

# ECOWEEK

N°17-23 du 9 Juin 2017

## La BCE tient l'équilibre

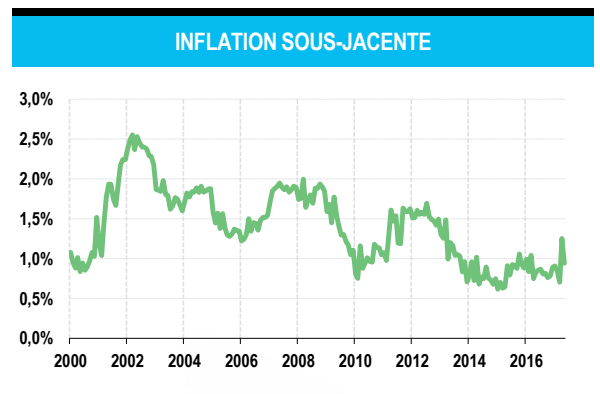
- La BCE modifie sa « forward guidance »
- Les projections de croissance sont revues en hausse
- Mais le discours reste prudent sur l'inflation

Comme attendu, la communication de la BCE a été ajustée cette semaine, les membres du Conseil des gouverneurs abandonnant la référence à des taux d'intérêt directeurs potentiellement plus bas à l'avenir.

Ce changement intervient sur fond d'une amélioration significative de la conjoncture et des perspectives économiques. La banque centrale a rehaussé ses prévisions de croissance pour cette année, 2018 et 2019, à respectivement 2%, 1,8% et 1,7%. En outre, les risques entourant le scénario de croissance, jusqu'ici vus à la baisse, sont désormais évalués comme globalement équilibrés.

Néanmoins, cet optimisme ne doit pas être interprété comme le signe d'une normalisation monétaire imminente. Si la situation macroéconomique s'améliore, la reprise n'est pas encore entrée dans une phase inflationniste, loin s'en faut. L'inflation sous-jacente demeure très faible. Or c'est bien ce qui importe pour la BCE.

Durant la conférence de presse, Mario Draghi a insisté sur la nécessité d'être patient rappelant les diverses facteurs qui pourraient retarder le retour de l'inflation vers sa cible : la faible qualité des emplois créés, les modifications structurelles qui pèsent sur la croissance des salaires, etc. Dans l'ensemble donc, la communication de la BCE a été plus accommodante que prévu, la banque centrale ne semblant pas pressée d'en finir avec le QE. Il faudra néanmoins commencer à réfléchir à la sortie du programme. Nous attendons plus de détails en septembre mais la réunion de cette semaine laisse penser que l'annonce pourrait intervenir plus tard.



