



### DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

## Sommaire

### Royaume-Uni

#### Et si le Brexit n'avait pas lieu ?

La période actuelle est celle où tout est envisageable, même l'invisageable. Le Brexit pourrait ainsi ne jamais avoir lieu.

► Page 2

### Pays émergents

#### Argentine-Venezuela : trajectoires opposées

L'Argentine et le Venezuela ont subi l'un comme l'autre le retournement des prix des matières premières. Pourtant, l'Argentine est sortie du défaut et le Venezuela s'apprête à y tomber. Retour sur deux trajectoires opposées.

► Page 3

### Revue des marchés

► Page 4

### Synthèse des prévisions

► Page 5

### A retrouver dans



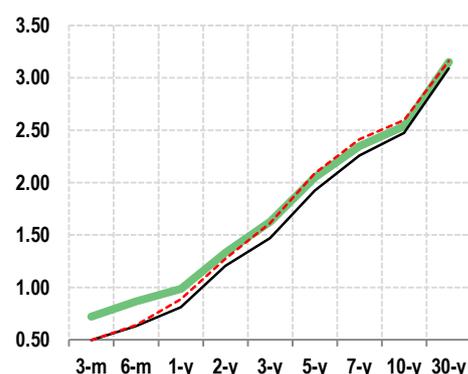
## Exploit réitéré

### ■ Une nouvelle hausse de taux aux Etats-Unis ■ Une symétrie assumée pour l'objectif d'inflation

La Fed réitère l'exploit d'une hausse dans la souplesse. Sans surprise, le Comité de politique monétaire (FOMC) a annoncé relever de 25 points de base le taux des fonds fédéraux. Dès le lancement du processus de normalisation monétaire, il était évident que la Fed ne laisserait filer aucune opportunité de relever les taux, ce afin de quitter la zone d'inconfort des taux zéros. Un dynamisme de l'emploi qui ne se dément pas, une inflation qui revient, doucement mais sûrement, vers la cible : la Fed ne pouvait que franchir une marche en mars. Il s'agissait d'éviter que le raccourcissement du délai entre deux hausses de taux soit interprété comme le signal d'un cycle de hausses plus rapide que précédemment signalé. Et donc, la hausse est accompagnée d'un message de souplesse. Premièrement, cette hausse n'a rien à voir avec une ré-estimation des prévisions économiques. Deuxièmement, il ne faudrait que peu de hausses pour que les taux rejoignent la neutralité. Finalement, le communiqué de presse qualifie de symétrique l'objectif d'inflation. Cette symétrie n'est pas nouvelle, mais la mention qui en est faite dans le communiqué augmente sa crédibilité. En résumé, la Fed a relevé les taux, indiqué qu'elle continuerait de le faire au rythme d'ores et déjà annoncé en décembre, et que la limite haute restait bien plus basse que par le passé. Une nouvelle formulation du *lower for longer*.

### ETATS-UNIS : COURBE DES TAUX

-- 16 mars ; -- 2 février ; -- 15 décembre 2016



Source : Federal Reserve

### L'ESSENTIEL SUR LES MARCHES

Semaine du 10-3-17 au 16-3-17

↗ CAC 40	4 993	▶ 5 013	+0.4 %
↗ S&P 500	2 373	▶ 2 381	+0.4 %
↘ Volatilité (VIX)	11.7	▶ 11.2	-0.4 %
↗ Euribor 3m (%)	-0.33	▶ -0.33	+0.0 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	1.12	▶ 1.15	+2.7 pb
↘ OAT 10a (%)	1.12	▶ 1.09	-2.7 pb
↘ Bund 10a (%)	0.49	▶ 0.45	-4.5 pb
↘ US Tr. 10a (%)	2.58	▶ 2.53	-5.0 pb
↗ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.07	+0.8 %
↗ Or (once, \$)	1 200	▶ 1 229	+2.4 %
↘ Pétrole (Brent, \$)	51.9	▶ 51.6	-0.5 %

