

ECOWEEK

N°19-37, 11 octobre 2019

Japon : vers un contrôle de la pente de la courbe de taux ?

■ La courbe de taux des obligations d'État japonaises s'est aplatie ces derniers mois, les échéances très éloignées s'approchant dangereusement de 0%. Cette évolution ne laisse pas de préoccuper les investisseurs institutionnels tenus par leurs engagements à long terme (compagnies d'assurance, fonds de pension) ■ Selon H. Kuroda, gouverneur de la Banque du Japon, une baisse excessive des taux d'intérêt à très long terme pourrait pénaliser l'activité économique ■ Ceci a alimenté les anticipations selon lesquelles la BoJ s'orienterait vers un contrôle du niveau et de la pente de la courbe de taux. Une telle politique pourrait avoir une influence sur les rendements obligataires à l'étranger. Dans la zone euro, cela pourrait intensifier le débat sur l'impact de la politique de la BCE sur les fonds de pension et les assureurs.

Les investisseurs en titres à revenu fixe cherchent désespérément les rendements. À contrecœur ils prennent plus de risques mais, comme chacun en fait autant, les rendements continuent de reculer en dessous de zéro. Cette semaine, la Grèce a effectué une émission de bons du Trésor à 3 mois à un taux négatif de 2 points de base. L'Allemagne a adjugé EUR 824 millions à un taux moyen négatif de -0,11 %¹ sur son nouvel emprunt à 30 ans lancé en août dernier. Le phénomène de baisse des rendements obligataires est planétaire, sous l'effet conjugué du ralentissement mondial synchronisé et des flux de capitaux internationaux qui créent une corrélation étroite entre les marchés obligataires. Les investisseurs institutionnels nippons, confrontés à la baisse des rendements au Japon, contribuent dans une large mesure à cette évolution en achetant sur les marchés étrangers des titres de longue échéance, assortis d'une couverture de change.

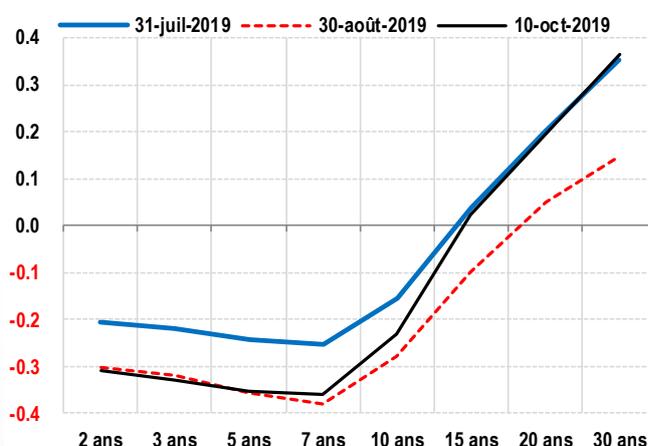
Comme le montre le graphique, la courbe des obligations d'État japonaises (JGB) s'est aplatie ces derniers mois, les très longues maturités s'approchant dangereusement de 0%. Cela ne va pas sans préoccuper les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension) engagés sur le long terme. Dans un discours récent, H. Kuroda², gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), est apparu parfaitement conscient du problème : « Une baisse excessive des taux d'intérêt sur les très longues échéances pourrait entraîner une diminution des rendements, notamment sur les produits d'assurance et de retraite, ce qui peut avoir un impact négatif sur l'activité économique sous l'effet de la détérioration de la confiance ».

.../...

¹ Source : Germany sells new 30-year bond with negative yield, a first, Reuters, 21 août 2019.

² Politique économique et monétaire du Japon, discours prononcé lors d'une réunion avec des chefs d'entreprises à Osaka, Haruhiko Kuroda, gouverneur de la Banque du Japon, 24 septembre 2019

OBLIGATIONS D'ÉTAT JAPONAISES : COURBE DE TAUX



Source : Datastream, 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

Aussi la réunion de la BoJ à la fin du mois revêt-elle une importance toute particulière. Elle pourrait aboutir à l'adoption d'une politique de « contrôle de la pente de la courbe » par laquelle la Banque centrale chercherait non seulement à conserver le contrôle du niveau des taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe (contrôle de la courbe de taux) mais aussi sur l'écart de taux entre, par exemple, les emprunts à 40 ans et à 10 ans ou ceux assortis d'échéances inférieures (contrôle de la pente de la courbe de taux). À cette fin, les achats de JGB pourraient se concentrer sur la partie courte de la courbe, laissant la possibilité aux rendements de remonter sur les très longues échéances, ou, tout au moins, de ne pas baisser. Est-ce que c'est ce qui va réellement se passer ? Cela reste à voir, mais on peut en douter : les investisseurs avides de rendement pourraient être tentés de saisir cette opportunité d'achat dès que les rendements sur les longues échéances seront légèrement plus attractifs.

