

ECOWEEK

No. 18-45, 7 décembre 2018

Faut-il s'inquiéter de la baisse des prix des matières premières ?

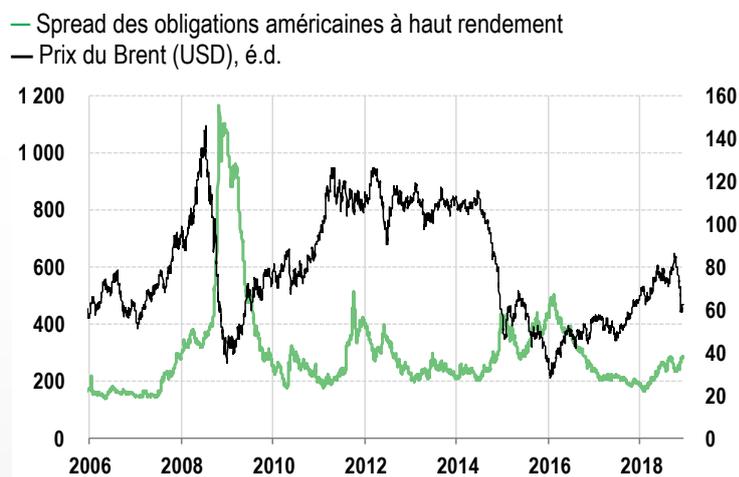
■ Les prix du pétrole et des métaux ont nettement reculé cette année ■ Concernant le pétrole, le repli semble principalement imputable à des facteurs liés à l'offre ■ La baisse des prix des métaux reflète probablement le ralentissement de la croissance mondiale ■ Il existe une relation négative évidente entre les variations des prix du brut et la croissance ultérieure du PIB réel aux Etats-Unis ■ Quels que soient les vents contraires auxquels la croissance américaine devra faire face en 2019, elle bénéficiera aussi de la chute des prix du pétrole observée cette année

Par rapport à leurs plus hauts du début de l'année, les prix des métaux industriels et du Brent ont chuté, respectivement, d'environ 20 % et 30 %. Du point de vue des matières premières comme intrants dans les processus de production, cela a de quoi inquiéter. C'est le rôle d'indicateur économique des matières premières. Cependant, ces dernières peuvent aussi être considérées comme un facteur influençant la demande : une chute des prix des matières premières constitue un choc d'offre positif qui devrait finir par stimuler la croissance.

C'est l'interprétation que le président Trump semble privilégier. Ses pressions sur l'Arabie saoudite et l'OPEP en général pour que les pays producteurs ne ferment pas le robinet du pétrole pourraient, si elles devaient aboutir, pérenniser la baisse des prix de l'or noir. De manière générale, cela devrait soutenir la croissance même si les marges des producteurs de pétrole en pâtissent. Comme on pouvait s'y attendre, le *spread* de l'indice des obligations américaines à haut rendement, composé dans une large mesure (environ 16%) de producteurs d'énergie, s'est fortement élargi sous l'effet de la chute des prix du pétrole (*graphique 1*). Le bras de fer engagé entre les producteurs américains de schistes bitumineux et les pays exportateurs de pétrole explique-t-il à lui seul le comportement du marché pétrolier au cours des derniers mois ou ce dernier reflète-t-il aussi un ralentissement de la demande ? En utilisant une méthode économétrique, la Réserve fédérale de New York publie dans sa publication hebdomadaire *Oil Price Dynamics Report* une décomposition des variations des prix du pétrole selon des facteurs liés à la demande et à l'offre¹.

¹ Cette décomposition repose sur une analyse de régression d'un grand nombre de variables corrélées à la demande et à l'offre de pétrole. Pour plus de détails, voir : Groen, J., K. McNeil, and M. Middeldorp, *A New Approach for Identifying Demand and Supply Shocks in the Oil Market*, Liberty Street Economics, 25 mars 2013.

SPREAD DES OBLIGATIONS AMERICAINES A HAUT RENDEMENT ET COURS DU PETROLE



Graphique 1

Sources : Thomson Reuters, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Eco
WEEK

Cette analyse montre que la chute de 27,3% du cours du Brent entre le 6 juillet et le 30 novembre reflète, pour 5,5 %, un effet lié au ralentissement de la demande et, pour 15,6 %, un autre lié à l'offre, avec une partie résiduelle non expliquée de 6,2 %. Ces chiffres ont de quoi rassurer quelque peu ceux qui pouvaient voir dans l'évolution récente des prix du brut un signe supplémentaire de ralentissement de la croissance mondiale conjugué à un fléchissement des données d'enquête.

