les services. Dans une perspective plus large, les signes d'un ralentissement économique se renforcent ■ Les moteurs de l'économie mondiale, tels la Chine et l'Inde, affichent une croissance moins dynamique, quoique pour des raisons différentes ■ En Europe, l'Allemagne est probablement déjà en récession technique alors que la France résiste ■ Les banques centrales font de nouveau le choix d'un assouplissement mais l'efficacité de cette politique va se heurter à une incertitude élevée, malgré l'annonce d'une nouvelle série de négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Le ralentissement de l'industrie manufacturière mondiale a fini par toucher les Etats-Unis. Le dernier rapport de l'Institute for Supply Management sur le secteur n'incite pas à l'optimisme. L'indice global s'est replié de 2,1 points de pourcentage à 49,1, avec un recul encore plus marqué pour la composante « nouvelles commandes » et l'indice de l'emploi.

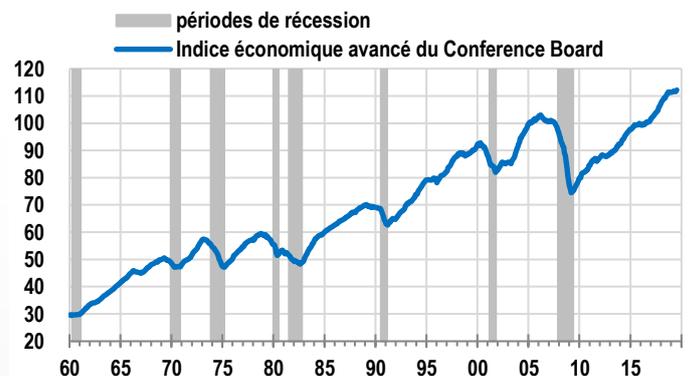
Les commentaires des dirigeants interrogés dans le cadre de l'enquête sont éloquent. Dans le secteur des produits chimiques, l'activité reste dynamique mais « il existe un climat sous-jacent de peur et d'angoisse, lié aux guerres commerciales et à une récession potentielle ». Un responsable dans le secteur des machines-outils précise même : « l'activité commence à donner des signes de ralentissement global ». Un autre du secteur manufacturier déclare : « nous continuons de tabler sur un Brexit sans accord et sur une longue guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine ».

D'autres secteurs sont en revanche plus positifs, ce dont le Beige Book<sup>1</sup> de la Réserve fédérale américaine s'est fait l'écho : « l'économie a crû à un rythme modéré jusqu'à la fin du mois d'août. Même si les incertitudes entourant l'évolution des droits de douane et de la politique commerciale continuaient à susciter des inquiétudes, les entreprises sont restées, dans leur majorité, optimistes à l'égard des perspectives à court terme ». Les tenants du verre à moitié plein pourront évoquer l'indice ISM non manufacturier, qui, en août, a fait un bond de 2,7 points de pourcentage pour atteindre un bon niveau à 56,4 %.

.../...

<sup>1</sup> Le Livre beige (« Beige Book ») est publié par la Réserve fédérale américaine. Il décrit les conditions économiques actuelles et les perspectives dans les douze districts de la Réserve fédérale. Les informations empiriques recueillies par chaque banque de la Réserve fédérale constituent des données clés de ce rapport.

### INDICE ÉCONOMIQUE AVANCÉ DU CONFERENCE BOARD



Sources : Conference Board, NBER, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

Eco  
WEEK

Cependant, si l'on se place dans une perspective plus large, il est évident que des facteurs autres que les chocs liés aux droits de douane et l'incertitude frappent le secteur manufacturier : la tendance sous-jacente est, en effet, au ralentissement de la croissance. Les analystes ont revu à la baisse leurs prévisions relatives aux bénéfices des entreprises, ce qui n'est pas de bon augure pour l'investissement. Par ailleurs, la croissance dans le secteur de la construction de logements a été négative au cours des derniers trimestres sous l'effet de la tendance à la baisse de l'accessibilité, qui restera probablement inchangée à court terme. Concernant les dépenses des ménages, tout dépendra de la manière dont le marché du travail évoluera. Pour le moment, il reste assez robuste même si les créations d'emplois sont restées inférieures aux attentes au mois d'août.