L'adoption d'une telle politique par la BoJ aurait également son importance pour le reste du monde. Tout d'abord, parce que les décisions prises au Japon peuvent avoir des effets d'entraînement dans les autres pays. Lors de la publication de son calendrier d'achats d'obligations pour le mois d'octobre, la BoJ a précisé qu'elle effectuerait moins de rachats que d'ordinaire sur la partie longue de la

courbe³, ce qui a suffi à provoquer une hausse des rendements des *Treasuries*. Ensuite, les décisions de la BoJ seront suivies de près en Europe. Avec des taux d'intérêt résolument en territoire négatif, même sur les longues échéances, dans de nombreux pays de la zone euro, et une inflation qui reste à un niveau bien inférieur à l'objectif de la BCE, la thèse selon laquelle la zone euro suit la même trajectoire que le Japon (japonisation) fait de plus en plus d'émules : « *pour savoir où en sera la zone euro dans deux ans, il suffit de voir où en est le Japon aujourd'hui !* ». De ce point de vue, si la Banque du Japon devait opter pour une politique de « contrôle de la pente de la courbe de taux », cela aurait pour conséquence d'intensifier le débat dans la zone euro sur les effets indésirables de la politique de la BCE pour les fonds de pension et les compagnies d'assurance.

William De Vijlder

³ Le rendement des *Treasuries* à 10 ans a enregistré sa plus forte hausse depuis septembre dernier, MarketWatch, 30 septembre 2019

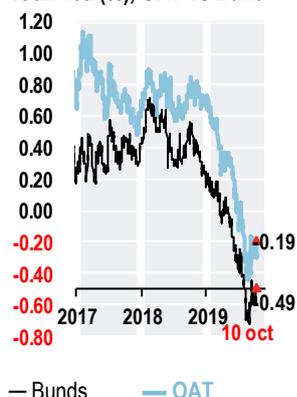
Revue des marchés

L'essentiel

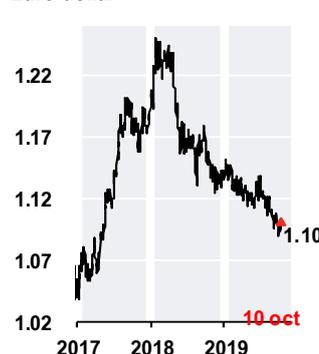
Semaine du 4-10-19 au 10-10-19

↗ CAC 40	5 488	▶ 5 569	+1.5 %
↘ S&P 500	2 952	▶ 2 938	-0.5 %
↗ Volatilité (VIX)	17.0	▶ 17.6	+0.5 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.42	▶ -0.42	+0.5 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	2.03	▶ 1.98	-4.3 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.29	▶ -0.19	+9.5 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.59	▶ -0.49	+9.5 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.51	▶ 1.66	+14.2 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	+0.3 %
↘ Or (once, \$)	1 508	▶ 1 492	-1.0 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	58.5	▶ 58.7	+0.3 %

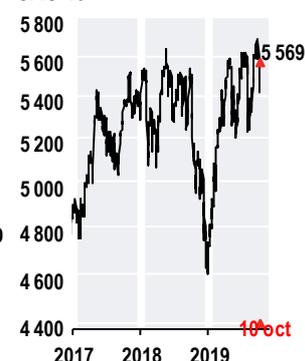
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.47	-0.25	le 07/06	-0.47 le 03/10
Euribor 3m	-0.42	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.33	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.00	2.50	le 01/01	2.00 le 19/09
Libor 3m	1.98	2.81	le 01/01	1.98 le 09/10
Libor 12m	1.88	3.04	le 21/01	1.85 le 04/10
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.76	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.87	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 10-10-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.20	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.72	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.49	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.19	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.88	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.53	2.62	le 18/01	1.39 le 03/10
Treas. 10a	1.66	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.28	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.42	0.83	le 27/02	0.31 le 08/10
Treas. 10a	0.55	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 10-10-19