Source : Thomson Reuters



## Royaume-Uni

### Et si le Brexit n'avait pas lieu ?

- Le Parlement britannique a donné son feu vert pour un déclenchement de la procédure de sortie de l'Union européenne (Brexit), qui interviendra d'ici fin mars 2017.
- La ligne dure sur laquelle se positionne la première ministre, Mme May, est potentiellement la plus dommageable pour le Royaume-Uni, comme pour l'Union.
- Mais elle peut s'infléchir dans les deux ans à venir, qui représentent un temps court pour négocier mais long sur un plan politique.
- La période actuelle est celle où tout est envisageable, même l'inenvisageable ; le Brexit pourrait ainsi ne jamais avoir lieu.

C'est presque fait. D'ici quelques jours, le Royaume-Uni déclenchera officiellement l'article 50 du Traité de Lisbonne signifiant sa sortie *a priori* irrévocable de l'Union européenne (UE), après quarante-quatre ans d'appartenance. S'en suivra une période de vingt-quatre mois durant lesquels Londres et Bruxelles conviendront des termes du divorce, autant que de leurs relations futures.

S'accorder n'étant pas une obligation, tout est envisageable, y compris l'échec. Passée la date butoir de mars 2019, l'UE appliquerait alors par défaut au Royaume-Uni le régime extérieur commun : droits de douane, avances de TVA, contrôles aux frontières, visas pour ses ressortissants, etc. Bien entendu, la réciprocité vaudrait. Le risque d'escalade serait grand, la rupture, coûteuse.

#### Une ligne dure qui va droit dans le mur

Pour l'île, qui réalise la moitié de ses échanges avec l'UE, maintenir une ligne dure est potentiellement catastrophique. Une étude récente du CEPII<sup>1</sup> montre que, pour la seule industrie automobile britannique, un tarif douanier commun réciproque de 10% entraînerait une chute de 3% ou 48 000 unités de la production, la perte d'un millier d'emplois, et une hausse de 6% du prix des voitures. Il s'agit d'un minimum, puisque ce scénario n'imagine aucune fermeture de site.

Ceci n'est qu'un exemple, les secteurs insérés dans le commerce mondial ayant en réalité tous quelque chose à perdre au Brexit. Dans les transports aériens, l'agroalimentaire, l'aéronautique, la chimie-pharmacie, la mécanique, les échanges sont souvent intra-groupes. Ils ne reposent pas seulement sur des accords tarifaires, l'accès au marché unique étant régi par des milliers de dispositions techniques, environnementales, sanitaires, sociales. Leur élimination revêt un caractère si disruptif qu'elle en devient inconcevable, au sens propre du terme.

Ce n'est pas tout. Le Brexit, *a fortiori* s'il est « dur », représente une menace pour l'intégrité même du Royaume-Uni. En Ecosse, mais

aussi en Irlande du Nord, la population a majoritairement voté pour le maintien dans l'Union ; autant dire que la rupture franche prônée par Londres passe mal. De fait, la première ministre du gouvernement d'Édimbourg, Mme Sturgeon, vient de confirmer son intention d'organiser un nouveau référendum sur l'indépendance de l'Ecosse, fin 2018 ou début 2019.

Le malheur des uns ne garantissant pas le bonheur des autres, les pays de l'UE n'auraient rien à gagner à un cavalier seul britannique. Pas seulement parce qu'ils devraient se passer d'une contribution budgétaire annuelle nette d'une dizaine de milliards d'euros<sup>2</sup>. Le Royaume-Uni est aussi un pays avec lequel il est profitable de commercer. Sa fiscalité avantageuse, son statut de place financière internationale, attirent les capitaux et lui permettent de couvrir aisément ses déficits... qui ont pour contrepartie de nombreux surplus dans l'Union. Il compte parmi les rares sources d'excédents du commerce extérieur français.