Au-delà des Etats-Unis, les signes d'un ralentissement de la croissance se multiplient. En Chine, le ralentissement se renforce. Le pays, en effet, pâtit d'une configuration inconfortable : le conflit commercial avec les Etats-Unis, la nécessité de rééquilibrer l'économie de sorte qu'elle ne soit plus tirée par l'investissement et les exportations mais par la consommation, la prudence grandissante des ménages et la nécessité d'un *policy mix* équilibré entre mesures de relance et surveillance des objectifs de stabilité. Autant de raisons pour lesquelles l'assouplissement de la politique monétaire sera progressif et prudent tandis que la dépréciation de la monnaie devrait rester modérée. En revanche, la politique budgétaire favorise la croissance. Le ralentissement est également significatif en Inde : les ménages se montrent plus prudents face à la hausse du chômage, la confiance est en berne et le crédit bancaire est en perte de vitesse.

Dans la zone euro, les données pour l'Allemagne continuent de se détériorer avec un écart toujours considérable entre le secteur manufacturier et celui des services, qui affichait jusqu'à très récemment une bonne tenue. Le dernier rapport de l'Ifo a toutefois révélé une détérioration de la situation dans les services. La Bundesbank a également constaté que les problèmes rencontrés par le secteur manufacturier commencent à gagner toute l'économie allemande. En France, en revanche, la croissance continue de résister. En Italie, la formation d'un nouveau gouvernement a apporté un soulagement car de nouvelles élections ont été évitées. Les réactions positives du marché devraient soutenir l'économie dont le rythme de croissance reste très faible. Enfin, au Royaume-Uni, les incertitudes entourant le Brexit demeurent considérables, agissant comme un frein sur l'économie.

Durant l'été, le ralentissement de la croissance mondiale, conjugué à la perspective d'un assouplissement généralisé de la politique monétaire des banques centrales et à l'augmentation de l'incertitude, a soutenu la demande d'actifs sûrs. Les stratégies de couverture du risque ont eu l'effet d'un accélérateur, entraînant un net repli des rendements des *Treasuries* en août, un mouvement disproportionné au regard des données publiées au cours du mois. Cela a eu des répercussions mondiales et, dans la zone euro, le rendement du Bund à 10 ans s'est replié, à un moment donné, en dessous de -70 points de base. L'Allemagne a même lancé une émission obligataire à 30 ans, assortie

d'un rendement négatif. Comme on pouvait s'y attendre, les investisseurs ont réservé un accueil mitigé à cette émission. Les mouvements des rendements des *Treasuries* ont entraîné une inversion supplémentaire de la courbe de taux américaine, renforçant la thèse d'une récession imminente. Cependant, ce type d'analyse n'est pas confirmé par les données relatives à l'économie réelle, comme celles sur le marché du travail ou l'Indice des indicateurs avancés publié par le Conference Board, qui ne présente pas encore la dynamique typique des périodes précédant une récession.

Quoi qu'il en soit, les banques centrales semblent dire que « mieux vaut prévenir que guérir ». Aussi faut-il s'attendre à ce qu'elles lâchent encore du lest aux Etats-Unis, dans la zone euro mais aussi dans les marchés émergents, qui bénéficient de la marge de manœuvre créée par les baisses de taux de la Réserve fédérale. L'efficacité des mesures qui seront prises dépendra, en grande partie, de la diminution de l'incertitude. L'annonce de la prochaine réunion des délégations américaine et chinoise en vue de reprendre les négociations commerciales a redonné confiance mais, au vu des épisodes de rapprochement antérieurs, on peut se demander si cela va durer.