Rendements 10a € et spreads

1.75%	Grèce	224 pb
0.96%	Italie	144 pb
0.23%	Espagne	71 pb
0.19%	Portugal	68 pb
-0.16%	Belgique	33 pb
-0.17%	Irlande	32 pb
-0.19%	France	30 pb
-0.21%	Finlande	27 pb
-0.22%	Autriche	26 pb
-0.35%	P-Bas	14 pb
-0.49%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)	
Pétrole, Brent	58.7	53.1	le 01/01	+14.6%
Or (once)	1 492	1 268	le 02/05	+20.9%
Métaux, LME	2 769	2 718	le 07/08	+2.6%
Cuivre (tonne)	5 750	5 585	le 03/09	+0.3%
CRB Aliments	327	312	le 11/09	+4.7%
Blé (tonne)	176	166	le 30/08	-7.4%
Maïs (tonne)	145	128	le 24/04	+10.4%

Au 10-10-19

Variations

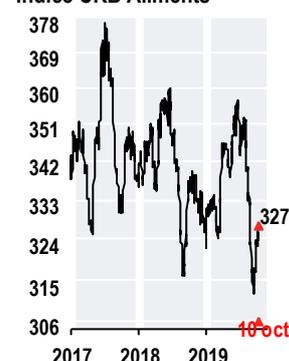
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019	
USD	1.10	1.15	le 10/01	1.09	le 30/09	-3.7%
GBP	0.90	0.93	le 12/08	0.85	le 14/03	-0.1%
CHF	1.10	1.14	le 23/04	1.08	le 04/09	-2.7%
JPY	118.89	127.43	le 01/03	116.08	le 03/09	-5.2%
AUD	1.63	1.66	le 07/08	1.57	le 18/04	+0.4%
CNY	7.85	7.96	le 27/08	7.51	le 25/04	-0.0%
BRL	4.52	4.63	le 27/08	4.18	le 31/01	+2.0%
RUB	71.10	79.30	le 01/01	70.22	le 24/09	-10.3%
INR	78.27	82.00	le 04/02	76.37	le 01/08	-1.9%

Au 10-10-19

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 19		+bas 19		2019	
CAC 40	5 569	5 691	le 20/09	4 611	le 03/01	+17.7%	+17.7%
S&P500	2 938	3 026	le 26/07	2 448	le 03/01	+17.2%	+21.7%
DAX	12 164	12 630	le 04/07	10 417	le 03/01	+15.2%	+15.2%
Nikkei	21 552	22 308	le 25/04	19 562	le 04/01	+7.7%	+13.6%
Chine*	74	86	le 09/04	68	le 03/01	+6.0%	+9.7%
Inde*	551	612	le 03/06	526	le 22/08	+0.6%	+2.5%
Brésil*	2 074	2 354	le 10/07	1 862	le 17/05	+12.9%	+10.7%
Russie*	699	747	le 04/07	572	le 01/01	+14.8%	+26.8%