Source : Eurostat

Thibault Mercier

p. 2

Graphique de la semaine

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Indicateurs à suivre

p. 5

Scénario économique

p. 6

Prévisions économiques

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES

Eco  
WEEK



BNP PARIBAS

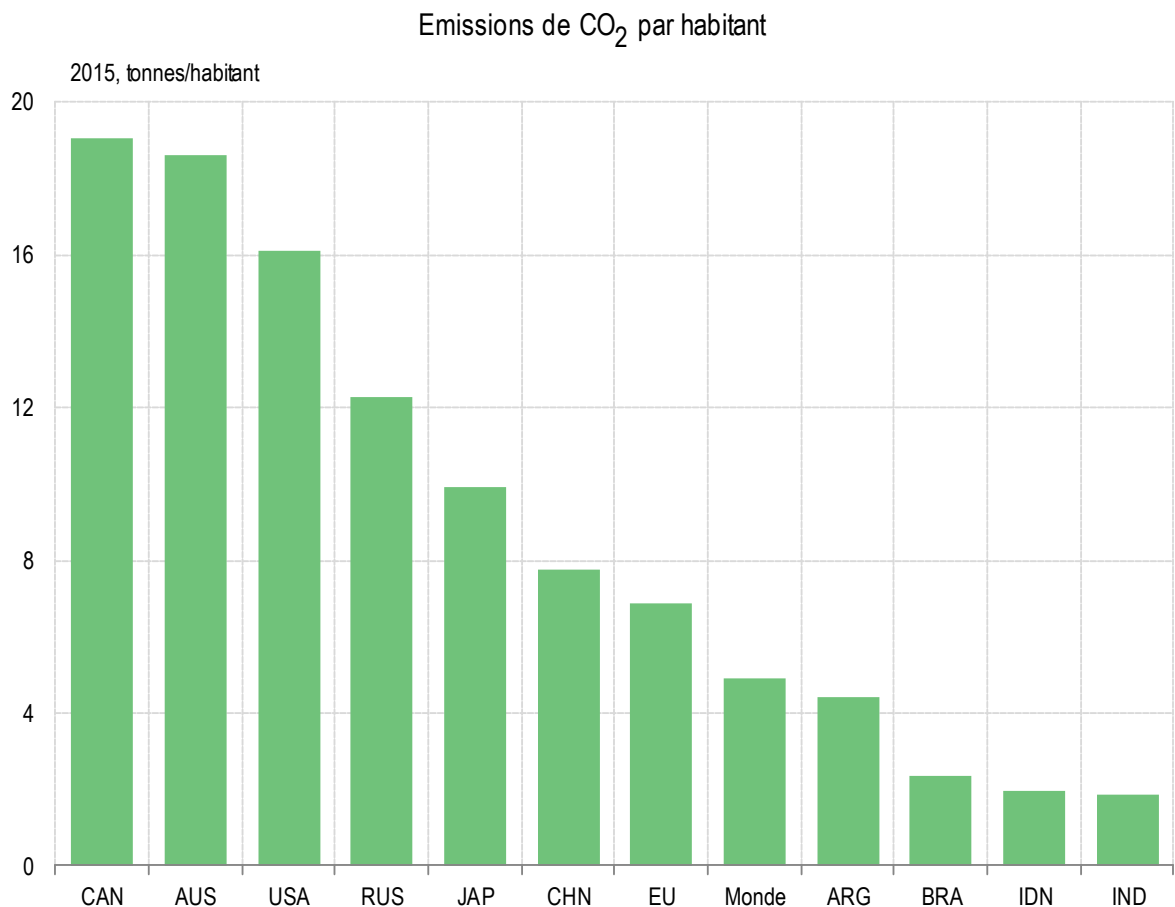
La banque  
d'un monde  
qui change

## Graphique de la semaine

### Climat : les Etats-Unis quittent l'Accord de Paris

La semaine dernière, le président américain Donald Trump annonçait le retrait de son pays de l'accord sur le climat signé à Paris. Celui-ci vise à limiter le réchauffement climatique mondial sous le seuil des 2 degrés Celsius par rapport à l'ère préindustrielle en réduisant les émissions de gaz à effet de serre (GES). Cette décision porte un coup sérieux à cet accord sur le climat, les Etats-Unis étant un de plus grand émetteur de GES (le 2e après la Chine), mais aussi de carbone par habitant (loin devant l'Europe, la Chine et l'Inde).

Néanmoins, l'engagement en faveur du climat reste fort au niveau mondial. Même en l'absence de réglementation, les entreprises ont déjà anticipé l'évolution de la législation, en intégrant par exemple le prix du carbone dans leurs décisions d'investissement. Une telle démarche s'explique par les pressions de plus en plus fortes exercées par le secteur financier sur l'industrie pour réduire les émissions de GES. Les investisseurs exigent de plus en plus des informations relatives aux impacts sur le climat pour mieux évaluer leur exposition à ce type de risque.



Source : Agence d'évaluation environnementale des Pays-Bas (PBL)