#### Partie pour rester ?

Comme dans un équilibre de Nash, les stratégies individuelles autour du Brexit ont un coût collectif qui dépasse celui du compromis, qui s'impose dès lors en tant que solution. Les incitations pour y parvenir peuvent être économiques : la nature ayant horreur du vide, des activités seront transférées hors de Grande-Bretagne à mesure qu'approchera l'échéance de la sortie. Des décisions d'investir qui n'insultent pas l'avenir aujourd'hui seront repoussées demain. Dans la population britannique, l'envie de renverser la table faiblira aux premiers bris de verres.

Courte pour négocier, la période des deux ans à venir sera longue à l'échelle du temps politique. Elle peut maintes fois rebattre les cartes. Dans quel sens ? Une voie de sortie possible, parfois qualifiée de « *soft Brexit* » consisterait pour le Royaume-Uni à quitter l'Union tout en restant dans l'Espace économique européen (EEE), à l'image de la Norvège, de l'Islande ou du Lichtenstein. Le pays conserverait un accès libre de droits au marché unique, moyennant une contribution financière maintenue mais réduite. Il lui faudrait néanmoins respecter les quatre libertés fondamentales de circulation des biens, services, capitaux et personnes, une concession majeure pour les tenants de la ligne dure.

Préférable à une rupture, l'éloignement n'est pas pour autant une bonne affaire. La liberté acquise par le Royaume-Uni à l'égard des règles communautaires (la Norvège peut, par exemple, protéger davantage son agriculture) aurait pour contrepartie une perte d'influence sur celles-ci. En outre, l'appartenance à l'EEE ne garantit pas que le secteur financier conserve son passeport pour opérer dans l'Union. La City plaide pour un système d'équivalence, dont la mise en place risque toutefois de prendre beaucoup plus que deux ans. Le temps pour le Royaume-Uni de reconsidérer son choix et pour ses citoyens de retourner aux urnes ?

<sup>1</sup> Centre d'études prospectives et d'informations internationales. Cf. Mayer, T. 2016. "Brexit, Trumpit : la fin des accords régionaux ? Conséquences pour l'industrie automobile." Lettre du CEPII n°371, novembre 2016.

<sup>2</sup> 11,5 milliards d'euros en 2015.

## Pays émergents

### Argentine-Venezuela : trajectoires opposées

- L'Argentine et le Venezuela ont subi l'un comme l'autre le retournement des prix des matières premières.
- Pourtant, l'Argentine est sortie du défaut et le Venezuela s'apprête à y tomber.
- Retour sur deux trajectoires opposées.

Confrontés au retournement du cycle des prix des matières premières et à la récession qui s'en est suivi, le Venezuela et de l'Argentine présentent deux stratégies de gestion macroéconomique radicalement opposées.

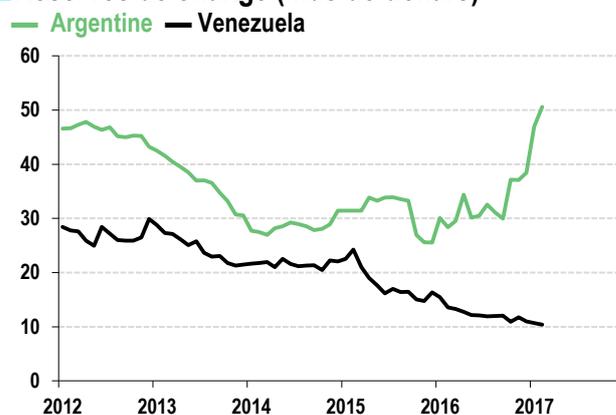
Au Venezuela, la stratégie suivie par le gouvernement de Nicolas Maduro au pouvoir depuis 2013 a consisté, au plan externe, à gérer la pénurie structurelle de dollars par un système aussi complexe qu'inefficace de taux de change multiples, et à privilégier les sources de financements bilatérales (Chine, Russie) pour tenter d'endiguer, en vain, l'hémorragie des réserves de la banque centrale. Au plan interne, année après année, le gouvernement s'est reposé de plus en plus sur la compagnie pétrolière nationale PDVSA et a usé et abusé de l'artifice de la dévaluation pour tenter d'équilibrer, en vain également, ses comptes. Il s'en est suivi une spirale inflationniste totalement incontrôlable et une pénurie généralisée de biens, y compris ceux de première nécessité. Enfin, les difficultés financières de PDVSA ont conduit à une baisse de la production, faute d'investissements.

