

2-3

ÉDITORIAL

La Réserve fédérale inaugure une nouvelle ère dans son ciblage de l'inflation

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus.

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9-11

CALENDRIER

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

12

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

LA RÉSERVE FÉDÉRALE INAUGURE UNE NOUVELLE ÈRE DANS SON CIBLAGE DE L'INFLATION

La Réserve fédérale américaine modifie ses objectifs d'inflation à long terme. Désormais, la politique monétaire ciblera le déficit d'emplois pour parvenir au plein emploi, plutôt que les écarts positif ou négatif. Surtout, la Banque centrale américaine vise désormais un taux d'inflation moyen de 2% dans la durée. Cette annonce implique un biais plus accommodant, les premières hausses de taux d'intérêt s'en trouvant repoussées dans le temps. Elle signifie en outre, à terme, une diminution de la lisibilité de la fonction de réaction de la Fed : quand l'inflation moyenne (concept qui reste à définir) justifiera-t-elle un resserrement de la politique monétaire ? Une telle ambiguïté pourrait engendrer un surcroît de volatilité, à moins que la communication ne joue un rôle encore plus central.

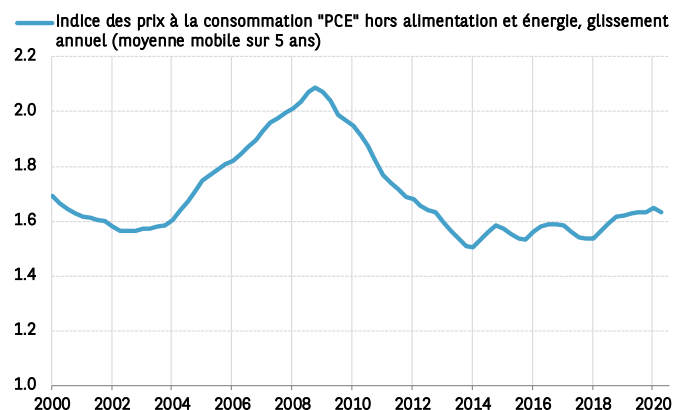
Le symposium d'été de la Fed de Kansas City, qui se tient traditionnellement à Jackson Hole, est habituellement le lieu privilégié de déclarations importantes.¹ En 2012, le président de la Fed Ben Bernanke y avait mis en perspective un troisième programme d'assouplissement quantitatif. Le discours prononcé en 2014 par Mario Draghi pointait vers l'introduction prochaine d'un programme d'assouplissement quantitatif par la BCE. En 2018, le président de la Fed Jerome Powell avait dénoncé les risques que l'on encourt à se fier aux « étoiles » pour s'orienter, en matière d'anticipations d'inflation, de taux d'intérêt neutre et de taux de chômage naturel.²

Le symposium de cette année, organisé en visioconférence, n'a pas fait exception, bien au contraire. Dans son discours, Jerome Powell a détaillé le communiqué révisé sur les objectifs à long terme et la stratégie de politique monétaire. Cette déclaration est le résultat du processus de révision du cadre de politique monétaire de la Fed.³ Il s'agit d'un document important, car il expose les objectifs et fixe le cadre de la politique monétaire. Il sert de fondement aux mesures adoptées par le comité de politique monétaire.⁴ Encore une fois, la Fed s'abstient de préciser un objectif chiffré pour l'emploi, considérant que le niveau d'emploi maximal « n'est pas directement mesurable et évolue sur la durée pour des raisons sans lien avec la politique monétaire. » En outre, la Banque centrale continue de penser qu'un taux d'inflation à long terme de 2% est le mieux adapté à sa mission de promotion du plein emploi et de stabilité des prix. Ce qui est nouveau en revanche, c'est la façon dont la situation de l'emploi va influencer sur les décisions de politique monétaire. Désormais, elle sera évaluée en fonction du déficit d'emplois pour le plein emploi, plutôt que des écarts positif ou négatif par rapport à ce niveau. Jerome Powell explique finement que « C'est un changement qui peut paraître subtil, mais qui reflète notre

point de vue selon lequel un marché de l'emploi robuste peut perdurer sans déclencher de poussée d'inflation. » En conséquence, le marché du travail aura une influence asymétrique sur le biais stratégique, un niveau de chômage élevé constituant un signal d'assouplissement, tandis qu'un niveau faible ne conduira pas nécessairement à un resserrement monétaire, à moins d'une augmentation des risques d'inflation ou d'instabilité.

La modification du mode d'évaluation de l'inflation par rapport à l'objectif est plus significative. La Réserve fédérale s'inquiète qu'un resserrement immédiat dès le franchissement de la barre des 2% puisse impliquer, dans la durée, une inflation moyenne inférieure au niveau cible. Or, comme le montre le graphique 1, c'est précisément ce que l'on observe. La mesure de l'inflation retenue par la Fed a rarement

INFLATION : DÉFLATEUR DE LA CONSOMMATION PRIVÉE (GLISSEMENT ANNUEL, MOYENNE MOBILE SUR 5 ANS)



SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

1 Jackson Hole's greatest hits keep focus on Fed's annual retreat, Bloomberg, 27 août 2020.
 2 Pour plus de détails, voir *La Fed se méfie des étoiles*, BNP Paribas, Ecweek, 31 août 2018.
 3 Voir l'analyse précédente : *Revue stratégique de la Réserve fédérale : vers une fourchette d'inflation cible ?*, BNP Paribas, Ecweek, 21 février 2020.
 4 *New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review*, Remarques de Jerome H. Powell, Président du Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, prononcées le 27 août 2020 à l'occasion du symposium de la Fed de Kansas City « *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy* ».

