

ECOWEEK

N°17-38 du 20 octobre 2017

Le QE de la BCE : le *forward guidance* de l'école de Francfort

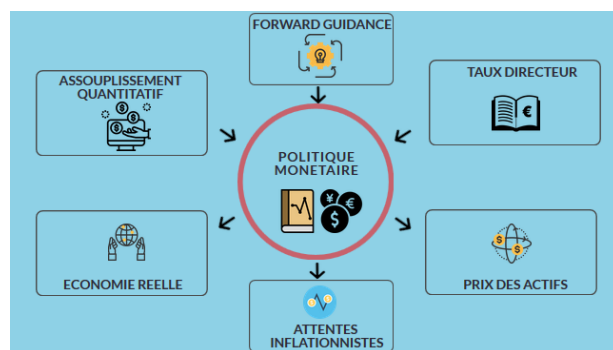
■ La semaine prochaine, la BCE devrait prolonger son programme de QE tout en diminuant ses rachats mensuels ■ Si le sens du changement est clair, son ampleur l'est moins ■ L'objectif du QE est dorénavant de guider les anticipations du marché sur l'évolution des taux directeurs

Le Conseil des gouverneurs de la semaine prochaine est tout particulièrement attendu. Tout d'abord, Mario Draghi a promis, en septembre, que les décisions concernant le programme d'assouplissement quantitatif (QE) seraient pour l'essentiel adoptées en octobre. Ensuite, la croissance économique est vigoureuse et les indicateurs avancés de l'inflation (prix des intrants ou délais de livraison des fournisseurs) reflètent un renforcement des pressions à la hausse. Les « faucons » pourraient alors plaider en faveur d'importantes réductions des rachats mensuels et d'un prolongement limité du programme. Enfin, après le léger durcissement de ton de la Fed, l'euro s'est quelque peu replié, conférant à la BCE une plus grande marge de manœuvre.

Deux choses semblent claires : le programme de QE sera bel et bien prolongé, mais les volumes de rachat mensuels iront en diminuant. La presse parle d'une reconduction de neuf mois, mais avec une réduction de moitié des volumes à EUR 30 mds. Les marchés

ont favorablement réagi et les rendements obligataires ont reculé, au grand soulagement de la BCE. Mais le diable est dans les détails : privilégiera-t-on désormais les rachats d'obligations d'entreprises au détriment des obligations d'État ? Une telle démarche pourrait être judicieuse compte tenu des interrogations des investisseurs quand la BCE ne pourra plus acheter de la dette de pays comme l'Allemagne ; elle pourrait même alimenter les anticipations selon lesquelles ce prolongement ne serait pas le dernier. Une réduction significative des volumes mensuels donnera-t-elle le sentiment que cette reconduction est la dernière ou, au contraire, qu'à ce rythme le programme est appelé à durer ?

De prime abord, on peut penser qu'il revient au même de procéder à des rachats mensuels peu élevés ou de ne rien faire. Pourquoi continuer ? La réponse doit être nuancée. Le QE agit par le biais du rééquilibrage du portefeuille (visant à amener les investisseurs à arbitrer les obligations d'État au profit d'actifs plus risqués y compris hors zone euro) et du signal. Le premier de ces canaux ne joue plus son rôle et ce sera d'autant plus le cas avec une réduction significative des rachats. Le canal du signal, en revanche, occupe une place décisive car il permet d'éviter l'intégration prématurée d'un relèvement des taux dans les prix du marché. Autrement dit, le QE est devenu, pour la BCE, un outil de *forward guidance* : « les taux vont se maintenir aux niveaux actuels pendant une longue période et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs nets ». La littérature distingue deux écoles en matière de perspectives : le *forward guidance* « delphique » et le *forward guidance* « odysseén ». Pour la première, il n'y a pas d'engagement en faveur d'un mode d'action particulier. L'orientation prospective porte sur les évolutions macroéconomiques attendues et leurs conséquences pour la politique monétaire. Pour la deuxième, en revanche, la banque centrale prend l'engagement ferme d'adopter une ligne de conduite particulière. On peut à présent y ajouter l'orientation de « l'école de Francfort » : au moyen du QE on passe le message que les taux seront maintenus inchangés longtemps et on évite d'avoir à préciser ce qu'il faut entendre par « bien au-delà ».



