

2-3

ÉDITORIAL

Faut-il s'inquiéter de la confiance des ménages américains ?

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-7

BAROMÈTRE

Analyse des principales données économiques : incertitude, commerce international

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9-12

CALENDRIER

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

13

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

FAUT-IL S'INQUIÉTER DE LA CONFIANCE DES MÉNAGES AMÉRICAINS ?

D'après une étude récente, l'économie américaine pourrait entrer en récession compte tenu du mouvement à la baisse des attentes des consommateurs. Cependant, la crise du Covid-19 complique l'analyse des données. Les fluctuations des chiffres des infections influencent les attentes, tout comme la spécificité de la reprise de 2020 et d'autres facteurs qui ont fait bondir l'inflation. Au vu du nombre record de départs volontaires, le fléchissement de la confiance des consommateurs pourrait refléter les inquiétudes des Américains concernant l'inflation et son effet sur le pouvoir d'achat. Un phénomène similaire apparaît en France d'après les derniers chiffres de la confiance des consommateurs.

Un papier récent du NBER¹ a créé la surprise. Ses auteurs soutiennent, en effet, que l'économie américaine pourrait entrer en récession compte tenu du récent mouvement à la baisse des attentes des consommateurs. Ils se fondent sur l'expérience historique : les différentes récessions, à partir des années 1980, ont toutes été précédées d'une baisse importante de la composante « attentes » de l'indice de confiance des ménages du Conference Board et de l'indice du sentiment de l'Université du Michigan (graphique 1). Comme le montre le tableau 1, la baisse récente se situe dans la partie supérieure de la fourchette historique, ce qui permet à ces chercheurs d'aboutir à une telle conclusion. Toutefois, la nature spécifique de la récession liée à la pandémie et de la reprise qui en a résulté constitue un défi pour les analystes. Les fluctuations du sentiment des ménages pourraient refléter celles de leurs préoccupations concernant la situation sanitaire. L'augmentation du nombre de nouveaux cas a été associée à une baisse de la confiance, mais il convient de noter que l'indice du Conference Board a commencé à perdre du terrain au printemps dernier malgré des taux d'infection plus faibles (graphique 2).

Un autre facteur de complication est la concomitance d'une inflation élevée et d'un marché du travail solide. Concernant ce dernier, pouvoir les postes vacants est devenu une préoccupation majeure des entreprises américaines (et européennes). Les travailleurs le perçoivent aussi et changent plus facilement d'emploi. Aux États-Unis, le taux de départs volontaires a atteint à un niveau record². Or, il est intéressant de constater qu'un écart s'est creusé entre cet indicateur et le sentiment des ménages (graphique 3). Traditionnellement, les deux séries sont fortement corrélées mais, récemment, le taux de départs volontaires a continué à augmenter tandis que le sentiment a fléchi.

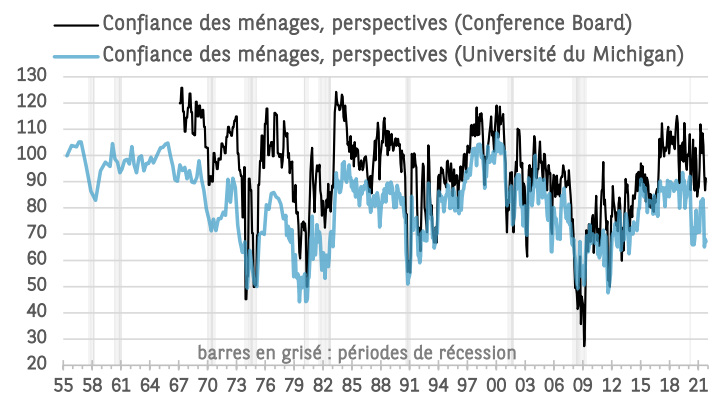
De toute évidence, cette baisse de la confiance ne reflète pas une hausse des craintes entourant le marché de l'emploi, mais un autre facteur à l'œuvre. La hausse des anticipations d'inflation et de l'inflation elle-même est un candidat tout trouvé. Ces dernières alimentent en effet

l'inquiétude des ménages concernant leur pouvoir d'achat, comme le mentionne un rapport de l'enquête sur le sentiment de l'Université du Michigan paru en septembre : « On a assisté à une débâcle dans l'évaluation des conditions d'achat : celles concernant les biens de consommation durables des ménages sont au plus bas depuis 1980, celles des véhicules ont atteint un plus bas depuis 1974, et pour les logements un plus bas niveau depuis 1982. Ces baisses record étaient toutes dues aux prix élevés. »³

Une divergence similaire est perceptible en France où la confiance des consommateurs s'est affaiblie en octobre. L'évaluation de la capacité d'épargne future a enregistré une forte baisse et la part des ménages considérant que leur niveau de vie s'améliorera au cours des douze prochains mois est également en repli. Le pourcentage de ceux qui

3 Source: Preliminary results from the September 2021 survey, University of Michigan, Surveys of Consumers, 17 septembre 2021

ÉTATS-UNIS : CONFIANCE DES MÉNAGES, ATTENTES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CONFERENCE BOARD, UNIVERSITY OF MICHIGAN, BNP PARIBAS

1 *The Economics of Walking About and Predicting US Downturns*, David G. Blanchflower and Alex Bryson, NBER Working Paper No. 29372, October 2021. Les auteurs sont respectivement professeurs au Dartmouth College et à l'University College London. David Blanchflower a été membre du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre.

