

ECOWEEK

N°19-33, 13 septembre 2019

BCE : Mario Draghi passe le relais

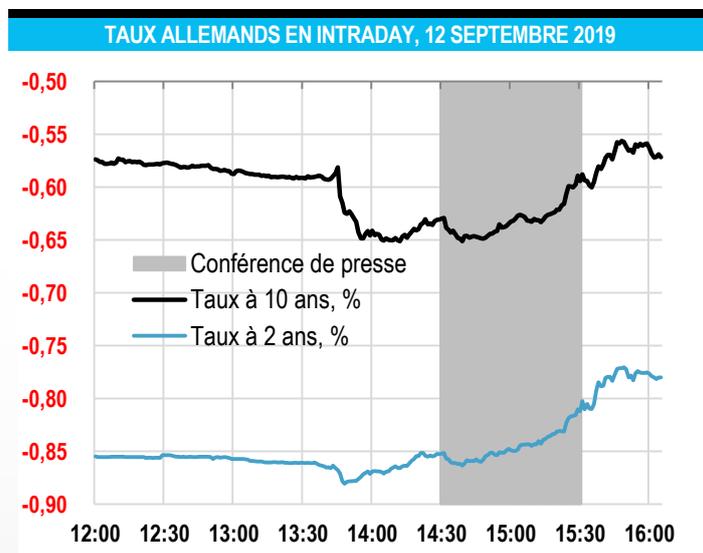
■ Les attentes du marché étaient fortes, mais le Conseil des gouverneurs ne les a pas déçues. Avec l'ensemble de mesures adoptées, notamment l'introduction d'une *forward-guidance* liée à l'état de l'économie, il ne devrait pas être nécessaire d'en faire plus à l'horizon des prévisions ■ Les analystes, en scrutant la BCE, pourront se limiter à la surveillance de l'écart entre l'inflation et son objectif dans ce domaine ■ Conscients de certains effets secondaires négatifs des mesures prises, les banquiers centraux appellent désormais les gouvernements qui disposent de marges de manœuvre budgétaires, à faire leur part afin de stimuler la croissance et d'accélérer la convergence de l'inflation vers l'objectif ■ Le passage de relais est ainsi acté.

Les deux prochaines années risquent d'être ennuyeuses pour les observateurs de la BCE. L'ensemble de mesures décidées par le Conseil des gouverneurs, jeudi 12 septembre, était très complet au point d'écarter, espérons-le, la nécessité de faire plus à brève échéance. Par ailleurs, la *forward guidance* a été renforcée, en termes de politique de taux d'intérêt comme de programme de rachats d'actifs. Ce dernier a ainsi été réactivé pour une durée indéterminée.

C'est l'évolution de l'inflation qui déterminera jusqu'à quand cet environnement monétaire extrêmement souple sera maintenu. La barre a été placée haut : les perspectives d'inflation doivent solidement converger vers l'objectif de la BCE et cela doit systématiquement se refléter dans la dynamique de l'inflation sous-jacente. Autant dire qu'une flambée d'inflation, par définition de courte durée, sera nécessairement disqualifiée. Compte tenu de la lenteur avec laquelle l'inflation évolue, il faudra du temps avant que ces exigences soient satisfaites ; il est donc très probable que la politique actuelle reste en place durablement. Le mouvement à la hausse des rendements obligataires, après un repli enregistré à la suite du communiqué de presse, ne doit pas être interprété comme une anticipation de resserrement monétaire, mais comme le reflet d'une prime de terme¹ moins négative. Cette évolution signifierait à son tour que les investisseurs accordent un certain crédit à l'efficacité du *package*.

.../...

¹ La prime de terme est la prime de risque que reçoit l'investisseur lorsque celui-ci achète une obligation à maturité donnée plutôt que d'investir dans un titre public à court terme sur la même période, en réinvestissant à chaque fois que ce titre arrive à maturité. Cette prime récompense la prise de risque lié à la duration. Cependant, cette prime peut être négative, comme c'est le cas depuis un certain temps dans la zone euro et aux Etats-Unis. Elle influence la différence entre le rendement d'une obligation à long terme et d'une obligation à court terme (ou d'un taux d'intérêt à court terme) mais cette dernière dépend aussi des anticipations de marché en matière de politique monétaire.