En Argentine, au contraire, depuis l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en décembre 2015, la stratégie a consisté, au plan externe, en une libéralisation du contrôle des changes, une unification réussie du taux de change officiel et du taux de change parallèle (au prix d'une forte mais unique dévaluation) et en l'apurement des arriérés sur la dette extérieure. Au plan interne, le nouveau gouvernement a mené de front 1/ une stratégie de consolidation budgétaire basée sur la maîtrise des dépenses, notamment des subventions et une amnistie fiscale ; 2/ une stratégie d'ancrage des anticipations d'inflation reposant sur l'unification des taux de change rendue crédible par un moindre recours aux financements de la banque centrale, et donc une moindre monétisation du déficit budgétaire.

L'évolution de deux indicateurs macroéconomiques simples reflétant le déséquilibre interne (inflation) et externe (réserves de change) permet d'illustrer ces deux trajectoires opposées.

**Inflation.** En Argentine, le choc créé par la dévaluation et le relèvement des tarifs publics a conduit à une forte accélération de l'inflation au premier semestre 2016 qui a culminé à 46% sur un an en juin-juillet. Mais les tensions inflationnistes se sont rapidement atténuées en cours d'année (de 4% par mois au S1 à 1,3% au S2) grâce à la crédibilité retrouvée de la politique de change. Les anticipations de désinflation en attestent (21% pour 2017, 15% pour 2018 et 9,5% pour 2019).

### Réserves de change (mds de dollars)



Graphique

Source : Macrobond

Au contraire, le rythme d'inflation mensuel au Venezuela ne ralentit pas : il a atteint 15% par mois en moyenne avec des pointes à 30%. A la fois cause et conséquence de cette hyperinflation, l'écart entre le taux du marché noir et l'un des deux taux officiels les moins surévalués (le dicom), qui n'était que de 20% début 2015, est maintenant dans un rapport de 1 à 4.

**Réserves de change.** Les réserves de change de l'Argentine, qui avaient atteint un niveau d'alerte fin 2015, ont doublé en un an. Elles sont passées de 25 à 50 milliards de dollars (cf. graphique) grâce à une balance commerciale redevenue positive, à l'arrêt des sorties de capitaux des résidents et à un retour en grâce de l'Etat argentin sur le marché de la dette internationale avec des émissions cumulées de 32 milliards de dollars depuis avril 2016, pour apurer ses arriérés et couvrir le service de sa dette extérieure. Pour cette année, seuls trois milliards de dollars restent encore à émettre pour couvrir les dix milliards prévus dans le budget.

A l'inverse, au Venezuela, les réserves de change (or et devises) ont été divisées par deux depuis la fin 2015 (de 25 à 11 milliards de dollars dont seulement 3 milliards en devises) en dépit du maintien d'un excédent commercial, mais au prix d'une restriction des importations. La pénurie de dollars est telle que les autorités ont été contraintes de restructurer la dette due à la Chine, de procéder à une extension de la maturité de celle de PDVSA et, au début de 2017, d'émettre des titres de dette en dollars pour permettre aux importateurs de régler leurs arriérés. A charge pour ces derniers de trouver des acheteurs prêts à accepter des titres d'un emprunteur en état de quasi-faillite. Avec un service de la dette de 13 milliards cette année, le risque de défaut se rapproche si la Chine n'offre plus de financements supplémentaires. Le remboursement de près de trois milliards de dollars en avril sera le prochain test.