2 Le taux de départs volontaires correspond au nombre de départs sur un mois entier en pourcentage de l'emploi total (source: US Bureau of Labor Statistics).

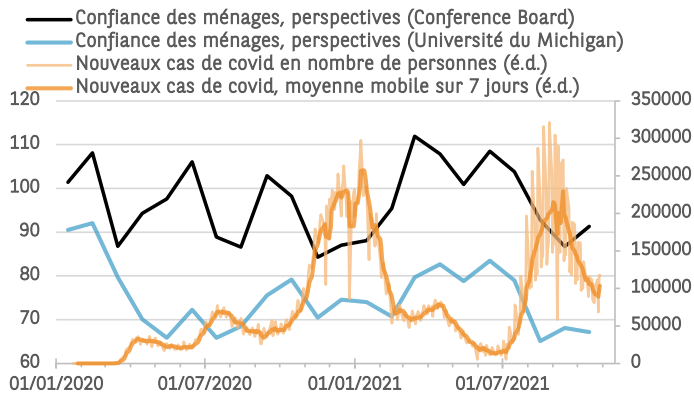
Il est prématuré de tirer la sonnette d'alarme sur l'affaiblissement du sentiment des ménages, en particulier en Europe – compte tenu de son niveau élevé – mais aussi aux États-Unis. Cela nous oblige à surveiller de près les perspectives du marché du travail et si elles resteront suffisamment solides pour neutraliser les effets négatifs de la hausse de l'inflation. Compte tenu des intentions d'embauche, on peut penser que cela restera le cas dans les prochains mois.

pensent que les prix augmentent est en forte hausse et il en va de même pour les anticipations d'inflation pour les douze prochains mois. Pourtant, les craintes des ménages sur le chômage futur continuent de chuter fortement et sont bien inférieures à leur moyenne de long terme⁴. En conclusion, il est prématuré de tirer la sonnette d'alarme sur l'affaiblissement du sentiment des ménages, en particulier en Europe où la confiance n'a guère baissé et reste élevée, mais aussi aux États-Unis malgré sa chute par rapport aux récents sommets. Nous devons surveiller de près l'évolution de l'inflation et des perspectives du marché du travail, et si ces dernières restent suffisamment fortes pour neutraliser le vent contraire que constitue la hausse des prix. Compte tenu des intentions d'embauche actuelles, on peut penser que cela restera le cas dans les prochains mois.

William De Vijlder

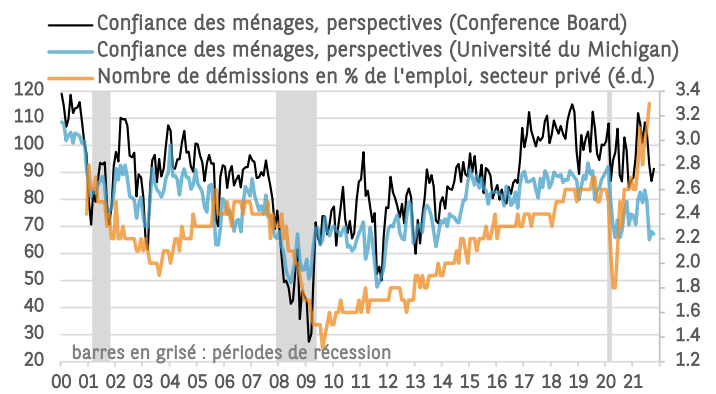
4 Source : INSEE, étude mensuelle sur la confiance de ménages, octobre 2021.

ÉTATS-UNIS : CONFIANCE DES MÉNAGES ET NOUVEAUX CAS DE COVID



GRAPHIQUE 2 SOURCE : CONFERENCE BOARD, UNIVERSITY OF MICHIGAN, REUTERS, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : CONFIANCE DES MÉNAGES ET TAUX DE DÉMISSION



GRAPHIQUE 3 SOURCE : CONFERENCE BOARD, UNIVERSITY OF MICHIGAN, BLS, BNP PARIBAS

CONFIANCE DES MÉNAGES ET RÉCESSIONS AUX ÉTATS-UNIS

POINTS DE BAISSE À PARTIR DU PLUS RÉCENT PIC

DÉBUT DE LA RÉCESSION*	CONFERENCE BOARD	UNIVERSITÉ DU MICHIGAN
Janvier 1980	26,3	17,6
Juillet 1981	8,8	6,1
Juillet 1990	16,5	13,3
Mars 2001	36	22
Décembre 2007	20,5	21,4
Février 2020	21,3	21,3
Septembre 2021	25,3	18,4

*déterminé par le NBER Business Cycle Dating Committee, à l'exception de septembre 2021.