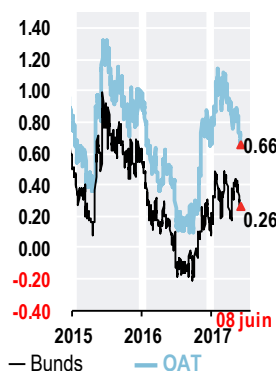
## Revue des marchés

### L'essentiel

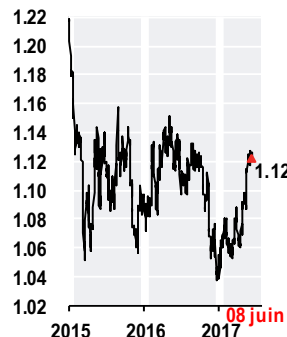
Semaine du 2-6-17 au 8-6-17

▼ CAC 40	5 343	▶ 5 264	-1.5 %
▼ S&P 500	2 439	▶ 2 434	-0.2 %
↗ Volatilité (VIX)	9.8	▶ 10.2	+0.4 %
▼ Euribor 3m (%)	-0.33	▶ -0.33	-0.1 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	1.22	▶ 1.22	-0.2 pb
▼ OAT 10a (%)	0.71	▶ 0.66	-5.5 pb
▼ Bund 10a (%)	0.27	▶ 0.26	-1.0 pb
↗ US Tr. 10a (%)	2.16	▶ 2.19	+3.3 pb
▼ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.12	-0.5 %
▼ Or (once, \$)	1 278	▶ 1 276	-0.2 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	49.9	▶ 48.0	-3.8 %

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	-0.13	-0.08	le 02/01	-0.13 le 07/06
\$ FED	1.00	1.00	le 16/03	0.75 le 02/01
Libor 3m	1.22	1.22	le 02/06	1.00 le 02/01
Libor 12m	1.72	1.83	le 15/03	1.68 le 06/01
£ Bque Angl	0.25	0.25	le 02/01	0.25 le 02/01
Libor 3m	0.29	0.37	le 05/01	0.29 le 07/06
Libor 12m	0.62	0.78	le 09/01	0.62 le 07/06

Au 8-6-17

Rendements (%)	+haut 17		+bas 17	
€ Moy. 5-7a	0.27	0.68	le 17/03	0.23 le 02/01
Bund 2a	-0.76	-0.66	le 25/01	-0.96 le 24/02
Bund 10a	0.26	0.49	le 10/03	0.09 le 02/01
OAT 10a	0.66	1.14	le 06/02	0.66 le 08/06
Corp. BBB	1.33	1.65	le 01/02	1.32 le 06/06
\$ Treas. 2a	1.32	1.38	le 14/03	1.14 le 24/02
Treas. 10a	2.19	2.61	le 13/03	2.15 le 06/06
Corp. BBB	3.51	3.90	le 14/03	3.48 le 06/06
£ Treas. 2a	0.09	0.22	le 06/01	0.01 le 28/02
Treas. 10a	0.98	1.51	le 26/01	0.92 le 06/06

Au 8-6-17

Rendements 10a € et spreads

6.09%	Grèce	583 pb
3.03%	Portugal	277 pb
2.17%	Italie	190 pb
1.47%	Espagne	120 pb
0.69%	Irlande	43 pb
0.66%	France	39 pb
0.60%	Belgique	34 pb
0.48%	P-Bas	22 pb
0.45%	Autriche	18 pb
0.31%	Finlande	5 pb
0.26%	Allemagne	

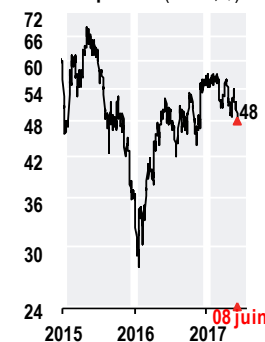
### Matières premières

Prix spot, \$	+bas 17		2017(€)
Pétrole, Brent	48	48	le 08/06 -20.4%
Or (once)	1 276	1 156	le 03/01 +3.6%
Métaux, LME	2 703	2 639	le 03/01 -4.5%
Cuivre (tonne)	5 704	5 462	le 08/05 -2.9%
CRB Aliments	357	325	le 24/04 -1.0%
Blé (tonne)	169	146	le 24/04 +8.6%
Maïs (tonne)	142	130	le 23/03 +0.7%

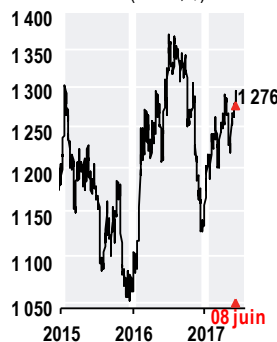
Au 8-6-17

Variations

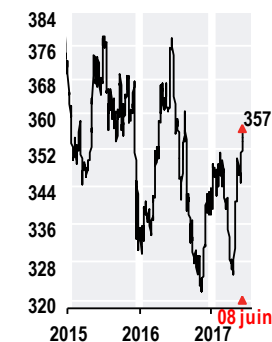
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



