

## La Réserve fédérale américaine évalue sa politique monétaire

■ La Réserve Fédérale lance une vaste revue de sa politique monétaire. Les conclusions seront rendues publiques au premier semestre 2020 ■ Trois questions seront posées : la politique monétaire doit-elle prendre en compte les écarts par rapport à l'objectif d'inflation ? Ses outils sont-ils adéquats ? Comment peut-elle améliorer sa communication ? ■ Cette initiative mérite d'être saluée, la Fed montrant sa volonté de se préparer à une prochaine récession ■ La BCE étant confrontée à des défis comparables, les conclusions des réflexions de la Fed seront suivies de près à Francfort.

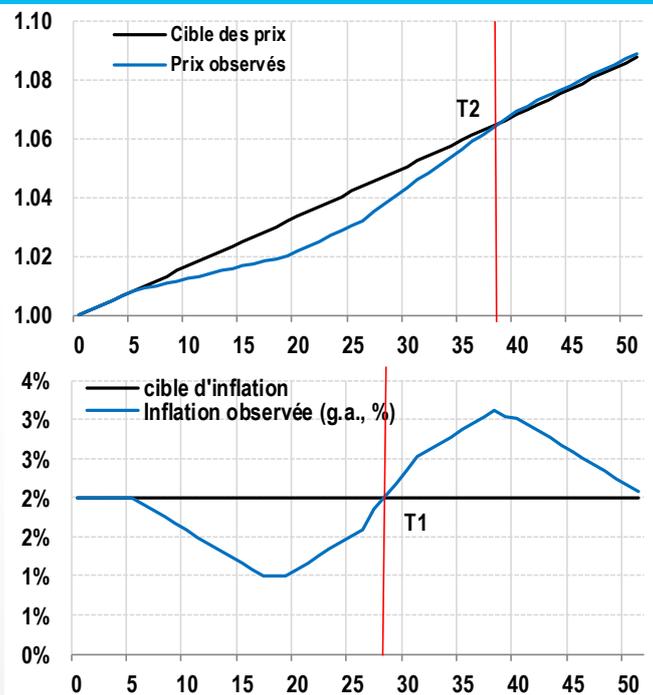
Après l'annonce faite en novembre 2018, la Réserve Fédérale a présenté la manière dont elle entend « procéder à un examen complet des stratégies, des outils et des pratiques en matière de communication utilisés pour atteindre les objectifs de politique monétaire fixés par le Congrès »<sup>1</sup>. Comme l'a expliqué Richard Clarida, vice-président de la Fed<sup>2</sup>, trois questions seront posées : 1/ la politique monétaire permet-elle d'atteindre ses objectifs statutaires ou doit-elle prendre en compte les écarts passés avec son objectif d'inflation ? 2/ La boîte à outils dont dispose la Fed est-elle suffisante ou doit-elle être étoffée ? 3/ Comment améliorer la communication de la Fed ? Jerome Powell avait insisté sur la nécessité d'une communication claire afin que la réflexion et la politique de la Fed soient intelligibles pour tous. Les recherches effectuées récemment par Reuters montrent que la complexité du discours de la Fed a de nouveau diminué sous la présidence de Jerome Powell, une tendance amorcée lors du mandat de Janet Yellen<sup>3</sup>. Il est intéressant de noter que la Réserve Fédérale organisera plusieurs conférences et tables rondes dans tout le pays pour présenter sa stratégie, ce qui illustre également sa volonté d'être en phase avec la société américaine. Si le style de communication est important, le contenu l'est davantage. Ainsi, les intervenants du marché donneront inévitablement la priorité aux deux premières interrogations. La question de savoir si la politique monétaire d'une banque centrale doit prendre en compte les écarts par rapport à la cible d'inflation n'est pas

<sup>1</sup> Jerome Powell, président de la Réserve Fédérale, à l'occasion de la présentation au Congrès du rapport semestriel de politique monétaire devant la Commission des affaires bancaires, du logement et des affaires urbaines du Sénat des États-Unis, 26 février 2019

<sup>2</sup> Richard H. Clarida, The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices, allocation lors du U.S. Monetary Policy Forum 2019, coparrainé par The Initiative on Global Markets à l'University of Chicago Booth School of Business, 22 février 2019

<sup>3</sup> You don't need a PhD anymore to read Fed's statements, Jason Lange, Reuters Business News, 27 février 2019. L'auteur observe très justement que la réduction de la complexité peut-être également liée au fait que la politique actuelle est plus facile à expliquer