TABLEAU 1

SOURCES : DAVID G. BLANCHFLOWER AND ALEX BRYSON, NBER WORKING PAPER NO. 29372, OCTOBER 2021.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 22-10-21 au 28-10-21

📈 CAC 40	6 734	▶ 6 804	+1.0 %
📈 S&P 500	4 545	▶ 4 596	+1.1 %
📈 Volatilité (VIX)	15.4	▶ 16.5	+1.1 pb
📉 Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.56	-0.8 pb
📈 Libor \$ 3m (%)	0.12	▶ 0.13	+0.4 pb
📈 OAT 10a (%)	0.17	▶ 0.14	-3.0 pb
📉 Bund 10a (%)	-0.09	▶ -0.15	-5.5 pb
📉 US Tr. 10a (%)	1.66	▶ 1.57	-8.6 pb
📈 Euro vs dollar	1.16	▶ 1.17	+0.3 %
📈 Or (once, \$)	1 806	▶ 1 801	-0.3 %
📉 Pétrole (Brent, \$)	85.6	▶ 84.4	-1.4 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.06	-0.03 le 22/10
Eonia	-0.49	-0.47 le 26/01	Bund 2a	-0.63	-0.63 le 28/10
Euribor 3m	-0.56	-0.53 le 07/05	Bund 10a	-0.15	-0.09 le 22/10
Euribor 12m	-0.47	-0.47 le 19/10	OAT 10a	0.14	0.23 le 17/05
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.79	0.83 le 22/10
Libor 3m	0.13	0.24 le 13/01	\$ Treas. 2a	0.47	0.47 le 28/10
Libor 12m	0.33	0.34 le 01/01	Treas. 10a	1.57	1.75 le 31/03
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	High Yield	5.02	5.12 le 12/10
Libor 3m	0.20	0.22 le 19/10	£ Gilt. 2a	0.56	0.63 le 19/10
Libor 12m	0.71	0.74 le 21/10	Gilt. 10a	1.01	1.20 le 21/10

Au 28-10-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.17	1.23 le 06/01	1.15 le 06/10
GBP	0.85	0.91 le 06/01	0.84 le 26/10
CHF	1.07	1.11 le 04/03	1.06 le 27/10
JPY	132.39	133.97 le 28/05	125.22 le 18/01
AUD	1.55	1.64 le 20/08	1.53 le 18/03
CNY	7.47	8.00 le 01/01	7.40 le 26/10
BRL	6.56	6.95 le 03/03	5.88 le 24/06
RUB	82.07	92.47 le 20/04	80.71 le 26/10
INR	87.49	90.39 le 23/04	85.30 le 27/03

Au 28-10-21

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	84.4	86.5 le 26/10	51.2 le 04/01	+62.6% +70.4%
Or (once)	1 801	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-5.1% -0.5%
Métaux, LME	4 432	4 763 le 15/10	3 415 le 01/01	+29.8% +36.0%
Cuivre (tonne)	9 856	11 300 le 18/10	7 749 le 01/01	+27.2% +33.3%
Blé (tonne)	238	2.9 le 07/05	223 le 10/09	-3.9% +0.7%
Maïs (tonne)	210	2.9 le 07/05	188 le 04/01	+11.3% +16.6%

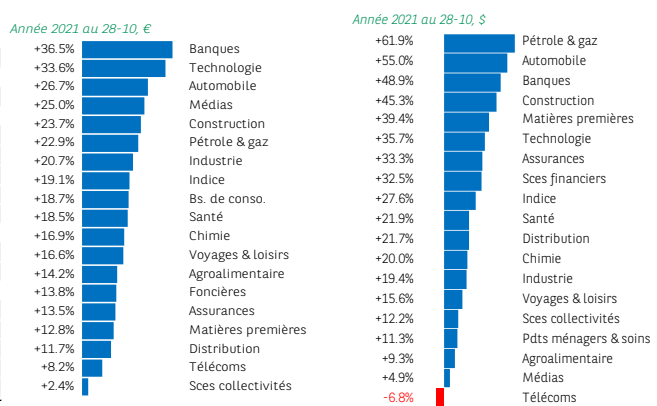
Au 28-10-21

INDICES ACTIONS

Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde			
MSCI Monde	3 179	3 179 le 28/10	2 662 le 29/01
Amérique du Nord			
S&P500	4 596	4 596 le 28/10	3 701 le 04/01
Europe			
EuroStoxx50	4 234	4 246 le 06/09	3 481 le 29/01
CAC 40	6 804	6 896 le 13/08	5 399 le 29/01
DAX 30	15 696	15 977 le 13/08	13 433 le 29/01
IBEX 35	9 026	9 281 le 14/06	7 758 le 29/01
FTSE100	7 249	7 278 le 26/10	6 407 le 29/01
Asie Pacifique			
MSCI, loc.	1 150	1 196 le 14/09	1 044 le 06/01
Nikkei	28 820	30 670 le 14/09	27 013 le 20/08
Emergents			
MSCI Emergents (\$)	1 276	1 445 le 17/02	1 221 le 20/08
Chine	93	130 le 17/02	87 le 06/10
Inde	847	876 le 18/10	659 le 29/01
Bésil	1 466	2 098 le 24/06	1 440 le 22/10
Russie	894	914 le 25/10	647 le 01/02

