

2-3

ÉDITORIAL

Désynchronisation monétaire : un casse-tête en perspective ?

4-5

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés (change, bourse, taux, matières premières, etc.).

6-10

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus : incertitude, commerce international, mobilité et vaccinations

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-15

CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la semaine passée et les plus attendus de la semaine à venir.

16

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques commentés, vidéos et podcasts des Etudes économiques.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DÉSYNCHRONISATION MONÉTAIRE: UN CASSE-TÊTE EN PERSPECTIVE?

La désynchronisation monétaire entre les États-Unis et la zone euro semble inévitable. Elle résulte d'évolutions très différentes en termes d'inflation. Quant à savoir si elle compliquera la tâche de la Banque centrale européenne pour atteindre son objectif d'inflation, l'influence des conditions financières dans la zone euro sera ici décisive à court terme. Dans l'ensemble, l'effet net devrait être limité. Les exportations devraient jouer un plus grand rôle à moyen terme, une fois que le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis sera bien engagé. La croissance de la demande intérieure américaine va alors ralentir, ce qui pèsera sur les importations et, donc, sur les exportations de la zone euro vers les États-Unis. Une telle évolution compliquerait la tâche de la BCE si, à ce moment-là, l'inflation n'avait pas encore atteint son objectif.

Sur le front monétaire, les vents sont en train de tourner. Si l'on ne peut pas encore parler de vents contraires, ils finiront tout de même par être moins favorables dans certains pays. La Banque centrale norvégienne a ainsi relevé son taux directeur à 0,25 %, la semaine dernière, précisant que, devant la reprise vigoureuse de l'économie du pays, il est de plus en plus probable que, fin 2022, le taux d'intérêt officiel atteigne 1,25 %¹. Selon le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, les évolutions récentes plaident en faveur d'un léger durcissement de la politique monétaire sur la durée de son horizon de prévision, c'est-à-dire jusqu'au troisième trimestre 2024².

Aux États-Unis, Jerome Powell a laissé entendre, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du FOMC, que le *tapering* (réduction progressive des achats d'actifs) commencerait très probablement en novembre. Ce changement a été si bien préparé qu'il s'agira probablement d'un non-événement. Les rendements obligataires sont

néanmoins remontés, les investisseurs se focalisant à présent sur les projections de taux d'intérêt – les fameux *dots* – des membres du FOMC, désormais plus nombreux à s'attendre à un relèvement du taux cible des *Fed funds* l'année prochaine et a fortiori en 2023 (graphique 1).

À côté de ces (subtiles) rodomontades, les autorités monétaires de la zone euro semblent bien silencieuses, en dehors de leur insistance à rappeler que l'arrêt du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) ne constitue pas un *tapering*. Les indications prospectives de la BCE sur les taux d'intérêt sont parfaitement claires et il semble très probable que les conditions permettant d'envisager une hausse des taux ne soient pas réunies avant plusieurs années³.

La désynchronisation monétaire entre les États-Unis et la zone euro semble donc inévitable. Elle résulte d'évolutions très différentes en termes d'inflation (graphique 2). Selon une analyse du dernier Bulletin économique⁴ de la BCE, le degré de sous-utilisation des capacités reste

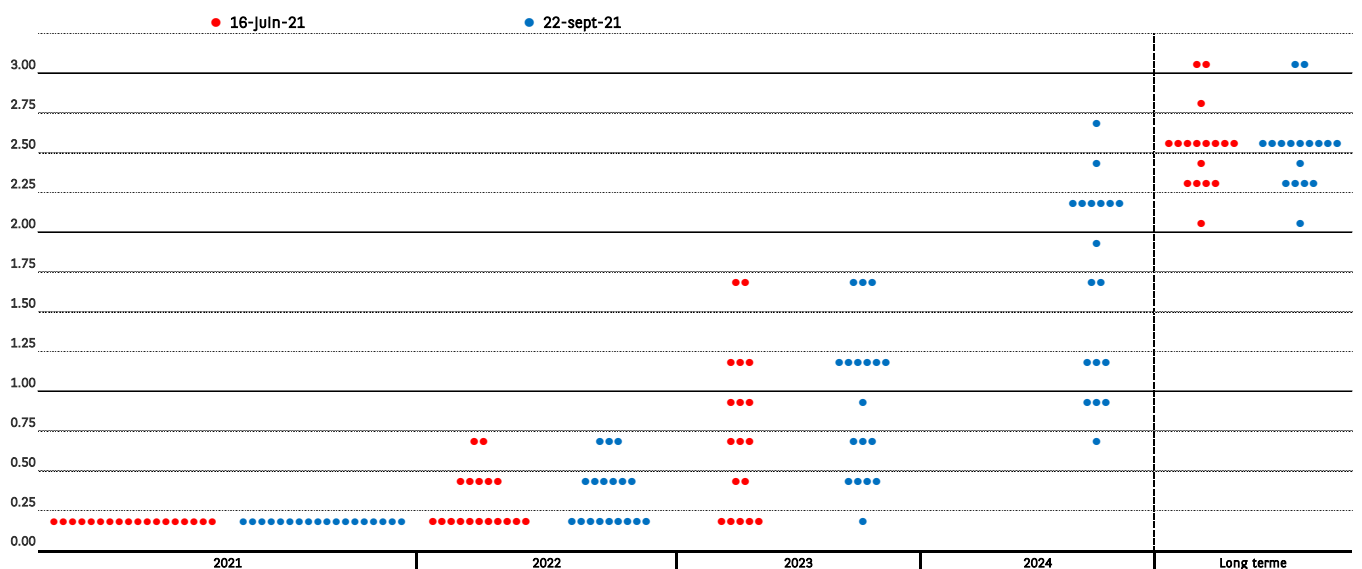
1 Norway raises interest rates, says another hike likely in December; Reuters, 23 septembre 2021.

2 Source : Banque d'Angleterre, résumé de politique monétaire et minutes de la réunion du Comité de politique monétaire, qui s'est terminée le 22 septembre 2021.

3 Voir BCE : *une orientation accommodante dont on ne voit pas la fin*, *EcoWeek*, BNP Paribas, 13 septembre 2021.

4 Comparaison des évolutions récentes de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro,

ÉVALUATIONS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE APPROPRIÉE PAR LES MEMBRES DU FOMC : POINT MÉDIAN DE LA FOURCHETTE CIBLE OU DU TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX. NOMBRE DE MEMBRES DU FOMC ET PROJECTION MÉDIANE DE LA FOURCHETTE CIBLE OU DU TAUX CIBLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS



plus élevé dans la zone euro qu'aux États-Unis. Dans ce pays, des facteurs spécifiques, comme le bond des prix des voitures d'occasion, ont également joué un plus grand rôle. Enfin, aux États-Unis, les hausses de prix sont plus largement réparties.