William De Vijlder

p. 2

Revue des marchés

p. 3

Baromètre

p. 4

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
WEEK



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

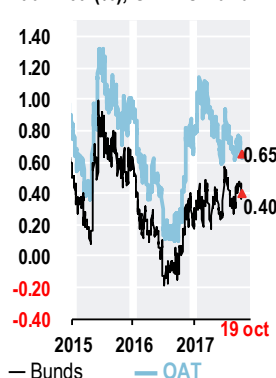
Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 13-10-17 au 19-10-17

| | | | |
|-----------------------|-------|---------|---------|
| ➔ CAC 40 | 5 352 | ▶ 5 368 | +0.3 % |
| ➔ S&P 500 | 2 553 | ▶ 2 562 | +0.3 % |
| ➔ Volatilité (VIX) | 9.6 | ▶ 10.1 | +0.4 % |
| ➔ Euribor 3m (%) | -0.33 | ▶ -0.33 | +0.0 pb |
| ➔ Libor \$ 3m (%) | 1.35 | ▶ 1.36 | +0.9 pb |
| ➔ OAT 10a (%) | 0.67 | ▶ 0.65 | -1.3 pb |
| ➔ Bund 10a (%) | 0.40 | ▶ 0.40 | -0.4 pb |
| ➔ US Tr. 10a (%) | 2.28 | ▶ 2.32 | +4.2 pb |
| ➔ Euro vs dollar | 1.18 | ▶ 1.19 | +0.2 % |
| ➔ Or (once, \$) | 1 300 | ▶ 1 288 | -0.9 % |
| ➔ Pétrole (Brent, \$) | 57.2 | ▶ 57.6 | +0.8 % |

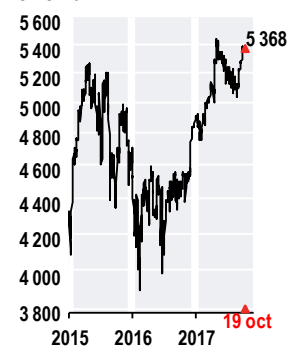
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

| Taux d'intérêt (%) | +haut 17 | | +bas 17 | |
|--------------------|----------|-------|----------|----------------|
| € BCE | 0.00 | 0.00 | le 02/01 | 0.00 le 02/01 |
| Eonia | -0.36 | -0.33 | le 02/06 | -0.37 le 05/06 |
| Euribor 3m | -0.33 | -0.32 | le 02/01 | -0.33 le 10/04 |
| Euribor 12m | -0.18 | -0.08 | le 02/01 | -0.18 le 17/10 |
| \$ FED | 1.25 | 1.25 | le 15/06 | 0.75 le 02/01 |
| Libor 3m | 1.36 | 1.36 | le 18/10 | 1.00 le 02/01 |
| Libor 12m | 1.83 | 1.83 | le 18/10 | 1.68 le 06/01 |
| £ Bque Angl | 0.25 | 0.25 | le 02/01 | 0.25 le 02/01 |
| Libor 3m | 0.38 | 0.38 | le 17/10 | 0.28 le 01/09 |
| Libor 12m | 0.75 | 0.78 | le 09/01 | 0.59 le 06/09 |

Au 19-10-17

| Rendements (%) | +haut 17 | | +bas 17 | |
|----------------|----------|-------|----------|----------------|
| € Moy. 5-7a | 0.39 | 0.68 | le 17/03 | 0.18 le 21/06 |
| Bund 2a | -0.77 | -0.60 | le 27/06 | -0.96 le 24/02 |
| Bund 10a | 0.40 | 0.57 | le 06/07 | 0.18 le 18/04 |
| OAT 10a | 0.65 | 1.14 | le 06/02 | 0.59 le 14/06 |
| Corp. BBB | 1.21 | 1.65 | le 01/02 | 1.19 le 17/10 |
| \$ Treas. 2a | 1.56 | 1.56 | le 18/10 | 1.14 le 24/02 |
| Treas. 10a | 2.32 | 2.61 | le 13/03 | 2.05 le 08/09 |
| Corp. BBB | 3.48 | 3.90 | le 14/03 | 3.38 le 05/09 |
| £ Treas. 2a | 0.36 | 0.42 | le 27/09 | 0.01 le 28/02 |
| Treas. 10a | 1.31 | 1.51 | le 26/01 | 0.87 le 14/06 |