### POLITIQUE FONDÉE SUR LE NIVEAU DES PRIX OU SUR UNE CIBLE D'INFLATION\*



\*Évolution simulée, à titre d'illustration uniquement. Source : 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

nouvelle. Cela revient à choisir entre une stratégie fondée sur le niveau des prix ou sur une cible d'inflation. Si cette dernière est retenue, le fait que l'inflation soit restée longtemps en-dessous de l'objectif n'influence pas en soi la politique monétaire future, qui vise uniquement à ramener l'inflation au niveau cible. En revanche, si la stratégie se fonde sur le niveau des prix, la banque centrale se fixe un objectif mouvant (le niveau des prix ciblé augmente chaque année avec l'objectif d'inflation). Cela implique que si l'inflation est sensiblement inférieure au taux cible, cela devra être compensé par une inflation supérieure à ce taux cible : une fois que l'inflation est restée en deçà de l'objectif pendant une période donnée, la banque centrale s'engage à la maintenir au-delà de cet objectif aussi longtemps que nécessaire au moyen d'une politique accommodante. Dans le graphique, cela signifie que si l'institution d'émission applique une politique fondée sur une cible d'inflation, elle considère avoir « accompli sa mission » au T1, tandis que si elle applique le ciblage du niveau des prix, cette mission ne serait accomplie qu'au T2. Dans un article publié récemment sur son blog, Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed<sup>4</sup>, a démontré l'intérêt d'une telle approche en s'appuyant sur un modèle de simulation. Pour qu'elle soit efficace, il suffit que la politique soit crédible auprès des intervenants des marchés financiers. Dans ce cas, la courbe des taux tout entière serait « plus basse plus longtemps », et cela permettrait d'enclencher une reprise. Il convient toutefois de souligner que si cette politique n'est pas crédible vis-à-vis des ménages et des entreprises, un dépassement de l'objectif d'inflation pourrait éliminer l'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui compliquerait la maîtrise du taux d'inflation.

Toutes ces considérations montrent la complexité de l'approche fondée sur le ciblage du niveau des prix. Par ailleurs, on peut s'interroger sur les conséquences de cette politique en termes de risque de formation de bulles et de volatilité sur les marchés financiers. « Des taux bas pendant plus longtemps » impliquent que les actifs à risque (actions, obligations d'entreprise, immobilier) atteindraient des niveaux de valorisation élevés, portés par la conviction que la politique monétaire devrait rester accommodante tant que le déficit cumulé d'inflation n'aura pas été corrigé. On peut imaginer quelle serait la réaction des marchés lorsque l'écart du niveau des prix serait sur le point d'être comblé (aux alentours du T2 d'après le graphique) dans la mesure où cela alimenterait les attentes d'une accélération de la normalisation de la politique monétaire, c'est-à-dire d'un resserrement. Plusieurs années d'assouplissement quantitatif ont fait naître des inquiétudes concernant la stabilité du système financier. La nécessité de favoriser un dépassement prolongé de l'objectif d'inflation pour corriger le déficit d'inflation pourrait encore augmenter ces inquiétudes.

Face au risque d'une baisse des anticipations d'inflation liée à une période prolongée d'inflation inférieure à l'objectif de 2 %, réduisant la capacité de la politique monétaire à stimuler l'activité, compte tenu de la baisse structurelle des taux d'intérêt nominaux, John Williams, président de la Réserve fédérale de New York, s'est récemment déclaré satisfait de la décision de la Fed d'entreprendre un examen de son cadre d'action<sup>5</sup>. Il est intéressant de noter qu'il a également montré qu'au sein de l'indice des prix, les composantes sensibles au cycle économique ont eu un comportement normal au cours de la phase actuelle d'expansion. Ces composantes sont moins sujettes aux erreurs de mesure et à des facteurs non cycliques tels que les chocs d'offre, la mondialisation et la mutation des structures de marché. Cela soulève toutefois une question importante : si l'on admet que les composantes de l'inflation sensibles au cycle économique, ont un comportement normal, l'inertie de l'inflation globale, malgré la disparition des capacités de production inemployées dans l'économie, serait liée essentiellement au rôle des facteurs liés à l'offre. La question se pose alors de savoir si la politique monétaire doit viser à compenser ces facteurs liés à l'offre et si elle est en mesure de le faire. Cela impliquerait-il que les composantes de l'indice des prix sensibles au cycle dépasseraient l'objectif d'inflation ? Ces questions illustrent la difficulté de définir une politique monétaire fondée sur une cible d'inflation à l'heure où les mutations de l'offre ont modifié les dynamiques de prix dans certains secteurs, en particulier ceux de la production de biens.