La désynchronisation monétaire facilite-t-elle ou complique-t-elle la tâche de la Banque centrale européenne pour atteindre son objectif d'inflation ? L'influence du resserrement de la politique monétaire américaine sur les conditions financières dans la zone euro constitue un facteur clé à court terme. La perspective d'une augmentation du taux des fonds fédéraux devrait conduire à une remontée des rendements des *Treasuries*, ce qui pourrait exercer des pressions à la hausse sur ceux du Bund. Au cours du cycle de resserrement précédant aux États-Unis, les rendements des *Treasuries* ont augmenté d'environ 150 points de base. Ceux du Bund se sont également tendus, quoique à un degré moindre du fait de conditions économiques différentes, mais aussi de la poursuite des achats d'actifs par la BCE.

Lorsque la Fed commencera à relever ses taux, le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pourrait, en cas de besoin, offrir la souplesse nécessaire pour protéger les marchés obligataires de la zone euro face aux conséquences de la politique monétaire américaine. Autre canal de transmission : le taux de change. La divergence monétaire et l'augmentation consécutive des différentiels de rendements obligataires pourraient affaiblir l'euro face au dollar et soutenir les exportations⁵. Cela renchérirait néanmoins aussi les importations, une part importante étant facturée en dollars⁶.

Bulletin économique de la BCE n° 6 / 2021, BCE.

⁵ C'est là le principal facteur sur lequel reposent nos prévisions de raffermissement du dollar face à l'euro, à 1,12 au T4 2022 et à 1,10 au T4 2023.

⁶ Pour la plupart des pays de la zone euro, le dollar joue un rôle nettement plus important

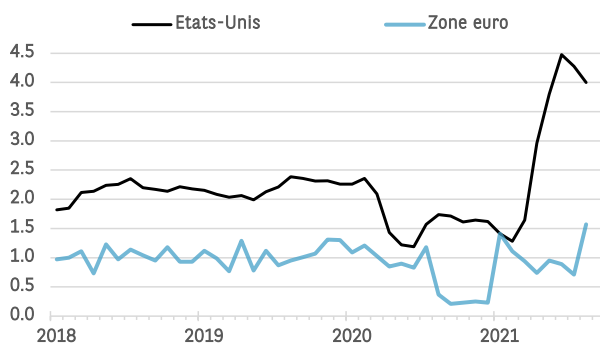
Dans l'ensemble, l'effet net devrait être limité. Même si nous tablons sur un raffermissement du dollar, il convient de rappeler qu'au cours du cycle de durcissement précédent, le billet vert avait, en réalité, cédé du terrain face à l'euro. Les exportations devraient jouer un plus grand rôle à moyen terme, une fois que le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis sera bien engagé. La croissance de la demande intérieure américaine va alors ralentir, ce qui pèsera sur les importations et, par conséquent, sur les exportations de la zone euro vers les États-Unis.

Une telle évolution compliquerait la tâche de la BCE si, à ce moment-là, l'inflation n'avait pas encore atteint son objectif. C'est ici que réside le principal risque de la désynchronisation monétaire : alors que l'objectif semble à portée de main, la zone euro pourrait pâtir d'un choc négatif de demande extérieure, qui éloignerait encore davantage la réalisation de son objectif d'inflation. Espérons que le cycle de relèvement des taux aux États-Unis sera lent et très progressif pour laisser le temps à la zone euro de construire une dynamique de croissance suffisante permettant de générer plus d'inflation. En attendant, la BCE n'a d'autre choix que de garder le pied sur l'accélérateur monétaire.

William De Vijlder

comme monnaie de facturation pour les importations que pour les exportations. Voir : Euro fort : plus significatif pour l'inflation que pour la croissance, Ecweek, BNP Paribas, 2 mars 2018.

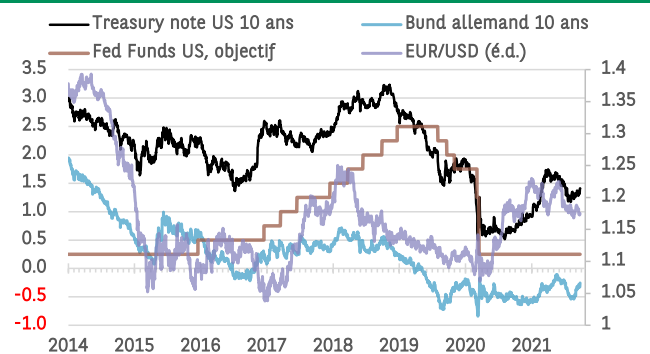
INFLATION SOUS-JACENTE AUX U.S. ET DANS LA ZONE EURO (G.A. EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCE: BLS, EUROSTAT, BNP PARIBAS

POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE ET MARCHÉS FINANCIERS



GRAPHIQUE 3

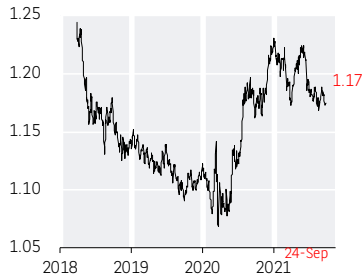
SOURCE: RÉSERVE FÉDÉRALE, REFINITIV, BNP PARIBAS

” Espérons que le cycle de relèvement des taux aux États-Unis sera lent et très progressif pour laisser le temps à la zone euro de construire une dynamique de croissance suffisante permettant de générer plus d'inflation.

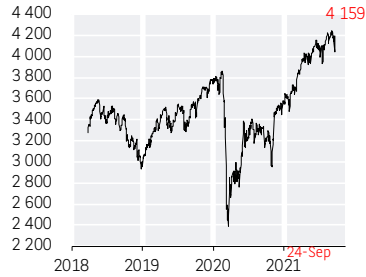


REVUE DES MARCHÉS

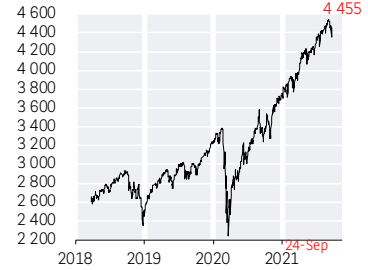
EURO-DOLLAR



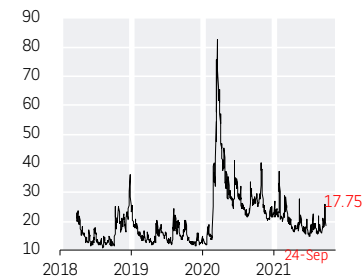
EUROSTOXX50



S&P500



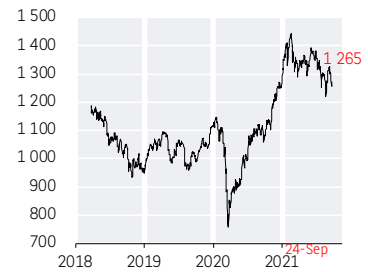
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