Au 19-10-17

Rendements 10a € et spreads

| | | |
|-------|-----------|--------|
| 5.40% | Grèce | 500 pb |
| 2.32% | Portugal | 191 pb |
| 1.97% | Italie | 156 pb |
| 1.64% | Espagne | 123 pb |
| 0.67% | Belgique | 26 pb |
| 0.65% | France | 25 pb |
| 0.63% | Irlande | 22 pb |
| 0.58% | Autriche | 17 pb |
| 0.56% | Finlande | 15 pb |
| 0.50% | P-Bas | 10 pb |
| 0.40% | Allemagne | |

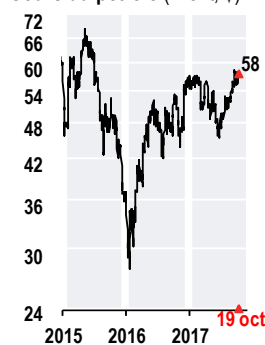
Matières premières

| Prix spot, \$ | +bas 17 | | 2017(€) |
|----------------|---------|-------|-----------------|
| Pétrole, Brent | 58 | 46 | le 26/06 -9.6% |
| Or (once) | 1 288 | 1 156 | le 03/01 -0.9% |
| Métaux, LME | 3 271 | 2 639 | le 03/01 +9.4% |
| Cuivre (tonne) | 6 934 | 5 462 | le 08/05 +11.7% |
| CRB Aliments | 345 | 325 | le 24/04 -9.4% |
| Blé (tonne) | 154 | 143 | le 02/10 -6.1% |
| Maïs (tonne) | 124 | 120 | le 18/09 -17.1% |

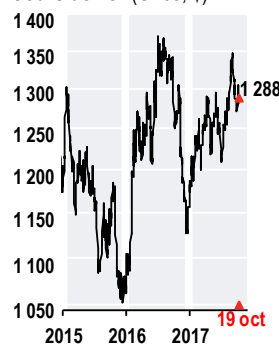
Au 19-10-17

Variations

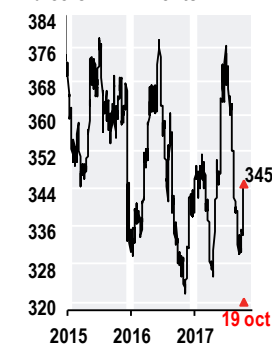
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

| 1€ = | +haut 17 | | +bas 17 | | 2017 |
|------|----------|--------|----------|--------|-----------------|
| USD | 1.19 | 1.20 | le 29/08 | 1.04 | le 03/01 +12.4% |
| GBP | 0.90 | 0.93 | le 29/08 | 0.84 | le 19/04 +5.2% |
| CHF | 1.16 | 1.16 | le 21/09 | 1.06 | le 08/02 +7.7% |
| JPY | 133.36 | 134.04 | le 21/09 | 115.57 | le 17/04 +8.4% |
| AUD | 1.50 | 1.52 | le 11/10 | 1.37 | le 23/02 +3.2% |
| CNY | 7.86 | 7.99 | le 03/08 | 7.22 | le 03/01 +7.2% |
| BRL | 3.76 | 3.81 | le 29/08 | 3.24 | le 15/02 +9.4% |
| RUB | 67.95 | 71.97 | le 02/08 | 59.66 | le 17/04 +5.5% |
| INR | 77.18 | 77.55 | le 22/09 | 68.18 | le 07/04 +7.8% |

