

2-3

ÉDITORIAL

Les récits du bilan économique de l'année 2020

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

Japon : fort ralentissement de l'économie à prévoir au T4
Mobilité : entre déconfinement et restrictions, la dynamique stagne

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-12

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 Etudes économiques.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES RÉCITS DU BILAN ÉCONOMIQUE DE L'ANNÉE 2020

Les récits – ces histoires relatant des événements – pourraient influencer les comportements futurs. Dans quelques années, plusieurs d'entre eux pourraient très bien venir illustrer le bilan économique de 2020 : des chocs importants et imprévus peuvent se produire ; l'approche du « tout ce qui est nécessaire » prévaut en matière de politique monétaire, et s'étend désormais à la sphère budgétaire ; la préférence, en matière d'investissements financiers, pour l'achat d'actifs risqués plutôt qu'une sortie du marché ; la nouvelle démonstration faite par l'Union européenne, avec son programme « Next Generation EU », de sa capacité à accomplir de grandes avancées sous la pression ; la priorité donnée au développement durable. Certains de ces récits nous rassurent tandis que d'autres ont valeur d'avertissement.

Dans son discours prononcé, en qualité de président, lors de l'assemblée annuelle de l'Association économique américaine en 2017, le prix Nobel d'économie, Robert Shiller, soutenait qu'il fallait envisager que la gravité d'une récession puisse être liée à la popularité et à la ténacité de certaines histoires. Ces dernières constituent des récits, terme désignant « une histoire simple ou une explication simplifiée de certains événements, que beaucoup souhaitent évoquer lors de conversations ou citer dans les informations ou les médias sociaux afin de susciter l'inquiétude ou l'émotion chez les autres et/ou parce qu'ils semblent défendre des intérêts personnels »¹. Les récits jouent un rôle important en ce sens qu'ils peuvent influencer les comportements futurs. Les expériences traumatiques antérieures, comme les pertes financières lors d'un krach boursier, peuvent avoir des répercussions, bien des années plus tard, sur la manière dont certains investisseurs abordent le risque et l'incertitude. À l'avenir, six récits au moins pourraient venir illustrer le bilan économique de 2020.

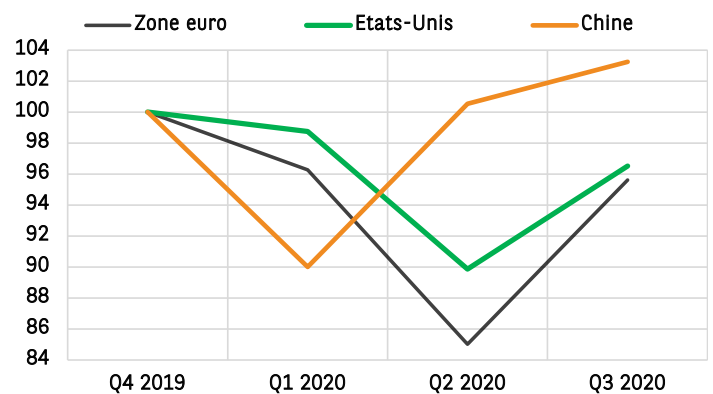
Premièrement, celui de l'existence de « cygnes noirs » ou, en d'autres termes, de chocs importants et imprévus. Comme ils sont rares, il est difficile de s'y préparer, en contractant une assurance par exemple. Le choc, induit par la pandémie, sur l'offre et la demande a été d'une ampleur telle qu'il aurait été impensable il y a douze mois. La rupture des chaînes d'approvisionnement a provoqué une prise de conscience de la nécessité de tester la résilience de ces dernières, sachant que des événements climatiques ou des cyberattaques peuvent également entraîner des risques extrêmes (*tail risks*).

Deuxièmement, en termes de politique monétaire, l'approche visant à faire « tout ce qui est nécessaire » prévaut un peu partout. De plus en plus de banques centrales, y compris sur les marchés émergents, ont recours à l'assouplissement quantitatif. La Réserve fédérale américaine s'est engagée à accepter un dépassement modéré et temporaire de sa cible d'inflation pour aboutir à une inflation moyenne conforme, sur la durée, à son objectif de 2 %. Les achats d'obligations d'entreprises, par la Fed, ont largement contribué à stabiliser ce marché, évitant ainsi un nouveau coup porté à la liquidité et à la solvabilité de nombreux émetteurs. La banque centrale vient d'annoncer qu'elle poursuivrait ses achats d'actifs, tout au moins au rythme actuel, jusqu'à ce que

des progrès substantiels aient été accomplis vers la réalisation de ses objectifs. Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou PEPP) de la Banque centrale européenne a été déterminant pour contrôler la partie longue de la courbe de taux – malgré la hausse notable des volumes d'émission – et pour comprimer les spreads souverains par rapport aux rendements du Bund.

Troisièmement, cette approche visant à faire « tout ce qui est nécessaire » a été étendue à la politique budgétaire. L'augmentation massive des déficits budgétaires a été en partie automatique et, par conséquent, inévitable en raison du rôle des stabilisateurs automatiques. Mais ce fut aussi le résultat de décisions hautement justifiées des pouvoirs publics, visant à atténuer les conséquences d'une récession à la fois brutale et très profonde sur les ménages et les entreprises, par le soutien apporté au revenu, une évolution de la fiscalité et des prêts garantis.

PIB VOLUME (T4 2019 = 100)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BEA, NBS, BNP PARIBAS

¹ Robert J. Shiller, Narrative economics, American Economic Review, 2017, <https://doi.org/10.1257/aer.107.4.967>



Plusieurs récits ont aussi valeur d'avertissement, comme la nécessité de tenir compte des effets secondaires possibles d'une politique monétaire durablement très accommodante, le risque d'aléa moral et la nécessité de maîtriser les finances publiques.



Quatrièmement, en termes d'investissements financiers, l'achat d'actifs risqués – actions, obligations d'entreprises, marchés émergents – a généralement été jugé préférable à une sortie du marché. Cette approche est en grande partie due au soutien apporté par la politique monétaire et budgétaire, dont l'engagement des banques centrales à faire plus si nécessaire, mais aussi à un environnement de taux d'intérêt réels négatifs.

Cinquièmement, l'Union européenne a une fois de plus démontré que, sous la pression, elle peut accomplir de grandes avancées, comme en témoigne le plan « Next Generation EU » de EUR 750 milliards, financé au niveau de l'Union et consistant en partie en des subventions.