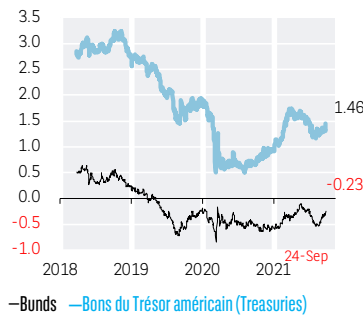
MSCI MONDE (USD)



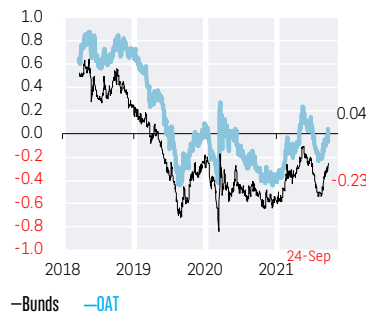
MSCI ÉMERGENTS (USD)



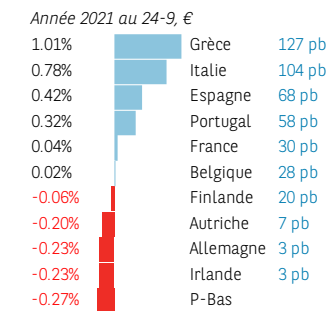
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



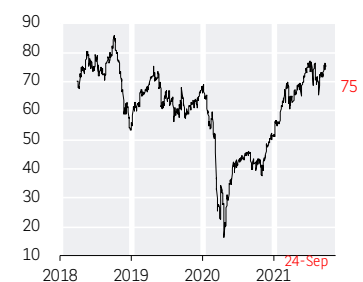
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



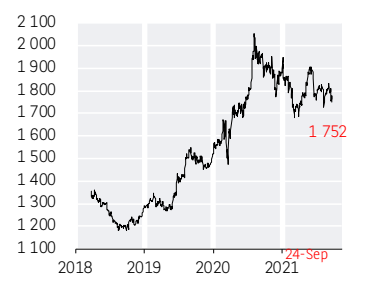
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

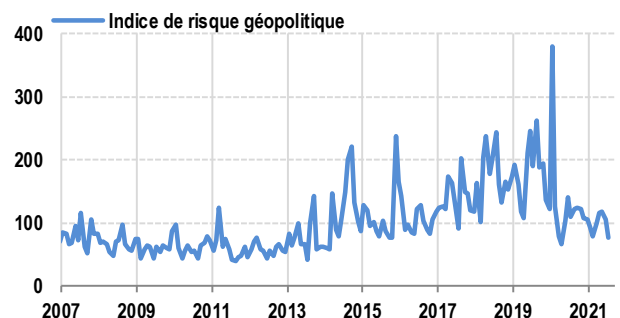
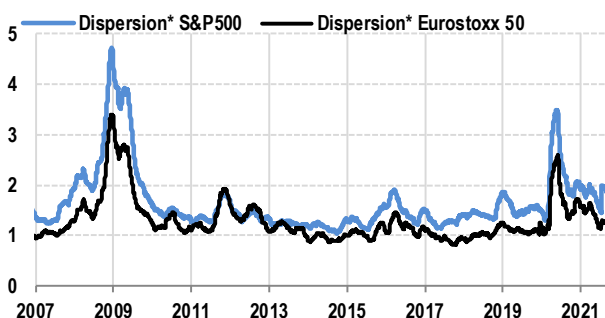
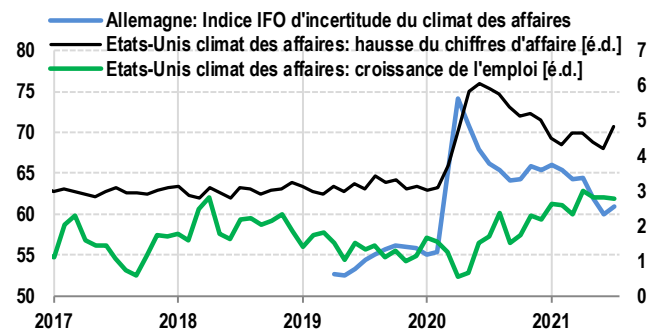
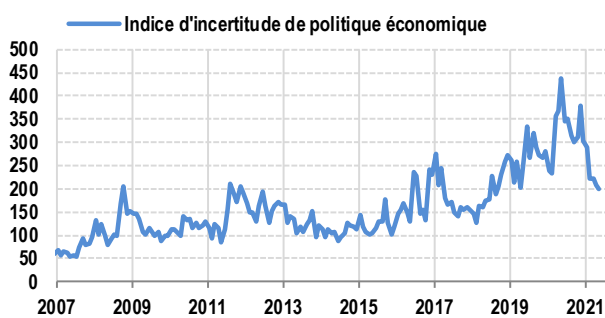


INCERTITUDE : DES ÉVOLUTIONS DIVERGENTES

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires en termes de portée comme de méthodologie. Les derniers relevés font apparaître quelques divergences, probablement dues aux goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement et, dans certains pays, à la propagation rapide du variant Delta. En lisant les graphiques ci-dessous dans le sens des aiguilles d'une montre, l'incertitude sur la politique économique, fondée sur la couverture médiatique, poursuit son repli. Elle a désormais retrouvé les niveaux observés pour la dernière fois au début de 2019. L'incertitude basée sur les enquêtes auprès des entreprises est repartie légèrement à la hausse en Allemagne – probablement sous l'effet des problèmes liés aux approvisionnements – après une baisse significative en début d'année. Aux États-Unis, l'incertitude relative à la croissance des ventes a gagné du terrain, probablement en raison de l'augmentation des nouvelles infections. Après une progression au début de cette année, l'incertitude sur la croissance de l'emploi s'est stabilisée, reflétant les difficultés à pourvoir les postes vacants. Le risque géopolitique – basé sur la couverture médiatique – a récemment diminué, mais il reste très volatil. Enfin, l'écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice boursier – une mesure de l'incertitude financière – a quelque peu rebondi dans la zone euro alors qu'il s'est légèrement contracté aux États-Unis après un élargissement antérieur.

William De Vijlder

ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

SOURCES : REFINITIV, ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, IFO, ATLANTA FED, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL: LA PRESSION DE LA DEMANDE RESTÉ ÉLEVÉE

La plupart des indicateurs conjoncturels confirment que la demande mondiale en biens industriels reste toujours aussi soutenue, ce qui laisse présager, sinon une accentuation, du moins une prolongation des problèmes d'approvisionnement auxquels sont confrontées de nombreuses entreprises à l'heure actuelle. À ces tensions sur la production s'ajoutent celles sur le transport qui, ici encore, ne semblent pas s'apaiser en ce début d'automne. Malgré une légère stabilisation à la mi-septembre, le coût du fret maritime par container en provenance de Chine – et vers le reste du monde – se maintient à son plus haut niveau historique. Il a augmenté de 90% depuis le début de l'année et a plus que triplé en l'espace de dix-huit mois. La pénurie de containers pourrait même s'aggraver à mesure que les fêtes de fin d'année approchent.