Il s'ensuivra à terme une diminution de la lisibilité de la fonction de réaction de la Fed : quand l'inflation moyenne (concept qui reste à définir) justifiera-t-elle un resserrement de la politique monétaire ? Une telle ambiguïté pourrait engendrer un surcroît de volatilité, à moins que la communication ne joue un rôle encore plus important.

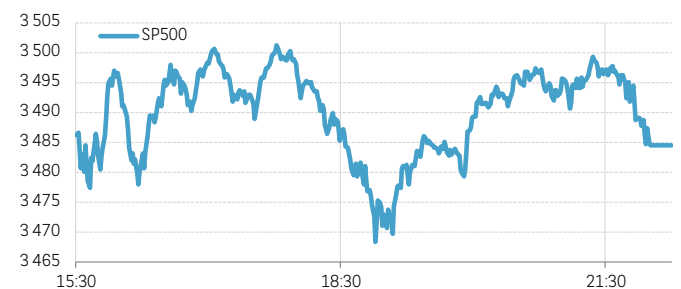
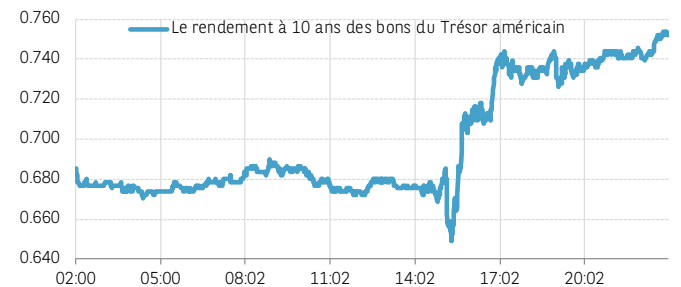
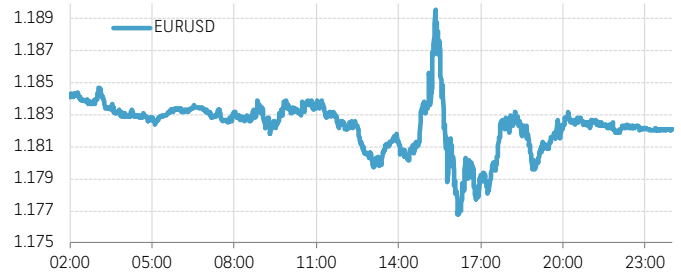


franchi cette cible depuis 2000, en moyenne mobile. À terme, cette situation peut engendrer une diminution des anticipations d'inflation, compliquant le pilotage de la politique monétaire. C'est pourquoi la Banque centrale américaine va désormais cibler un taux d'inflation moyen de 2% dans la durée : « Par conséquent, à la suite de périodes où l'inflation se sera établie en deçà de 2%, il est probable que la politique monétaire vise un niveau d'inflation modérément supérieur à 2% pendant un certain temps. ». Compte tenu de l'évolution de l'inflation au cours de ces dernières années, les marchés financiers ont bien naturellement interprété ce changement comme le signal que le biais très accommodant serait maintenu plus longtemps (cf. graphique 2). Le dollar s'est affaibli contre l'euro et les actions ont monté. Ces deux réactions ont cependant été de courte durée. Les rendements obligataires ont remonté, intégrant la perspective de la tolérance par la Fed d'un niveau d'inflation plus élevé.

Le message de « *taux directeurs plus durablement bas* » devrait soutenir l'activité et la demande. Elle devrait aussi appuyer la prise de risques sur les marchés financiers. Après tout, la prime de risque exigée fluctue en étroite corrélation avec la politique de la Réserve fédérale. Des taux directeurs plus durablement bas devraient impliquer une hausse de la valorisation des actifs (comme une diminution de l'écart de taux entre les obligations d'entreprises et les emprunts du trésor ou, s'agissant des actions, des ratios cours/bénéfices plus élevés). Cependant, le resserrement monétaire qui suivra à terme sera probablement source de sensibilité et de volatilité accrues. Dans le sillage du changement introduit dans l'approche de la Fed, les communications et indications (*forward guidance*) de politique monétaire vont revêtir davantage d'importance, d'autant que la Banque centrale américaine ne s'arrime à aucune formule mathématique de calcul de l'inflation moyenne.

William De Vijlder

MARCHÉS FINANCIERS LE 27 AOÛT 2020 (JOUR DU DISCOURS DE JEROME POWELL)