Revue des marchés

L'essentiel

Semaine du 10-3-17 au 16-3-17

Table of market indicators: CAC 40, S&P 500, Volatilité (VIX), Euribor 3m, Libor \$ 3m, OAT 10a, Bund 10a, US Tr. 10a, Euro vs dollar, Or, Pétrole (Brent).

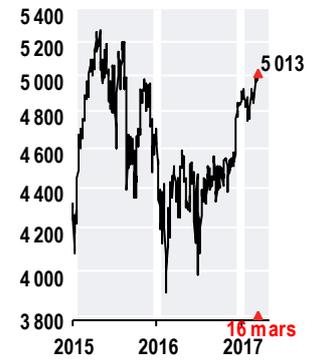
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Table of interest rates for BCE, FED, and Bque Angl across various maturities.

Au 16-3-17

Table of yields and spreads for various bonds: Moy. 5-7a, Bund 2a, Bund 10a, OAT 10a, Corp. BBB, Treas. 2a, Treas. 10a, Corp. BBB, Treas. 2a, Treas. 10a.

Au 16-3-17

Rendements 10a € et spreads

Table of 10-year yields and spreads for various countries: Grèce, Portugal, Italie, Espagne, Irlande, France, Belgique, Autriche, Finlande, P-Bas, Allemagne.

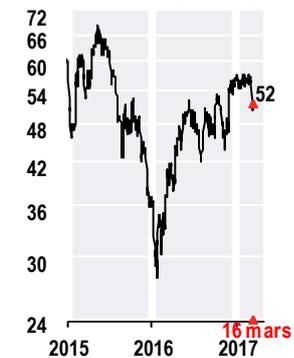
Matières premières

Table of commodity prices: Pétrole, Brent; Or; Métaux, LME; Cuivre; CRB Aliments; Blé; Maïs.

Au 16-3-17

Variations

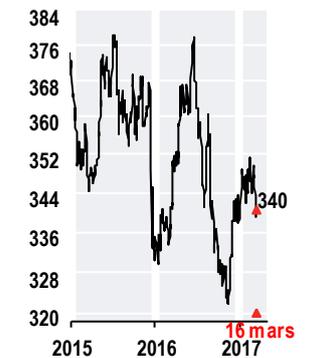
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

Table of exchange rates for USD, GBP, CHF, JPY, AUD, CNY, BRL, RUB, INR.

Au 16-3-17

Variations

Indices actions

Table of stock indices: CAC 40, S&P500, DAX, Nikkei, Chine, Inde, Brésil, Russie.