Les nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan ont, il est vrai, ralenti quelque peu ces derniers mois, mais évoluent encore autour de 30% au-dessus de leur niveau moyen de 2019. Par ailleurs, la forte demande en biens industriels adressée au pays ne se limite pas aux secteurs de l'électronique et des transports. Par rapport à la moyenne de 2019, les commandes en matériel électronique et en équipement de transport ont bien bondi respectivement de 53,7% et 56,7%, tout comme la demande en métal (45,9%), plastique et caoutchouc (39,8%) et produits chimiques (19,6%).

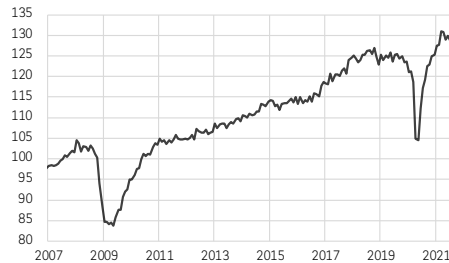
Pour l'heure, les données du CPB font état d'une stabilisation (à un niveau élevé) du volume des échanges mondiaux au cours de l'été : les exportations en provenance des pays « avancés » ralentissent en juin, principalement aux États-Unis (-1,0% m/m) et dans la zone euro (-0,7% m/m), tandis qu'elles augmentent fortement en Europe centrale et orientale (+4,2% m/m), en Chine (+2,7% m/m) et, dans une moindre mesure, en Amérique latine (+0,1% m/m). Le volume des importations mondiales, quant à lui, est resté quasi-inchangé en juin (-0,1% m/m).

L'indice PMI global pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier marque néanmoins le pas, se repliant en août pour le troisième mois consécutif (-1,8 point à 51,0).

Guillaume Derrien

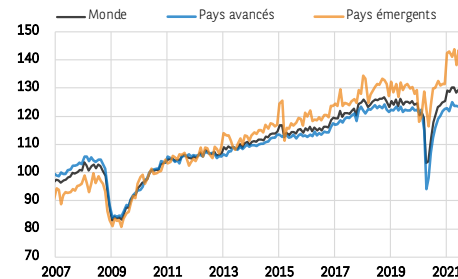
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

Indice du volume des échanges mondiaux (2010 = 100)



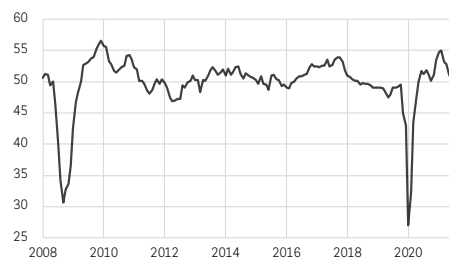
Source: CPB, BNP Paribas

Indice des exportations en volume (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

Indice PMI manufacturier global, nouvelles commandes à l'exportation



Source: Markit, BNP Paribas

Indice du coût du fret maritime par containers en provenance de Chine



Source: Shanghai Shipping Exchange, BNP Paribas

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



INDICATEURS ÉPIDÉMIOLOGIQUES, UNE TENDANCE BAISSIÈRE SE DESSINE

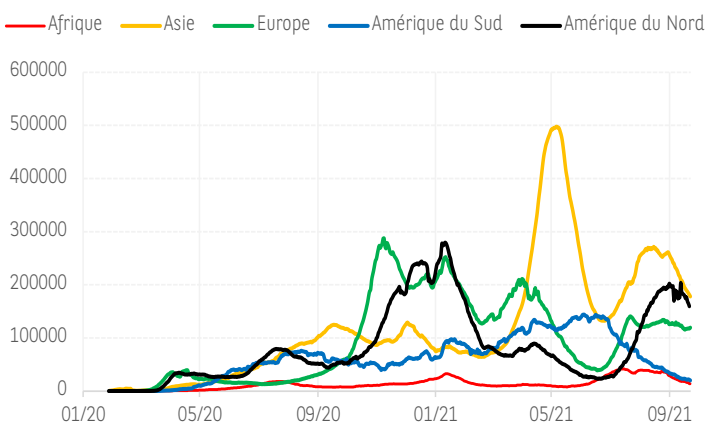
La pandémie de Covid-19 a continué de ralentir pour la quatrième semaine consécutive dans le monde, avec une baisse du nombre de nouveaux cas de 6% au cours de la semaine du 16 au 22 septembre par rapport à la semaine précédente. Cette tendance baissière touche l'ensemble des régions (graphique 1). S'agissant du nombre de décès, une diminution est aussi observée dans le monde (-9% par rapport à la semaine précédente) mais elle n'a pas atteint l'ensemble des régions. Par ailleurs, les campagnes de vaccination ont continué de progresser. Selon les dernières données disponibles sur le site *Our World in Data* (université d'Oxford, cf. graphique 2), 6,03 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde, en majorité dans des pays à hauts revenus. Toutefois, l'Inde a annoncé la reprise en octobre des livraisons de vaccins contre le Covid-19 dans le cadre du programme COVAX. Pour rappel, le pays avait suspendu l'exportation du vaccin AstraZeneca fin mars 2021 pour répondre à une demande interne en raison d'une deuxième vague de contaminations.

On enregistre, par ailleurs, récemment une baisse de la fréquentation des commerces et des lieux des loisirs dans les pays développés. Néanmoins, elle se situe toujours à son niveau pré-pandémique en Allemagne, en Belgique et en Italie, alors qu'elle reste proche d'un quasi-retour à la normale en France, en Espagne, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni (graphique 3).

Enfin, après un court rebond, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB par rapport à son niveau d'il y a deux ans a fléchi aux États-Unis, en Allemagne et en Italie, et il continue de baisser au Royaume-Uni. En revanche, il poursuit son amélioration au Japon, et a rebondi en France après une courte baisse, tandis qu'il se stabilise en Belgique (graphique 3). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'OCDE calcule cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découlerait d'une comparaison avec les données pour 2020.

Tarik Rharrab

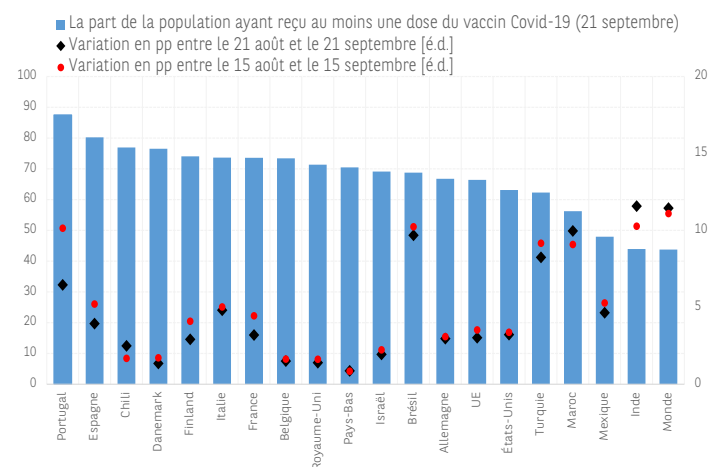
* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google.

NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)

GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (23/09/2021), BNP PARIBAS

PART DE LA POPULATION AYANT REÇU AU MOINS UNE DOSE DE VACCIN



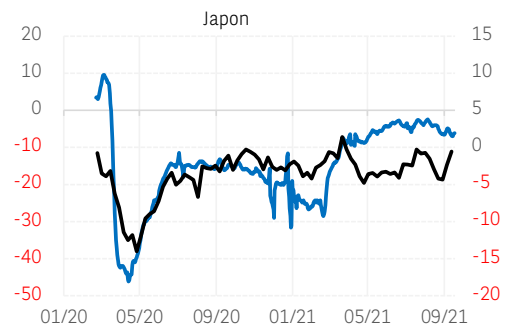
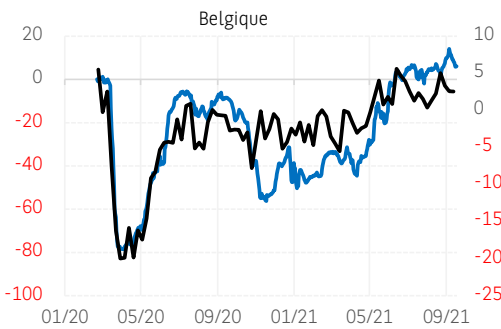
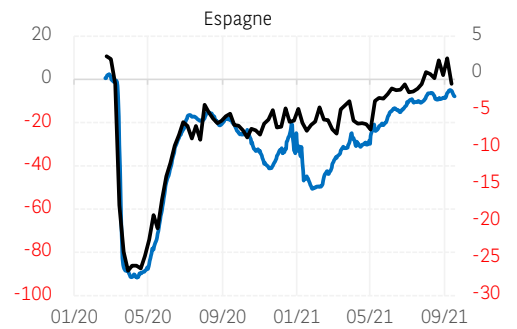
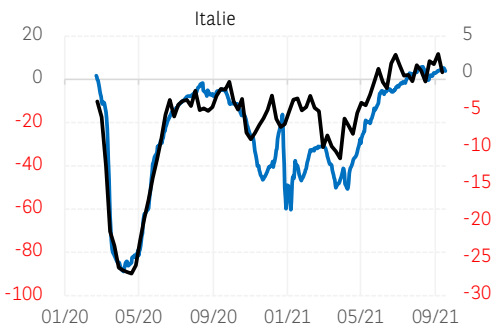
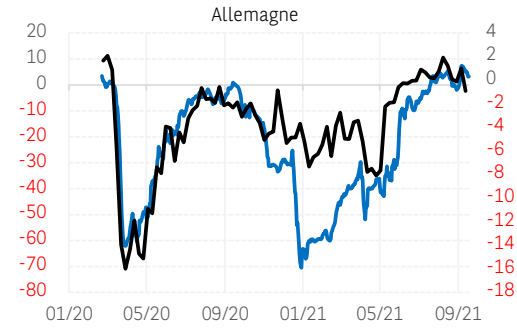
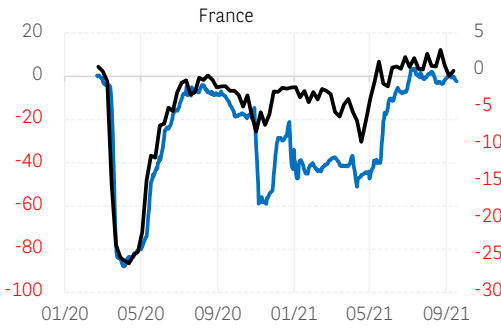
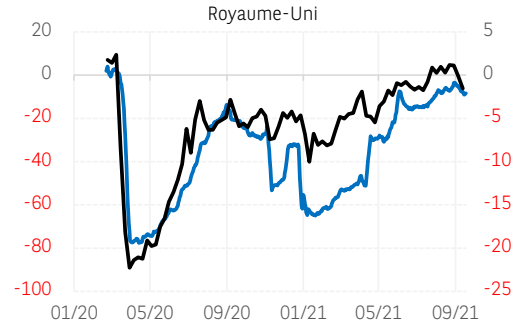
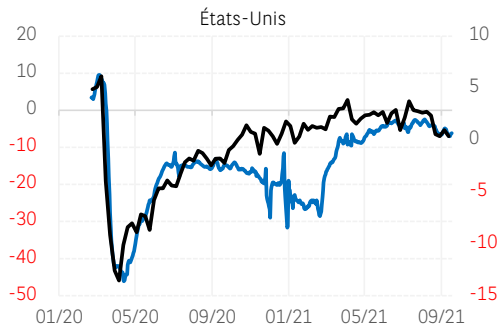
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 23/09/2021), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]