SOURCE : BLOOMBERG AU 27 AOÛT 2020

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 21-8-20 au 27-8-20

➤ CAC 40	4 896	➤ 5 016	+2.4 %		
➤ S&P 500	3 397	➤ 3 485	+2.6 %		
➤ Volatilité (VIX)	22.5	➤ 24.5	+1.9 pb		
➤ Libor \$ 3m (%)	0.25	➤ 0.26	+0.6 pb		
➤ OAT 10a (%)	-0.25	➤ -0.16	+9.1 pb		
➤ Bund 10a (%)	-0.54	➤ -0.44	+10.3 pb		
➤ US Tr. 10a (%)	0.63	➤ 0.73	+10.8 pb		
➤ Euro vs dollar	1.18	➤ 1.18	+0.1 %		
➤ Or (once, \$)	1 940	➤ 1 918	-1.1 %		
➤ Pétrole (Brent, \$)	44.4	➤ 45.1	+1.6 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 20	+bas 20	Rendements (%)		+haut 20	+bas 20				
\$ FED	0.25	1.75	le 01/01	0.25	le 16/03	€ Moy. 5-7a	-0.24	0.72	le 18/03	-0.29	le 11/08
Libor 3m	0.26	1.91	le 01/01	0.23	le 24/08	Bund 2a	-0.64	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03
Libor 12m	0.45	2.00	le 01/01	0.44	le 24/08	Bund 10a	-0.44	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10	le 19/03	OAT 10a	-0.16	0.28	le 18/03	-0.42	le 09/03
Libor 3m	0.07	0.80	le 08/01	0.07	le 26/08	Corp. BBB	1.00	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02
Libor 12m	0.25	0.98	le 01/01	0.24	le 25/08	\$ Treas. 2a	0.17	1.59	le 08/01	0.11	le 04/08
Au 27-8-20											
						Treas. 10a	0.73	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03
						High Yield	5.78	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02
						£ Gilt. 2a	-0.01	0.61	le 08/01	-0.11	le 10/07
						Gilt. 10a	0.29	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08
Au 27-8-20											

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020		
USD	1.18	1.19	le 18/08	1.07	le 20/03	+5.0%
GBP	0.89	0.94	le 23/03	0.83	le 18/02	+5.5%
CHF	1.07	1.09	le 05/06	1.05	le 14/05	-1.3%
JPY	125.50	126.53	le 13/08	114.51	le 06/05	+2.9%
AUD	1.63	1.87	le 23/03	1.60	le 01/01	+2.1%
CNY	8.11	8.26	le 30/07	7.55	le 19/02	+3.7%
BRL	6.60	6.69	le 20/08	4.51	le 02/01	+46.2%
RUB	88.52	89.34	le 26/08	67.75	le 10/01	+27.0%
INR	87.03	89.12	le 18/08	77.21	le 17/02	+8.6%
Au 27-8-20 Variations						

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)		
Pétrole, Brent	45.1	69.1	le 06/01	16.5	le 21/04	-31.9%	-35.2%
Or (once)	1 918	2 053	le 06/08	1 475	le 19/03	+26.2%	+20.1%
Métaux, LME	2 993	3 011	le 19/08	2 232	le 23/03	+5.3%	+0.2%
Cuivre (tonne)	6 641	6 699	le 19/08	4 625	le 23/03	+8.0%	+2.8%
CRB Aliments	320	341.5	le 21/01	272	le 27/04	-5.6%	-10.1%
Blé (tonne)	207	2.4	le 21/01	178	le 26/06	-9.6%	-14.0%
Maïs (tonne)	130	1.5	le 23/01	113	le 28/04	-12.9%	-17.1%
Au 27-8-20 Variations							

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20			
Monde						
MSCI Monde	2 443	2 446	le 26/08	1 602	le 23	
Amérique du Nord						
S&P500	3 485	3 485	le 27/08	2 237	le 23	
Europe						
EuroStoxx50	3 331	3 865	le 19/02	2 386	le 18	
CAC 40	5 016	6 111	le 19/02	3 755	le 18	
DAX 30	13 096	13 789	le 19/02	8 442	le 18	
IBEX 35	7 091	10 084	le 19/02	6 107	le 18	
FTSE100	6 000	7 675	le 17/01	4 994	le 23	
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	940	1 034	le 20/01	743	le 23	
Nikkei	23 209	24 084	le 20/01	16 553	le 19	
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 117	1 147	le 17/01	758	le 23	
Chine	101	102	le 26/08	69	le 19	
Inde	566	609	le 17/01	353	le 23	
Bésil	1 481	2 429	le 02/01	1 036	le 23	
Russie	611	857	le 20/01	419	le 18	
Au 27-8-20						

PERFORMANCE PAR SECTEUR (S&P500)

Année 2020 au 27-8, \$

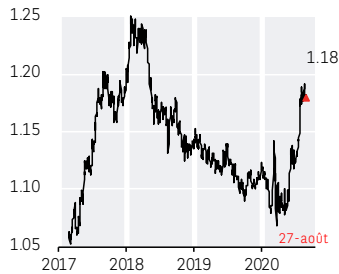
+92.2%	Automobile
+33.9%	Distribution
+29.4%	Technologie
+4.4%	Matières premières
+2.8%	Indice
+2.2%	Pdts ménagers & soins
+1.6%	Santé
+1.1%	Construction
-2.4%	Scs financiers
-4.3%	Chimie
-4.3%	Industrie
-6.2%	Agroalimentaire
-7.8%	Médias
-14.7%	Télécoms
-14.8%	Scs collectivités
-15.3%	Assurances
-19.6%	Voyages & loisirs
-35.8%	Banques
-43.9%	Pétrole & gaz

SOURCE : THOMSON REUTERS



REVUE DES MARCHÉS

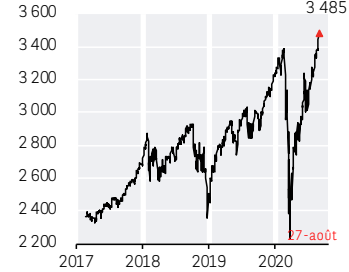
EURO-DOLLAR



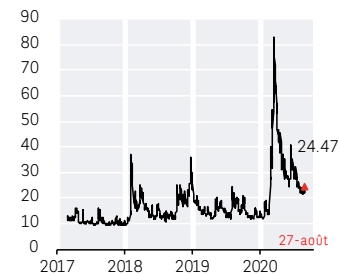
EUROSTOXX50



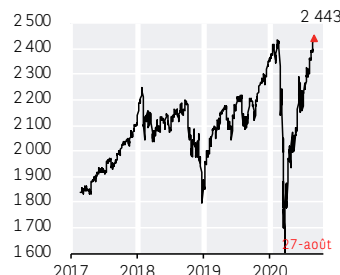
S&P500



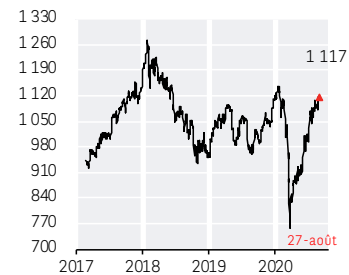
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