Au 28-10-21

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

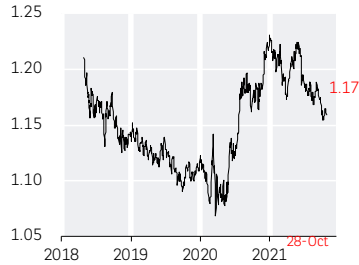


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

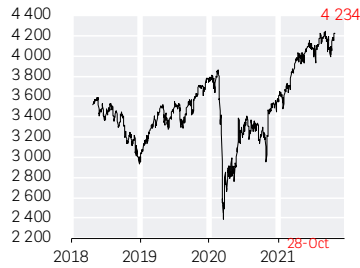


REVUE DES MARCHÉS

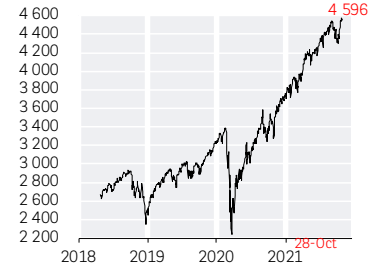
EURO-DOLLAR



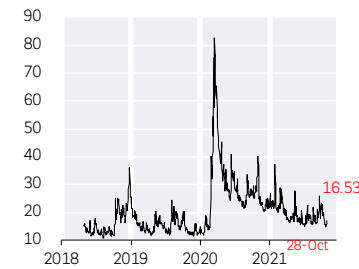
EUROSTOXX50



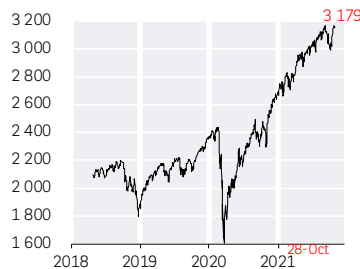
S&P500



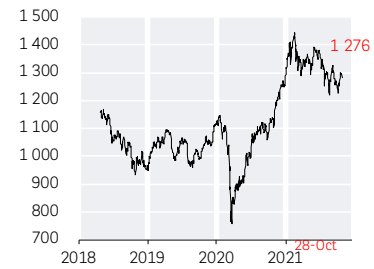
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



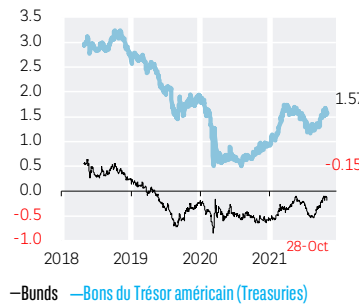
MSCI MONDE (USD)



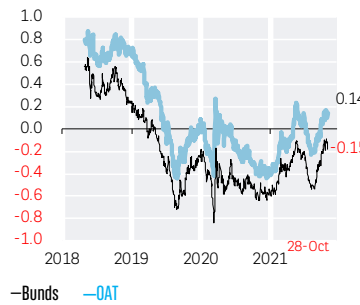
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

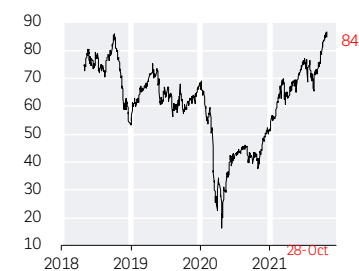


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 28-10, €

1.20%	Grèce	135 pb
1.00%	Italie	115 pb
0.52%	Espagne	67 pb
0.41%	Portugal	56 pb
0.14%	France	29 pb
0.11%	Belgique	25 pb
0.04%	Finlande	19 pb
-0.09%	Irlande	6 pb
-0.09%	Autriche	6 pb
-0.15%	Allemagne	0 pb
-0.15%	P-Bas	

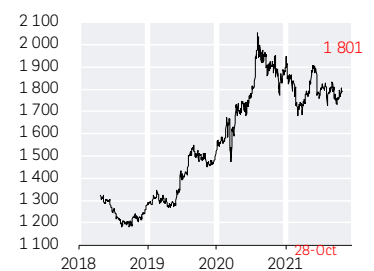
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LME, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