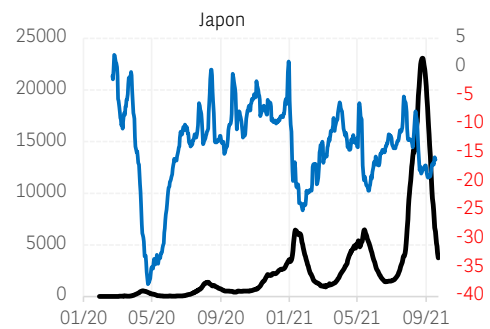
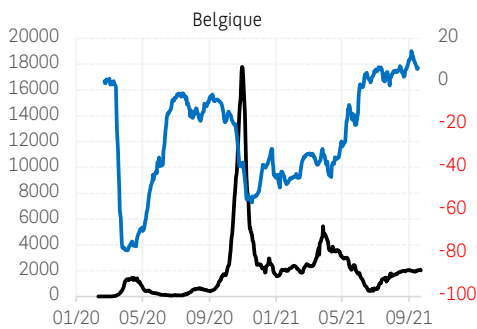
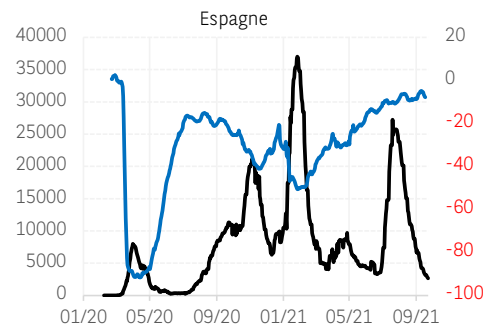
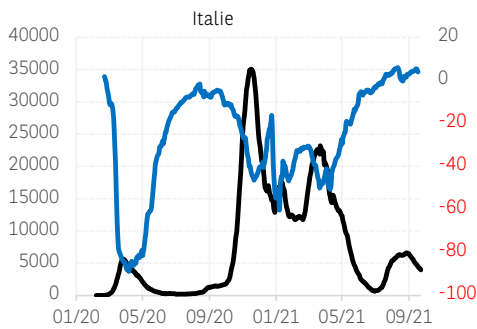
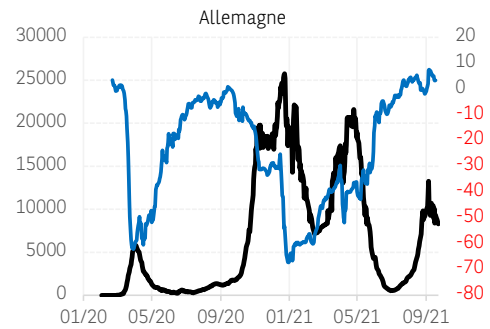
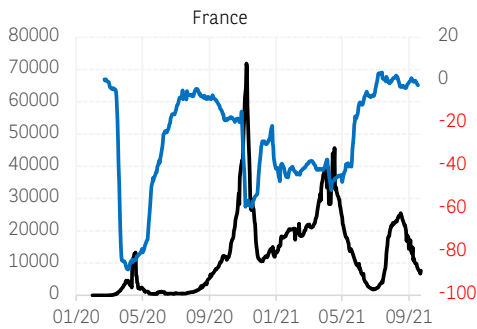
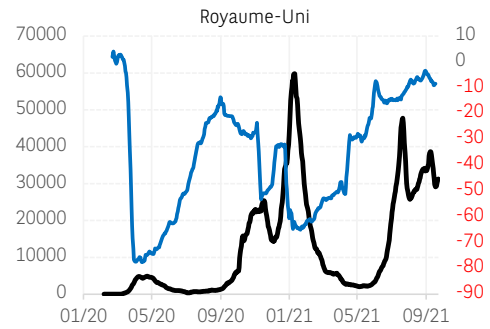
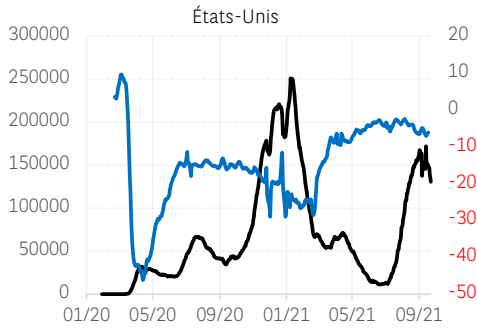


SOURCES : OCDE (23/09/2021), GOOGLE (23/09/2021), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET LOISIRS

— Nouveaux cas confirmés quotidiens de COVID-19 (moyenne mobile sur 7 jours)
 — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*) (é.d.)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (23/09/2021), GOOGLE (23/09/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

ÉTATS-UNIS

En très fort rebond jusqu'au printemps, l'économie américaine a retrouvé son niveau pré-pandémique et devait afficher un taux de croissance d'environ 6% en 2021. La deuxième partie de l'année s'annonce toutefois moins dynamique. Alors que la campagne de vaccination s'essouffle, la propagation du variant « delta » fait remonter le nombre des infections et des décès. Les enquêtes de conjoncture sont moins euphoriques. Les taux de croissance envisagés restent cependant supérieurs au potentiel et autoriseraient une résorption graduelle du déficit d'emplois liés à la pandémie, le taux de chômage étant attendu proche de la barre des 5% à l'horizon de la fin du second semestre. Compte tenu des tensions sur les approvisionnements et les prix des matières premières, l'inflation, actuellement proche de 5%, ne devrait pas fléchir immédiatement, sa décélération étant plutôt envisagée pour fin 2021, début 2022.

CHINE

Le rebond post-Covid19 de la production industrielle et des exportations a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance se sont normalisés. Le ralentissement de l'activité a cependant été plus marqué que prévu pendant l'été, et généralisé à l'ensemble des secteurs. Aux effets du resserrement prudent de la politique budgétaire et des conditions de crédit se sont ajoutés ceux du durcissement réglementaire dans des secteurs tels que l'immobilier et le numérique ainsi que des contraintes d'approvisionnement dans l'industrie et des nouvelles restrictions imposées face à la résurgence épidémique. À court terme, la campagne vaccinale devrait continuer d'accélérer, et les autorités devraient renforcer leur soutien monétaire et budgétaire à la demande intérieure tout en maintenant le cap du durcissement réglementaire.

ZONE EURO

Après son rebond vigoureux au T2 2021, la croissance maintiendrait le rythme au T3 (+2,2% t/t). Les diverses contraintes pesant sur l'offre amputent la croissance au T3 et au T4 de quelques dixièmes par rapport à la prévision de juin, dixièmes qui seraient progressivement récupérés en 2022. En profil trimestriel, la croissance irait légèrement décroissant l'année prochaine. Elle resterait surtout nettement supérieure à son rythme tendanciel, soutenue par l'important stimulus monétaire et budgétaire, le déblocage de l'épargne forcée accumulée et les besoins d'investissement, au point qu'en moyenne annuelle elle serait légèrement plus élevée qu'en 2021 (5,2% après 5%), ce qui distingue la zone euro des États-Unis et du Royaume-Uni. La situation sanitaire reste un aléa baissier important. Les signes d'altération de la confiance des entreprises et de leurs marges seront également à surveiller. Quant à l'inflation, la majeure partie de sa hausse en 2021 est temporaire. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 (frôlant 4% en glissement annuel), avant de refluer en 2022. Elle s'établirait toutefois à un niveau plus élevé qu'avant-crise, sous l'effet du renforcement de la croissance et des efforts de « réflation » de la politique monétaire. Nos prévisions d'inflation se situent au-dessus de celles de la BCE.

FRANCE

Avec un acquis de croissance au T2 2021 qui s'élève à près de 5%, la prévision d'une croissance de 6% sur l'ensemble de l'année a de solides chances d'être atteinte, voire légèrement dépassée. Les perspectives pour le T3 et le T4 s'annoncent cependant un peu moins positives qu'à l'approche de l'été. Les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants viennent en effet freiner le redémarrage de manière un peu plus significative qu'attendu. Le retour à la normale de l'activité dans les secteurs du tourisme, de l'hébergement-restauration, de la culture, des divertissements, du commerce, des transports reste également freiné par la situation sanitaire. En 2022, ces différents freins devraient disparaître mais le soutien de l'effet mécanique de rattrapage du niveau d'avant-crise ira aussi en se dissipant. La croissance se normaliserait mais resterait forte, soutenue par l'impulsion budgétaire.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, d'après les derniers signaux envoyés par le FOMC, le programme d'achats de titres devrait diminuer (« tapering ») sans que cela n'annonce un changement d'orientation de la politique de taux. Nous prévoyons néanmoins une augmentation des taux fédéraux au 2nd semestre de 2022 en réponse à la baisse attendue du taux de chômage. Dans ce contexte, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans devraient augmenter cette année et au 1^{er} semestre 2022, avant de fluctuer sans tendance claire. Par ailleurs, les rendements devraient culminer moins haut qu'au cours des précédents cycles.