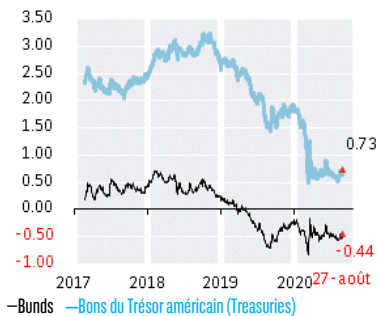
MSCI MONDE (USD)



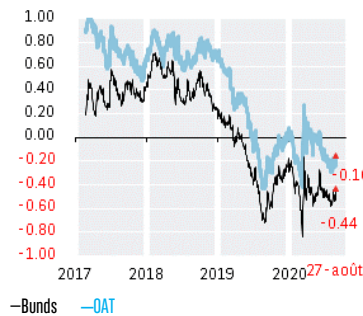
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

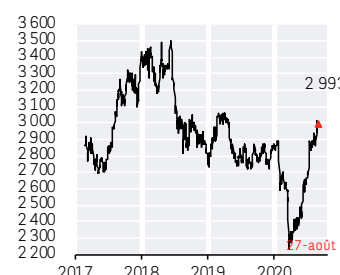
Année 2020 au 27-8, €

1.51%	Grèce	195 pb
0.99%	Italie	142 pb
0.42%	Portugal	85 pb
-0.15%	Belgique	28 pb
-0.16%	France	28 pb
-0.28%	Finlande	16 pb
-0.30%	Autriche	13 pb
-0.35%	P-Bas	9 pb
-0.39%	Irlande	5 pb
-0.44%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



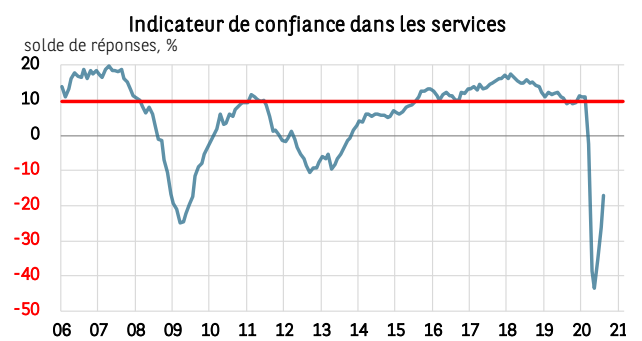
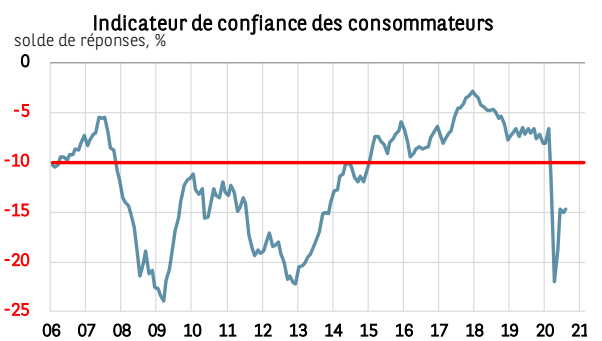
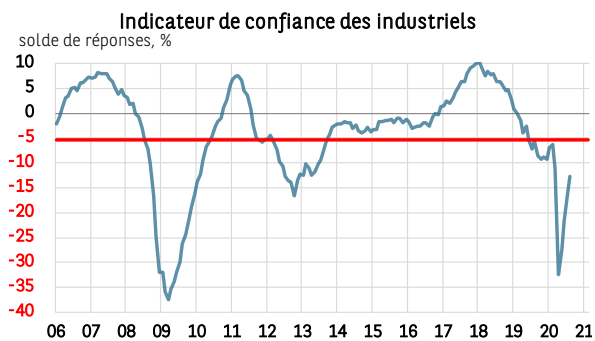
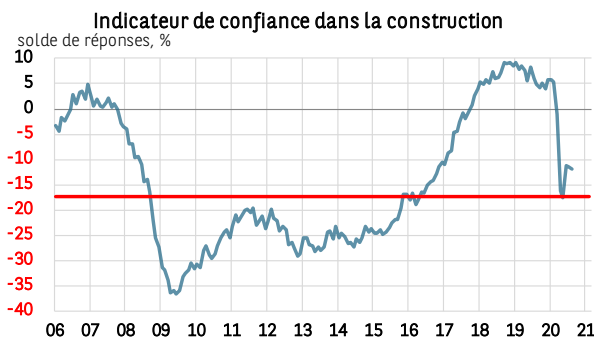
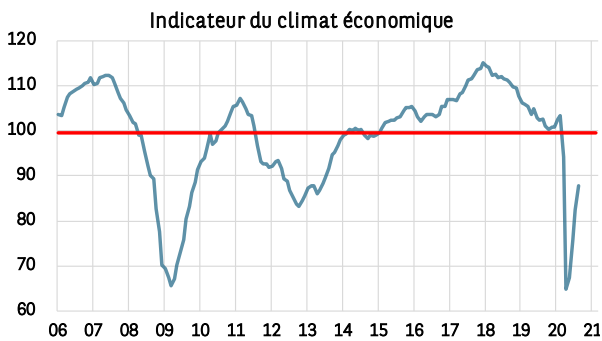
ZONE EURO : LA REPRISE SE POURSUIT MAIS SA DYNAMIQUE S'ESOUFFLE