Au-delà des questions soulevées par le choix entre une politique fondée sur le ciblage de l'inflation ou sur le ciblage du niveau des prix, la réflexion globale sur les stratégies, les outils et la communication de la Fed mérite d'être saluée, ne serait-ce que parce qu'elle montre que la Réserve Fédérale veut être prête lorsque surviendra la prochaine récession et, si nécessaire, adapter sa stratégie et ses outils. Un tel débat est également digne d'intérêt pour la zone euro. Après tout, la Fed et la BCE ont de nombreux défis communs (taux faibles, gonflement du bilan, inflation inférieure au niveau cible), même si le défi semble plus difficile encore à relever pour la BCE, compte tenu des taux plus bas qui prévalent en zone euro. Il est intéressant de noter que la Réserve fédérale dont l'objectif est symétrique (elle pourrait donc accepter un dépassement de l'objectif d'inflation), s'appête à lancer une réflexion sur l'opportunité de laisser l'inflation dépasser le niveau cible pendant une période prolongée pour compenser l'insuffisance passée. Les conclusions de cette réflexion seront suivies de près à Francfort. Rappelons que dans la mesure où la BCE s'est fixé un objectif d'inflation asymétrique, elle risque d'être réticente à accepter un dépassement temporaire du niveau cible.

**William De Vijlder**

<sup>4</sup> Ben Bernanke, Evaluating lower-for-longer policies: Temporary price-level targeting, Brookings, 21 février 2019

<sup>5</sup> John C. Williams, Discussion of 'Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating?' par Peter Hooper, Frederic S. Mishkin et Amir Sufi, remarques formulées lors du U.S. Monetary Policy Forum, New York, 22 février 2019



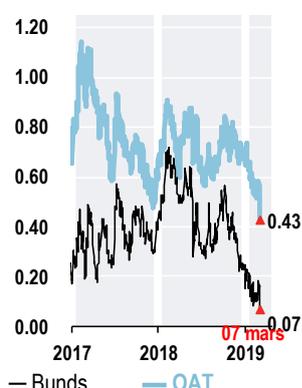
# Revue des marchés

## L'essentiel

Semaine du 1-3-19 au 7-3-19

➔ CAC 40	5 265	➔	5 268	+0.1 %
➔ S&P 500	2 804	➔	2 749	-2.0 %
➔ Volatilité (VIX)	13.6	➔	16.6	+3.0 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.31	➔	-0.31	+0.2 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	2.60	➔	2.59	-0.4 pb
➔ OAT 10a (%)	0.59	➔	0.43	-15.9 pb
➔ Bund 10a (%)	0.19	➔	0.07	-12.0 pb
➔ US Tr. 10a (%)	2.76	➔	2.64	-11.9 pb
➔ Euro vs dollar	1.14	➔	1.12	-1.4 %
➔ Or (once, \$)	1 304	➔	1 286	-1.4 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	65.2	➔	66.0	+1.2 %

Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



## Marchés monétaire & obligataire

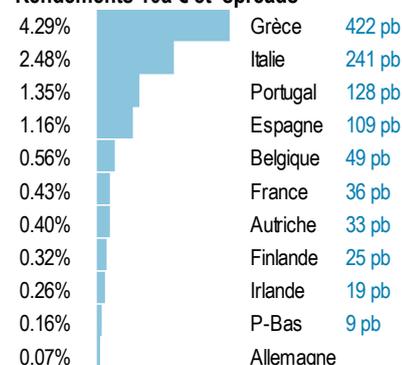
Taux d'intérêt (%)	+haut 19		+bas 19	
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	0.00	le 01/01
Eonia	-0.36	-0.36 le 01/01	-0.37	le 26/02
Euribor 3m	-0.31	-0.31 le 24/01	-0.31	le 02/01
Euribor 12m	-0.11	-0.11 le 06/02	-0.12	le 02/01
\$ FED	2.50	2.50 le 01/01	2.50	le 01/01
Libor 3m	2.59	2.81 le 01/01	2.59	le 06/03
Libor 12m	2.89	3.04 le 21/01	2.86	le 28/02
£ Bque Angl	0.75	0.75 le 01/01	0.75	le 01/01
Libor 3m	0.84	0.93 le 29/01	0.84	le 06/03
Libor 12m	1.13	1.19 le 11/01	1.12	le 20/02