Dans la zone euro, la BCE maintiendra sa politique très accommodante centrée sur les achats d'actifs et la *forward guidance*, en vue de générer une remontée durable de l'inflation vers son objectif. Les conclusions de la revue stratégique confirment clairement cette orientation. Nous prévoyons l'arrêt fin mars 2022 des achats nets d'actifs dans le cadre du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) une fois la phase aiguë de la pandémie passée. À cette occasion, les volumes mensuels au titre du programme traditionnel d'achats d'ac-

tifs devraient être augmentés afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Les rendements du Bund à 10 ans devraient se tendre jusqu'au premier semestre 2022 au vu de la croissance du PIB, de l'environnement inflationniste, mais aussi des rendements américains. Le Bund devrait ensuite fluctuer sans tendance claire.

Les *spreads* souverains pourraient s'élargir quelque peu au quatrième trimestre de cette année et au début de 2022 du fait de l'incertitude liée aux élections. L'écartement devrait être limité compte tenu des achats actuels de la BCE et de la perspective d'une augmentation du programme d'achat (APP) après l'arrêt du PEPP.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, tout en laissant monter le rendement du JGB à 10 ans, au vu de l'augmentation mondiale des rendements, vers la limite supérieure de sa fourchette cible de 0 à 25 pb.

Nous anticipons un raffermissement du dollar face à l'euro, porté par l'élargissement des différentiels de taux longs et la divergence croissante de politique entre la Réserve fédérale et la BCE. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen en raison de la divergence entre la Réserve fédérale et la Banque du Japon.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021 e	2022 e	2023 e	2021 e	2022 e	2023 e
États-Unis	6.0	5.3	3.3	4.2	2.8	2.4
Japon	2.1	2.4	1.6	-0.2	0.3	0.5
Royaume-Uni	7.0	6.3	2.1	2.3	3.3	2.0
Zone euro	5.0	5.2	2.3	2.4	2.1	1.7
Allemagne	2.8	5.3	2.4	3.0	2.4	1.9
France	6.3	4.3	2.1	2.0	1.9	1.6
Italie	6.3	5.1	2.8	1.9	2.2	1.4
Espagne	6.1	6.4	3.4	2.6	2.2	1.4
Chine	8.2	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Brésil	5.0	1.5	2.0	7.8	6.3	3.6
Russie	4.5	3.3	2.6	6.0	5.0	4.1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.50	1.25
	Treas. 10a	1.70	1.90	2.00	1.90
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.10	0.00	-0.10	0.10
	OAT 10a	0.40	0.40	0.20	0.40
	BTP 10 ans	1.10	1.10	1.00	1.20
R-Uni	BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90
	Taux BoE	0.10	0.30	0.50	0.80
	Gilt 10a	0.90	1.10	1.10	1.20
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.10	0.20	0.20	0.20

Taux de change

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.15	1.13	1.12	1.10
	USD / JPY	111	112	114	116
	GBP / USD	1.37	1.36	1.37	1.38
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.82	0.80
	EUR / JPY	128	127	128	128

Pétrole

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	74	72	73	80

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

12

DERNIERS INDICATEURS

Au Royaume-Uni, l'évaluation des carnets de commandes s'est améliorée en septembre par rapport au mois précédent. Le PMI manufacturier s'est replié bien plus que prévu. Le PMI des services a légèrement diminué. La Banque d'Angleterre a maintenu sa politique tout en indiquant que les arguments se renforcent en faveur d'un léger resserrement de la politique monétaire sur la durée de son horizon de prévision, qui s'étend jusqu'en 2024. La confiance des ménages a soudainement reculé en septembre. Au Japon, le PMI « flash » s'est inscrit en légère baisse dans l'industrie manufacturière mais il a fortement rebondi dans les services, tout en se maintenant en deçà du seuil de 50. Aux États-Unis, les permis de construire et les mises en chantier de logements ont enregistré une progression bien plus forte que prévu en août par rapport au mois de juillet. Le président de la Fed, Jerome Powell, a laissé entendre qu'il était très probable que le tapering (réduction progressive des achats d'actifs) commence en novembre prochain. Les indices PMI « flash » pour le secteur manufacturier et les services, ainsi que l'indice composite sont ressortis en légère baisse en septembre. Dans la zone euro, la confiance des ménages a retrouvé des couleurs en septembre après un léger tassement en août. Les PMI « flash » se sont légèrement repliés. En France, le moral des chefs d'entreprises s'est quelque peu amélioré, mais l'indice PMI s'est inscrit en retrait dans l'industrie manufacturière et il n'a guère évolué dans les services. En Allemagne, les PMI ont reculé et l'indice Ifo du climat des affaires s'est également détérioré. Les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement jouent un rôle clé dans ces évolutions ainsi que dans le repli du PMI manufacturier dans de nombreux pays.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
18-24/09/21	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Sept.	16.0	22.0	18.0
18-24/09/21	Royaume-Uni	Evolution des prix de ventes (CBI)	Sept.	43.0	41.0	43.0
20/09/2021	États-Unis	Indice NAHB du marché de l'immobilier	Sept.	74.0	76.0	75.0
21/09/2021	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE				
21/09/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Août	-1.8%	6.0%	2.6%
21/09/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Août	1.0%	3.9%	-7.0%
22/09/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	-5.9	-4.0	-5.3
22/09/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Sept.	0.3%	0.3%	0.3%
22/09/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Sept.	-0.1%	-0.1%	-0.1%
23/09/2021	France	Climat des affaires	Sept.	110.0	111.0	110.0
23/09/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	57.0	55.2	57.5
23/09/2021	France	PMI des services (Markit)	Sept.	56.1	56.0	56.3
23/09/2021	France	PMI composite (Markit)	Sept.	55.7	55.1	55.9
23/09/2021	Allemagne	Pmi manufacturier (Markit/BME)	Sept.	61.4	58.5	62.6
23/09/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Sept.	60.3	56.0	60.8
23/09/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	59.2	55.3	60.0
23/09/2021	Zone euro	Bulletin économique de la BCE				
23/09/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	60.3	58.7	61.4
23/09/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Sept.	58.5	56.3	59.0
23/09/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	58.5	56.1	59.0
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	59.0	56.3	60.3
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Sept.	55.0	54.6	55.0
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	54.6	54.1	54.8