William De Vijlder



# Revue des marchés

## L'essentiel

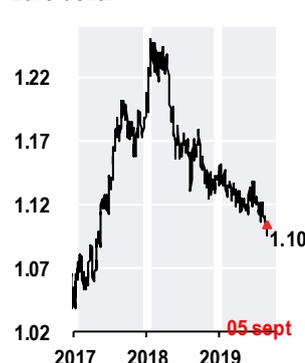
Semaine du 30-8-19 au 5-9-19

↗ CAC 40	5 480	▶ 5 593	+2.1 %
↗ S&P 500	2 926	▶ 2 976	+1.7 %
↘ Volatilité (VIX)	19.0	▶ 16.3	-2.7 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.43	▶ -0.44	-0.8 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.14	▶ 2.11	-2.5 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.42	▶ -0.29	+13.4 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.71	▶ -0.59	+11.7 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.51	▶ 1.57	+5.4 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	+0.3 %
↘ Or (once, \$)	1 529	▶ 1 519	-0.7 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	60.5	▶ 62.1	+2.7 %

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	-0.36	-0.25	le 07/06	-0.38 le 19/06
Euribor 3m	-0.44	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.37	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.25	2.50	le 01/01	2.25 le 01/08
Libor 3m	2.11	2.81	le 01/01	2.11 le 04/09
Libor 12m	1.90	3.04	le 21/01	1.90 le 04/09
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.76	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.83	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 5-9-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.31	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.87	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.59	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.29	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.72	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.54	2.62	le 18/01	1.44 le 04/09
Treas. 10a	1.57	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	0.44	0.83	le 27/02	0.32 le 03/09
Treas. 10a	0.53	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 5-9-19

Rendements 10a € et spreads

2.00%	Grèce	259 pb
0.93%	Italie	152 pb
0.26%	Espagne	84 pb
0.25%	Portugal	84 pb
-0.24%	Belgique	35 pb
-0.28%	Irlande	30 pb
-0.29%	France	30 pb
-0.30%	Finlande	29 pb
-0.31%	Autriche	27 pb
-0.44%	P-Bas	14 pb
-0.59%	Allemagne	

## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	62.1	53.1	le 01/01	+21.0%
Or (once)	1 519	1 268	le 02/05	+22.7%
Métaux, LME	2 828	2 718	le 07/08	+4.5%
Cuivre (tonne)	5 825	5 585	le 03/09	+1.4%
CRB Aliments	316	316	le 05/09	+0.8%
Blé (tonne)	173	166	le 30/08	-8.8%
Maïs (tonne)	136	128	le 24/04	+3.5%

Au 5-9-19

Variations

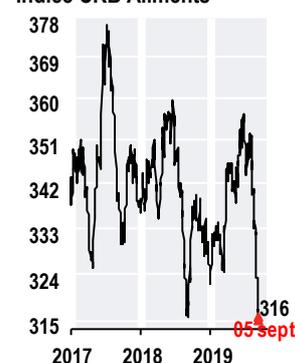
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



## Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019	
USD	1.10	1.15	le 10/01	1.10	le 03/09	-3.4%
GBP	0.90	0.93	le 12/08	0.85	le 14/03	-0.2%
CHF	1.09	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-3.3%
JPY	118.22	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-5.7%
AUD	1.62	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	-0.2%
CNY	7.89	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	+0.5%
BRL	4.51	4.63	le 27/08	4.18	le 31/01	+1.9%
RUB	72.87	79.30	le 01/01	70.26	le 24/07	-8.1%
INR	79.33	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-0.6%

Au 5-9-19

Variations

## Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019		2019(€)	
CAC 40	5 593	5 621	le 04/07	4 611	le 03/01	+18.2%	+18.2%		
S&P500	2 976	3 026	le 26/07	2 448	le 03/01	+18.7%	+22.9%		
DAX	12 127	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+14.8%	+14.8%		
Nikkei	21 086	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+5.4%	+11.8%		
Chine*	77	86	le 09/04	68	le 03/01	+9.2%	+12.7%		
Inde*	533	612	le 03/06	526	le 22/08	-1.6%	-1.0%		
Brésil*	2 096	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+13.7%	+11.6%		
Russie*	705	747	le 04/07	572	le 01/01	+18.1%	+27.6%		