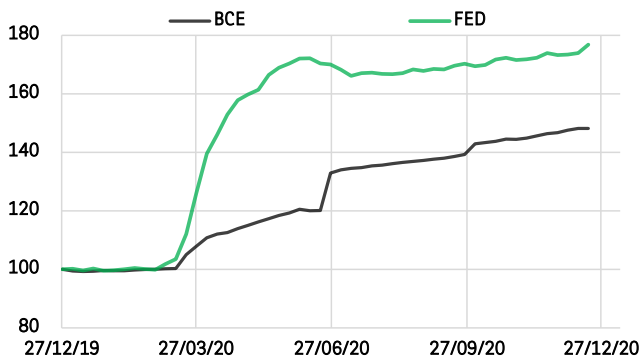
Enfin, l'attention portée à une croissance durable est désormais largement partagée. Les entreprises les mieux notées, au regard des critères ESG, sont aussi celles qui ont le moins souffert de la correction des marchés boursiers enregistrée en février et en mars. La pandémie devrait permettre de prendre conscience que le réchauffement climatique peut faire naître des « cygnes noirs ». Les catastrophes climatiques, telles que les vagues de chaleur, les inondations ou les épisodes de sécheresse pourraient toucher tout le monde et avoir des conséquences économiques désastreuses au cours des prochaines

décennies. La nécessité de contribuer à limiter la hausse de la température moyenne et, de manière plus générale, de se préoccuper davantage de l'environnement, afin de protéger le bien-être des populations, a joué un rôle-clé dans la fixation des priorités des plans de relance budgétaire nationaux – comme en France et en Allemagne – et du plan européen. Malheureusement, même en s'efforçant de maintenir la hausse des températures en dessous de 1,5°C, il faudra attendre le milieu du siècle pour atteindre la neutralité carbone et voir les premiers signes de l'inversion de la courbe des températures.

Pour conclure, certaines des histoires qui pourront être racontées dans quelques années pour relater l'année 2020 sont réconfortantes, comme la perspective d'une résilience accrue de l'offre, l'aptitude des pays de l'UE à agir ensemble, la priorité donnée au développement durable ou l'approche visant à faire « tout ce qui est nécessaire ». Cependant, plusieurs récits ont aussi valeur d'avertissement, comme la nécessité de tenir compte des effets secondaires possibles d'une politique monétaire durablement très accommodante, le risque d'aléa moral et la nécessité de maîtriser les finances publiques.

William De Vijlder

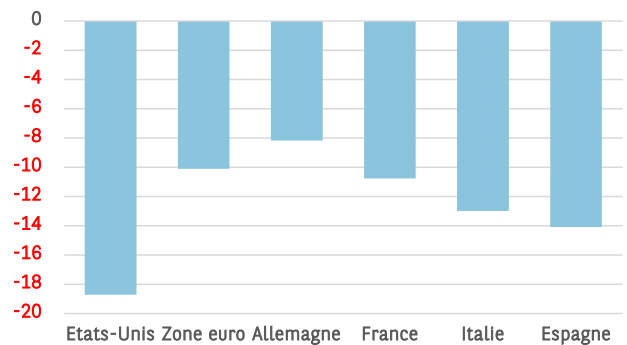
BILAN DES BANQUES CENTRALES (FIN 2019 = 100)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCE, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

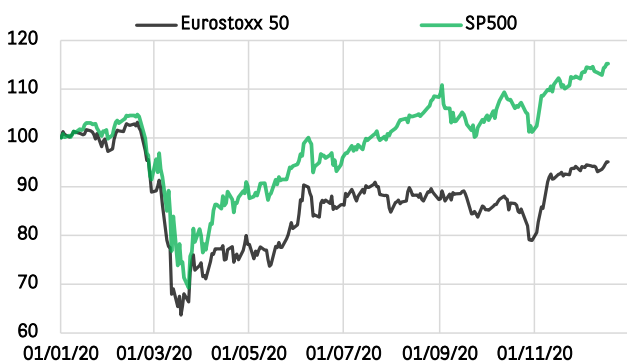
SOLDE BUDGÉTAIRE EN % DU PIB EN 2020



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FMI (FISCAL MONITOR), BNP PARIBAS

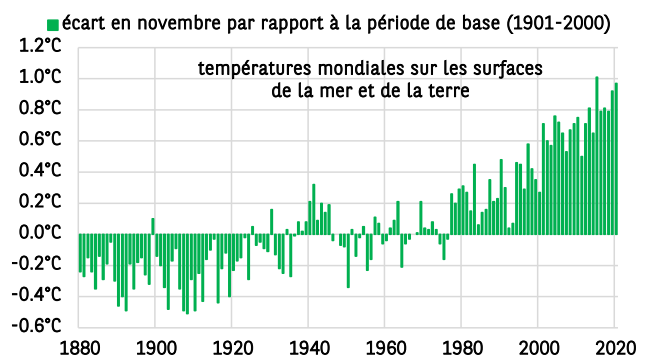
MARCHÉS BOURSIERS (31/12/2019 = 100)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

2020 EST L'UNE DES ANNÉES LES PLUS CHAUDES JAMAIS OBSERVÉES



GRAPHIQUE 5

SOURCES : US NATIONAL OCEANIC AND ATMOSPHERIC ADMINISTRATION, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 11-12-20 au 17-12-20