Les derniers indices PMI flash ont suscité quelques inquiétudes compte tenu du fléchissement de l'indice composite pour la zone euro (de 54,9 à 51,6) et pour l'Allemagne (de 55,3 à 53,7) ainsi que d'un recul encore plus marqué pour la France (de 57,3 à 51,7).

Le ralentissement a été général dans les services. Dans l'industrie manufacturière, la situation s'est améliorée en Allemagne, mais elle s'est dégradée en France et elle est restée quasiment inchangée dans la zone euro. Comme les enquêtes PMI demandent s'il y a eu amélioration ou détérioration par rapport au mois précédent, il y a un risque de surinterprétation de la baisse des données : lorsque les chiffres ont été robustes au cours des derniers mois – comme cela a été le cas récemment – un repli par rapport au mois précédent ne signifie pas automatiquement un changement de tendance.

C'est ce que l'Insee a souligné dans ses commentaires sur les dernières enquêtes auprès des chefs d'entreprises en France. Selon l'institut, le léger ralentissement des anticipations en août, qui fait suite à un rebond très significatif de l'activité, reflète probablement le sentiment des personnes interrogées que le mouvement de rattrapage de leur entreprise pour revenir à un niveau normal d'activité allait quelque peu marquer le pas. Autrement dit, le rebond se poursuit en France, même si la dynamique pourrait s'essouffler à terme. En Allemagne, l'indice Ifo sur le climat des affaires a poursuivi son redressement en août, en particulier dans l'industrie manufacturière et, dans une moindre mesure, dans les services. L'évaluation des conditions actuelles a été nettement plus positive et les anticipations se sont légèrement améliorées.

ENQUÊTES DE LA COMMISSION EUROPÉENNE



— MOYENNE HISTORIQUE DEPUIS 1985

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



L'indicateur du sentiment économique (*economic sentiment index* ou ESI) de la Commission européenne – qui couvre l'industrie, les services, les consommateurs, le commerce de détail et la construction – a poursuivi son amélioration en août. Le sentiment s'est légèrement dégradé dans la construction, mais il a enregistré une augmentation notable dans l'industrie et le commerce de détail et une hausse plus importante encore dans les services. Le sentiment des consommateurs s'est très légèrement amélioré, retrouvant à présent son niveau de juin dernier. Cependant, les anticipations ont connu un ralentissement général : après le redressement enregistré au cours des trois mois précédents, elles ont reculé dans l'industrie manufacturière et baissé pour la première fois depuis quatre mois dans les services. Dans le commerce de détail, un léger repli a été enregistré en août. Sur le front de l'emploi, en revanche, l'indice des anticipations a progressé, reflétant un net rebond des plans de recrutement dans le commerce de détail, l'industrie et les services. La situation des embauches s'est détériorée dans la construction. Pour le moment, les ménages demeurent sceptiques : leurs anticipations de chômage sont restées globalement inchangées.

La comparaison entre les quatre grands pays de la zone euro fait ressortir quelques différences. L'indicateur du sentiment économique pour la France a fortement progressé en août (de 82,2 à 91,5). Le sentiment des consommateurs est resté stable, la construction a connu une légère amélioration tandis que l'industrie et, en particulier, les services et le commerce de détail ont nettement rebondi. L'Allemagne a également enregistré une hausse significative (de 88,4 à 94,3), en particulier, dans l'industrie et encore plus dans les services. En Italie, l'ESI a légèrement progressé (de 77,9 à 80,6). Ce mouvement, emmené par les services et le commerce de détail, a été général. En Espagne, l'indice s'est replié (de 90,6 à 88,1) sous l'effet d'un ralentissement des résultats dans les services, le commerce de détail, la construction et du sentiment des consommateurs.

Enfin, un examen plus approfondi des données montre que les anticipations de production manufacturière se sont améliorées en Allemagne mais qu'elles sont en retrait en France, en Italie et en Espagne. Il en va de même de l'évolution de la demande attendue au cours des trois prochains mois dans les services. Concernant cette série, un net repli a été enregistré en Espagne. Le commerce de détail de ce pays connaît aussi une forte détérioration de la situation commerciale attendue. On observe un léger tassement en France, mais une amélioration en Allemagne et encore plus en Italie.

William De Vijlder



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

• L'économie est de plus en plus impactée par la propagation du coronavirus et les inquiétudes se renforcent concernant la hausse du taux de chômage, qui pèse sur les dépenses de consommation. C'est ce qui explique les mesures très importantes prises par la Réserve fédérale et celles annoncées par l'Administration américaine. En outre, l'Administration prépare une nouvelle série de mesures. À l'évidence, les perspectives à court terme dépendent de la manière dont l'épidémie va évoluer. Une fois le pic passé, les mesures adoptées jusqu'à présent seront déterminantes pour soutenir la reprise de la demande et de l'activité.