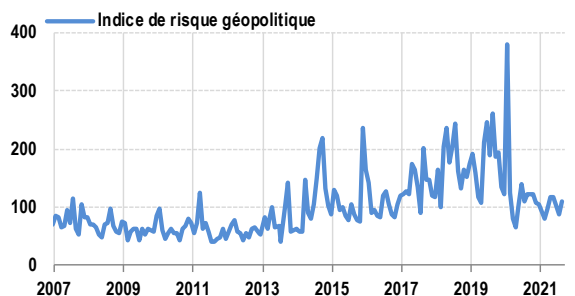
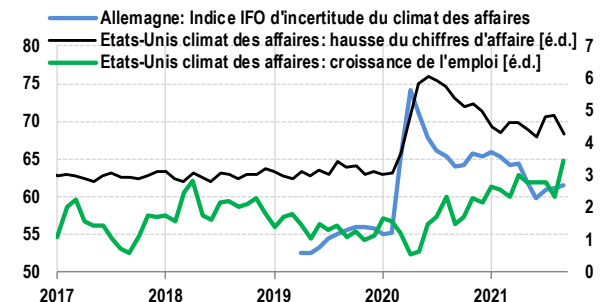
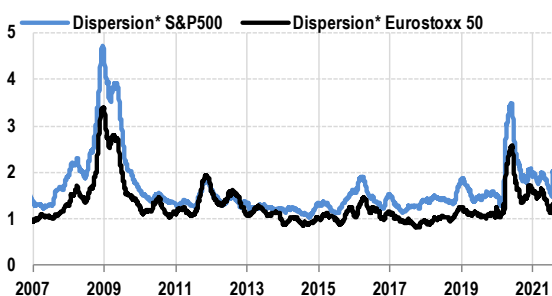
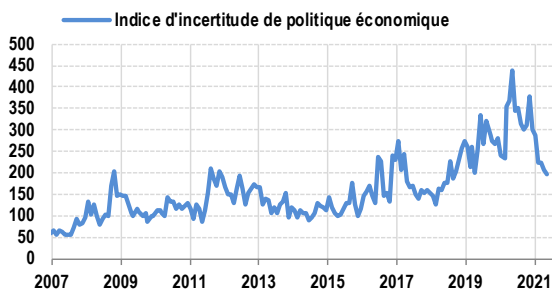


INCERTITUDE : POURSUITE DE LA DIVERGENCE SOUS L'EFFET DES GOULETS D'ÉTRANGLEMENT

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires en termes de portée comme de méthodologie. Les derniers relevés font apparaître des divergences persistantes dues aux goulets d'étranglement, qui créent, pour les entreprises, une situation d'incertitude en termes de délais de livraison, de production future et de capacité à pourvoir les postes vacants. En lisant les graphiques ci-dessus 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 un niveau observé au printemps 2019 ainsi qu'en 2018. En Allemagne, cependant, l'incertitude basée sur les enquêtes auprès des entreprises, continue d'évoluer à la hausse – après une baisse considérable en début d'année – sous l'effet des problèmes liés aux approvisionnements. Aux États-Unis, l'incertitude relative à la croissance des ventes a diminué, après avoir temporairement augmenté au cours des derniers mois, tandis que l'incertitude sur la croissance de l'emploi a fait un bond. Compte tenu de la dynamique du marché du travail, ce bond reflète la difficulté à trouver du personnel, comme le documentent très bien les enquêtes auprès des entreprises. Le risque géopolitique – basé sur la couverture médiatique – a légèrement évolué à la hausse mais tout en se maintenant à un bas niveau. Enfin, l'écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice boursier – une mesure de l'incertitude financière – a affiché une certaine volatilité, mais sans qu'une tendance claire ne se dégage.

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 : LÉGER RÉPIT DANS UN CONTEXTE TOUJOURS TENDU

Si les tensions sur le commerce mondial restent très fortes, le mois d'octobre offre néanmoins quelques signes de « relâchement ». L'indice Baltic du coût du transport maritime de vrac sec est en repli de près de 30%, après avoir atteint un pic durant la première semaine d'octobre. La hausse au cours des dix premiers mois de l'année 2021 reste néanmoins considérable, proche d'un triplement. Par ailleurs, une lecture plus précise des chiffres d'octobre montre une baisse uniquement centrée sur les navires de très gros tonnage, tandis que la hausse des prix du fret sur les navires de taille moindre se poursuit.