Au 5-9-19

Variations

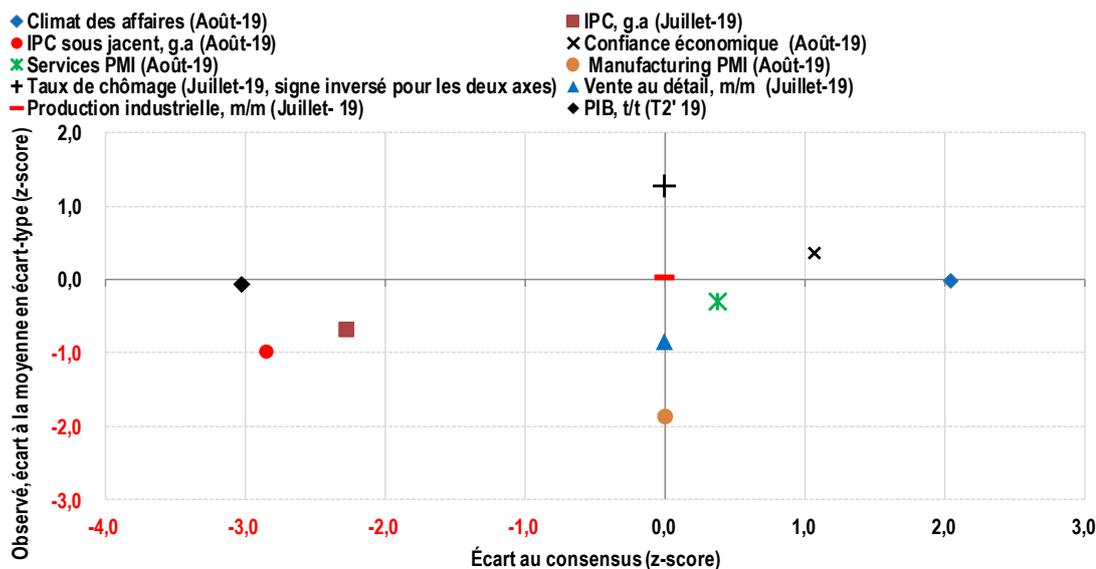
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Zone euro : équilibre précaire entre secteur manufacturier et secteur des services

Les dernières données économiques de la zone euro offrent un constat toujours mitigé. L'histoire se répète depuis plusieurs mois. Alors que la croissance baisse (+0,2% t/t au T2 2019 après +0,4% au T1), l'activité manufacturière reste dégradée et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur est nettement inférieur à sa moyenne de long terme. A l'inverse, les services résistent et le PMI est globalement en ligne avec les attentes. Dans cet environnement, l'inflation globale demeure inférieure à la cible de 2%, et surprend à la baisse les anticipations. La composante sous-jacente continue d'osciller autour de seulement 1% (+0,9% en juillet).



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,  $\mu$  : moyenne,  $\sigma$  : 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,  $\mu$  et  $\sigma$  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,  $\mu$  et  $\sigma$  correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

### Indicateurs à suivre

Le moment fort de la semaine à venir sera la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE : si l'annonce de nouvelles mesures d'assouplissement fait peu de doutes, les questions quant à leur nature et leur ampleur demeurent. Au Japon, plusieurs données économiques seront disponibles : l'enquête des analystes (EcoWatchers survey), les chiffres des commandes de machines, le taux d'utilisation des capacités, etc. En France, la Banque de France publiera son indicateur du climat dans l'industrie pour le mois d'août. Enfin, aux Etats-Unis, nous aurons les chiffres des ventes au détail et le sentiment économique de l'Université du Michigan.

