

# ECOWEEK

No. 19-25, 21 juin 2019

## Banques centrales : affronter les vents contraires, ensemble

■ A Sintra, Mario Draghi, le président de la BCE, a évoqué un possible nouvel assouplissement de la politique monétaire européenne ■ Même message de la part du FOMC : il faut s'attendre à de prochaines baisses des taux aux Etats-Unis ■ Cette synchronisation des politiques monétaires s'explique par des problèmes communs (une inflation trop faible par rapport à l'objectif) et des préoccupations partagées, en particulier la montée des incertitudes au niveau mondial ■ Si la situation persiste, l'orientation accommodante des politiques monétaires finira par perdre de son efficacité.

Une déclaration fracassante est un événement, une deuxième pourrait marquer le début d'une tradition. Lors de la conférence annuelle de la BCE à Sintra (Portugal), Mario Draghi avait créé la surprise en 2017 en déclarant : « Avec la poursuite du redressement économique, une orientation constante de la politique monétaire deviendra plus accommodante et la banque centrale peut accompagner la reprise en ajustant les paramètres de ses instruments de politique monétaire — non en vue de durcir son orientation, mais de la maintenir globalement inchangée. »<sup>i</sup> Cette semaine encore son discours a fait la une car les termes employés à propos d'un éventuel assouplissement ne trompent pas. « Les perspectives de risque restent orientées à la baisse et les indicateurs pour les prochains trimestres laissent présager une faiblesse persistante... En l'absence d'amélioration, au point que le retour soutenu de l'inflation vers notre objectif puisse être menacé, des mesures de relance supplémentaires seront nécessaires »<sup>ii</sup>. Les conséquences en termes d'orientation générale seront débattues par le Conseil des gouverneurs dans les semaines à venir ; ce qui laisse entendre un assouplissement prochain de la politique monétaire. Pour ce qui est des outils disponibles, M. Draghi a indiqué que la *forward guidance* pouvait être ajustée en termes de biais et de conditionnalité. Autrement dit, la BCE pourrait déclarer que les taux resteront à leur niveau actuel, voire en dessous, jusqu'à une date plus lointaine. De nouvelles baisses des taux d'intérêt sont possibles : « des mesures d'atténuation visant à limiter les effets secondaires font toujours partie de nos outils » (une allusion faite au système de rémunération à plusieurs niveaux des dépôts des banques commerciales)<sup>iii</sup>.

La phrase la plus importante du discours est la suivante : « Le *Traité* exige que nos actions soient à la fois nécessaires et proportionnées pour remplir notre mandat et atteindre notre objectif, ce qui implique que les limites que nous fixons concernant nos outils doivent être spécifiquement adaptées aux situations imprévues que nous rencontrons ». En d'autres termes, les limites du programme de rachat d'actifs seront adaptées à l'urgence de la situation.

.../...

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

**Eco**  
**WEEK**

La banque  
d'un monde  
qui change

Comme le montrent les graphiques, le rendement du Bund a reculé entraînant dans son sillage celui des *Treasuries*, les actions européennes sont reparties à la hausse, l'euro s'est replié et le taux swap inflation 5 ans dans 5 ans a également augmenté, reflétant une légère hausse des anticipations d'inflation et/ou de la prime de risque d'inflation. Un soulagement compte tenu de la forte baisse de cet instrument enregistrée ces dernières semaines.