Mieux vaut néanmoins rester prudent : dans un récent billet de blog, un économiste de la Banque d'Angleterre a, en effet, démontré que « les prix des métaux sont fortement et rapidement corrélés à l'activité économique mondiale et constituent un bon élément de prévision des mouvements à court terme du PIB »². C'est ce que confirme le tableau 1 qui montre une corrélation positive, significative du point de vue statistique, entre les variations trimestrielles des prix des métaux (LMEX) et la croissance du PIB réel dans le trimestre en cours et le trimestre suivant.

Pour le pétrole, en revanche, la relation est négative et non significative. Le rôle des prix des matières premières comme facteur influençant la croissance a été analysé sur la base de simulations du modèle économétrique NiGEM. Celles-ci montrent qu'au bout de deux ans, un repli permanent de 25 % des prix du pétrole a un impact positif d'environ 1 % sur le niveau du PIB réel aux Etats-Unis et de 0,7% en zone euro (graphique 2). L'impact d'une baisse significative des prix des métaux est, en revanche, négligeable et de courte durée (graphique 3). En conclusion, les prix des métaux peuvent être utiles pour produire des estimations en temps réel de la croissance économique mais, au bout du compte, l'évolution du prix du baril reste le plus important.

William De Vijlder

² « Pumping iron: how can metals prices help predict global growth? », Tom Wise, Bank Underground (Banque d'Angleterre), 17 juillet 2018

EVOLUTION TRIMESTRIELLE DES PRIX DES MATIERES PREMIERES ET CROISSANCE DU PIB

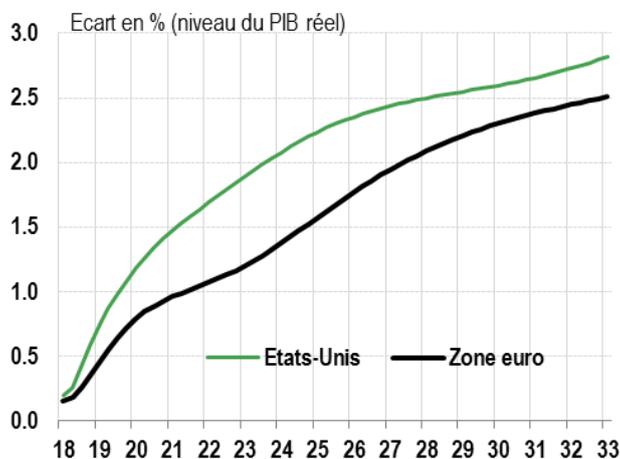
	Etats-Unis		Zone euro	
	PIB(t+2)	PIB(t+2)	PIB(t+2)	PIB(t+2)
LMEX	0.013548 [3.7635]***		0.016451 [3.5927]***	
Brent		-0.00091 [-0.5011]		0.005283 [1.8053]*
C	0.633978 [16.1000]***	0.696045 [14.7118]***	0.371452 [7.3112]***	0.375353 [6.9656]***
Obs:	135	193	93	93
R2	0.0962	0.0013	0.1242	0.0346
F-stat	14.1642	0.2511	12.9078	3.2591
Prob(F-stat):	0.0003	0.6169	0.0005	0.0743

Note : les chiffres entre crochets sont des statistiques t robustes. ***, **, * signifient 1%, 5%, 10% de seuil de signification. PIB(t+2) indique la croissance moyenne dans le trimestre en cours et le suivant.