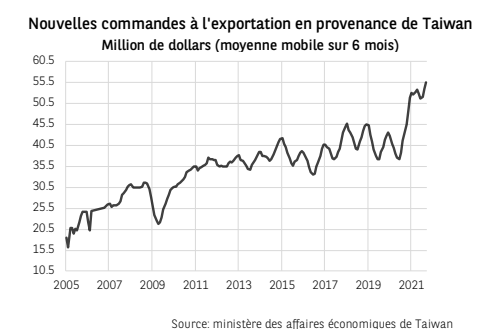
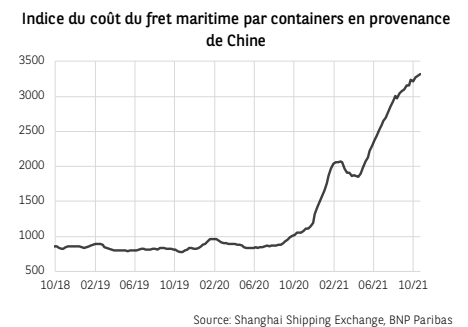
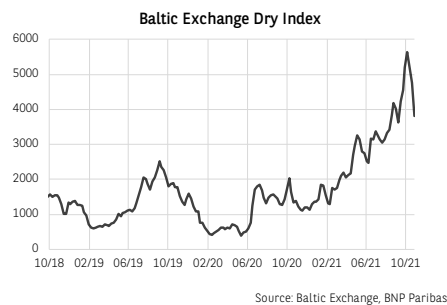
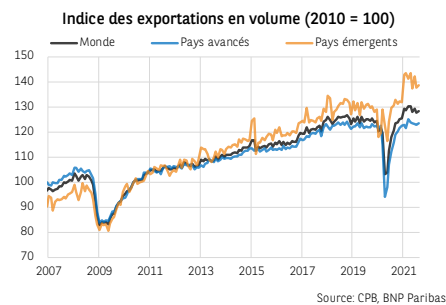
Conséquence en partie de ces perturbations dans les transports, le volume des échanges mondiaux s'est replié au cours des derniers mois (-1,4% entre mars et août 2021, selon le CPB¹). La baisse durant cette période a été quasi-généralisée, s'observant en zone euro (-1,3%), en Chine (-1,6%) et plus particulièrement en Amérique latine (-7,1%). Les indices PMI globaux ont également marqué le pas, et indiquent, notamment, des tensions sur les délais de livraison des biens manufacturés plus importantes que durant la période du « grand confinement ». L'indice afférent s'établissait ainsi à 36,5 en septembre 2021 contre 37,7 en avril 2020 (un chiffre inférieur indiquant un rallongement des délais de livraison).

Le rebond des échanges en 2021 a néanmoins été bien plus robuste qu'attendu. L'Organisation mondiale du commerce (OMC) a, en conséquence, rehaussé significativement ses prévisions de croissance du commerce mondial de biens pour cette année, ces dernières passant de 8% à 10,8%. La prévision pour 2022 a, en revanche, été revue à la baisse (4% contre 4,7% initialement). L'OMC estime désormais que le volume des échanges rejoindra sa tendance de long terme à partir de la fin 2022, une prévision plus optimiste qu'auparavant. En effet, la demande de biens manufacturés reste à un niveau très élevé, comme le montre l'évolution des nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan et de Corée du Sud. Les fêtes de fin d'année approchant, la demande devrait rester logiquement forte.

Guillaume Derrien

¹ Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques.

INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

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 « reflation » 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 aigüe 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	7.8	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Bésil	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, %		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
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	
BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90	
R-Uni	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		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
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		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
Pétrole	USD/baril	87	80	80	85