CHINE

• L'activité s'est effondrée en février, premier mois du confinement, et le PIB réel s'est contracté de 6,8% en g.a. au T1 2020. Depuis le mois de mars, l'activité se redresse progressivement, avec une reprise plus rapide du côté de l'offre et dans l'industrie que du côté de la demande et dans les services. Les autorités ont multiplié les mesures de relance monétaire et budgétaire. L'assouplissement des conditions de crédit devrait rester prudent, contraint par la dette déjà excessive de l'économie. En revanche, la marge de manœuvre budgétaire reste confortable et l'investissement public devrait se renforcer. Les risques baissiers sur notre prévision 2020 sont élevés. En particulier, le secteur manufacturier chinois est très vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et aux mesures protectionnistes américaines.

ZONE EURO

• L'impact massif de l'épidémie de coronavirus se fait de plus en plus sentir sur les données relatives à l'activité et à la demande, suite aux mesures de confinement adoptées, mais aussi sur celles concernant la confiance et les anticipations des entreprises. Le premier semestre sera significativement affecté, l'importance de l'impact étant, toutefois, fonction du moment où l'épidémie sera maîtrisée. D'après les enseignements que l'on peut tirer de l'expérience chinoise, le second semestre devrait enregistrer une amélioration, portée par les mesures de soutien massives adoptées. Les prévisions dépendent entièrement du scénario pris pour hypothèse.

FRANCE

• Le choc récessif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement est massif. Après une chute de 5,3% t/t du PIB au T1 2020, l'INSEE avance le chiffre de -20% t/t pour le T2. À la faveur de la première phase de déconfinement, le climat des affaires de mai esquisse néanmoins un début de mieux. On s'attend à ce qu'il prenne de l'ampleur, mais progressivement à mesure qu'il gagnera l'ensemble des secteurs d'activité. Tous ne sont pas logés à la même enseigne en termes de dynamique de redémarrage et de retour à la normal. Nos nouvelles prévisions de croissance incluent un creux plus marqué suivi d'une reprise qui l'est moins. Après avoir paré à l'urgence, le soutien apporté à l'économie évolue. Si des mesures sectorielles ont déjà été égrenées (tourisme, automobile), le plan de relance global, en cours d'élaboration, est annoncé pour septembre.

TAUX & CHANGES

• Aux États-Unis, la Réserve fédérale a pris, sur plusieurs réunions, toute une panoplie de mesures en vue d'injecter des liquidités dans le système financier et de faciliter le financement des entreprises. Le taux des Fed funds a été abaissé à la borne zéro et le programme d'assouplissement quantitatif («QE») a été relancé. Il faut s'attendre à des mesures supplémentaires en cas d'aggravation de la situation économique et de la liquidité. Les rendements des *Treasuries* ont d'abord nettement baissé, traduisant un mouvement de fuite vers les valeurs refuges, tout en affichant une forte volatilité. Plus récemment les rendements ont augmenté, portés par la reprise d'activité attendue avec l'assouplissement du confinement et la hausse de l'offre d'obligations. Une tendance qui devrait durer.

• Dans la zone euro, la BCE a pris des mesures considérables pour injecter des liquidités. Elle a, en effet, décidé de lancer, puis d'augmenter, un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), d'élargir la gamme des actifs éligibles dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) aux papiers commerciaux non financiers et d'assouplir les normes de garantie moyennant l'ajustement des principaux paramètres de risques du dispositif de garanties. D'autres décisions pourraient être prises si les circonstances l'exigent. Ces mesures devraient également permettre de contenir les spreads souverains. Les rendements des obligations évolueront dans une très large mesure en fonction de leurs homologues américains et, par conséquent, sur le court terme, en fonction des nouvelles sur l'épidémie.

- La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé, mais elle a décidé de doubler les rachats de fonds négociés en Bourse (ETF) et les rachats de fonds communs immobiliers japonais (I-REITS). Elle a aussi augmenté son objectif de rachats d'obligations d'entreprises.
- La récente tendance à la baisse du dollar devrait se maintenir en raison de la couverture de change et de l'idée que l'action de la BCE permettra d'éviter la fragmentation du marché et de soutenir l'économie.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2,3	-4,9	4,8	1,8	0,8	1,5
Japon	0,7	-4,8	2,1	0,5	-0,3	-0,7
Royaume-Uni	1,4	-9,1	5,3	1,8	0,8	1,3
Zone euro	1,2	-9,0	5,8	1,2	0,1	0,9
Allemagne	0,6	-5,6	5,3	1,4	0,4	1,5
France	1,3	-11,1	5,9	1,3	0,5	1,0
Italie	0,3	-12,1	6,1	0,6	-0,2	0,5
Espagne	2,0	-12,5	6,3	0,7	-0,4	0,6
Chine	6,1	2,5	8,1	2,9	2,5	2,3
Inde*	4,2	-4,7	9,5	4,8	2,5	3,5
Brésil	1,1	7,0	4,0	3,7	2,5	3,0
Russie	1,3	-6,5	3,5	4,3	3,0	3,5