Au 19-10-17

Variations

Indices actions

| | Cours | +haut 17 | | +bas 17 | | 2017 | 2017(€) |
|---------|--------|----------|----------|---------|----------|--------|---------|
| CAC 40 | 5 368 | 5 432 | le 05/05 | 4 749 | le 31/01 | +10.4% | +10.4% |
| S&P500 | 2 562 | 2 562 | le 19/10 | 2 239 | le 02/01 | +14.4% | +1.8% |
| DAX | 12 990 | 13 043 | le 18/10 | 11 510 | le 06/02 | +13.1% | +13.1% |
| Nikkei | 21 449 | 21 449 | le 19/10 | 18 336 | le 14/04 | +12.2% | +3.5% |
| Chine* | 85 | 87 | le 16/10 | 59 | le 02/01 | +45.6% | +28.9% |
| Inde* | 572 | 580 | le 18/09 | 445 | le 03/01 | +22.9% | +14.0% |
| Brésil* | 2 132 | 2 168 | le 05/10 | 1 639 | le 21/06 | +24.1% | +13.5% |
| Russie* | 587 | 622 | le 03/01 | 497 | le 22/06 | -7.5% | -13.4% |

Au 19-10-17

Variations

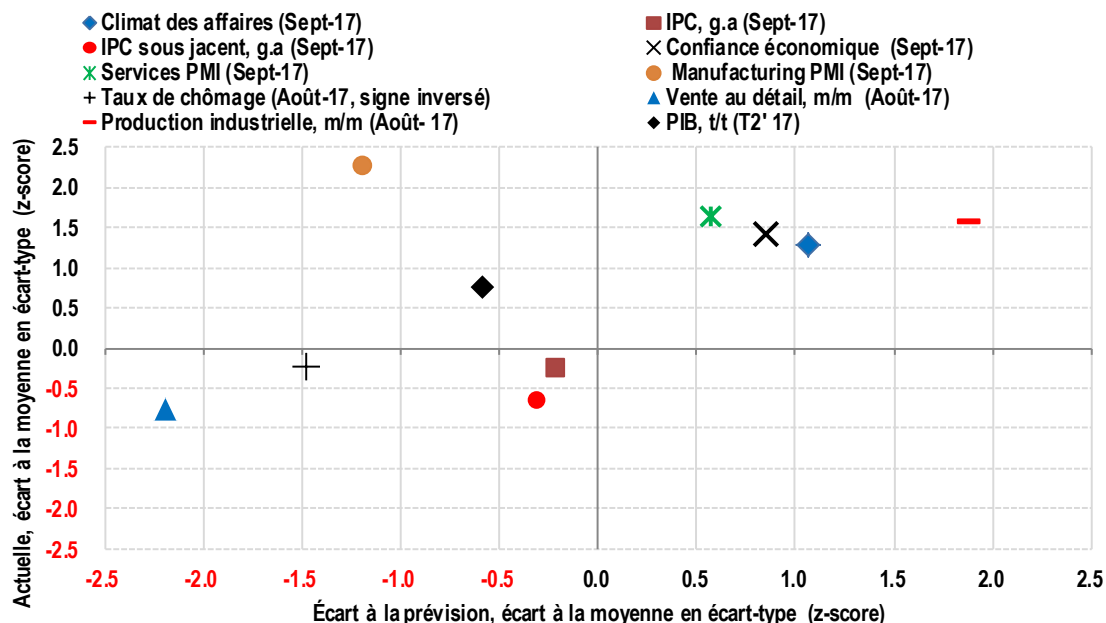
* Indices MSCI



Baromètre

Zone euro : poursuite de la croissance robuste

La plupart des indicateurs récents continuent d'indiquer une conjoncture favorable en zone euro. De manière générale la reprise apparaît solide. L'inflation montre enfin quelques signes de redressement même si elle demeure encore trop basse pour envisager une normalisation de la politique monétaire. Dans ce contexte, la BCE, qui s'apprête à recalibrer son soutien (voir l'édito), conservera probablement un discours prudent associé à l'idée d'une politique durablement accommodante.



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.

Sources : Bloomberg, INSEE, Markit, calculs BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine sera très chargée avec la réunion de la BCE, une multitude de statistiques pour le mois d'octobre (PMI, IFO, Michigan, etc.), de même que les chiffres de croissance pour le T3 au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