➔ S&P 500	3 663	➔ 3 722	+1.6 %
➔ Volatilité (VIX)	23.3	➔ 21.9	-1.4 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	➔ -0.54	+0.2 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.22	➔ 0.24	+2.0 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.44	➔ -0.40	+4.3 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.64	➔ -0.58	+6.1 pb
➔ US Tr. 10a (%)	0.89	➔ 0.93	+3.8 pb
➔ Euro vs dollar	1.21	➔ 1.22	+1.1 %
➔ Or (once, \$)	1 846	➔ 1 888	+2.3 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	50.1	➔ 51.6	+3.0 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 20	+bas 20	Rendements (%)	+haut 20	+bas 20
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	0.00
Eonia	-0.47	-0.44	le 31/03	-0.49	le 30/09
Euribor 3m	-0.54	-0.16	le 23/04	-0.55	le 10/12
Euribor 12m	-0.50	-0.05	le 22/04	-0.51	le 09/12
\$ FED	0.25	1.75	le 01/01	0.25	le 16/03
Libor 3m	0.24	1.91	le 01/01	0.20	le 20/11
Libor 12m	0.33	2.00	le 01/01	0.33	le 28/10
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10	le 19/03
Libor 3m	0.05	0.80	le 08/01	0.03	le 08/12
Libor 12m	0.11	0.98	le 01/01	0.08	le 11/12
Au 17-12-20			Au 17-12-20		
€ Moy. 5-7a	-0.46	0.72	le 18/03	-0.48	le 11/12
Bund 2a	-0.72	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03
Bund 10a	-0.58	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03
OAT 10a	-0.40	0.28	le 18/03	-0.44	le 11/12
Corp. BBB	0.55	2.54	le 24/03	0.51	le 11/12
\$ Treas. 2a	0.13	1.59	le 08/01	0.11	le 04/08
Treas. 10a	0.93	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03
High Yield	4.87	11.29	le 23/03	4.87	le 17/12
£ Gilt. 2a	-0.03	0.61	le 08/01	-0.12	le 21/09
Gilt. 10a	0.29	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.22	1.22	le 17/12
GBP	0.94	0.94	le 23/03
CHF	1.08	1.09	le 05/06
JPY	126.17	126.82	le 31/08
AUD	1.61	1.87	le 23/03
CNY	8.00	8.26	le 30/07
BRL	6.20	6.75	le 28/10
RUB	89.23	93.98	le 02/11
INR	90.10	90.10	le 17/12
Au 17-12-20			Variations

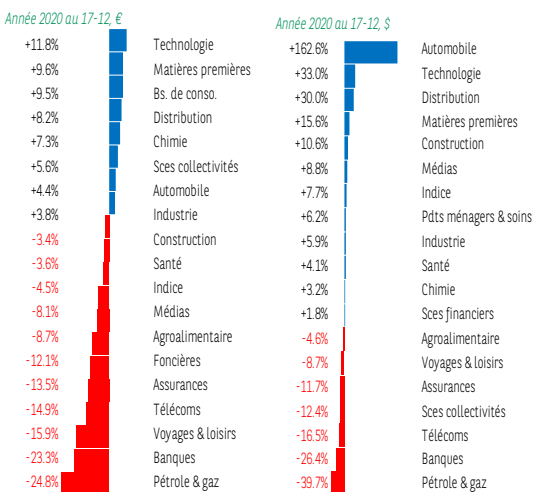
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	51.6	69.1	le 06/01	16.5
Or (once)	1 888	2 053	le 06/08	1 475
Métaux, LME	3 502	3 502	le 17/12	2 232
Cuivre (tonne)	7 900	7 900	le 17/12	4 625
Blé (tonne)	234	2.4	le 21/01	178
Mais (tonne)	167	1.7	le 17/12	113
Au 17-12-20			Variations	

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 675	2 675	le 17/12	1 602
Amérique du Nord				
S&P500	3 722	3 722	le 17/12	2 237
Europe				
EuroStoxx50	3 561	3 865	le 19/02	2 386
CAC 40	5 549	6 111	le 19/02	3 755
DAX 30	13 667	13 789	le 19/02	8 442
IBEX 35	8 153	10 084	le 19/02	6 107
FTSE100	6 551	7 675	le 17/01	4 994
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 042	1 042	le 17/12	743
Nikkei	26 807	26 818	le 09/12	16 553
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 273	1 273	le 17/12	758
Chine	107	109	le 09/11	69
Inde	656	656	le 17/12	353
Brésil	1 920	2 429	le 02/01	1 036
Russie	679	857	le 20/01	419
Au 17-12-20			Variations	

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

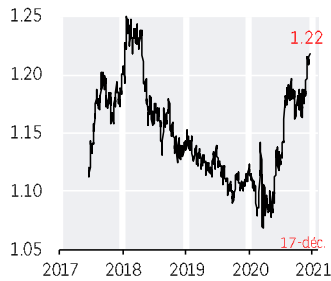


SOURCE : THOMSON REUTERS

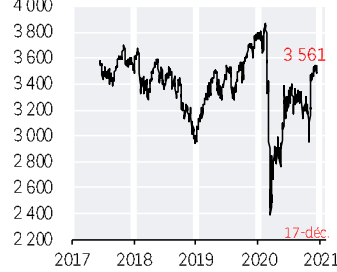


REVUE DES MARCHÉS

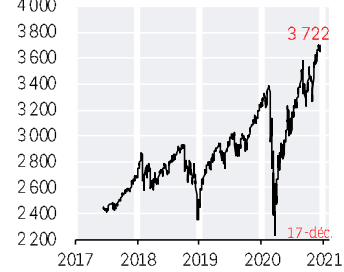
EURO-DOLLAR



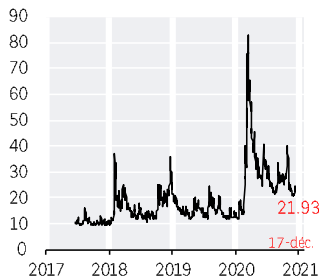
EUROSTOXX50



S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



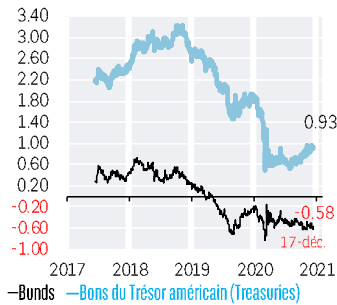
MSCI MONDE (USD)



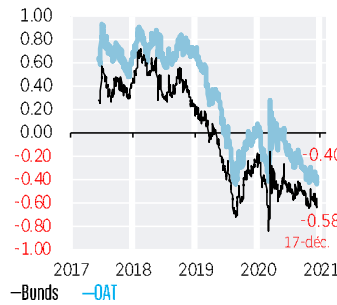
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