Au 7-3-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.54	0.68 le 09/01	0.45	le 26/02
Bund 2a	-0.57	-0.53 le 05/03	-0.62	le 03/01
Bund 10a	0.07	0.25 le 01/01	0.07	le 07/03
OAT 10a	0.43	0.73 le 08/01	0.43	le 07/03
Corp. BBB	1.64	2.15 le 08/01	1.64	le 07/03
\$ Treas. 2a	2.46	2.62 le 18/01	2.39	le 03/01
Treas. 10a	2.64	2.78 le 18/01	2.55	le 03/01
Corp. BBB	4.27	4.65 le 01/01	4.27	le 07/03
£ Treas. 2a	0.72	0.83 le 27/02	0.68	le 03/01
Treas. 10a	1.17	1.35 le 18/01	1.14	le 14/02

Au 7-3-19

Rendements 10a € et spreads



## Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	66.0	53.1 le 01/01	+26.4%
Or (once)	1 286	1 281 le 21/01	+2.1%
Métaux, LME	3 010	2 730 le 03/01	+9.4%
Cuivre (tonne)	6 460	5 714 le 03/01	+10.5%
CRB Aliments	324	324 le 07/03	+1.8%
Blé (tonne)	171	171 le 07/03	-11.7%
Maïs (tonne)	132	132 le 28/02	-1.2%

Au 7-3-19

Variations

Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



## Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.12	1.15 le 10/01	1.12	le 07/03	-1.7%
GBP	0.86	0.90 le 03/01	0.85	le 27/02	-4.6%
CHF	1.13	1.14 le 05/02	1.12	le 02/01	+0.5%
JPY	125.27	127.43 le 01/03	122.54	le 03/01	-0.1%
AUD	1.60	1.63 le 03/01	1.57	le 31/01	-1.6%
CNY	7.53	7.87 le 09/01	7.53	le 07/03	-4.0%
BRL	4.35	4.43 le 01/01	4.18	le 31/01	-1.9%
RUB	74.40	79.30 le 01/01	74.15	le 12/02	-6.2%
INR	78.67	82.00 le 04/02	78.67	le 07/03	-1.4%

Au 7-3-19

Variations

## Indices actions

Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 268	5 298 le 05/03	4 611	le 03/01	+11.4%	+11.4%
S&P500	2 749	2 804 le 01/03	2 448	le 03/01	+9.7%	+11.6%
DAX	11 518	11 621 le 05/03	10 417	le 03/01	+9.1%	+9.1%
Nikkei	21 456	21 822 le 04/03	19 562	le 04/01	+7.2%	+7.3%
Chine*	82	83 le 06/03	68	le 03/01	+16.3%	+18.2%
Inde*	566	566 le 07/03	530	le 19/02	+1.9%	+3.4%
Brésil*	2 071	2 304 le 04/02	1 944	le 01/01	+6.4%	+8.4%
Russie*	627	654 le 05/02	572	le 01/01	+5.3%	+11.5%

Au 7-3-19

Variations

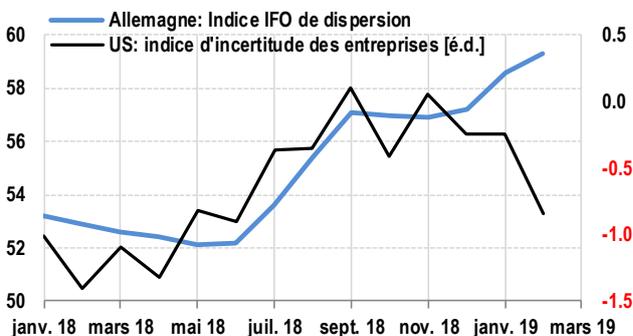
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Incertitude: baisse modérée

Quand les ménages (entreprises) se sentent plus incertains, ils dépenseront (investiront) moins. Après un bond l'année dernière, le nombre d'articles de presse mentionnant l'incertitude a quelque peu diminué (graphique en haut à gauche). L'incertitude découlant des enquêtes auprès des entreprises s'est atténuée aux États-Unis. En Allemagne, il continue d'augmenter (en haut à droite). L'incertitude mesurée par la dispersion des rendements des actions individuelles a diminué depuis le début de l'année.



\* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

Source: Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, Atlanta Fed, IFO, BNP Paribas

### Indicateurs à suivre

Peu de données en perspective la semaine prochaine. Nous aurons les chiffres de l'inflation des prix à la consommation (France, Allemagne, zone euro, États-Unis) et les prix à la production aux États-Unis. En France, nous aurons les chiffres du marché du travail pour le T4 2018 et l'indice de la confiance des industriels pour février de la Banque de France. Aux États-Unis seront publiés l'indice de sentiment de l'Université du Michigan et celui des petites entreprises, mais il faudra s'intéresser tout particulièrement aux ventes de détail dont les derniers chiffres ont déçu. Enfin, la Banque du Japon organisera sa réunion de politique monétaire.

Date	Pays/zone	Indicateur	Période	Précédent
03/11/2019	France	Confiance des industriels (Banque de France)	Fév.	--
03/12/2019	France	Emplois	4T	0,1%
03/12/2019	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Jan.	--
03/12/2019	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Fév.	--
03/12/2019	Etats-Unis	IPC hors aliments et énergie m/m	Fév.	--
03/13/2019	Zone euro	Production industrielle m/m	Jan.	--
03/13/2019	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Fév.	--
03/14/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Fév.	--
03/14/2019	France	IPC harmonisé m/m	Fév.	--
03/14/2019	Etats-Unis	Ventes de détail	Fév.	--
03/15/2019	Zone euro	IPC m/m	Fév.	--
03/15/2019	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Fév.	--
03/15/2019	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mars	--
03/15/2019	Japon	Réunion de politique monétaire (BoJ)	15 mars	-0,100%



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance américaine devrait ralentir à 2,1% 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 ralentit pour des raisons à la fois cycliques et structurelles. Les perspectives d'exportations sont fortement assombries par la hausse des droits de douane américains. Les difficultés du secteur manufacturier exportateur, le ralentissement de ventes de détail et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient peser sur la demande interne.
- Afin de contenir le ralentissement, la banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité. La réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait néanmoins rester une priorité. La politique budgétaire devient également expansionniste (incitations fiscales, dépenses en infrastructures).

### 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. Les dirigeants d'entreprises s'attendent d'ailleurs à ce que l'environnement continue à se détériorer. Suite à une croissance trimestrielle négative au T3 et au T4 2018, l'Italie est maintenant en récession.
- L'inflation ralentit 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 la croissance, 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 une seule remontée des taux cette année, au mois de juin. Nous prévoyons un taux à 10 ans US à 3,00% fin juin et à 2,80% 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% fin juin et à 0,40% 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 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
<b>Avancés</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0
Japon	0.7	0.4	0.3	1.0	1.0	1.5
Royaume-Uni	1.4	1.8	1.6	2.5	2.0	2.0
<b>Zone euro</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
Allemagne	1.4	0.9	1.1	1.9	1.6	1.6
France	1.5	1.2	1.2	2.1	1.3	1.6
Italie	0.8	0.1	0.5	1.3	1.0	1.0
Espagne	2.5	2.1	1.7	1.7	1.0	1.3
<b>Emergents</b>	<b>5.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	1.9	2.5
Inde	7.4	7.6	7.8	3.8	4.0	4.1
Brésil	1.3	3.0	2.5	3.7	3.8	3.6
Russie	1.7	1.5	1.8	2.8	5.1	4.1

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

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b>							
Fin de période							
Fed Funds	2.50	2.75	2.75	2.75	2.50	2.75	2.75
Libor 3m \$	2.80	3.05	3.05	3.00	2.81	3.00	3.00
Treas. 10a	2.80	3.00	2.80	2.80	2.69	2.80	2.50
<b>Z. euro</b>							
Refi BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.25
Bund 10a	0.20	0.30	0.35	0.40	0.25	0.40	0.40
OAT 10a	0.65	0.65	0.65	0.70	0.71	0.70	0.70
<b>R-Uni</b>							
Taux BoE	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.25
Gilt 10a	1.70	1.85	2.00	2.10	1.27	2.10	2.10
<b>Japon</b>							
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.00	0.00	0.00	-0.05	0.00	-0.05	-0.20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>USD</b>							
Fin de période							
EUR / USD	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34
USD / JPY	110	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58
USD / CHF	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93
<b>EUR</b>							
EUR / GBP	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85
EUR / CHF	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25
EUR / JPY	127	126	127	125	125	125	121

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



## 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.

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 (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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change