Source : Bloomberg, 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

Ce sera, en effet, une question-clé dans les prochains mois pour les marchés, les ménages, les entreprises et, bien sûr, pour la BCE dans la mesure où cela déterminera la possibilité d'un ré-ancrage des anticipations d'inflation à un niveau plus élevé. Mario Draghi l'a souligné lors de la conférence de presse : ce n'est pas que les anticipations d'inflation ne soient plus ancrées, mais plutôt qu'elles se soient ré-ancrées à un niveau trop bas par rapport à l'objectif d'inflation de la BCE.

En théorie, et compte tenu de l'environnement actuel, un certain scepticisme se justifie. Cette question a déjà été abordée dans des contributions antérieures². Par ailleurs, quels que soient les effets positifs que devrait avoir, dans l'ensemble, la politique actuelle, les inquiétudes relatives à ses effets négatifs augmentent : le marché immobilier dans certains pays est en surchauffe ; les taux négatifs affectent les fonds de pension et les compagnies d'assurance ; certains ménages peuvent décider d'épargner plus et de dépenser moins, estimant que lorsque les rendements obligataires sont faibles à négatifs, l'accumulation de richesse dépend du montant de l'épargne, plutôt que du réinvestissement de ce qui est devenu, en termes de rendement, un maigre revenu financier.

L'une des surprises de la conférence de presse a été l'insistance répétée du président de la BCE concernant les effets secondaires de cette politique monétaire, ce qui semble signifier que celle-ci arrive à son terme. L'autre surprise a été que Mario Draghi et ses collègues du Conseil des gouverneurs ont passé le relais aux gouvernements et à la politique budgétaire : « *Les membres du Conseil estiment à l'unanimité que la politique budgétaire doit devenir le principal instrument pour soutenir la croissance* », « *Il est grand temps que la politique budgétaire prenne sa part* », « *Avec une politique budgétaire appropriée, le package monétaire fera plus rapidement la preuve de son efficacité* ».

Cet appel prend, d'une certaine manière, des accents tragiques : comme l'a expliqué le président de la BCE, la politique monétaire a joué un rôle crucial dans la mise en place d'un environnement qui a permis la création de 11 millions d'emplois. Elle a également contribué à une solide accélération de la croissance des salaires avec la baisse du taux de chômage. Cependant, la phase ultime n'a pas réellement eu lieu : la transmission entre la croissance plus forte des salaires et la hausse de l'inflation s'est interrompue en raison du choc négatif de la demande, lié à la Chine et au commerce international, et de l'incertitude entourant les droits de douane et le Brexit. Les gouvernements sont donc appelés à intervenir, tout au moins ceux des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire. Il reste à savoir maintenant si cet appel sera entendu.

William De Vijlder

² *Politique monétaire et incertitude exogène versus endogène* (Ecoweek, 5 juillet 2019) ; *Assouplissement monétaire dans une économie de plein emploi : quelle efficacité ?* (Ecoweek, 12 juillet 2019)



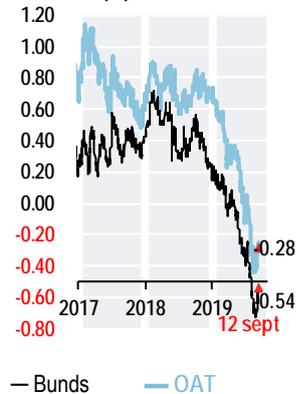
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 6-9-19 au 12-9-19