Tableau 1

Sources : Thomson Reuters, calculs BNP Paribas

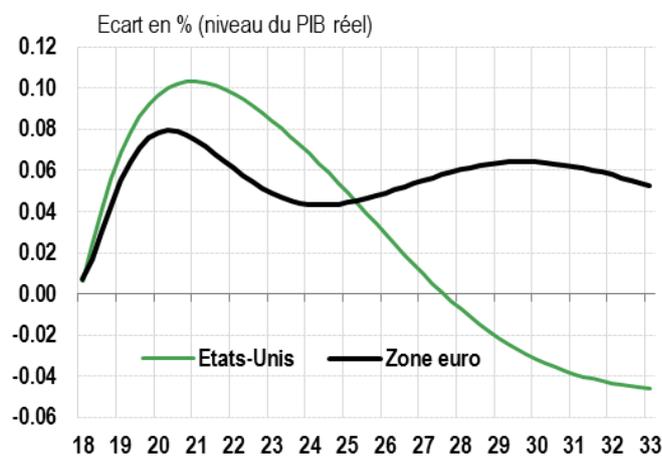
EFFET CUMULE DE LA BAISSSE DU PRIX DU PETROLE SUR LE PIB REEL DES ETATS-UNIS



Graphique 2

Sources : NiGEM, BNP Paribas

EFFET CUMULE DE LA BAISSSE DES PRIX DES METAUX SUR LE PIB REEL DES ETATS-UNIS



Graphique 3

Sources : NiGEM, BNP Paribas



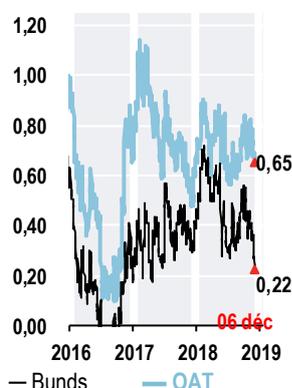
Revue des marchés

L'essentiel

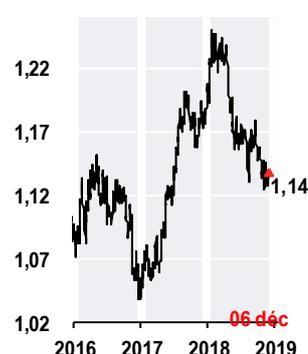
Semaine du 30-11-18 au 6-12-18

➤ CAC 40	5 004	▶ 4 780	-4,5 %
➤ S&P 500	2 760	▶ 2 696	-2,3 %
↗ Volatilité (VIX)	18,1	▶ 21,2	+3,1 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0,32	▶ -0,32	+0,1 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	2,74	▶ 2,77	+3,0 pb
➤ OAT 10a (%)	0,68	▶ 0,65	-2,5 pb
➤ Bund 10a (%)	0,31	▶ 0,22	-8,5 pb
➤ US Tr. 10a (%)	3,02	▶ 2,88	-13,9 pb
↗ Euro vs dollar	1,13	▶ 1,14	+0,5 %
↗ Or (once, \$)	1 219	▶ 1 243	+2,0 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	58,7	▶ 58,9	+0,2 %

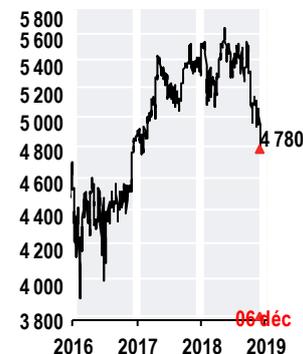
Taux 10a (%), OAT vs Bund



Euro-dollar



CAC 40



Marchés monétaire & obligataire

Taux d'intérêt (%)	+haut 18		+bas 18	
€ BCE	0,00	0,00	le 01/01	0,00 le 01/01
Eonia	-0,36	-0,34	le 31/10	-0,37 le 18/05
Euribor 3m	-0,32	-0,32	le 06/12	-0,33 le 01/01
Euribor 12m	-0,14	-0,14	le 06/12	-0,19 le 19/02
\$ FED	2,25	2,25	le 27/09	1,50 le 01/01
Libor 3m	2,77	2,77	le 05/12	1,69 le 01/01
Libor 12m	3,13	3,14	le 09/11	2,11 le 01/01
£ Bque Angl	0,75	0,75	le 02/08	0,50 le 01/01
Libor 3m	0,90	0,90	le 29/11	0,52 le 04/01
Libor 12m	1,16	1,17	le 14/11	0,76 le 03/01

Au 6-12-18

Rendements (%)	+haut 18		+bas 18	
€ Moy. 5-7a	0,67	1,06	le 19/10	0,41 le 18/04
Bund 2a	-0,63	-0,50	le 25/09	-0,79 le 29/05
Bund 10a	0,22	0,72	le 15/02	0,22 le 06/12
OAT 10a	0,65	0,91	le 08/02	0,57 le 13/07
Corp. BBB	2,09	2,10	le 05/12	1,17 le 08/01
\$ Treas. 2a	2,76	2,97	le 08/11	1,89 le 01/01
Treas. 10a	2,88	3,23	le 08/11	2,41 le 01/01
Corp. BBB	4,75	4,77	le 29/11	3,59 le 01/01
£ Treas. 2a	0,70	0,91	le 05/10	0,40 le 01/01
Treas. 10a	1,23	1,73	le 10/10	1,23 le 01/01