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
** MISE À JOUR LE 07/07/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
E-Unis Fed Funds (borne supérieure) Treas. 10a	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25
Z. euro Taux de dépôt Bund 10a OAT 10a	1,67	1,92	0,67	0,80	1,00	0,90	1,92	0,90	1,20
R-Uni Taux BoE Gilt 10a	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon Taux BoJ JGB 10a	-0,57	-0,19	-0,46	-0,50	-0,40	-0,30	-0,19	-0,30	0,00
	-0,28	0,08	-0,05	-0,15	-0,10	-0,05	0,08	-0,05	0,20
	0,83	1,32	1,55	1,30	1,30	1,30	1,32	1,30	1,60
	0,15	0,47	0,68	0,50	0,40	0,40	0,47	0,40	0,70
	0,75	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,75	0,10	0,10
	0,40	0,83	0,31	0,55	0,30	0,40	0,83	0,40	0,80
	-0,06	-0,05	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05	-0,10	-0,10
	-0,22	-0,02	0,02	0,00	0,05	0,05	-0,02	0,05	0,15

MISE À JOUR : 07/07/2020

Taux de change Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
USD EUR / USD USD / JPY	1,09	1,12	1,10	1,09	1,15	1,17	1,12	1,17	1,22
GBP / USD	1,23	1,32	1,24	1,24	1,29	1,34	1,32	1,34	1,42
EUR EUR / GBP EUR / JPY	0,89	0,83	0,89	0,88	0,89	0,87	0,83	0,87	0,86
	118	122	118	113	118	117	122	117	120

Pétrole moyenne de la période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
Pétrole USD/baril	62	63	51	33	43	49	64	44	59

MISE À JOUR : 07/07/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS (1/2)

Les données publiées en août ont été bonnes de manière générale. Les indices PMI parus en début de mois ont montré un surcroît d'amélioration en juillet par rapport à juin. Dans la plupart des cas, ils ont aussi dépassé les attentes. Le rapport sur le marché du travail aux États-Unis a fait état d'une baisse du taux de chômage et d'une forte création d'emplois, nettement inférieure, toutefois, aux chiffres extraordinaires de juin. L'évolution du nombre d'emplois et du taux de chômage a été meilleure que prévu. Le climat industriel de la Banque de France s'est encore amélioré en juillet, au-delà des attentes. Les ventes de détail aux États-Unis se sont révélées inférieures aux prévisions et ont beaucoup ralenti par rapport au mois précédent. Le sentiment de l'Université du Michigan n'a pratiquement pas évolué. Les données relatives au marché de l'immobilier américain ont montré une certaine solidité. Dans le courant du mois, les PMI flash ont renvoyé une image mitigée : des données meilleures aux États-Unis, mais plus faibles dans la zone euro, en France en particulier. Ces résultats n'ont pas été confortés par d'autres données : en Allemagne, le climat des affaires Ifo a poursuivi son amélioration de même que la confiance des entreprises en France. Enfin, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne a montré une amélioration marquée dans la zone euro en août.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
03/08/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Juillet	51,1	52,8	51,2
03/08/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	52,0	52,4	52,4
03/08/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juillet	50,0	51,0	51,0
03/08/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	51,1	51,8	51,8
03/08/2020	Etats-Unis	ISM manufacturier	Juillet	53,6	54,2	52,6
05/08/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juillet,	--	44,9	44,9
05/08/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Juillet,	--	54,5	55,7
05/08/2020	France	PMI composite (Markit)	Juillet	57,6	57,3	57,3
05/08/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juillet	55,5	55,3	55,3
05/08/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juillet	54,8	54,9	54,9
05/08/2020	Etats-Unis	ISM Services	Juillet	55,0	58,1	57,1
06/08/2020	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Août	0,100%	0,100%	0,100%
07/08/2020	Etats-Unis	Evolution des emplois non-agricoles	Juillet	1480k	1763k	4 791k
07/08/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Juillet	10,6%	10,2%	11,1%
10/08/2020	France	Climat industriel (Banque de France)	Juillet	92	99	89
12/08/2020	Royaume-Uni	PIB t/t	2Q	-20,7%	-20,4%	-2,2%
13/08/2020	France	Taux de chômage (BIT)	2Q	8,3%	7,1%	7,8%
14/08/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Juillet	5,2%	4,8%	4,8%
14/08/2020	Chine	Ventes de détail g.a.	Juillet	0,1%	-1,1%	-1,8%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS (2/2)

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/08/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Juillet	-1,6%	-1,6%	-3,1%
14/08/2020	Chine	Investissement immobilier	Juillet	2,5%	3,4%	1,9%
14/08/2020	Zone euro	Emploi t/t	T2	--	-2,8%	-0,2%
14/08/2020	Zone euro	PIB t/t	T2	-12,1%	-12,1%	-12,1%
14/08/2020	Etats-Unis	Ventes de détail m/m	Juillet	2,1%	1,2%	8,4%
14/08/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Août	72,0	72,8	72,5
17/08/2020	Etats-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	Août	74	78	72
18/08/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Juillet	5,4%	18,8%	3,5%
18/08/2020	Etats-Unis	Mises en chantier m/m	Juillet	5,0%	22,6%	17,5%
19/08/2020	Zone euro	IPC g.a.	Juillet	1,2%	1,2%	1,2%
21/08/2020	France	PMI composite (Markit)	Août	57,0	51,7	57,3
21/08/2020	Allemagne	PMI composite (Markit)	Août	55,0	53,7	55,3
21/08/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Août	55,0	51,6	54,9
21/08/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Août	--	54,7	50,3
21/08/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Août	-15,0	-14,7	-15,0
25/08/2020	Allemagne	PIB t/t	T2	-10,1%	-9,7%	-10,1%
25/08/2020	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Août	92,1	92,6	90,4
25/08/2020	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Août	93,0	84,8	91,7
25/08/2020	Etats-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Juillet	1,8%	13,9%	15,1%
26/08/2020	France	Confiance des consommateurs	Août	94	94	94
26/08/2020	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Juillet	1,7%	1,9%	4,3%
27/08/2020	France	Climat des affaires	Août	88	91	84
27/08/2020	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	T2	-32,5%	-31,7%	-32,9%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