Date	Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
09/09/2019	Japon	PIB t/t	T2	0,3%	0,4%
09/09/2019	France	Climat dans l'industrie (Banque de France)	Août	--	95
09/09/2019	Royaume-Uni	PIB mensuel (3m/3m)	Juillet	--	0,3%
09/09/2019	Japon	Enquête des analystes (EcoWatchers)	Août	--	44,3
09/09/2019	Chine	Financements (CNY)	Août	1,7e+12	1,01e+12
10/09/2019	France	Emploi du secteur privé t/t	T2	--	0,3%
10/09/2019	France	Production industrielle m/m	Juillet	--	-2,3%
10/09/2019	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	Juillet	--	3,9%
10/09/2019	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises américaines (NFIB)	Août	--	104,7
11/09/2019	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Août	0,2%	-0,1%
12/09/2019	Japon	Commandes de machines m/m	Juillet	--	13,9%
12/09/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Août	--	-0,1%
12/09/2019	France	IPC harmonisé m/m	Août	--	0,5%
12/09/2019	Zone euro	Production industrielle m/m	Juillet	--	-1,6%
12/09/2019	Zone euro	Taux de facilité de dépôt (BCE)	12 Sept.	--	-0,400%
12/09/2019	Etats-Unis	IPC m/m	Août	0,1%	0,3%
13/09/2019	Japon	Utilisation des capacités m/m	Juillet	--	-2,6%
13/09/2019	Japon	Production industrielle m/m	Juillet	--	1,3%
13/09/2019	Zone euro	Balance commerciale	Juillet	--	1,79e+10
13/09/2019	Etats-Unis	Ventes au détail	Août	0,4%	1,0%
13/09/2019	Etats-Unis	Sentiment économique (Université du Michigan)	Sept.	--	89,8

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

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

### CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et nos prévisions ont été revues à la baisse par rapport au début de l'été. L'activité industrielle et les exportations sont durement affectées par la montée des droits de douane américains, et la demande interne marque également le pas.
- La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière devrait rester une priorité et les banques restent prudentes. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient.
- A court terme, l'affaiblissement des exportations et de l'investissement privé devrait se poursuivre. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

### ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement de l'économie chinoise. L'activité dans le secteur manufacturier reste très dégradée tandis que les services continuent de montrer des signes de résilience.
- L'inflation diminue et sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) affiche toujours une grande inertie. Suite au ralentissement de l'activité, la remontée de l'inflation « sous-jacente » sera plus lente qu'initialement prévu.
- En juillet, le message de la réunion du Conseil des gouverneurs a été clair : avec une inflation attendue en dessous de l'objectif, un assouplissement supplémentaire est nécessaire. Une décision dans ce sens devrait être prise le 12 septembre prochain.

### FRANCE

- La croissance ralentit mais devrait rester assez résiliente. La consommation des ménages devrait être soutenue par les baisses d'impôts et la hausse de l'emploi. L'investissement des entreprises reste dans une dynamique favorable, mais l'environnement extérieur est moins porteur. Un redressement mesuré de l'inflation sous-jacente se dessine mais reste à confirmer.

### TAUX & CHANGES

- Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale devrait baisser deux fois ses taux au 2<sup>e</sup> semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible 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, on s'attend à l'annonce, par le Conseil des gouverneurs le 12 septembre prochain, d'un ensemble de mesures.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- Compte tenu des politiques accommodantes de la Fed et de la BCE, la parité EUR/USD devrait peu évoluer même si la valeur juste de l'euro est supérieure à sa valeur actuelle. Le yen devrait se renforcer en raison de la stabilité de la politique de la Banque du Japon et de la forte volatilité des marchés.

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

Source : BNPP Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

\* Année budgétaire du 1er avril de l'année au 31 mars de l'année t+1

Fin de période	Taux d'intérêt, %				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b> Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,75	2,50	1,75	1,25
Libor 3m \$	2,60	2,32	1,90	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,35	1,00	2,69	1,00	1,50
<b>Z. euro</b> Taux de dépôt	<b>-0,40</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,60</b>
Euribor 3M	<b>-0,31</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,60</b>
Bund 10a	<b>-0,07</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,80</b>	0,25	<b>-0,80</b>	<b>-0,50</b>
OAT 10a	0,26	<b>-0,01</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,55</b>	0,71	<b>-0,55</b>	<b>-0,30</b>
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gilt 10a	1,00	0,84	0,75	0,55	1,27	0,55	0,75
<b>Japon</b> Taux BoJ	<b>-0,06</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>
JGB 10a	<b>-0,09</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,40</b>	0,00	<b>-0,40</b>	<b>-0,25</b>

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

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

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

**Jean-Luc Proutat**

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

**Frédérique Cerisier**

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

+33 1 43 16 95 52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)

**Catherine Stephan**

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

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

**Raymond Van Der Putten**

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

+33 1 42 98 53 99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+ 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+ 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFLASH

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



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

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

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