Au 10-10-19

Variations

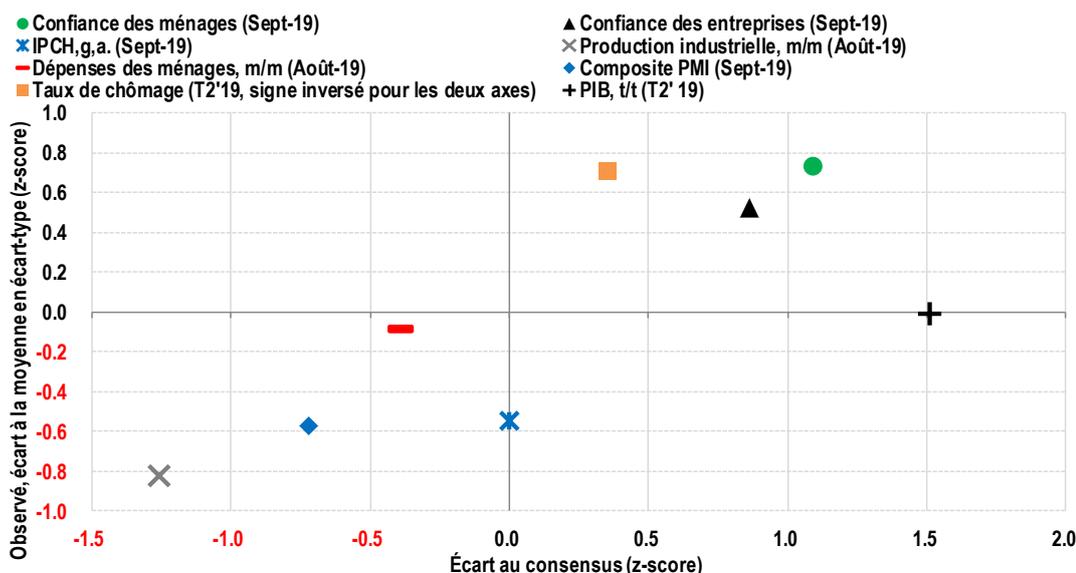
* Indices MSCI



Baromètre

France : des perspectives de croissance au T3 à peine correctes

Les indicateurs de notre baromètre sont moins dispersés qu'il n'y paraît. Situés dans le cadran nord-est, les données d'enquête de l'INSEE envoient un signal positif pour le mois de septembre, tandis que dans le cadran sud-ouest, les données d'activité pour le mois d'août renvoient un signal négatif. Quel signal l'emporte ? Alors que les bons résultats des enquêtes de l'INSEE sont encourageants, l'évolution décevante de la production et de la consommation des ménages en biens est préoccupante. Notre modèle *nowcast* réconcilie les deux informations. Sur la base des données d'enquêtes et des données d'activité, la croissance estimée est la même pour le T3 : à peine 0,2% t/t. Cela correspond à notre prévision tandis que l'INSEE et la Banque de France viennent de confirmer les leurs, à 0,3%.



Note :
 Le z-score correspond à l'écart par rapport à la valeur moyenne, en écart type :

$$z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$
 avec x : observation, μ : moyenne, σ : écart-type.
 Sur l'axe des abscisses, x correspond à la dernière valeur connue de l'écart à la prévision pour chacun des indicateurs représentés sur le graphique, μ et σ correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type des 24 dernières observations pour les données mensuelles et des 8 derniers trimestres pour les données trimestrielles.
 Sur l'axe des ordonnées, x correspond à la dernière valeur connue de l'indicateur, μ et σ correspondent, respectivement, à la moyenne et à l'écart-type de cet indicateur depuis 2000.

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine de nombreuses données économiques sur la Chine paraîtront : balance commerciale, inflation, PIB, ventes au détail. Concernant les Etats-Unis, on attend la publication des enquêtes régionales réalisées auprès des entreprises (Empire State, Philadelphie) et de différents indicateurs relatifs au secteur du logement (indice NAHB, permis de construire et nouveaux chantiers). On notera que la Réserve fédérale va publier son Beige Book. Enfin, les chiffres des ventes au détail et l'indice des indicateurs avancés du Conference Board sont également très attendus.

Date	Pays/Zone	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
14/10/2019	Eurozone	Production Industrielle m/m	Août	--	-0,4%
14/10/2019	Suisse	Balance commerciale	Sept.	3,5e+10	3,484e+10
15/10/2019	Suisse	IPP g.a.	Sept.	-1,2%	-0,8%
15/10/2019	France	IPC harmonisé (UE) g.a.	Sept.	--	1,1%
15/10/2019	Etats-Unis	Indice manufacturier (Empire Manufacturing)	Oct.	2,3	2,0
16/10/2019	Eurozone	Nouvelles immatriculations (UE 27)	Sept.	--	-8,4%
16/10/2019	Eurozone	IPC m/m	Sept.	--	1,0%
16/10/2019	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Sept.	0,3%	0,4%
16/10/2019	Etats-Unis	Indice du marché immobilier (NAHB)	Oct.	68	68
16/10/2019	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
17/10/2019	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et énergie g.a.	Sept.	--	2,2%
17/10/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Sept.	-5,4%	7,7%
17/10/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Sept.	-3,2%	12,3%
17/10/2019	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Oct.	9,1	12,0
17/10/2019	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Sept.	-0,1%	0,6%
17/10/2019	Japon	Ventes grands magasins g.a.(Tokyo)	Sept.	--	4,7%
18/10/2019	Suisse	Ventes de détail g.a.	Sept.	7,8%	7,5%
18/10/2019	Suisse	PIB g.a.	3T	6,2%	6,3%
18/10/2019	Etats-Unis	Indice avancé	Sept.	0,1%	0,0%