Au 6-12-18

Rendements 10a € et spreads

5,01%	Grèce	478 pb
3,21%	Italie	298 pb
1,81%	Portugal	158 pb
1,47%	Espagne	124 pb
0,73%	Belgique	50 pb
0,65%	France	42 pb
0,56%	Irlande	33 pb
0,52%	Finlande	29 pb
0,49%	Autriche	27 pb
0,37%	P-Bas	14 pb
0,22%	Allemagne	

Matières premières

Prix spot, \$	+bas 18		2018(€)
Pétrole, Brent	58,9	58,7	le 30/11 -6,7%
Or (once)	1 243	1 179	le 17/08 +0,6%
Métaux, LME	2 921	2 820	le 15/08 -9,9%
Cuivre (tonne)	6 080	5 759	le 15/08 -11,0%
CRB Aliments	333	316	le 30/08 +4,5%
Blé (tonne)	198	155	le 16/01 +31,4%
Maïs (tonne)	137	115	le 18/09 +14,0%

Au 6-12-18

Variations

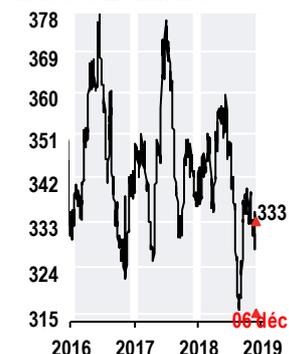
Cours du pétrole (Brent, \$)



Cours de l'or (Once, \$)



Indice CRB Aliments



Taux de change

1€ =	+haut 18		+bas 18		2018
USD	1,14	1,25	le 25/01	1,13 le 12/11	-5,2%
GBP	0,89	0,91	le 28/08	0,86 le 17/04	+0,3%
CHF	1,13	1,20	le 19/04	1,12 le 07/09	-3,5%
JPY	127,89	137,29	le 02/02	124,96 le 15/08	-5,5%
AUD	1,58	1,63	le 11/09	1,53 le 09/01	+2,8%
CNY	7,84	8,10	le 25/09	7,42 le 29/05	+0,2%
BRL	4,46	4,88	le 14/09	3,87 le 08/01	+12,0%
RUB	76,27	81,62	le 10/09	68,06 le 09/01	+10,3%
INR	80,64	85,66	le 11/10	75,92 le 08/01	+5,2%

Au 6-12-18

Variations

Indices actions

	Cours	+haut 18		+bas 18		2018	2018(€)
CAC 40	4 780	5 640	le 22/05	4 780	le 06/12	-10,0%	-10,0%
S&P500	2 696	2 931	le 20/09	2 581	le 08/02	+0,8%	+6,4%
DAX	10 811	13 560	le 23/01	10 811	le 06/12	-16,3%	-16,3%
Nikkei	21 502	24 271	le 02/10	20 618	le 23/03	-5,5%	-0,1%
Chine*	74	101	le 26/01	68	le 30/10	-16,7%	-12,2%
Inde*	535	642	le 29/01	487	le 26/10	-2,8%	-7,6%
Brésil*	1 957	2 393	le 26/01	1 561	le 11/09	+14,3%	+2,0%
Russie*	602	707	le 26/02	551	le 23/08	+13,6%	+5,0%