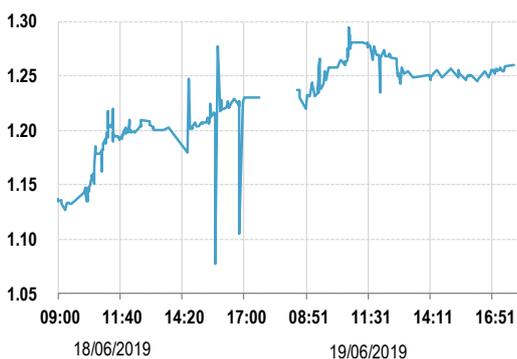
L'une des raisons possibles pour lesquelles le président de la BCE est allé bien plus loin que lors de sa conférence de presse d'il y a deux semaines, est qu'un infléchissement du ton de la Fed était attendu à l'occasion de sa réunion du lendemain. Un message plus accommodant de la BCE pouvait avoir pour objet de prévenir une appréciation de l'euro dans le cas où la Fed laisserait entrevoir un assouplissement de sa politique monétaire<sup>iv</sup>. Est-ce la bonne lecture ? Il est difficile de le dire pour le moment, mais une chose est sûre : les marchés des changes sont très sensibles à l'orientation relative des politiques monétaires.

Ainsi, après la réunion du FOMC et la conférence de presse du président de la Fed, Jerome Powell, le taux de change EUR/USD a même dépassé le niveau enregistré avant le discours de Mario Draghi. Le changement de ton de la Fed<sup>v</sup> s'explique par un renforcement du risque à la baisse, dû à des courants contraires, au repli de la confiance des chefs d'entreprise ainsi qu'au ralentissement de l'investissement. De plus, l'inflation évolue plus lentement vers l'objectif et on craint de plus en plus qu'elle se maintienne plus durablement en deçà de ce dernier. Ces sujets de préoccupation sont très proches de ceux de la zone euro. La synchronisation des messages relatifs à une orientation plus accommodante de la politique monétaire devrait être la bienvenue : ce qui est bon pour la zone euro devrait l'être aussi pour les États-Unis et inversement. Cependant, l'impression qui domine est que les banques centrales luttent contre un courant puissant, celui de l'incertitude. C'est peut-être la raison pour laquelle la réaction du S&P500 aux commentaires de J. Powell a été aussi mitigée.

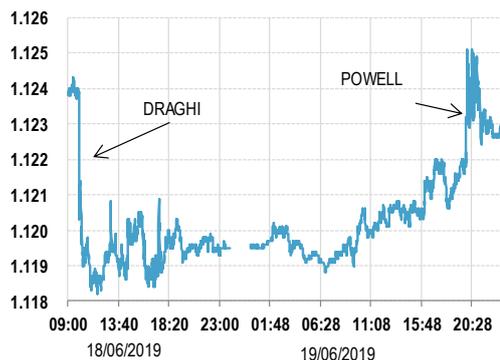
William De Vijlder

ÉVOLUTION INTRAJOURNALIÈRE DES MARCHÉS (HEURE DE PARIS)

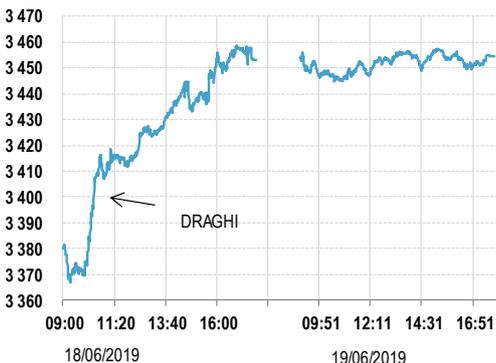
— 5y en 5y inflation swap en zone euro



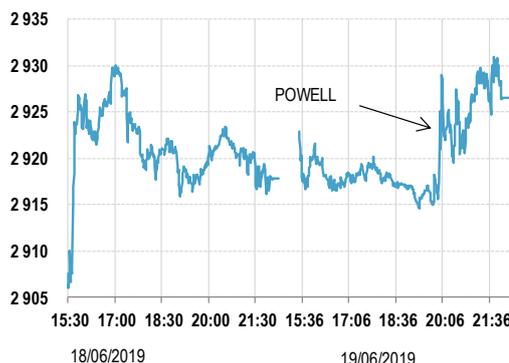
— EURUSD



— Eurostoxx50



— SP500



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

<sup>i</sup> BCE, *Accompanying the economic recovery*, discours d'introduction de Mario Draghi à l'occasion du Forum annuel de la BCE à Sintra, 27 juin 2017

<sup>ii</sup> BCE, *Twenty Years of the ECB's monetary policy*, discours prononcé par Mario Draghi, président de la BCE, lors du Forum des banques centrales organisé par la BCE à Sintra, le 18 juin 2019

<sup>iii</sup> Dans un système de rémunération à plusieurs niveaux, différents taux négatifs seraient appliqués aux réserves excédentaires déposées par les banques auprès de la banque centrale. Une partie des réserves pourrait même être exemptée.