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

En Allemagne, le climat des affaires de l'IFO s'est affaibli en raison de l'augmentation constante des goulets d'étranglement. Toutefois, la confiance des consommateurs s'est améliorée et le chômage a diminué (les deux séries de l'indicateur affichant des données meilleures qu'escompté). La confiance des consommateurs français s'est quelque peu affaiblie en raison d'une hausse marquée des craintes relatives à l'inflation. Les prix à la production ont augmenté plus que prévu. Le nombre de demandeurs d'emploi a fortement diminué. Au Japon, la confiance des consommateurs s'est améliorée, restant toutefois en dessous des prévisions du consensus. La Banque du Japon a maintenu sa position quant à sa politique monétaire, tout en abaissant sa prévision d'inflation. La BCE n'a pas non plus modifié sa politique -comme prévu- mais Christine Lagarde a insisté sur le fait que le Conseil des gouverneurs restait vigilant sur les sujets de l'inflation et de l'évolution des salaires même s'il reste d'avis que l'inflation baissera l'année prochaine. Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board s'est nettement amélioré, créant la surprise car le consensus avait tablé sur une baisse. La croissance du PIB du troisième trimestre a ralenti de façon significative et plus que prévu. Dans la zone euro, les enquêtes sur le climat des affaires de la Commission européenne ont créé une surprise positive en progressant encore, notamment dans les services. Les inflations globale et sous-jacente se sont élevées au-delà des prévisions. La croissance du PIB au 3e trimestre a été forte en France - dépassant largement les anticipations - et en Italie. La croissance a été plus modérée en Allemagne et en Espagne. Pour l'ensemble de la zone euro, la croissance s'est légèrement redressée par rapport au deuxième trimestre, pour lequel les chiffres avaient été revus à la baisse. Enfin, aux États-Unis, le sentiment de l'Université du Michigan s'est encore amélioré, la composante « attentes » enregistrant une légère remontée. Les attentes en matière d'inflation sont restées stables.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
10/25/2021	Germany	Attentes (ifo)	Oct.	96,6	95,4	97,4
10/25/2021	Germany	Evaluation de la conjoncture (ifo)	Oct.	99,4	100,1	100,4
10/25/2021	Germany	Climat des affaires (ifo)	Oct.	98,0	97,7	98,9
10/25/2021	United States	Activité économique (Fed de Chicago)	Sept.	0,2	-0,1	0,1
10/25/2021	United States	Activité manufacturière (Fed de Dallas)	Oct.	6,0	14,6	4,6
10/26/2021	United States	Ventes de nouveaux logements m/m	Sept.	2,2%	14,0%	-1,4%
10/26/2021	United States	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Oct.	108,0	113,8	109,3
10/26/2021	United States	Conjoncture (Conference Board)	Oct.	--	147,4	144,3
10/26/2021	United States	Attentes (Conference Board)	Oct.	--	91,3	86,6
10/26/2021	United States	Indice Manufacturier de la Fed de Richmond	Oct.	5,0	12,0	-3,0
10/27/2021	Germany	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov.	-0,5	0,9	0,4
10/27/2021	France	Confiance des consommateurs	Oct.	101,0	99,0	101,0
10/27/2021	France	IPP m/m	Sept.	--	1,7%	1,0%
10/27/2021	France	IPP g.a.	Sept.	--	11,6%	10,0%
10/27/2021	Eurozone	Masse monétaire M3 g.a.	Sept.	7,4%	7,4%	7,9%
10/27/2021	France	Demandeurs d'emploi	3Q	--	3307,4k	3510,5k
10/27/2021	United States	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	0,5%	0,8%	0,5%
10/27/21-11/02/21	Germany	Ventes de détail m/m	Sept.	#N/A	#N/A	#N/A
10/28/2021	Japan	Ventes de détail m/m	Sept.	1,5%	2,7%	-4,0%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
10/28/2021	Germany	Evolution du chômage	Oct..	-20,0k	-39,0k	-30,0k
10/28/2021	Eurozone	Confiance des consommateurs	Oct..	-4,0	-4,8	-4,0
10/28/2021	Eurozone	Confiance économique	Oct.	116,9	118,6	117,8
10/28/2021	Eurozone	Confiance industrielle	Oct.	12,5	14,2	14,1
10/28/2021	Eurozone	Confiance du secteur des services	Oct.	16,5	18,2	15,1
10/28/2021	Germany	IPC harmonisé g.a.	Oct.	4,5%	4,6%	4,1%
10/28/2021	United States	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	290k	281k	290k
10/28/2021	United States	PIB annualisé t/t	T3	2,7%	2,0%	6,7%
10/28/2021	United States	Consommation privée	T3	0,9%	1,6%	12,0%
10/28/2021	United States	Déflateur de l'inflation t/t	T3	4,5%	4,5%	6,1%
10/28/2021	United States	Activité manufacturière (Fed de Kansas City)	Oct.	--	31,0	22,0
10/28/2021	Japan	Taux de la Banque du Japon	Oct.	-0,1%	-0,1%	-0,1%
10/29/2021	Japan	Confiance des consommateurs	Oct.	40,5	39,2	37,8
10/29/2021	France	Dépense des consommateurs m/m	Sept.	0,3%	-0,2%	0,7%
10/29/2021	France	Dépense des consommateurs g.a.	Sept.	-1,3%	-2,3%	-5,4%
10/29/2021	France	PIB t/t	T3	2,1%	3,0%	1,3%
10/29/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Oct.	3,1%	3,2%	2,7%
10/29/2021	Germany	PIB t/t	T3	2,2%	1,8%	1,9%
10/29/2021	Eurozone	IPC sous-jacent g.a.	Oct.	1,9%	2,1%	1,9%
10/29/2021	Eurozone	IPC m/m	Oct.	0,5%	0,8%	0,5%
10/29/2021	Eurozone	PIB t/t	T3	2,1%	2,2%	2,1%
10/29/2021	Eurozone	IPC estimé g.a.	Oct.	3,7%	4,1%	3,4%
10/29/2021	United States	Coût de l'emploi	T3	0,9%	1,3%	0,7%
10/29/2021	United States	Revenus personnels	Sept.	-0,2%	-1,0%	0,2%
10/29/2021	United States	Dépenses personnelles	Sept.	0,5%	0,6%	1,0%
10/29/2021	United States	Dépenses personnelles réelles	Sept.	0,3%	0,3%	0,6%
10/29/2021	United States	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	71,4	71,7	71,4
10/29/2021	United States	Conjoncture (Université du Michigan)	Oct.	77,9	77,7	80,1
10/29/2021	United States	Attentes (Université du Michigan)	Oct.	67,2	67,9	68,1
10/29/2021	United States	Inflation à un an (Université du Michigan)	Oct.	4,8%	--	4,8%
10/29/2021	United States	Inflation 5-10 ans	Oct.	--	2,9%	2,8%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Comme à chaque début de mois, nous aurons une semaine chargée en termes de données avec la publication des indices des directeurs d'achats dans divers pays, et celle des chiffres de l'ISM et du rapport sur le marché du travail aux États-Unis. C'est aussi une semaine importante pour les observateurs des banques centrales avec la tenue de la réunion du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre : l'institution va-t-elle adoucir le ton après s'être montrée très ferme dans ses dernières communications. L'attention se portera également sur la réunion du FOMC qui se tiendra aux États-Unis et qui conduira probablement à l'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/11/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	53
01/11/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Oct.	50	50
01/11/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	53,5
01/11/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	--	58,2
01/11/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	58,5
01/11/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	57,7
01/11/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Oct.	60,2	61,1
01/11/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Oct.	--	81,2
01/11/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Oct.	--	66,7
01/11/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Oct.	--	50,2
01/11/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	59,2
02/11/2021	États-Unis	Ventes globales de véhicules (Wards)	Oct.	12,25m	12,18m
03/11/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7
03/11/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7
03/11/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Oct.	--	51,4
03/11/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Oct.	53,5	53,4
03/11/2021	Royaume-Uni	Prix du logement	Oct.	9,20%	10,00%
03/11/2021	France	PMI des services (Markit)	Oct.	--	56,6
03/11/2021	France	PMI composite (Markit)	Oct.	--	54,7
03/11/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	--	52,4
03/11/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Oct.	--	52
03/11/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	--	54,7
03/11/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	--	54,3
03/11/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Oct.	--	58
03/11/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	--	56,8