Au 16-3-17

Variations

\* Indices MSCI



## Prévisions économiques

En %	Croissance du PIB			Inflation			Bal. Courante / PIB			Soldes Apu* / PIB		
	2016 e	2017 e	2018 e	2016 e	2017 e	2018 e	2016 e	2017 e	2018 e	2016 e	2017 e	2018 e
<b>Avancés</b>	1.6	2.0	2.1	0.8	2.0	1.9						
États-Unis	1.6	2.4	2.7	1.3	2.5	2.7	-2.5	-2.4	-2.4	-3.4	-4.2	-5.0
Japon	1.0	1.1	0.9	-0.1	1.1	1.0	3.8	4.2	4.6	-4.7	-4.4	-4.1
Royaume-Uni	1.8	1.8	1.1	0.6	2.7	2.7	-4.7	-4.1	-3.2	-3.0	-2.7	-3.1
<b>Zone euro</b>	1.7	1.6	1.6	0.2	1.7	1.3	3.4	3.0	3.1	-1.7	-1.4	-1.2
Allemagne	1.8	1.8	2.0	0.4	2.0	1.6	8.8	8.3	8.5	0.6	0.7	0.6
France	1.1	1.3	1.5	0.3	1.4	1.0	-1.2	-0.9	-1.1	-3.3	-3.0	-2.7
Italie	0.9	0.6	0.6	-0.1	1.3	1.0	2.1	2.2	2.1	-2.4	-2.4	-2.5
Espagne	3.3	2.6	2.0	-0.3	2.6	1.5	1.8	2.1	2.1	-4.6	-3.6	-3.0
Pays-bas	2.1	2.1	1.6	0.1	1.2	1.4	8.7	8.7	8.3	-0.5	0.0	0.3
Belgique	1.2	1.4	1.5	1.8	2.1	1.9	0.7	0.5	0.5	-3.0	-2.3	-2.2
<b>Emergents</b>	4.2	4.5	5.0	4.8	4.6	4.4						
Chine	6.7	6.2	6.4	2.0	2.7	2.5	1.9	1.6	1.4	-2.9	-3.5	-3.3
Inde	7.0	7.3	8.0	4.9	4.7	5.5	-1.1	-0.8	-1.5	-3.8	-3.5	-3.2
Brésil	-3.5	1.0	3.0	8.8	4.1	4.3	-1.2	-1.4	-2.1	-8.9	-9.6	-8.3
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>	3.1	3.4	3.8	3.1	3.5	3.4						

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

\*Administrations publiques

## Prévisions financières

Taux d'intérêt		2016				2017				2016	2017e	2018e
		T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b>	Fin de période											
	Fed Funds	0.25-0.5	0.25-0.5	0.25-0.5	0.5-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.25-1.50	0.5-0.75	1.25-1.50	2.25-2.50
	Libor 3 mois \$	0.63	0.65	0.85	1.00	1.05	1.25	1.50	1.75	1.00	1.75	2.50
	T-Notes 10 ans	1.79	1.49	1.61	2.45	2.60	3.00	3.25	3.50	2.45	3.50	4.00
<b>Z.Euro</b>	Taux "refi" BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
	Euribor 3 mois	-0.24	-0.29	-0.30	-0.32	-0.33	-0.33	-0.30	-0.30	-0.32	-0.30	-0.05
	Bund 10 ans	0.16	-0.13	-0.19	0.11	0.30	0.50	0.75	1.00	0.11	1.00	1.60
	OAT 10 ans	0.41	0.20	0.12	0.69	0.95	0.95	1.15	1.45	0.69	1.45	2.00
	BTP 10 ans	1.23	1.35	1.19	1.84	2.10	2.20	2.60	3.00	1.84	3.00	3.40
<b>R-Uni</b>	Taux de base BoE	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Libor 3 mois GBP	0.59	0.56	0.38	0.37	0.40	0.40	0.40	0.40	0.37	0.40	0.40
	Gilts 10 ans	1.42	1.02	0.76	1.24	1.25	1.55	1.75	1.90	1.24	1.90	2.50
<b>Japon</b>	Taux JJ BoJ	-0.00	-0.06	-0.06	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.06	-0.10	-0.10
	Taux 3 mois (%)	0.10	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.05
	JGB 10 ans	-0.04	-0.23	-0.08	0.05	0.10	0.10	0.10	0.30	0.05	0.30	0.40

Taux de change		2016				2017				2016	2017e	2018e
		T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>USD</b>	EUR / USD	1.14	1.11	1.12	1.05	1.04	1.02	1.02	1.00	1.05	1.00	1.06
	USD / JPY	112	103	101	117	118	121	124	128	117	128	130
<b>EUR</b>	EUR / GBP	0.79	0.83	0.87	0.85	0.83	0.82	0.82	0.80	0.85	0.80	0.82
	EUR / CHF	1.09	1.08	1.09	1.07	1.08	1.10	1.12	1.12	1.07	1.12	1.15
	EUR / JPY	128	114	114	123	123	123	126	128	123	128	138