<sup>iv</sup> Même si l'euro n'est pas un objectif de politique monétaire, c'est une composante-clé des conditions financières et monétaires. Mario Draghi a ainsi souligné à Sintra que « la zone euro est une économie relativement ouverte... cela signifie que l'impact des taux négatifs sur l'inflation et les conditions de financement via le taux de change est plus puissant (qu'aux États-Unis) ». Compte tenu du ralentissement économique de la zone euro, un net raffermissement de la monnaie serait particulièrement malvenu.

<sup>v</sup> Ce changement de ton se reflète dans l'ajustement à la baisse des projections du taux cible des Fed Funds (les « dots ») pour l'année prochaine (de 2,6 % à 2,1 %), indiquant à présent un assouplissement de la politique monétaire, ainsi que dans les commentaires du président, au cours de sa conférence de presse, selon lesquels de nombreux membres du FOMC estiment qu'un assouplissement de la politique monétaire est de plus en plus justifié et que « 8 membres sont favorables à des baisses de taux ».



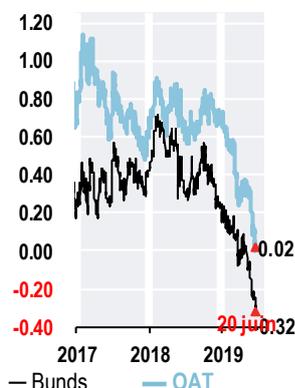
## Revue des marchés

### L'essentiel

Semaine du 14-6-19 au 20-6-19

↗ CAC 40	5 368	▶ 5 536	+3.1 %
↗ S&P 500	2 887	▶ 2 954	+2.3 %
↘ Volatilité (VIX)	15.3	▶ 14.8	-0.5 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.32	▶ -0.34	-2.0 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.40	▶ 2.39	-1.6 pb
↘ OAT 10a (%)	0.10	▶ 0.02	-7.6 pb
↘ Bund 10a (%)	-0.26	▶ -0.32	-6.3 pb
↘ US Tr. 10a (%)	2.09	▶ 2.00	-9.3 pb
↗ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.13	+0.6 %
↗ Or (once, \$)	1 350	▶ 1 385	+2.6 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	62.2	▶ 64.3	+3.2 %

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	-0.37	-0.25	le 07/06	-0.38 le 19/06
Euribor 3m	-0.34	-0.31	le 24/01	-0.34 le 20/06
Euribor 12m	-0.21	-0.11	le 06/02	-0.21 le 20/06
\$ FED	2.50	2.50	le 01/01	2.50 le 01/01
Libor 3m	2.39	2.81	le 01/01	2.39 le 19/06
Libor 12m	2.30	3.04	le 21/01	2.25 le 14/06
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.93	le 29/01	0.78 le 18/06
Libor 12m	0.99	1.19	le 11/01	0.97 le 10/06

Au 20-6-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	0.09	0.68	le 09/01	0.09 le 20/06
Bund 2a	-0.76	-0.53	le 05/03	-0.76 le 18/06
Bund 10a	-0.32	0.25	le 01/01	-0.32 le 18/06
OAT 10a	0.02	0.73	le 08/01	0.00 le 18/06
Corp. BBB	1.05	2.15	le 08/01	1.05 le 20/06
\$ Treas. 2a	1.73	2.62	le 18/01	1.73 le 20/06
Treas. 10a	2.00	2.78	le 18/01	2.00 le 20/06
Corp. BBB	3.58	4.65	le 01/01	3.58 le 20/06
£ Treas. 2a	0.57	0.83	le 27/02	0.52 le 07/06
Treas. 10a	0.81	1.35	le 18/01	0.80 le 18/06