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/11/2021	Zone euro	Taux de chômage	Sept.	--	7,50%
03/11/2021	États-Unis	ISM des services	Oct.	61,8	61,9
03/11/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	0,80%
03/11/2021	États-Unis	Livraison de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	1,40%
03/11/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Oct.	--	58,2
03/11/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	--	57,3
03/11/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Nov.	0,00%	0,00%
04/11/2021	Allemagne	PMI du bâtiment (Markit)	Oct.	--	47,1
04/11/2021	Royaume-Uni	Nouvelles immatriculations voitures g.a.	Oct.	--	-34,40%
04/11/2021	Royaume-Uni	PMI bâtiment (Markit/CIPS)	Oct.	--	52,6
04/11/2021	Zone euro	IPP m/m	Sept.	--	1,10%
04/11/2021	Zone euro	IPP g.a.	Sept.	--	13,40%
04/11/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Nov.	0,10%	0,10%
04/11/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
04/11/2021	États-Unis	Coûts unitaires du travail	T3	5,50%	1,30%
05/11/2021	France	Emploi dans le secteur privé t/t	T3	--	1,40%
05/11/2021	France	Salaires t/t	T3	--	0,30%
05/11/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Sept.	--	0,30%
05/11/2021	Zone euro	Ventes de détail g.a.	Sept.	--	0,00%
05/11/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Oct.	395k	194k
05/11/2021	États-Unis	Taux de chômage	Oct.	4,70%	4,80%
05/11/2021	États-Unis	Salaires horaires moyen	Oct.	4,90%	4,60%
05/11/2021	États-Unis	Taux d'activité	Oct.	--	61,60%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Commerce international : les perturbations des échanges restent fortes	EcoTVWeek	29 octobre 2021
Dépense en énergie : quel poids dans la consommation des ménages européens ?	Graphique de la Semaine	27 octobre 2021
Le marathon de la réforme de la gouvernance économique de l'Union européenne	EcoWeek	25 octobre 2021
France, budget 2022 : réduction mécanique du déficit	EcoFlash	22 octobre 2021
À propos de la hausse des prix de l'énergie	EcoTVWeek	22 octobre 2021
Tensions inflationnistes dans les pays émergents	Graphique de la Semaine	20 octobre 2021
Global : Risques associés à une inflation transitoire mais élevée	EcoWeek	18 octobre 2021
Inquiétudes sur la répartition des risques	EcoTVWeek	15 octobre 2021
États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques	Chart of the Week	13 octobre 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	12 octobre 2021
Global : Market timing, borne zéro et assouplissement quantitatif	EcoWeek	11 octobre 2021
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	8 octobre 2021
Inde : consolidation en cours	EcoTVWeek	8 octobre 2021
Zone euro : l'inflation au plus haut depuis 2008	Graphique de la semaine	6 octobre 2021
Global : La mauvaise inflation brouille les perspectives économiques	EcoWeek	4 octobre 2021
Dégradation des finances publiques en Colombie : Pourquoi et doit-on s'en inquiéter ?	EcoTVWeek	1 octobre 2021
Inde : légère consolidation budgétaire	Graphique de la semaine	29 septembre 2021
Désynchronisation monétaire : un casse-tête en perspective ?	EcoWeek	27 septembre 2021
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





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 détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement 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