➔ CAC 40	5 604	➔ 5 643	+0.7 %
➔ S&P 500	2 979	➔ 3 010	+1.0 %
➡ Volatilité (VIX)	15.0	➔ 14.2	-0.8 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.44	➔ -0.43	+0.4 pb
➡ Libor \$ 3m (%)	2.13	➔ 2.13	-0.7 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.34	➔ -0.28	+5.3 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.63	➔ -0.54	+9.5 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.55	➔ 1.79	+24.1 pb
➡ Euro vs dollar	1.10	➔ 1.10	-0.2 %
➡ Or (once, \$)	1 521	➔ 1 513	-0.5 %
➡ Pétrole (Brent, \$)	60.8	➔ 60.1	-1.1 %

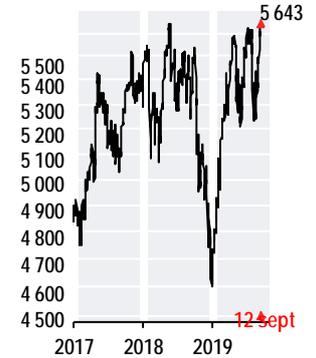
Taux 10a (%), OAT vs Bund



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	-0.43	-0.31	le 24/01	-0.45 le 03/09
Euribor 12m	-0.37	-0.11	le 06/02	-0.40 le 21/08
\$ FED	2.25	2.50	le 01/01	2.25 le 01/08
Libor 3m	2.13	2.81	le 01/01	2.10 le 05/09
Libor 12m	2.01	3.04	le 21/01	1.89 le 05/09
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.78	0.93	le 29/01	0.75 le 29/08
Libor 12m	0.93	1.19	le 11/01	0.81 le 03/09

Au 12-9-19

Rendements (%)	+haut 19		+bas 19	
€ Moy. 5-7a	-0.26	0.68	le 09/01	-0.36 le 03/09
Bund 2a	-0.73	-0.53	le 05/03	-0.92 le 02/09
Bund 10a	-0.54	0.25	le 01/01	-0.72 le 28/08
OAT 10a	-0.28	0.73	le 08/01	-0.44 le 28/08
Corp. BBB	0.78	2.15	le 08/01	0.64 le 30/08
\$ Treas. 2a	1.73	2.62	le 18/01	1.44 le 04/09
Treas. 10a	1.79	2.78	le 18/01	1.46 le 04/09
Corp. BBB	3.39	4.65	le 01/01	3.15 le 04/09
£ Treas. 2a	0.51	0.83	le 27/02	0.32 le 03/09
Treas. 10a	0.57	1.35	le 18/01	0.33 le 03/09

Au 12-9-19

Rendements 10a € et spreads

2.00%	Grèce	253 pb
0.85%	Italie	139 pb
0.23%	Portugal	76 pb
0.23%	Espagne	76 pb
-0.19%	Belgique	34 pb
-0.24%	Irlande	29 pb
-0.25%	Finlande	29 pb
-0.26%	Autriche	28 pb
-0.28%	France	25 pb
-0.43%	P-Bas	11 pb
-0.54%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 19		2019(€)
Pétrole, Brent	60.1	53.1	le 01/01 +17.3%
Or (once)	1 513	1 268	le 02/05 +22.4%
Métaux, LME	2 834	2 718	le 07/08 +4.9%
Cuivre (tonne)	5 803	5 585	le 03/09 +1.1%
CRB Aliments	312	312	le 11/09 -0.1%
Blé (tonne)	179	166	le 30/08 -6.0%
Mais (tonne)	140	128	le 24/04 +6.6%

Au 12-9-19

Variations

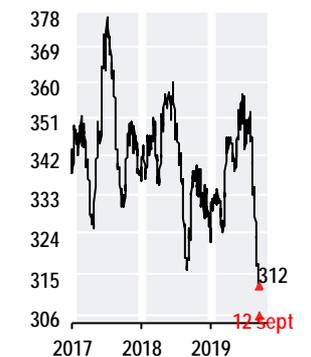
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 19		+bas 19		2019
USD	1.10	1.15	le 10/01	1.10 le 03/09	-3.5%
GBP	0.89	0.93	le 12/08	0.85 le 14/03	-0.3%
CHF	1.09	1.14	le 23/04	1.08 le 04/09	-3.0%
JPY	119.00	127.43	le 01/03	116.08 le 03/09	-5.1%
AUD	1.60	1.66	le 07/08	1.57 le 18/04	-1.2%
CNY	7.82	7.96	le 27/08	7.51 le 25/04	-0.4%
BRL	4.47	4.63	le 27/08	4.18 le 31/01	+0.9%
RUB	71.57	79.30	le 01/01	70.26 le 24/07	-9.7%
INR	78.47	82.00	le 04/02	76.37 le 01/08	-1.7%