### Taux de change

1€ =	+haut 17		+bas 17		2017
USD	1.12	1.13	le 02/06	1.04	le 03/01 +6.4%
GBP	0.87	0.88	le 16/01	0.84	le 19/04 +1.5%
CHF	1.09	1.10	le 10/05	1.06	le 08/02 +1.2%
JPY	123.60	125.43	le 25/05	115.57	le 17/04 +0.5%
AUD	1.49	1.52	le 01/06	1.37	le 23/02 +2.2%
CNY	7.62	7.75	le 22/05	7.22	le 03/01 +4.0%
BRL	3.69	3.70	le 22/05	3.24	le 15/02 +7.4%
RUB	63.91	64.95	le 31/01	59.66	le 17/04 -0.7%
INR	72.17	73.32	le 31/01	68.18	le 07/04 +0.8%

Au 8-6-17

Variations

### Indices actions

	Cours	+haut 17		+bas 17		2017	2017(€)
CAC 40	5 264	5 432	le 05/05	4 749	le 31/01	+8.3%	+8.3%
S&P500	2 434	2 439	le 02/06	2 239	le 02/01	+8.7%	+2.2%
DAX	12 714	12 823	le 02/06	11 510	le 06/02	+10.7%	+10.7%
Nikkei	19 909	20 177	le 02/06	18 336	le 14/04	+4.2%	+3.7%
Chine*	74	74	le 08/06	59	le 02/01	+26.5%	+18.3%
Inde*	545	546	le 05/06	445	le 03/01	+15.6%	+14.6%
Brésil*	1 710	2 001	le 22/02	1 654	le 02/01	+3.3%	-3.9%
Russie*	527	622	le 03/01	527	le 07/06	-17.3%	-17.8%

Au 8-6-17

Variations

\* Indices MSCI



## Indicateurs à suivre

### Mercredi 14 Etats-Unis, indice des prix à la consommation g.a. (mai)

Avril	<b>Mai*</b>	Sur 3M	L'inflation ralentit sous le double effet des prix du pétrole et des prix sous-jacents
2,2	2,0	↘	

\*Consensus Bloomberg

### Mercredi 14 Etats-Unis, ventes de détail m/m (mai)

Avril	<b>Mai*</b>	Sur 3M	Publiées en valeur, les ventes subissent les fluctuations du prix de l'énergie
0,4%	0,1%	↘	

\*Consensus Bloomberg

### Mercredi 14 Etats-Unis, FOMC (Taux ojectif des fonds fédéraux)

Mai	<b>Juin*</b>	Sur 3M	Le processus de normalisation de la politique monétaire suit son cours
0,75-1%	1-1,25%	↗	

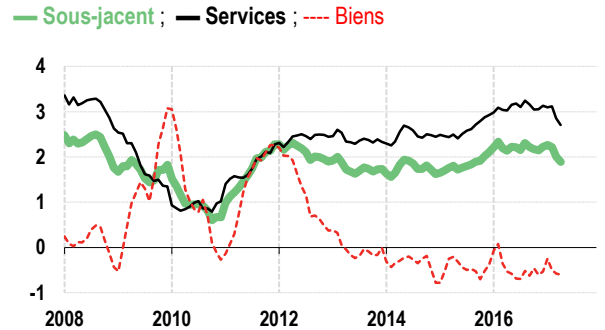
\*Consensus Bloomberg

### Mercredi 14 Zone Euro Production industrielle m/m (avril)

Mars	<b>Avril*</b>	Sur 3M	Rebond de la production industrielle attendu en avril
-0.1%	0.9%	↗	