C'est le début du mois, ce qui implique un calendrier chargé en termes de données. Les indices des directeurs d'achat (manufacturier, services, composite) seront publiés dans plusieurs pays. Les indices ISM pour le secteur manufacturier et les services paraîtront, par ailleurs, aux États-Unis. La Réserve fédérale publiera son Livre beige qui fait le point sur les différents secteurs de l'économie américaine. Dans la zone euro, le taux de chômage et les chiffres des ventes de détail seront publiés. La publication du rapport sur le marché du travail américain constituera, comme à chaque début de mois, l'événement marquant de la semaine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
31/08/2020	Japon	Production industrielle m/m	Juillet	5,8%	1,9%
31/08/2020	Japon	Production industrielle g.a.	Juillet	--	-18,2%
31/08/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Juillet	--	13,1%
31/08/2020	Chine	PMI composite	Août	--	54,1
31/08/2020	Chine	PMI manufacturier	Août	51,1	51,1
31/08/2020	Chine	PMI non- manufacturier	Août	54,1	54,2
31/08/2020	Etats-Unis	Activité manufacturière Fed de Dallas	Août	0,0	-3,0
31/08-02/09/2020	Allemagne	Ventes de détail m/m	Juillet	0,5%	-1,6%
01/09/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Août	--	46,6
01/09/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Août	52,3	52,8
01/09/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	49,0
01/09/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Août	--	53,0
01/09/2020	Allemagne	Taux d'assurance chômage	Août	--	6,40%
01/09/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	51,7
01/09/2020	United Kingdom	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	55,3
01/09/2020	Zone euro	Taux de chômage	Juillet	--	7,8%
01/09/2020	Zone euro	IPC g.a.	Août	--	1,2%
01/09/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	53,6
01/09/2020	Etats-Unis	ISM manufacturier	Août	54,5	54,2
02/09/2020	Etats-Unis	Commande de biens d'équipement civils hors aéronautique	Juillet	--	1,9%
02/09/2020	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
03/09/2020	Japon	PMI composite (Jibun)	Août	--	44,9
03/09/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Août	--	54,5
03/09/2020	France	PMI composite (Markit)	Août	--	51,7
03/09/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Août	--	53,7
03/09/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Août	--	51,6
03/09/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Août	--	60,3
03/09/2020	Eurozone	Ventes de détail m/m	Juillet	--	5,7%
03/09/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Août	--	--
03/09/2020	Etats-Unis	PMI des Services (Markit)	Août	--	54,8
03/09/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Août	--	54,7
03/09/2020	Etats-Unis	ISM des Services	Août	57,3	58,1
04/09/2020	Etats-Unis	Evolution des emploi non-agricoles	Août	1,575e+06	1,763e+06
04/09/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Août	9,9%	10,2%
04/09/2020	Etats-Unis	Taux d'activité	Août	--	61,4%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

Brésil : l'investissement à l'heure de l'ajustement budgétaire	EcoConjoncture	31 août 2020
Hausse concomitantes des financements et des dépôts des sociétés non financières	Graphique de la semaine	26 août 2020
Allemagne : Le plan de relance donne un coup de pouce à la confiance	EcoWeek	31 juillet 2020
Au-delà des chiffres sur le PIB au deuxième trimestre	EcoWeek	31 juillet 2020
L'amélioration cyclique en zone euro continue	EcoTV Week	31 juillet 2020
Plan de relance: l'Union européenne fera-t-elle d'une pierre deux coups	Graphique de la semaine	28 juillet 2020
Zone Euro : Redressement économique confirmé	EcoFlash	27 juillet 2020
Union Européenne : Accord du Conseil européen : imparfait mais historique	EcoWeek	24 juillet 2020
Chine : Le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise	EcoWeek	24 juillet 2020
Espagne : Sous la menace d'un rebond épidémique	EcoWeek	24 juillet 2020
L'accord du Conseil européen : vraiment historique	EcoTV Week	24 juillet 2020
En ECO dans le texte : Covid-19 et les perspectives d'inflation	Podcast	22 juillet 2020
Amérique Latine : difficile fléchissement de la courbe épidémique	Graphique de la semaine	22 juillet 2020
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans le monde émergent	EcoEmerging	21 juillet 2020
Royaume-Uni : les mesures de soutien au financement bancaire des entreprises	EcoFlash	21 juillet 2020
La Covid-19 et l'environnement	EcoWeek	17 juillet 2020
Impulsion du crédit dans la zone euro	EcoWeek	17 juillet 2020
Italie : L'activité rebondit mais l'emploi continue de chuter	EcoWeek	17 juillet 2020
Royaume-Uni : Des chiffres encore décevants	EcoWeek	17 juillet 2020
Maroc : vers une récession significative en 2020	EcoTV Week	17 juillet 2020
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	16 juillet 2020
Royaume-Uni : le TFSME plus efficace que le TFS pour faire diminuer les taux des prêts aux entreprises ?	Graphique de la semaine	15 juillet 2020
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	Ecoperspectives	13 juillet 2020
Zone Euro : La croissance en zone euro : sprint ou marathon ?	EcoWeek	10 juillet 2020
Etats-Unis : Début de déconfinement	EcoWeek	10 juillet 2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

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

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe Centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



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 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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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