| Date | Pays | Indicateur | Période | Prévision | Précédent |
|----------|-------------|---|---------|-----------|-----------|
| 10/23/17 | Royaume-Uni | Climat des affaires, CBI | Oct. | -- | 5 |
| 10/23/17 | Zone euro | Confiances des consommateurs | Oct. | -1,1 | -1,2 |
| 10/24/17 | France | Climat des affaires | Oct. | -- | 109 |
| 10/24/17 | France | Confiance des industriels | Oct. | -- | 110 |
| 10/24/17 | Zone euro | Enquête sur la distribution du crédit bancaire, BCE | | | |
| 10/24/17 | France | PMI manufacturier, Markit | Oct. | -- | 56,1 |
| 10/24/17 | France | PMI composite, Markit | Oct. | -- | 57,1 |
| 10/24/17 | Allemagne | PMI manufacturier, Markit /BME | Oct. | 60,0 | 60,6 |
| 10/24/17 | Allemagne | PMI composite, Markit /BME | Oct. | 57,7 | 57,7 |
| 10/24/17 | Zone euro | PMI manufacturier, Markit | Oct. | 57,7 | 58,1 |
| 10/24/17 | Zone euro | PMI composite, Markit | Oct. | 56,5 | 56,7 |
| 10/25/17 | Allemagne | Climat des affaires, IFO | Oct. | 115,0 | 115,2 |
| 10/25/17 | Royaume-Uni | PIB t/t | 3T | 0,3% | 0,3% |
| 10/25/17 | Etats-Unis | Nouvelles commandes de biens d'équipement civil hors aviation | Sept. | 0,2% | 1,1% |
| 10/26/17 | Allemagne | Confiances des consommateurs, GfK | Nov. | 10,8 | 10,8 |
| 10/26/17 | Zone euro | Principal taux de refinancement, BCE | Oct. | 0,0% | 0,0% |
| 10/27/17 | France | Confiances des consommateurs | Oct. | -- | 101 |
| 10/27/17 | Etats-Unis | PIB annualisé t/t | 3T | 2,5% | 3,1% |
| 10/27/17 | Etats-Unis | Indice Core PCE t/t | 3T | 1,3% | 0,9% |
| 10/27/17 | Etats-Unis | Université du Michigan, Sentiment | Oct. | 101,0 | 101,1 |



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance au T2 a partiellement corrigé la faible performance du T1 ; sur l'année 2017, nous l'anticipons proche de 2%. Les enquêtes restent bien orientées, alors que les mesures de baisses d'impôts se font attendre (elles n'interviendront pas avant la fin de l'année 2017).
- L'emploi est très dynamique, sans toutefois engendrer une forte croissance des salaires (faible taux d'activité), limitant ainsi les effets positifs sur le revenu disponible des ménages.
- L'inflation reste contenue à ce stade du cycle, et la Fed normalisera sa politique monétaire à pas comptés. Nous anticipons un taux des fonds fédéraux à 1,25% fin 2017, 2% mi-2018.

CHINE

- Après une période de stabilisation puis de léger redressement depuis le T2 2016, un ralentissement modéré de la croissance est attendu dans les prochains trimestres.
- Le rebond des exportations devrait se poursuivre et l'investissement rester tiré par les projets d'infrastructure, mais les risques baissiers sont élevés, liés à la réduction des capacités de production industrielle et aux risques de retournement du marché immobilier et d'instabilité financière.
- La politique budgétaire restera expansionniste et la banque centrale continuera à resserrer prudemment les conditions monétaires, notamment pour encourager un désendettement des institutions financières.

ZONE EURO

- La reprise se renforce. Elle est aussi de plus en plus synchronisée : la dispersion des performances économiques entre Etats membres (PIB, emploi) se réduit.
- Les tensions inflationnistes demeurent faibles cependant : l'inflation sous-jacente ne montre toujours pas de signes convaincants de redressement.
- Pour que l'inflation accélère il faut que l'activité progresse davantage. Reste à savoir jusqu'à quel point. Entre le taux de chômage et les mesures plus larges de sous-emploi, le degré de sous-utilisation du travail passe du simple au double. La BCE devrait rester prudente.

FRANCE

- La croissance est sur la voie d'une nette accélération et devrait renouer avec des rythmes plus élevés. La consommation des ménages est soutenue par la reprise de l'emploi mais freinée par la remontée de l'inflation. L'investissement et les exportations sont portés par une dynamique favorable. Les risques sont légèrement à la hausse.
- Une fermeture lente de l'écart de production et une baisse progressive du chômage sont anticipées, l'inflation reste contenue.
- La politique budgétaire devrait continuer de mêler mesures de soutien à la croissance et mesures de consolidation. Le déficit budgétaire ne se réduirait guère mais devrait rester sous la barre des 3%.