Au 6-12-18

Variations

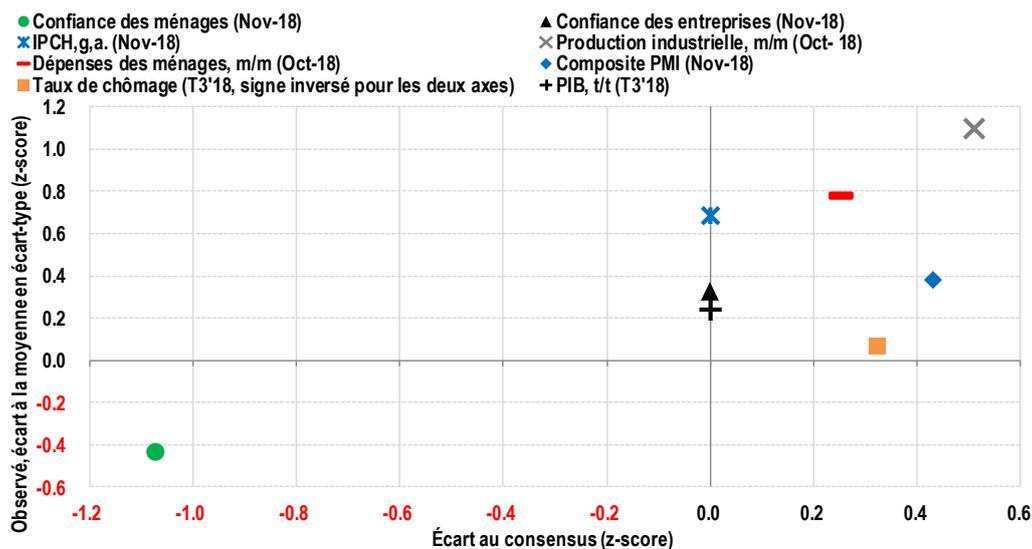
* Indices MSCI



Baromètre

France : bonne tenue de l'activité en octobre

Hormis la confiance des ménages qui a chuté en novembre, surprenant à nouveau défavorablement les attentes et se situant toujours très en-deçà de sa moyenne, le bilan des autres indicateurs conjoncturels disponibles à ce jour est positif. En particulier, la nette hausse, en octobre, des dépenses réelles de consommation des ménages en biens (+0,8 % m/m), du volume de la production industrielle (+1,2 % m/m) et des exportations de biens en valeur (+6,2 % m/m) permet de démarrer le quatrième trimestre sur une note positive. La croissance trimestrielle (+0,6% t/t d'après nos prévisions établies il y a quelques semaines) risque toutefois d'être moins soutenue en fonction de l'impact sur l'activité du mouvement social en cours.



Sources : INSEE, Markit, Bloomberg, calculs BNP Paribas

Indicateurs à suivre

La semaine prochaine, l'attention du marché se concentrera sur le vote des parlementaires britanniques sur le Brexit le 11 décembre. Sur le front économique, il ne faudra pas manquer la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE. Côté chiffres, nous aurons l'indice de la confiance des industriels de la Banque de France, les emplois en France et dans la zone euro, l'inflation américaine (IPP et IPC), l'inflation en France et en Allemagne, les ventes de détail aux Etats-Unis et l'enquête Tankan au Japon.

Date	Pays/Zone	Event	Période	Prévision	Précédent
10/12/18	Japon	PIB t/t	3T	-0,5%	-0,3%
10/12/18	France	Confiance des industriels (Banque de France)	Nov.	--	103
10/12/18	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Oct.	--	0,0%
10/12/18	Japon	Enquête "Eco Watchers Survey Current"	Nov.	--	49,5
11/12/18	France	Emplois totaux	3T	--	0,0%
11/12/18	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (ILO)	Oct.	4,1%	4,1%
11/12/18	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Nov.	--	107,4
11/12/18	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Nov.	0,1%	0,5%
12/12/18	Zone euro	Production industrielle m/m	Oct.	--	-0,3%
12/12/18	Zone euro	Emploi t/t	3T	--	0,2%
12/12/18	Etats-Unis	IPC m/m	Nov.	0,0%	0,3%
13/12/18	Allemagne	IPC m/m	Nov.	--	0,1%
13/12/18	France	IPC m/m	Nov.	--	-0,2%
13/12/18	Zone euro	Taux de refinancement (BCE)	Déc. 13	0,000%	0,000%
14/12/18	Japon	Indice Tankan des grands manufacturiers	4Q	18	19
14/12/18	France	PMI composite (Markit)	Déc.	--	54,2
14/12/18	Zone euro	PMI composite (Markit)	Déc.	--	52,7
14/12/18	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Nov.	0,2%	0,8%
14/12/18	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Nov.	0,4%	0,1%

Sources : Markit, BNP Paribas



Scénario économique

ETATS-UNIS

- La croissance américaine avoisine 2,8 % en 2018, soutenue par les baisses d'impôts ainsi que par l'expansion du crédit. Elle freinerait en 2019, en lien avec le ralentissement du commerce mondial et le resserrement des conditions monétaires et financières.
- L'inflation a probablement dépassé son pic (2,9% en juillet) et ralentit avec le retournement à la baisse des prix du pétrole.
- Le cycle de resserrement monétaire s'achèverait au printemps 2019 avec un taux des fed funds à 3%.

CHINE

- La croissance économique va ralentir en 2018-2019 pour des raisons à la fois cycliques et structurelles. Les perspectives d'exportations sont fortement assombries par la hausse des droits de douane américains. Les difficultés du secteur manufacturier exportateur et le moindre dynamisme du marché immobilier devraient peser sur la demande interne.
- Afin de contenir le ralentissement, la banque centrale assouplit ses conditions de crédit et de liquidité. La réduction des risques d'instabilité financière via l'amélioration du cadre réglementaire devrait néanmoins rester une priorité. La politique budgétaire devient également expansionniste (incitations fiscales, dépenses en infrastructures).