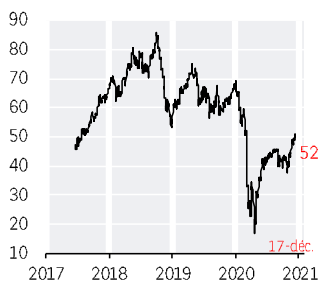


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

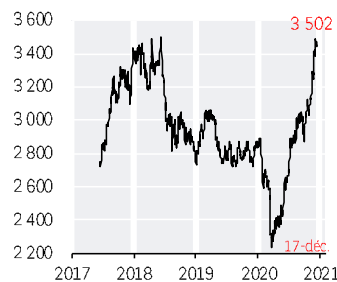
Année 2020 au 17-12, €

0.51%	Italie	108 pb
0.03%	Espagne	60 pb
0.01%	Portugal	58 pb
-0.38%	Belgique	19 pb
-0.40%	France	17 pb
-0.46%	Finlande	11 pb
-0.49%	Autriche	8 pb
-0.56%	P-Bas	1 pb
-0.57%	Irlande	0 pb
-0.58%	Allemagne	

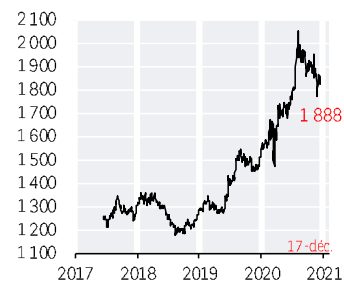
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



JAPON : FORT RALENTISSEMENT DE L'ÉCONOMIE À PRÉVOIR AU T4

Comparativement aux États-Unis ou aux pays européens, le Japon a jusqu'ici été relativement épargné par l'épidémie de Covid-19. Les mesures sanitaires mises en place dans le pays ont été moins strictes qu'ailleurs. La recrudescence actuelle du nombre de contaminations au Japon et chez ses principaux partenaires commerciaux pèse sur la demande finale et entraînerait une forte décélération de l'activité au T4 2020.

Ces derniers mois, la situation conjoncturelle s'était améliorée mais le niveau global d'activité reste dégradé par rapport à la période d'avant-crise. Du côté de l'industrie, la production s'est de nouveau contractée en octobre 2020 (dernière donnée disponible), en variation annuelle, mais à un rythme nettement moindre que les mois précédents (-3% contre -9,8% et -14,2% en septembre et août respectivement). De son côté, l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) pour le secteur manufacturier, indicateur avancé de l'activité, a poursuivi sa remontée progressive en décembre (à 49,7) mais reste légèrement en deçà du seuil de 50 (séparant les phases d'expansion de celles de récession) et de son niveau moyen sur longue période.

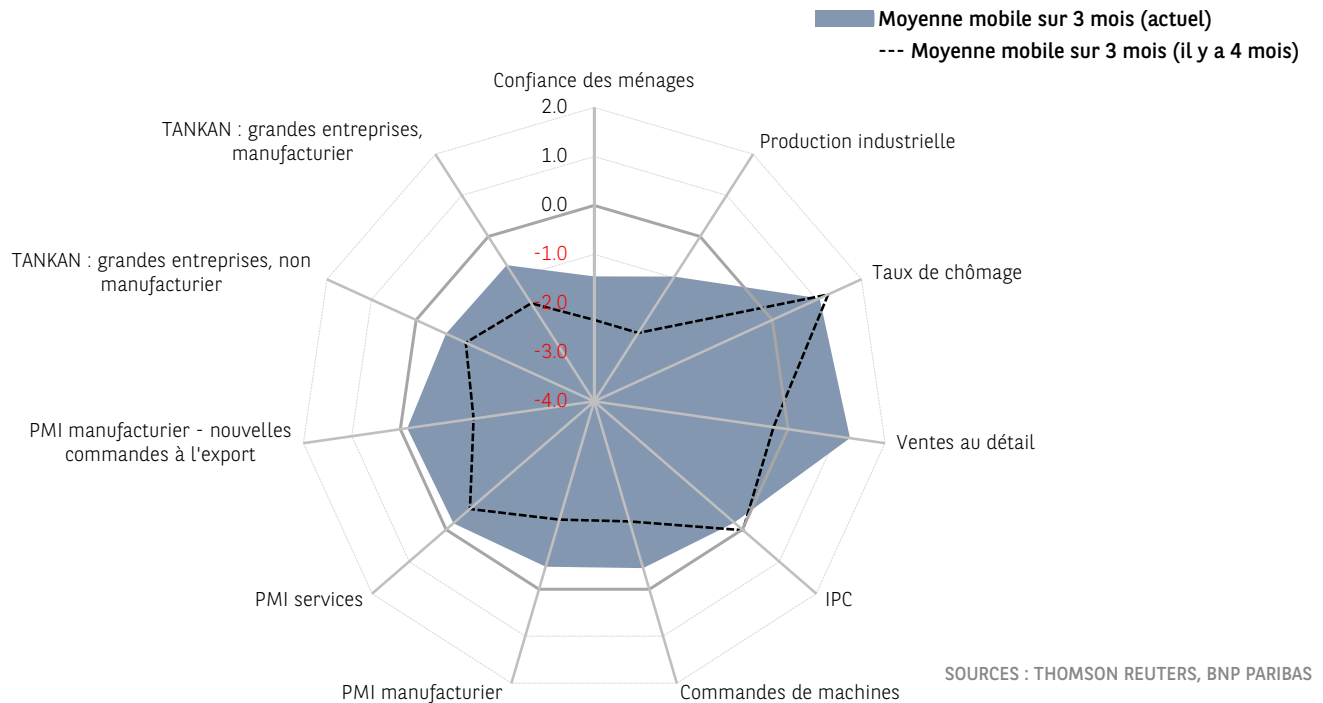
L'indice Tankan du T4 2020 de la Banque du Japon envoie un message proche. L'activité dans le secteur manufacturier a notamment bénéficié du retour de la croissance chez les partenaires commerciaux, notam-

ment en Chine, mais pâtit désormais d'un resserrement des contraintes sanitaires dans de nombreuses régions du monde.

De son côté, après une lente amélioration ces derniers mois, le PMI services baisse légèrement en décembre, pour s'établir à 47,2, soit un niveau bas au regard de sa moyenne sur le long terme. Cette dynamique s'inscrit dans un contexte de normalisation de la confiance des ménages, dont l'indicateur progresse tendanciellement depuis le point bas d'avril 2020. Cet indicateur n'a toutefois toujours pas atteint son niveau d'avant-crise et un tassement s'observe en novembre (33,7 après 38,4 en février). Parallèlement, les ventes au détail ont affiché une hausse sensible en octobre (+6,4% en glissement annuel) – la première depuis le mois de février – mais elles pourraient être freinées. En effet, les incertitudes demeurent face à la situation sanitaire et à celle du marché du travail, dans un contexte de baisse continue des salaires et de hausse tendancielle du taux de chômage depuis le début de l'année 2020. Dans les mois à venir, cela pourrait persister, les entreprises cherchant dans un premier temps à restaurer leurs marges. Dans cet environnement, les prix ont baissé en octobre (-0,4% en glissement annuel). Face à cela, la Banque du Japon a annoncé une revue générale de sa politique monétaire.