Au 20-6-19

Rendements 10a € et spreads

3.24%	Grèce	356 pb
2.14%	Italie	246 pb
0.54%	Portugal	85 pb
0.39%	Espagne	71 pb
0.08%	Belgique	40 pb
0.02%	France	33 pb
-0.04%	Autriche	28 pb
-0.11%	Finlande	20 pb
-0.13%	Irlande	19 pb
-0.15%	P-Bas	17 pb
-0.32%	Allemagne	

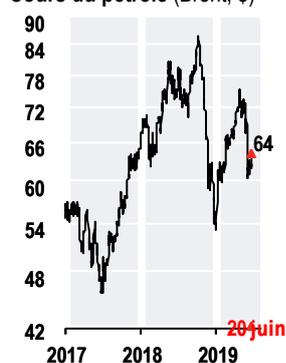
### Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	64.3	53.1	le 01/01 +22.5%
Or (once)	1 385	1 268	le 02/05 +9.4%
Métaux, LME	2 800	2 730	le 03/01 +1.2%
Cuivre (tonne)	5 961	5 714	le 03/01 +1.4%
CRB Aliments	356	324	le 07/03 +11.0%
Blé (tonne)	206	167	le 10/05 +5.8%
Maïs (tonne)	173	128	le 24/04 +28.5%

Au 20-6-19

Variations

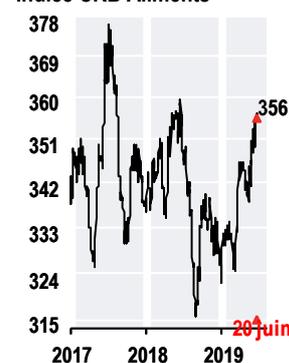
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



### Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.13	1.15	le 10/01	1.11	le 30/05 -1.2%
GBP	0.89	0.90	le 03/01	0.85	le 14/03 -0.9%
CHF	1.11	1.14	le 23/04	1.11	le 20/06 -1.6%
JPY	121.42	127.43	le 01/03	120.99	le 31/05 -3.2%
AUD	1.63	1.64	le 17/06	1.57	le 18/04 +0.5%
CNY	7.73	7.87	le 09/01	7.51	le 25/04 -1.4%
BRL	4.33	4.59	le 20/05	4.18	le 31/01 -2.2%
RUB	71.16	79.30	le 01/01	71.16	le 20/06 -10.3%
INR	78.41	82.00	le 04/02	76.84	le 03/04 -1.7%

Au 20-6-19

Variations

### Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 536	5 592	le 23/04	4 611	le 03/01	+17.0%	+17.0%
S&P500	2 954	2 954	le 20/06	2 448	le 03/01	+17.8%	+19.3%
DAX	12 355	12 413	le 03/05	10 417	le 03/01	+17.0%	+17.0%
Nikkei	21 463	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+7.2%	+10.8%
Chine*	78	86	le 09/04	68	le 03/01	+11.3%	+12.9%
Inde*	595	612	le 03/06	530	le 19/02	+6.2%	+8.0%
Brésil*	2 201	2 304	le 04/02	1 862	le 17/05	+12.2%	+14.6%
Russie*	736	736	le 20/06	572	le 01/01	+18.5%	+30.3%