ZONE EURO

- Le ralentissement de l'activité devient de plus en plus évident, notamment en Allemagne, où l'économie bute sur des contraintes de capacités et pâtit d'une demande émergente moins dynamique.
- L'inflation ralentit désormais avec le retournement à la baisse des prix du pétrole, sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) faisant toujours preuve d'une grande inertie.
- La BCE ne modifierait pas ses taux directeurs avant la fin de 2019.

FRANCE

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

TAUX & CHANGES

- Aux Etats-Unis, la forte croissance du PIB et le taux de chômage très bas ouvrent la voie à des remontées de taux (nous en attendons une de plus en 2018 et deux autres au S1 2019) puis la Fed devrait attendre de voir les effets sur l'économie. Ainsi, les rendements des bons du Trésor devraient augmenter mais de façon modérée car les marchés estiment que le resserrement est bien engagé. La BCE a annoncé la fin de son programme d'assouplissement quantitatif fin 2018, avec une première remontée du taux de dépôt après l'été 2019 ; les rendements obligataires devraient donc augmenter. Au Japon, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- La réduction de l'écart entre les rendements US et ceux de la zone euro renforcerait l'euro, d'autant plus qu'il reste inférieur à sa valeur intrinsèque de long terme (environ 1,34).

SYNTHESE

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.7	1.3	2.0	1.7	1.8
États-Unis	2.9	2.1	1.5	2.4	1.8	2.0
Japon	0.9	0.7	0.3	1.0	0.6	1.4
Royaume-Uni	1.3	1.8	1.6	2.4	2.0	2.0
Zone euro	1.9	1.4	1.2	1.8	1.8	1.5
Allemagne	1.6	1.5	1.3	1.9	2.2	1.6
France	1.7	1.6	1.3	2.1	1.7	1.6
Italie	1.0	0.6	0.5	1.3	1.5	1.2
Espagne	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.3
Emergents	5.9	5.9	5.7	2.8	2.7	3.1
Chine	6.6	6.2	6.0	2.2	1.9	2.5
Inde	7.4	7.6	7.8	3.8	4.0	4.1
Brésil	1.3	3.0	2.5	3.7	3.8	3.6
Russie	1.8	1.7	1.6	2.8	3.6	4.2

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

TAUX D'INTERET & TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2019						2018e	2019e	2020e
	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e				
E-Unis Fed Funds	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	2.50	3.00	3.00	
Libor 3m \$	2.65	2.90	3.05	3.05	3.05	2.65	3.05	2.80	
Treas. 10a	3.20	3.30	3.40	3.45	3.50	3.20	3.50	3.25	
Z. euro Ref BCE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	
Euribor 3M	-0.30	-0.30	-0.25	-0.20	-0.15	-0.30	-0.15	0.00	
Bund 10a	0.55	0.55	0.60	0.80	1.00	0.55	1.00	0.90	
OAT 10a	0.90	0.95	1.00	1.10	1.25	0.90	1.25	1.15	
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	1.50	
Gilt 10a	1.20	1.70	1.85	2.00	2.10	1.20	2.10	2.10	
Japon Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
JGB 10a	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.08	

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets

Taux de change	2019						2018e	2019e	2020e
	T4e	T1e	T2e	T3e	T4e				
USD EUR / USD	1.14	1.15	1.17	1.21	1.25	1.14	1.25	1.34	
USD / JPY	111	110	108	105	100	111	100	90	
GBP / USD	1.27	1.32	1.36	1.41	1.47	1.27	1.47	1.58	
USD / CHF	0.99	1.01	1.00	0.98	0.96	0.99	0.96	0.93	
EUR EUR / GBP	0.90	0.87	0.86	0.86	0.85	0.90	0.85	0.85	
EUR / CHF	1.13	1.16	1.17	1.18	1.20	1.13	1.20	1.25	
EUR / JPY	127	127	126	127	125	127	125	121	

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets



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 (conjuncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Louis BOISSET**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33(0)1.57.43.02.91

louis.boisset@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**

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

+33(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@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

■ **Laure BAQUERO**

+33(0)1.43.16.95.50

laure.baquero@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.humbloit@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable

+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, Ukraine, Europe centrale

+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.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**

Moyen Orient, Balkans

+33(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMDAD**

Amérique latine

+33(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+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 événement économique majeur. Le détail...



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change