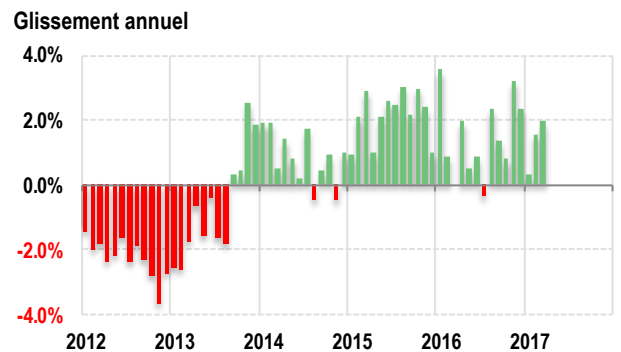
\*Consensus Bloomberg

### Etats-Unis Indice des prix à la consommation (g.a.)



Source: US Bureau of Labor Statistics

### Zone euro, croissance de la production industrielle



Source: Eurostat

## Scénario économique

### ETATS-UNIS

- La croissance se maintient dans la zone des 2%. Les perspectives budgétaires demeurent incertaines, mais si une baisse d'impôt intervient, elle ne jouera pas avant la fin de l'année 2017, sachant qu'il est difficile d'en estimer les effets en l'absence de détails.
- Le marché du travail est dynamique, sans toutefois engendrer une forte croissance des salaires, limitant ainsi les effets positifs sur le revenu disponible des ménages.
- L'inflation reste plutôt sage à ce stade du cycle, si bien que la Fed continuera de relever les taux lentement, en anticipation d'une normalisation de la relation entre taux de chômage et croissance des salaires.

### CHINE

- Après une période de stabilisation depuis le T2 2016, un ralentissement modéré de la croissance est attendu à court terme.
- 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, aux risques de retournement du marché immobilier et d'instabilité financière, et à la faible progression des revenus des ménages.
- La politique budgétaire restera expansionniste et la banque centrale devrait continuer à resserrer très prudemment les conditions monétaires.

### 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 lente accélération et devrait renouer avec des rythmes un peu 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%.

Variations annuelles, %	2016	2017 e	2018 e
<b>PIB</b>	<b>1.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>
Consommation privée	2.7	2.8	2.8
Investissement des entreprises	-0.5	5.0	5.5
Exportations	0.4	3.0	2.6
Indice des prix à la consommation (IPC)	1.3	2.0	2.5
IPC hors alimentation et énergie	2.2	2.1	2.7
Taux de chômage (%)	4.9	4.6	4.2
Balance courante (% PIB)	-2.6	-2.8	-3.1
Solde du Budget Fédéral (% PIB)	-3.1	-2.9	-3.5
Dette fédérale (% PIB)	75.9	76.2	76.8

Variations annuelles, %	2016	2017 e	2018 e
<b>PIB</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>	<b>6.4</b>
Production industrielle	6.0	6.5	6.0
Investissement (nominal)	8.1	8.5	8.0
Exportations (nominal)	-7.7	6.0	5.0
Indice des prix à la consommation (IPC)	2.0	1.8	2.3
Indice des prix à la production (IPP)	6.0	6.5	6.0
Balance courante (% PIB)	1.8	1.4	1.1
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-3.8	-3.2	-3.0
Réserves de change (\$ Mds)	3 011	3 024	3 072

Variations annuelles, %	2016	2017 e	2018 e
<b>PIB</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>
Consommation privée	1.9	1.5	1.4
Investissement	3.5	1.9	2.6
Exportations	2.9	4.5	3.9
Indice des prix à la consommation (IPC)	0.2	1.6	1.4
IPCH hors alimentation et énergie	0.9	1.1	1.4
Taux de chômage (%)	10.0	9.3	8.8
Balance courante (% PIB)	3.3	3.6	3.5
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-1.5	-1.4	-1.3
Dette publique (% PIB)	91.3	90.3	89.0

Variations annuelles, %	2016	2017 e	2018 e
<b>PIB</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
Consommation privée	1.8	1.4	1.6
Investissement	2.7	2.4	3.1
Exportations	1.2	2.9	3.7
Indice des prix à la consommation (IPCH)	0.3	1.3	1.0
IPCH hors alimentation et énergie	0.6	0.7	0.9
Taux de chômage (%)	10.1	9.6	9.3
Balance courante (% PIB)	-0.9	-1.1	-0.9
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-3.4	-3.0	-2.8
Dette publique (% PIB)	96.3	96.3	96.2

Sources : BNP Paribas Recherche Economique Groupe, Commission européenne ; e : estimations & prévisions