Au 12-9-19

Variations

Indices actions

Cours	+haut 19		+bas 19		2019	2019(€)
CAC 40	5 643	5 643	le 12/09	4 611 le 03/01	+19.3%	+19.3%
S&P500	3 010	3 026	le 26/07	2 448 le 03/01	+20.1%	+24.4%
DAX	12 410	12 630	le 04/07	10 417 le 03/01	+17.5%	+17.5%
Nikkei	21 760	22 308	le 25/04	19 562 le 04/01	+8.7%	+14.6%
Chine*	78	86	le 09/04	68 le 03/01	+11.0%	+14.9%
Inde*	544	612	le 03/06	526 le 22/08	-0.6%	+1.1%
Bésil*	2 157	2 354	le 10/07	1 862 le 17/05	+16.1%	+15.0%
Russie*	714	747	le 04/07	572 le 01/01	+17.8%	+29.4%

Au 12-9-19

Variations

* Indices MSCI

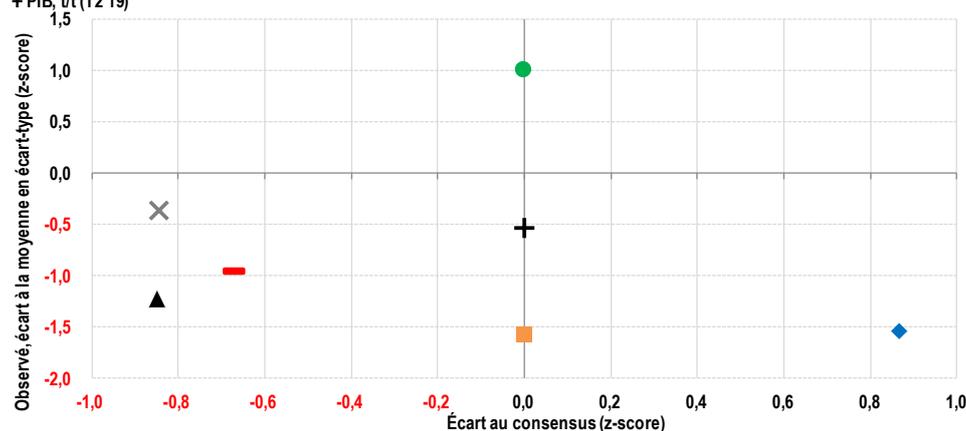


Baromètre

Allemagne : le ralentissement s'étend

Cet été, la plupart des indicateurs conjoncturels ont déçu en terminant en dessous d'attentes déjà mitigées. En juillet, la production industrielle et les commandes ont fortement chuté. Cela pourrait être en partie dû au démarrage précoce des vacances d'été. Dans ce cas, on peut s'attendre à un effet opposé en août. Plus inquiétant encore, le recul de l'indice Ifo sur le climat économique a été plus marqué que prévu en août, en raison de la forte dégradation de la conjoncture dans le commerce et les services. C'est le signe que la détérioration du climat des affaires ne se limite plus à l'industrie manufacturière, comme l'a souligné la Bundesbank. Mais cela a été contredit début septembre par l'indice PMI composite qui a été plus fort que prévu, en raison d'une croissance toujours solide dans les services.