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
23/09/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre)	Sept.	0.1%	0.1%	0.1%
23/09/2021	États-Unis	Demandes initiales à l'assurance chômage	Sept.	320k	351k	332k
23/09/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	61.0	60.5	61.1
23/09/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Sept.	54.9	54.4	55.1
23/09/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	54.5	55.4
24/09/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Sept.	-7.0	-13.0	-8.0
24/09/2021	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Août	-0.4%	-0.5%	-0.6%
24/09/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	51.2	52.7
24/09/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	47.4	42.9
24/09/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	47.7	45.5
24/09/2021	Japon	Ventes en grands magasins	Août	--	-9.1%	8.0%
24/09/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Sept.	96.5	97.3	97.5
24/09/2021	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Sept.	101.8	100.4	101.4
24/09/2021	Allemagne	Climat des affaires IFO	Sept.	99.0	98.8	99.4
24/09/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs	Août	1.0%	1.5%	1.0%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, l'accent sera mis sur les données des directeurs d'achats qui seront publiées dans plusieurs pays ainsi que sur l'indice ISM aux États-Unis. En outre, la Commission européenne publiera ses indicateurs de confiance. Ces données permettront une bonne évaluation de l'environnement cyclique en septembre. Les autres données d'enquête sur lesquelles se portera notre attention seront, pour les États-Unis, la confiance des consommateurs du *Conference Board* ainsi que le sentiment de l'Université du Michigan, et, pour le Japon, l'enquête Tankan. Nous connaissons également les chiffres de l'inflation en France, en Allemagne et dans la zone euro.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
27/09/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	0.10%
27/09-02/10 2021	Allemagne	Ventes de détail m/m	Août	0.50%	-5.10%
28/09/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-1.2
28/09/2021	France	Confiance des consommateurs	Sept.	--	99
28/09/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Sept.	115	113.8
28/09/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Sept.	--	147.3
28/09/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Sept.	--	91.4
29/09/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-4
29/09/2021	Zone euro	Confiance économique	Sept.	--	117.5
29/09/2021	Zone euro	Confiance des industriels	Sept.	--	13.7
29/09/2021	Zone euro	Confiance du secteur des services	Sept.	--	16.8
30/09/2021	Japon	Ventes de détail m/m	Août	-2.20%	1.10%
30/09/2021	Chine	PMI non-manufacturier	Sept.	--	47.5
30/09/2021	Chine	PMI manufacturier	Sept.	--	50.1
30/09/2021	Chine	PMI composite	Sept.	--	48.9
30/09/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Sept.	--	49.2
30/09/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T2	--	4.80%
30/09/2021	France	IPP m/m	Août	--	1.30%
30/09/2021	France	IPP g.a.	Août	--	8.60%
30/09/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Août	--	-2.20%
30/09/2021	France	IPC harmonisé m/m	Sept.	--	0.70%
30/09/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Sept.	--	2.40%
30/09/2021	Allemagne	Évolution du chômage	Sept.	--	-53.0k
30/09/2021	Eurozone	Taux de chômage	Août	--	7.60%
30/09/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Sept.	--	0.10%
30/09/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Sept.	3.80%	3.40%
30/09/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	351k
30/09/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T2	6.70%	6.60%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/10/2021	Japon	Taux de chômage	Août	2.90%	2.80%
01/10/2021	Japon	Indice Tankan grandes entreprises manufacturières	T3	13	14
01/10/2021	Japon	Indice Tankan grandes entreprises non-manufacturières	T3	0	1
01/10/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises manufacturières - Perspectives	T3	14	13
01/10/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises non-manufacturières - Perspectives	T3	5	3
01/10/2021	Japon	Capex grandes entreprises (Tankan)	T3	9.30%	9.60%
01/10/2021	Japon	Indice Tankan petites entreprises manufacturières	T3	-9	-7
01/10/2021	Japon	Indice Tankan petites entreprises non-manufacturières	T3	-11	-9
01/10/2021	Japon	Tankan Petites entreprises manufacturières - Perspectives	T3	-8	-6
01/10/2021	Japon	Tankan Petites entreprises non-manufacturières - Perspectives	T3	-9	-12
01/10/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun)	Sept.	--	--
01/10/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Sept.	--	36.7
01/10/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	55.2
01/10/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	58.5
01/10/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	58.7
01/10/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	56.3
01/10/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	--	1.60%
01/10/2021	Zone euro	IPC m/m	Sept.	--	0.40%
01/10/2021	Zone euro	Estimation IPC g.a.	Sep	--	3.00%
01/10/2021	États-Unis	Revenus personnels	Août	0.20%	1.10%
01/10/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Août	0.60%	0.30%
01/10/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base m/m	Août	0.20%	0.30%
01/10/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base g.a.	Août	3.60%	3.60%
01/10/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	60.5
01/10/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	71	71
01/10/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	--	77.1
01/10/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Sept.	--	67.1
01/10/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Sept.	--	4.70%
01/10/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Sept.	--	2.90%
01/10/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Sept.	59.5	59.9
01/10/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Sept.	--	79.4
01/10/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Sept.	--	66.7
01/10/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Sept.	--	49

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

16

Économie mondiale : Le surcroît de dépôts créés ne va pas s'évaporer	EcoTVWeek	24 septembre 2021
Espagne : le chemin tortueux vers une réindustrialisation	EcoConjoncture	23 septembre 2021
Chine : le maquis des finances publiques	EcoConjoncture	23 septembre 2021
Zone euro : les PGE représentent 6,9% des prêts aux entreprises	Graphique de la semaine	22 septembre 2021
Royaume-Uni : Taxes are coming, le point sur la conjoncture britannique à l'automne	EcoFlash	22 septembre 2021
Zone euro : orientation à la hausse des risques inflationnistes	EcoWeek	20 septembre 2021
France : deuxième étape de la stratégie de sortie de crise	EcoTVWeek	17 septembre 2021
Grèce : une reprise d'activité plus solide qu'espéré	Graphique de la semaine	15 septembre 2021
Zone euro : BCE, une orientation accommodante dont on ne voit pas la fin	EcoWeek	13 septembre 2021
Croissance turque : ne pas abuser des bonnes choses	EcoTVWeek	10 septembre 2021
Édition de septembre	Le Petit Atlas de l'économie française	9 septembre 2021
Zambie : un répit pour une économie surendettée	Graphique de la Semaine	8 septembre 2021
La Réserve fédérale adapte sa forward guidance : la BCE va-t-elle lui emboîter le pas?	EcoWeek	6 septembre 2021
Le message rassurant de Jerome Powell	EcoTVWeek	3 septembre 2021
États-Unis : un nouvel outil de gestion pour juguler les tensions sur les taux monétaires	Graphique de la Semaine	1er septembre 2021
Global : La croissance économique atteint sa vitesse limite	EcoWeek	30 août 2021
Marché du travail français : les signes de retour à meilleure fortune sont-ils déjà là ?	Graphique de la Semaine	25 août 2021
Arabie Saoudite : des perspectives positives à court terme	EcoTVWeek	30 juillet 2021
Amérique latine : croissance potentielle et cycle des matières premières	Graphique de la Semaine	28 juillet 2021
Inflation aux États-Unis : toujours plus inconfortable	EcoWeek	26 juillet 2021
Perspectives économiques pour le second semestre : ce n'est pas terminé	EcoTVWeek	22 juillet 2021
Rattrapage économique dans les pays avancés : les enseignements du passé	Conjoncture	21 juillet 2021
Inde : au pied du mur	Conjoncture	21 juillet 2021





CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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 et 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 desquels 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, 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

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change