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



MOBILITÉ : ENTRE DÉCONFINEMENT ET RESTRICTIONS, LA DYNAMIQUE STAGNE

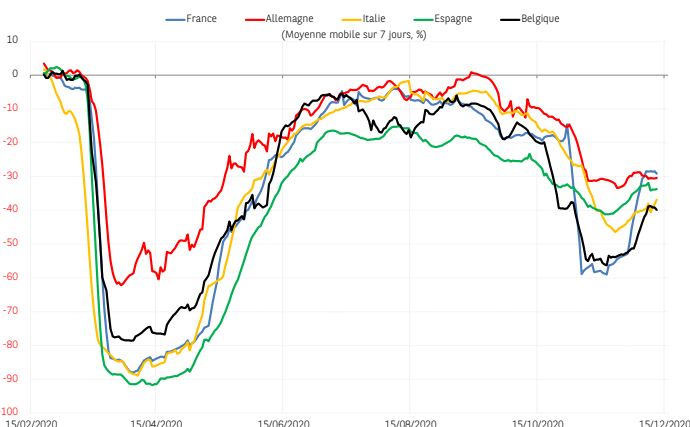
À l'approche des fêtes de fin d'année, et craignant une nouvelle résurgence de la pandémie de coronavirus, plusieurs pays européens ont resserré leur déconfinement pour contenir le niveau de contamination. On peut s'attendre à ce que dans les semaines à venir, ces nouvelles restrictions aient un impact visible sur la dynamique de fréquentation des commerces et des établissements de loisirs. Au cours de la semaine écoulée, la dynamique stagnait déjà dans la plupart des pays européens, comme l'illustre le rapport sur la mobilité de Google publié le 13 décembre dernier.

En Allemagne, la fréquentation reste stable depuis novembre, avec 30% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence* (graphique 1). Dans un discours télévisé diffusé le 13 décembre, la chancelière Angela Merkel a annoncé que l'Allemagne reviendrait à un confinement strict du 16 décembre jusqu'au début janvier. Cela pourrait réduire la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs dans les semaines à venir. En France, le confinement été assoupli et un couvre-feu de 20 heures à 6 heures remplace les limites de déplacement. Les magasins non essentiels peuvent rouvrir mais les restaurants, bars et établissements culturels sont restés fermés. La fréquentation, qui a été stable avec une moyenne mobile sur 7 jours se situant à environ 29% par rapport au scénario de référence, devrait augmenter dans les semaines à venir. En Belgique et en Espagne, la tendance de la fréquentation reste également stable, avec respectivement 40% et 33% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. En Italie, contrairement aux pays voisins, la dynamique de la fréquentation se poursuit à la hausse, avec 37% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. Le pays, qui détient le triste record en Europe du plus grand nombre de décès dus au Covid-19, interdira le déplacement entre régions à compter du 21 décembre jusqu'au 6 janvier, et le couvre-feu de 22 heures à 5 heures reste en vigueur. Le Royaume-Uni, où une campagne massive de vaccination contre la Covid-19 a débuté le 8 décembre, la dynamique de fréquentation se poursuit, avec 33% en

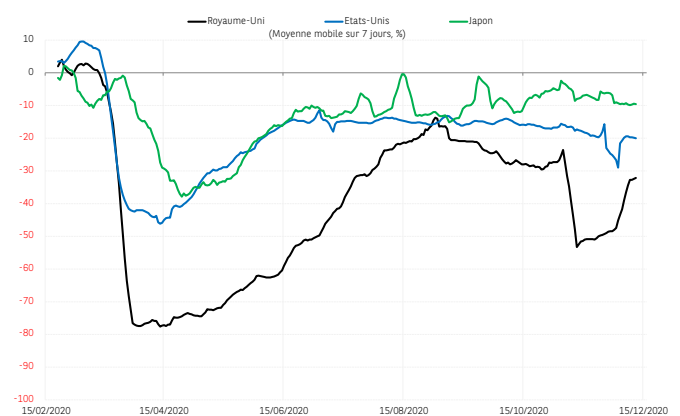
moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence, après une importante baisse de 53% au commencement du reconfinement début novembre (graphique 2). Outre-Atlantique, les États-Unis ont emboîté le pas au Royaume-Uni et ont lancé une campagne de vaccination contre la Covid-19 le 14 décembre dernier. Le pays fait face à un rebond spectaculaire de l'épidémie depuis plusieurs semaines et a dépassé la barre des 300 000 morts. Le pays enregistre une légère hausse de la fréquentation des commerces, avec 20% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence (graphique 2). Au Japon, la tendance reste stable depuis le début du mois de juin, avec une baisse par rapport à la normale de 10% en moyenne mobile sur sept jours (graphique 2). Néanmoins, le pays est en alerte maximale pour faire face à la flambée du nombre de nouveaux cas, notamment à Tokyo, où les hôpitaux sont débordés avec un nouveau record de contaminations (graphique 2). Selon les derniers chiffres publiés par Markit (graphique 3), l'indice flash de l'activité des services (PMI) en France a rebondi de 38,8 en novembre à 49,2 en décembre, tout en restant sous la barre des 50 qui sépare la contraction de l'expansion, le plus haut depuis le mois d'août. Au Royaume-Uni et en Allemagne, les services ont également continué de se contracter, quoique à un rythme plus lent, le PMI ayant augmenté à 49,9 et 47,7, respectivement, en décembre, contre 47,6 et 46 en novembre. Aux États-Unis, la croissance des services perd de sa dynamique, l'indice PMI passant de 58,4 en novembre à 55,3 en décembre, le score le plus bas en trois mois. Les restrictions imposées par les États individuels, combinées à une demande plus faible, ont mis à rude épreuve l'activité économique globale. Au Japon, le PMI des services était pratiquement stable à 47,2 en décembre. Ces chiffres confortent la corrélation étroite entre la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs et l'indice de l'activité des services (PMI).