- ▲ IFO Climat des affaires (Août-19)
- × Production industrielle, m/m (Juillet-19)
- Taux de chômage (Août-19, signe inversé pour les deux axes)
- + PIB, t/t (T2'19)
- GfK confiance des ménages (Août-19)
- ◆ Composite PMI (Août-19)
- Commandes à l'industrie, m/m (Juillet-19)



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

Le moment fort de la semaine à venir sera la réunion du FOMC (avec une baisse de taux largement attendue). Celles de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon seront également très importantes car elles permettront d'évaluer la situation économique. Aux Etats-Unis, plusieurs chiffres du marché du logement et du secteur de la construction seront disponibles, des données particulièrement intéressantes compte tenu de la contribution au PIB relativement négative de l'investissement résidentiel ces derniers trimestres. Les indicateurs avancés américains seront également examinés de près en raison du ralentissement de la croissance. Dans la zone euro, on regardera avec attention l'indice de la confiance des consommateurs, et en particulier la composante 'anticipations de chômage'.

Date	Pays/Région	Indicateur	Période	Prévision	Précédent
09/16/2019	Etats-Unis	Empire Manufacturing	Sept.	2,0	4,8
09/17/2019	Allemagne	Attentes (ZEW)	Sept.	--	-44,1
09/17/2019	Zone euro	Attentes (ZEW)	Sept.	--	-43,6
09/17/2019	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Août	0,1%	-0,2%
09/17/2019	Etats-Unis	Utilisation des capacités	Août	77,6%	77,5%
09/17/2019	Etats-Unis	Marché du logement (NAHB)	Sept.	66	66
09/18/2019	Japon	Balance commerciale	Août.	--	-2,496e+11
09/18/2019	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Août	--	-7,8%
09/18/2019	Royaume-Uni	IPC m/m	Août	--	0,0%
09/18/2019	Zone euro	IPC m/m	Août	--	-0,5%
09/18/2019	Etats-Unis	Demandes de prêts hypothécaires (MBA)	Sept-13	--	--
09/18/2019	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Août	-0,9%	8,4%
09/18/2019	Etats-Unis	Nouveaux chantiers m/m	Août	5,0%	-4,0%
09/18/2019	Etats-Unis	Décision de taux du FOMC (limite supérieure)	Sept-18	2,00%	2,25%
09/19/2019	Royaume-Uni	Ventes de détail hors voitures m/m	Août	--	0,2%
09/19/2019	Royaume-Uni	Taux bancaire de la Banque d'Angleterre	Sept-19	--	0,750%
09/19/2019	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Sept.	--	16,8
09/19/2019	Etats-Unis	Indicateurs avancés	Août	--	0,5%
09/19/2019	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	Août	-0,9%	2,5%
09/19/2019	Japon	Taux bancaire de la Banque du Japon	Sept-19	--	-0,100%
09/19/2019	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Sept.	--	-13
09/20/2019	France	Salaires t/t	T2	--	0,5%
09/20/2019	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-7,1

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 bp, et deux autres en 2020.

CHINE

- La croissance économique continue de ralentir, et nos prévisions ont été revues à la baisse par rapport au début de l'été. L'activité industrielle et les exportations sont durement affectées par la montée des droits de douane américains. 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 deux fois ses taux au 2^e semestre en raison d'un ralentissement de l'économie, d'une inflation faible et du niveau élevé de l'incertitude ; en outre, deux autres baisses sont attendues en 2020. Les rendements des *Treasuries* devraient baisser dans les prochains mois ; ils pourraient toutefois remonter courant 2020 par anticipation d'une reprise de la croissance.
- Dans la zone euro, 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	T3e	T4e			
Fin de période							
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,00	1,75	2,50	1,75	1,25
Libor 3m \$	2,60	2,32	1,90	1,70	2,81	1,70	1,25
Treas. 10a	2,42	2,00	1,35	1,00	2,69	1,00	1,50
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	-0,50	-0,60	-0,31	-0,60	-0,60
Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,50	-0,80	0,25	-0,80	-0,50
OAT 10a	0,26	-0,01	-0,20	-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	0,75	0,55	1,27	0,55	0,75
Japon Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,30	-0,40	0,00	-0,40	-0,25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

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

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

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 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 rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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