SYNTHESE

| % | Croissance du PIB | | | Inflation | | |
|------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2017 e | 2018 e | 2019 e | 2017 e | 2018 e | 2019 e |
| Avancés | 2.0 | 2.1 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.9 |
| États-Unis | 2.1 | 2.7 | 1.9 | 2.2 | 2.1 | 2.5 |
| Japon | 1.4 | 1.1 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.5 |
| Royaume-Uni | 1.6 | 1.0 | 2.0 | 2.7 | 2.7 | 2.4 |
| Zone euro | 2.2 | 1.9 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.6 |
| Allemagne | 2.2 | 2.0 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.9 |
| France | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 1.4 |
| Italie | 1.4 | 1.0 | 0.6 | 1.4 | 1.1 | 1.4 |
| Espagne | 3.2 | 2.6 | 1.9 | 2.0 | 1.3 | 1.6 |
| Belgique | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 2.1 | 1.9 | 1.9 |
| Emergents | 4.7 | 4.9 | 4.9 | 3.0 | 3.3 | 3.6 |
| Chine | 6.6 | 6.4 | 6.5 | 1.6 | 2.3 | 2.5 |
| Inde | 7.1 | 7.0 | 7.6 | 4.5 | 3.4 | 4.5 |
| Brésil | 1.0 | 3.0 | 2.5 | 3.5 | 3.8 | 4.1 |
| Russie | 1.8 | 1.8 | 1.5 | 4.5 | 4.8 | 4.8 |

Source : BNP Paribas Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

TAUX D'INTERET & TAUX DE CHANGE

| Taux d'intérêt, % | 2017 | | 2018 | | | | 2017e | 2018e |
|-------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Fin de période | T4e | T1e | T2e | T3e | T4e | | |
| E-Unis Fed Funds | | 1.25 | 1.50 | 1.75 | 2.00 | 2.00 | 1.25 | 2.00 |
| Libor 3 mois \$ | | 1.50 | 1.55 | 1.70 | 1.80 | 1.85 | 1.50 | 1.85 |
| T-Notes 10 ans | | 2.25 | 2.35 | 2.50 | 2.65 | 2.75 | 2.25 | 2.75 |
| Zone e Taux "refi" BCE | | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Euribor 3 mois | | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.05 | -0.32 | -0.05 |
| Bund 10 ans | | 0.70 | 0.80 | 1.00 | 1.10 | 1.25 | 0.70 | 1.25 |
| OAT 10 ans | | 1.15 | 1.25 | 1.45 | 1.60 | 1.65 | 1.15 | 1.65 |
| R-Uni Taux de base E | | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.25 | 0.50 |
| Gilts 10 ans | | 1.20 | 1.35 | 1.50 | 1.75 | 1.95 | 1.20 | 1.95 |
| Japon Taux JJ BoJ | | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| JGB 10 ans | | 0.04 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.05 | 0.04 | 0.05 |

| Taux de change | 2017 | | 2018 | | | | 2017e | 2018e |
|----------------------|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| | Fin de période | T4e | T1e | T2e | T3e | T4e | | |
| USD EUR / USD | | 1.17 | 1.15 | 1.16 | 1.19 | 1.23 | 1.17 | 1.23 |
| USD / JPY | | 112 | 115 | 115 | 111 | 109 | 112 | 109 |
| GBP / USD | | 1.29 | 1.25 | 1.29 | 1.34 | 1.40 | 1.29 | 1.40 |
| USD / CHF | | 0.98 | 1.01 | 1.01 | 0.99 | 0.97 | 0.98 | 0.97 |
| EUR EUR / GBP | | 0.91 | 0.92 | 0.90 | 0.89 | 0.88 | 0.91 | 0.88 |
| EUR / CHF | | 1.15 | 1.16 | 1.17 | 1.18 | 1.19 | 1.15 | 1.19 |
| EUR / JPY | | 131 | 132 | 133 | 132 | 134 | 131 | 134 |

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJLDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)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.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confaloneri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)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



ECOFASH

Un indicateur, un évènement 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 agissant 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 engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION ECO NEWS
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROID



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change