Tarik Rharrab

FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR LE 13/12/2020), BNP PARIBAS

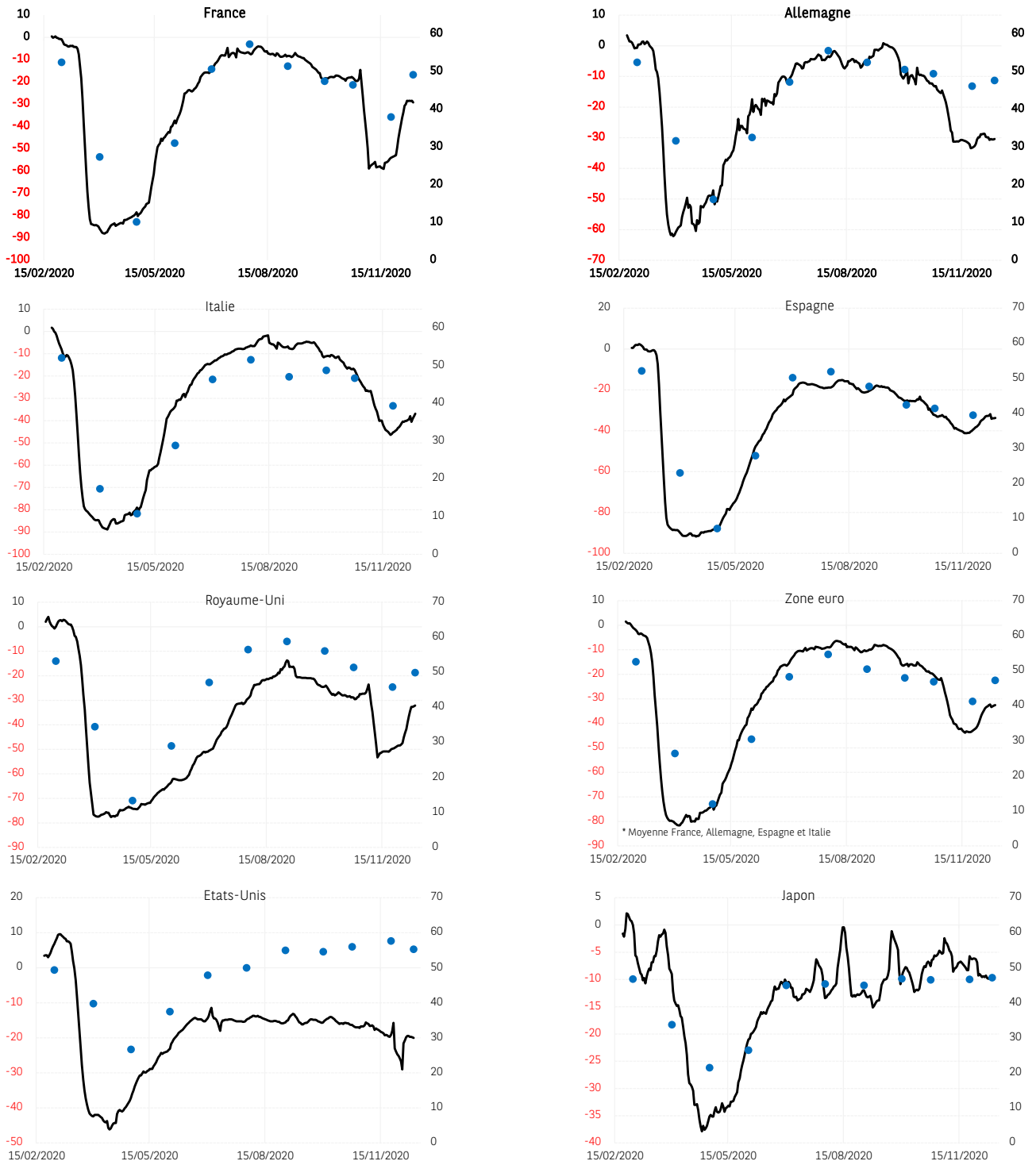
* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février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



BAROMÈTRE

ENQUÊTES MARKIT AUPRÈS DES DIRECTEURS D'ACHAT DU SECTEUR DES SERVICES (PMI)

● PMI Services (éch. droite) — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours)



SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR AU 13/12/2020), MARKIT, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

Avec un recul de leur PIB évalué à 3,6% en 2020, les États-Unis ont connu une récession historique, moins sévère cependant que dans la plupart des autres pays. Le bilan sanitaire de l'épidémie de Covid-19 est, en revanche, très lourd, les États-Unis restant à ce jour le pays le plus endeuillé de la planète et affichant un taux de mortalité bien supérieur à celui de l'Union européenne. À l'approche de l'hiver, la maladie était en nette recrudescence, forçant certains États (New-York, Californie...) à durcir les mesures de distanciation physique. Alors que l'économie paraissait pouvoir éviter la rechute, elle risque d'aborder 2021 au point mort, un retour progressif à la normale étant ensuite prévu à la faveur de la diffusion d'un vaccin.

CHINE

Après une contraction sans précédent au T1 2020, l'activité a enregistré un rebond en V depuis le T2. Le redressement a d'abord été principalement tiré par la production industrielle et l'investissement dans les infrastructures et le secteur immobilier. Les exportations ont ensuite profité du rebond de la demande externe. Enfin, les services et la consommation privée ont regagné en vigueur depuis l'été. À court terme, la politique budgétaire devrait continuer de soutenir la croissance. Les conditions de crédit, après avoir été assouplies prudemment pour soutenir les entreprises en 2020, devraient devenir moins accommodantes à partir du T4, les autorités cherchant à contenir les risques dans le système financier.

ZONE EURO

Après avoir chuté au T2 2020 (-11,8% t/t, après -3,7% au T1 2020), le PIB de la zone euro a nettement rebondi au T3 2020 (+12,6%), surprenant à la hausse les attentes. Compte tenu de la recrudescence de l'épidémie dans la plupart des États membres et des nouvelles restrictions sanitaires mises en place, la dynamique de rattrapage s'essouffle toutefois, laissant craindre une fin d'année dégradée sur le front économique. La perte d'activité causée par la crise de la Covid-19 ne sera probablement pas effacée avant la fin de l'année 2021. Les inquiétudes relatives à la situation épidémique dans les États membres de la zone euro et à l'évolution du chômage ces prochains mois pèsent sur la confiance des consommateurs, qui reste dégradée. Les risques de défaut des entreprises augmentent également en l'absence d'une maîtrise complète de l'épidémie, pénalisant l'investissement privé. Le soutien de la politique budgétaire, au niveau national et européen, ainsi que le maintien d'une politique monétaire accommodante et flexible demeurent essentiels.