Source: Bloomberg, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance ralentit, une tendance qui devrait s'installer dans le temps. En cause : l'investissement des entreprises (ralentissement de la croissance des bénéfices, incertitude) et le logement (baisse de l'accessibilité à la propriété). La consommation privée, en revanche, devrait mieux résister. 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 pb, et deux autres en 2020.

CHINE

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

ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité en zone euro se 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.
- Dans la perspective d'une inflation modérée, le Conseil des gouverneurs a assoupli sa politique lors de la réunion du 12 septembre. Cet environnement particulièrement accommodant sera maintenu tant que l'inflation n'aura pas convergé suffisamment, de façon probante et durable vers la cible de la BCE.

FRANCE

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

TAUX & CHANGES

- Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale devrait baisser son taux officiel en octobre et en décembre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation modérée et du niveau élevé de l'incertitude ; en outre, deux autres baisses sont attendues en 2020. Les rendements des *Treasuries* devraient baisser dans les prochains mois ; ils pourraient toutefois remonter courant 2020 par anticipation d'une reprise de la croissance.
- Dans la zone euro, l'environnement très accommodant se maintiendra durablement en raison de la *forward guidance* de la BCE liée à l'état de l'économie et la faiblesse de l'inflation. Cela exercera une pression à la baisse sur les rendements obligataires.
- Au Japon, la politique de taux devrait rester inchangée.
- Compte tenu de la perspective de baisses de taux par la Fed et de la politique très accommodante 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
Avancés	2,2	1,6	1,0	2,1	1,4	1,3
États-Unis	2,9	2,2	1,5	2,4	1,8	1,8
Japon	0,8	1,2	0,2	1,0	0,6	0,3
Royaume-Uni	1,4	1,1	0,6	2,5	1,9	1,8
Zone euro	1,9	1,1	0,7	1,8	1,1	0,8
Allemagne	1,4	0,4	0,2	1,9	1,4	1,0
France	1,7	1,2	1,0	2,1	1,2	1,0
Italie	0,7	0,1	0,0	1,2	0,6	0,5
Espagne	2,6	2,2	1,6	1,7	0,8	0,7
Emergents	4,4	3,8	4,2	4,7	4,8	4,5
Chine	6,6	5,9	5,6	2,1	2,4	2,8
Inde*	6,8	6,5	6,3	2,9	3,0	3,3
Brésil	1,1	0,5	2,0	3,7	3,7	3,5
Russie	2,3	1,2	2,0	2,9	4,8	3,8

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

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

Taux d'intérêt, %	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4e1			
Fin de période							
E-Unis							
Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,50	2,50	1,50	1,00
Libor 3m \$	2,60	2,32	2,09	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,67	1,00	2,69	1,00	1,50
Z. euro							
Taux de dépôt	-0,40	-0,40	-0,50	-0,60	-0,40	-0,60	-0,60
Euribor 3M	-0,31	-0,35	-0,42	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,57	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,28	-0,55	0,71	-0,55	-0,30
R-Uni							
Taux BoE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gilt 10a	1,00	0,84	0,40	0,55	1,27	0,55	0,75
Japon							
Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,06	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,22	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4e1			
Fin de période							
USD							
EUR / USD	1,12	1,14	1,09	1,11	1,14	1,11	1,14
USD / JPY	111	108	108	102	110	102	96
GBP / USD	1,30	1,27	1,23	1,23	1,27	1,23	1,36
USD / CHF	1,00	0,98	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00
EUR							
EUR / GBP	0,85	0,89	0,89	0,90	0,90	0,90	0,84
EUR / CHF	1,12	1,11	1,09	1,10	1,13	1,10	1,14
EUR / JPY	124	123	118	113	125	113	109

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

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

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

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

+33 1 55 77 71 89 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

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFLASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change