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

**Nos articles les plus récents**

<b>MARS</b>	10 mars	17-10	Etats-Unis : Parfois, le doute n'est plus permis Pays-Bas : Législatives 2017 : l'embarras du choix
	03 mars	17-09	France : Un peu plus de croissance, à peine moins de déséquilibres Mexique : Estimer le facteur T
<b>FEVRIER</b>	24 février	17-08	Allemagne : Les infrastructures menacées Grèce : Nouveau tour de piste
	17 février	17-07	Etats-Unis : Reflation ? France : Nettement plus d'emplois, un peu moins de chômage en 2016
	10 février	17-06	Emergents : Prudence de rigueur Turquie : Une équation complexe
	03 février	17-05	Zone euro : L'inflation en quatre points Chine : Pékin face à la menace des sorties de capitaux
<b>JANVIER 2017</b>	27 janvier	17-04	Global : Perspectives 2017 France : La croissance 2017 peut-elle être un meilleur cru que 2016 ? Brésil : Une reprise très graduelle en gestation
	20 janvier	17-03	Global : Les dessous d'une corrélation Etats-Unis : Il suffit de ne plus acheter... Italie : Monte dei Paschi : et maintenant ?
	13 janvier	17-02	Royaume-Uni : Montagnes russes Union européenne : Face à la concurrence chinoise France : Vers un net rebond de la croissance au quatrième trimestre
	6 janvier	17-01	Global : Un euro faible pour longtemps Global : 2017 : Une année décisive pour les négociations sur le climat Zone euro : Du mieux sur le marché du travail
<b>DECEMBRE</b>	16 décembre	16-44	Etats-Unis : Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras Pays-Bas : Le gouvernement face au mécontentement
	09 décembre	16-43	Zone euro : BCE : un QE calibré pour durer Zone euro : Le plaidoyer de la Commission européenne Italie : Référendum : conséquences limitées sur les banques
	02 décembre	16-42	France : Remontée contenue de l'inflation Portugal : La Commission européenne fait preuve de souplesse
<b>NOVEMBRE</b>	25 novembre	16-41	Japon : Abenomics : un échec trop tôt annoncé France : Marché du travail : état des lieux à fin novembre
	18 novembre	16-40	Global : Le chômage des jeunes, un enjeu important Irlande : Au-delà des révisions
	10 novembre	16-39	Etats-Unis : Le jour d'après France : Les dessous de la croissance faible du troisième trimestre Finlande : Un redressement au ralenti
	04 novembre	16-38	Etats-Unis : Le temps de la dépense Chine : Risques de crédit toujours en hausse
<b>OCTOBRE</b>	28 octobre	16-37	Etats-Unis : Pêché de certitude Russie : Un budget sous contrainte
	21 octobre	16-36	Zone euro : BCE : la prolongation du QE pas (encore) discutée Autriche : des tendances inquiétantes
	14 octobre	16-35	Etats-Unis : Quelle crédibilité ? France : Le CICE doit encore faire toutes ses preuves
	07 octobre	16-34	Zone euro : Saison budgétaire France : Les signaux conjoncturels virent au vert
<b>SEPTEMBRE</b>	30 septembre	16-33	Allemagne : La croissance ralentit, mais la confiance est au beau fixe France : Un budget sous contrainte
	23 septembre	16-32	Etats-Unis : Riche, profond, sérieux Zone euro : BCE : les paramètres du PSPP Japon : Politique monétaire : encore une chance ? France : Perspectives de croissance et confiance
	16 septembre	16-31	Etats-Unis : Le sens de la prudence France : marché du travail : un petit mieux vertueux



## Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJDER**  
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

■ **Manuel NUNEZ**

Japon, Irlande - Projets

+33.(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@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**

Allémgne, 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)1.42.98.44.24

thomas.humblot@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIA**

+33.(0)1.40.14.30.77

laurent.nahmias@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



### NOS PUBLICATIONS



#### 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'événement 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 de 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://gloaimarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>

© 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