FRANCE

Le risque d'un profil de croissance en W s'est matérialisé. Après le choc récessif massif au premier semestre 2020, dû au premier confinement, l'économie s'est vigoureusement redressée au T3 avant de rechuter au T4, sous l'impact du nouveau confinement mis en place pour endiguer la seconde vague épidémique de Covid-19. Le deuxième « V » devrait toutefois être moins marqué que le premier : à la baisse, notamment parce que le confinement est moins strict et moins long ; à la hausse, du fait notamment de son allègement progressif et sous conditions. D'importants moyens budgétaires ont été déployés pour amortir, efficacement, le double choc mais l'économie n'en est pas moins fragilisée, ce qui pèse sur sa capacité de rebond. Le possible démarrage d'une large campagne de vaccination en 2021 permet toutefois d'entrevoir la lumière au bout du tunnel. La croissance devrait aussi bénéficier des premiers effets attendus du plan France Relance. Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise courant 2022 et l'économie 100% de son niveau de fonctionnement normal. L'inflation se redresserait également mais resterait extrêmement faible.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale, basée sur une inflation moyenne, reflète l'inflexion de sa politique monétaire. Celle-ci devrait être maintenue un temps considérable sachant que le FOMC souhaite que l'inflation dépasse 2% afin de compenser une hausse des prix restée trop longtemps en-dessous de la cible de 2%. En cas d'aggravation de la situation économique, d'autres mesures pourraient être prises en fonction de l'ampleur et de la nature du stimulus budgétaire attendu. Les rendements des Treasuries devraient remonter vu le stimulus budgétaire et la reprise de l'activité et le choix de la Fed qui vise, du moins temporairement, une inflation supérieure à 2%.

Dans la zone euro, la BCE devrait annoncer, lors de la réunion de décembre, des mesures pour aider l'économie, vu notamment la faiblesse de l'inflation sous-jacente. Elle devrait maintenir son approche accommodante encore longtemps. Les écarts de rendement des obligations souveraines devraient ainsi être contenus, et comme toujours les taux longs en zone euro seront affectés par les rendements américains. La perspective d'une reprise plus durable suite à la mise en place d'un vaccin devrait contribuer à une hausse des rendements obligataires ; celle-ci serait toutefois assez limitée.

La Banque du Japon ne devrait pas changer son orientation, et notamment sa stratégie de contrôle de la courbe des rendements.

Nous prévoyons un affaiblissement du dollar US face à l'euro. En raison du faible écart de taux d'intérêt à court terme, les frais de couverture de l'exposition au dollar pour les investisseurs internationaux sont faibles. L'euro reste sous-évalué face au dollar et la nouvelle stratégie de la Fed, basée sur une inflation moyenne, reflète une orientation plus accommodante que celle de la BCE, ce qui devrait soutenir l'euro. Ces facteurs jouent aussi pour le dollar face au yen.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2019	2020 e	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.6	3.7	3.2	1.8	1.3	1.9	1.9
Japon	0.7	-5.4	1.5	1.8	0.5	0.0	-0.4	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-11.5	6.4	6.8	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro	1.3	-7.5	5.6	3.9	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne	0.6	-5.9	4.2	3.6	1.4	0.4	1.3	1.2
France	1.5	-9.5	6.3	3.8	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie	0.3	-9.1	6.0	3.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne	2.0	-11.8	7.0	4.9	0.8	-0.4	0.4	0.9
Chine	6.1	2.0	8.6	5.3	2.9	2.6	2.3	2.8
Inde*	4.2	-11.4	11.6	5.0	4.8	5.8	4.3	3.8
Brésil	1.1	-4.5	3.0	3.0	3.7	3.1	4.0	4.0
Russie	1.3	-4.5	3.8	3.0	4.3	3.4	3.5	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 23/11/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2021				2021e	2022e
	T1e	T2e	T3e	T4e		
Fin de période						
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
E-Unis (borne supérieure)						
Treas. 10a	1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50
Z. euro						
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a	-0.35	-0.50	-0.40	-0.20	-0.20	0.10
OAT 10a	-0.10	-0.25	-0.15	0.10	0.10	0.50
BTP 10 ans	0.75	0.60	0.80	1.20	1.20	1.70
BONO 10 ans	0.35	0.20	0.40	0.60	0.60	1.00
R-Uni						
Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gilt 10a	0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.75
Japon						
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.15
Taux de change	2021				2021e	2022e
Fin de période	T1e	T2e	T3e	T4e		
USD						
EUR / USD	1.22	1.24	1.25	1.25	1.25	1.30
USD / JPY	101	100	98	98	98	95
GBP / USD	1.39	1.41	1.44	1.44	1.44	1.59
EUR						
EUR / GBP	0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.82
EUR / JPY	123	124	123	123	123	124
Pétrole	2021				2021e	2022e
moyenne de la période	T1e	T2e	T3e	T4e		
Pétrole USD/baril	56	54	55	59	56	-

MISE À JOUR ET SPOT : 23/11/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, la croissance de la production industrielle a été conforme, en novembre, à celle du mois précédent tandis que la croissance des ventes au détail a accéléré mais moins qu'attendu. Dans la zone euro, les nouvelles immatriculations ont chuté brutalement alors que les indices PMI flash pour décembre se sont redressés nettement, dans le secteur manufacturier comme dans celui des services, dépassant les attentes. On observe la même chose en France où le climat dans les services a enregistré une hausse aussi forte qu'inattendue. L'indice du climat des affaires de l'Insee a, quant à lui, bondi (passant de 79 à 91 en décembre), porté par les services et le commerce de détail. En Allemagne, les indices PMI se sont aussi redressés mais plus modérément, la baisse antérieure ayant été plus limitée. L'indice du climat des affaires d'Ifo est également en hausse, plus qu'attendu, grâce à une meilleure évaluation de la situation actuelle ; les attentes se redressent aussi mais plus modérément.