Au 20-6-19

Variations

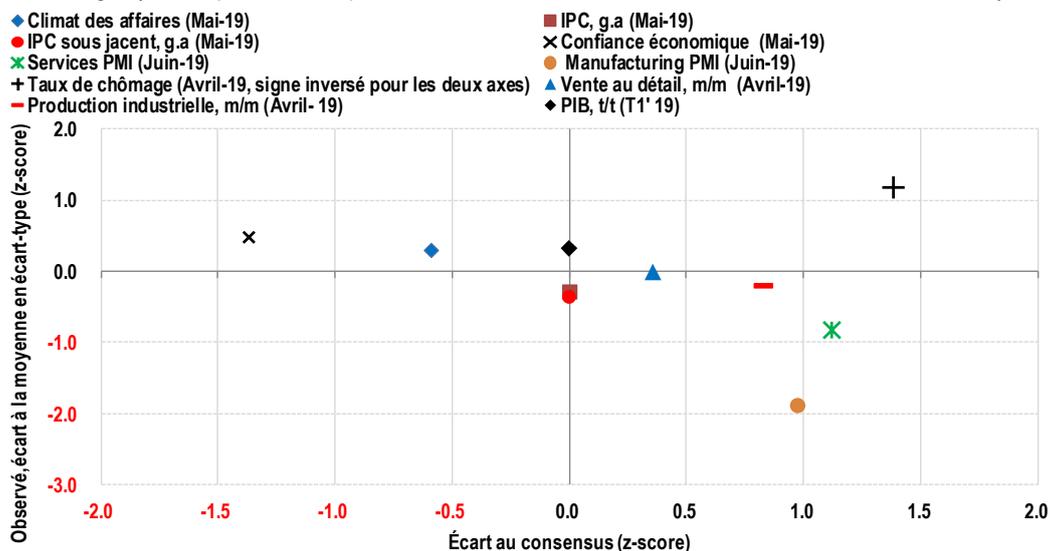
\* Indices MSCI



## Baromètre

### Zone euro : signaux mitigés

Malgré un 1<sup>er</sup> trimestre 2019 relativement bon en termes de croissance économique (+0,4% t/t), les derniers indicateurs envoient des signaux mitigés. En particulier, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier continue d'inquiéter malgré une stabilisation, à un niveau bas, en juin (47,8). Dans les services, bien qu'inférieur à sa moyenne de long terme, le PMI semble peu affecté par les difficultés du secteur manufacturier et s'établit nettement au-dessus de 50 (53,4). Cette résilience s'inscrit dans un contexte encore favorable sur le marché du travail, le taux de chômage ayant en particulier surpris favorablement les observateurs et demeurant inférieur à sa moyenne de long terme.



Sources : Bloomberg, Markit, BNP Paribas

### Indicateurs à suivre

Semaine chargée en perspective avec beaucoup de données pour le mois de juin : l'indice du climat des affaires en Allemagne et celui de la confiance de entreprises en France, mais aussi les indices de la confiance des consommateurs aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Nous aurons également le sentiment économique de l'université du Michigan et l'indice de confiance de la Commission européenne. Et nous connaîtrons les chiffres de l'inflation de l'Allemagne et de la France, et, au Japon, le taux de chômage et les chiffres de la production industrielle. Enfin, aux Etats-Unis, il faudra regarder de près les données relatives aux commandes de biens d'équipement civils hors avions : cette série, considérée comme un bon indicateur de l'investissement des entreprises, a ralenti ces derniers mois.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Date	Prévision	Précédent
24/06/2019	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	juin	--	97,9
25/06/2019	France	Confiance des entreprises	juin	--	106
25/06/2019	Etats-Unis	Ventes de nouveaux logements m/m	mai	1,8%	-6,9%
25/06/2019	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	juin	132,0	134,1
26/06/2019	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	juillet	--	10,1
26/06/2019	France	Confiance des consommateurs	juin	--	99
26/06/2019	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	mai	0,0%	-1,0%
27/06/2019	Zone euro	Climat des affaires	juin	--	105,1
27/06/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	juin	--	--
27/06/2019	Allemagne	IPC harmonisé m/m	juin	--	0,3%
27/06/2019	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	1Q	3,2%	3,1%
27/06/2019	Allemagne	Ventes au détail m/m	mai	--	-2,0%
28/06/2019	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	juin	--	-10
28/06/2019	Japon	Taux de chômage	mai	--	2,4%
28/06/2019	Japon	Production industrielle m/m	mai	--	0,6%
28/06/2019	France	IPC harmonisé m/m	juin	--	0,1%
28/06/2019	Royaume-Uni	PIB t/t	1T	--	0,5%
28/06/2019	Etats-Unis	Revenus personnels	mai	0,3%	0,5%
28/06/2019	Etats-Unis	Dépenses personnelles	mai	0,5%	0,3%
28/06/2019	Etats-Unis	Sentiment économique de l'Université du Michigan	juin	--	97,9