## Prévisions économiques

%	Croissance du PIB			Inflation			Bal. Courante / PIB			Soldes Apu* / PIB		
	2016	2017 e	2018 e	2016	2017 e	2018 e	2016	2017 e	2018 e	2016	2017 e	2018 e
<b>Avancés</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>						
États-Unis	1.6	2.2	2.6	1.3	2.0	2.5	-2.6	-2.8	-3.1	-3.1	-2.9	-3.5
Japon	1.0	1.4	1.0	-0.1	0.6	0.7	3.8	4.0	4.4	-4.7	-4.4	-4.1
Royaume-Uni	1.8	1.8	1.1	0.6	2.6	2.6	-4.4	-3.4	-2.5	-3.0	-2.9	-2.3
<b>Zone euro</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>0.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.3</b>
Allemagne	1.8	2.0	1.9	0.4	1.8	1.7	8.3	8.1	8.2	0.8	0.5	0.3
France	1.1	1.6	1.6	0.3	1.3	1.0	-0.9	-1.1	-0.9	-3.4	-3.0	-2.8
Italie	1.0	1.2	0.6	-0.1	1.6	1.2	1.6	2.1	2.2	-2.4	-2.3	-2.3
Espagne	3.2	2.8	2.2	-0.3	2.1	1.6	1.8	2.1	2.1	-4.5	-3.2	-2.6
<b>Emergents</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>						
Chine	6.7	6.6	6.4	2.0	1.8	2.3	1.8	1.4	1.1	-3.8	-3.2	-3.0
Inde	7.5	7.3	7.8	4.9	4.9	5.2	-1.1	-0.8	-1.6	-3.8	-3.5	-3.2
Brésil	-3.6	0.5	3.0	8.8	4.0	4.4	-1.3	-1.3	-2.5	-8.9	-8.8	-7.7
Russie	-0.6	1.2	2.0	7.1	4.2	4.3	1.7	2.4	2.0	-3.5	-3.1	-2.8
<b>Monde</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>						

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

\*Administrations publiques

## Prévisions financières

Interest rates, %		2017				2018				2016	2017e	2018e
End of period		Q1	Q2e	Q3e	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e			
<b>US</b>	Fed Funds	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	0.75	1.50	2.50
	Libor 3m \$	1.15	1.20	1.50	1.75	1.90	2.05	2.25	2.45	1.00	1.75	2.45
	T-Notes 10y	2.40	2.20	2.60	3.00	3.10	3.25	3.25	3.25	2.45	3.00	3.25
<b>Ezone</b>	Taux "refi" BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.25
	Euribor 3 mois	-0.33	-0.33	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.16	0.05	-0.32	-0.36	0.05
	Bund 10y	0.33	0.29	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.50	0.11	0.80	1.50
	OAT 10y	0.97	0.74	1.05	1.25	1.45	1.65	1.80	1.90	0.69	1.25	1.90
<b>UK</b>	Base rate	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.25	0.50
	Gilts 10y	1.07	1.00	1.10	1.25	1.40	1.55	1.80	2.00	1.24	1.25	2.00
<b>Japan</b>	BoJ Rate	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.06	-0.10	-0.10
	JGB 10y	0.07	0.06	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.05	0.08	0.08

Exchange Rates		2017				2018				2016	2017e	2018e
End of period		Q1	Q2e	Q3e	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e			
USD	EUR / USD	1.07	1.10	1.07	1.04	1.05	1.06	1.08	1.10	1.05	1.04	1.10
	USD / JPY	111	115	117	120	118	116	114	112	117	120	112
	GBP / USD	1.25	1.31	1.30	1.30	1.30	1.29	1.29	1.29	1.24	1.30	1.29
	USD / CHF	1.00	1.00	1.05	1.08	1.07	1.06	1.04	1.05	1.02	1.08	1.05
EUR	EUR / GBP	0.86	0.84	0.82	0.80	0.81	0.82	0.84	0.85	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.07	1.10	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.15	1.07	1.12	1.15
	EUR / JPY	119	127	125	125	124	123	123	123	123	125	123

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets (e: Estimates &amp; forecasts)



# 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**  
Coordnatrice 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 - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

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

+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, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**  
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+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

■ **Johanna MELKA**  
Asie, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**  
Chili, Uruguay, Paraguay

+33.(0)1.42.98.74.26

alexandra.wentzinger@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 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 engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR  
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT  
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE  
APPLICATION **ECO NEWS**  
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS  
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre  
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change