Sources : Bloomberg, BNP Paribas



## Scénario économique

### ETATS-UNIS

Le rebond de la croissance en début d'année 2019 est en partie lié à des facteurs temporaires (stocks), alors que la demande intérieure privée s'assagit. Le secteur de la construction freine, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises, tandis que la hausse du dollar en 2018 et la montée des tensions commerciales pèseront sur les exportations. L'inflation sous-jacente reste sous contrôle.

Le message plus prudent du président de la Fed nous incite désormais à anticiper une baisse du taux des fonds fédéraux au troisième trimestre. Les « fed funds » s'établiraient alors dans une fourchette de 1.75%-2.0%.

### CHINE

La croissance économique continue de ralentir. Après une légère amélioration en mars, l'activité a de nouveau faibli et la récente aggravation des tensions avec les Etats-Unis vient encore assombrir les perspectives d'exportations.

La banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité, mais la réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait rester une priorité. La politique budgétaire est également expansionniste : les dépenses en infrastructures augmentent et les incitations fiscales se multiplient.

A court terme, l'affaiblissement des exportations et de l'investissement privé devrait se poursuivre. Les mesures fiscales devraient soutenir la consommation des ménages.

### ZONE EURO

Malgré une croissance plus dynamique qu'attendu au T1 2019, le ralentissement de l'activité en zone euro se poursuivrait, notamment en Allemagne, dans un contexte international toujours incertain et de ralentissement des exportations vers la Chine. En outre, l'économie bute sur des contraintes de capacités et l'activité dans le secteur manufacturier reste dégradée.

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.

La politique monétaire reste prudente et proactive, la BCE ayant annoncé le lancement de nouvelles vagues de prêts à long terme (TLTRO) pour les banques.

### 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 2e semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible et du niveau élevé de l'incertitude. Les marchés obligataires anticipent déjà la réduction des taux d'intérêt. De ce fait, la baisse du rendement des *Treasuries* à 10 ans devrait rester modérée.

Les taux officiels de la BCE ne devraient pas changer en 2019 et 2020 en raison de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance et de l'inflation sous-jacente faible. Nous prévoyons une hausse marginale du taux à 10 ans du Bund qui terminerait 2019 à 0,00% et 2020 à 0,15%.

Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.

L'euro devrait se renforcer face au dollar US, ce dernier étant trop cher par rapport à sa valeur d'équilibre et la Réserve fédérale étant en phase d'assouplissement monétaire.

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

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

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

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
<b>E-Unis</b> Fed Funds	2,50	2,50	2,00	2,00	2,50	2,00	1,75
Libor 3m \$	2,60	2,45	2,00	2,00	2,81	2,00	1,80
Treas. 10a	2,42	2,10	1,95	1,90	2,69	1,90	2,25
<b>Z. Eurc</b> Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
Bund 10a	-0,07	-0,05	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
OAT 10a	0,26	0,30	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
<b>Japon</b> Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	Fin de période	T1	T2e	T3e			
<b>USD</b> EUR / USD	1,12	1,13	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
USD / JPY	110,7	108,0	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
USD / CHF	1,00	1,01	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
<b>EUR</b> EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
EUR / JPY	124	122	122	122	125	122	119

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 détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :  
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon.

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© 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