Au Japon, l'amélioration des données (enquête Tankan, indices PMI) est plus forte qu'anticipé. L'inertie de l'inflation – à un niveau très bas – continue d'inquiéter la Banque du Japon qui, par conséquent, va réaliser un examen de sa stratégie pour déterminer si des changements devront être apportés à la conduite de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, les indices se redressent légèrement et la confiance des consommateurs augmente de façon plus marquée. Les ventes au détail, en revanche, baissent mais moins qu'attendu. Aux États-Unis, les chiffres sont moins bons, et en particulier ceux de la consommation qui déçoivent. Le FOMC a décidé de poursuivre son programme d'assouplissement quantitatif « jusqu'à ce que des progrès significatifs soient constatés dans la réalisation de [son] objectif en matière d'emploi et de stabilité des prix ».

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/12/2020	Japon	Grandes entreprises manufacturières (Perspectives Tankan)	T4	-11	-8	-17
14/12/2020	Japon	Grandes entreprises non-manufacturières (Tankan Perspectives)	T4	-7	-6	-11
14/12/2020	Japon	Petites entreprises manufacturières (Perspectives Tankan)	T4	-34	-26	-38
14/12/2020	Japon	Petites entreprises non-manufacturières (Perspectives Tankan)	T4	-22	-20	-27
14/12/2020	Zone euro	Production industrielle m/m	Oct.	2,0%	2,1%	0,1%
15/12/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Nov.	7,0%	7,0%	6,9%
15/12/2020	Chine	Ventes de détail g.a.	Nov.	5,2%	5,0%	4,3%
15/12/2020	Chine	Investissement en cumul annuel, g.a.	Nov.	2,6%	2,6%	1,8%
15/12/2020	Chine	Investissement immobilier en cumul annuel, g.a.	Nov.	--	--	6,3%
15/12/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Nov.	0,2%	0,2%	0,1%
15/12/2020	États-Unis	Enquête <i>Empire Manufacturing</i>	Déc.	6,9	4,9	6,3
15/12/2020	États-Unis	Production industrielle m/m	Nov.	0,3%	0,4%	0,9%
15/12/2020	États-Unis	Utilisation des capacités	Nov.	72,9%	73,3%	72,8%
15/12/2020	Japon	PMI manufacturier	Déc.	48,9	49,7	49
15/12/2020	Japon	PMI des services	Déc.	--	47,2	47,8
16/12/2020	France	PMI manufacturier	Déc.	50,1	51,1	49,6
16/12/2020	France	PMI composite (Markit)	Déc.	42,9	49,6	40,6
16/12/2020	France	PMI des services	Déc.	40	49,2	38,8
16/12/2020	Allemagne	PMI composite	Déc.	50,4	52,5	51,7
16/12/2020	Allemagne	PMI manufacturier	Déc.	56,4	58,6	57,8
16/12/2020	Allemagne	PMI des services	Déc.	44	47,7	46
16/12/2020	Zone euro	PMI manufacturier	Déc.	53	55,5	53,8

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
16/12/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Déc.	45,8	49,8	45,3
16/12/2020	Zone euro	PMI des services	Déc.	41,9	47,3	41,7
16/12/2020	Royaume-Uni	PMI composite	Déc.	51,3	50,7	49
16/12/2020	Royaume-Uni	Manufacturing PMI	Déc.	55,9	57,3	55,6
16/12/2020	Royaume-Uni	PMI des services	Déc.	50,5	49,9	47,6
16/12/2020	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Nov.	--	1,1%	0,015
16/12/2020	États-Unis	Ventes au détail	Nov.	0,2%	-0,5%	-0,1%
16/12/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	55,7	56,5	56,7
16/12/2020	États-Unis	PMI des services (Markit)	Déc.	55,9	55,3	58,4
16/12/2020	États-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.	--	55,7	58,6
16/12/2020	États-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	Déc.	88	86	90
16/12/2020	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Déc.	0,25%	0,25%	0,25%
17/12/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculation (EU27)	Nov.	--	-12,0%	--
17/12/2020	France	Confiance des entreprises	Déc.	93	93	92
17/12/2020	Zone euro	IPC g.a.	Nov.	-0,3%	-0,3%	-0,3%
17/12/2020	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Nov.	0,2%	0,2%	0,2%
17/12/2020	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Déc.	0,1%	0,1%	0,1%
17/12/2020	États-Unis	Mises en chantier m/m	Nov.	--	1,2%	6,3%
17/12/2020	États-Unis	Permis de construire m/m	Nov.	--	6,2%	-0,1%
17/12/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.	800K	885K	862K
17/12/2020	États-Unis	Perspectives économiques (Fed de Philadelphie)	Déc.	20	11,1	26,3
17/12/2020	États-Unis	Activité manufacturière (Fed de Kansas City)	Déc.	--	12	20
17/12/2020	Japon	Ventes des grands magasins de Tokyo, g.a.	Nov.	--	--	--
18/12/2020	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Déc.	-31	-26	-33
18/12/2020	Royaume-Uni	Ventes au détail hors voitures et essence m/m	Nov.	-3,3%	-2,6%	1,4%
12/18/2020	Allemagne	Climat des affaires (ifo)	Déc.	90,0	92,1	90,9
12/18/2020	Allemagne	Attentes (ifo)	Déc.	92,5	92,8	91,8
12/18/2020	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (ifo)	Déc.	89,0	91,3	90,0
12/18/2020	Japon	Taux de la Banque du Japon	Déc.	-0,1%	-0,1%	-0,1%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

Comme à chaque fin de mois, plusieurs enquêtes seront publiées, même si en raison de la période des fêtes, certaines paraîtront avec du retard sur le calendrier. Cela explique pourquoi la première semaine de janvier sera particulièrement chargée. Dans les trois prochaines semaines, nous aurons la confiance des consommateurs dans plusieurs pays, les indices des directeurs d'achats, les indices ISM du secteur manufacturier et du secteur des services aux États-Unis ainsi que l'enquête de confiance économique - et ses composantes - de la Commission européenne. Enfin, à la fin de la première semaine de janvier, paraîtra le rapport sur le marché du travail aux États-Unis, qui est d'une importance considérable.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE
21/12/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.
22/12/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.
23/12/2020	États-Unis	Revenus personnels	Nov.
23/12/2020	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Nov.
23/12/2020	États-Unis	Université du Michigan	Déc.
24/12/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.
24/12/2020	États-Unis	Commande de biens d'équipement civils hors aéronautique	Nov.
29/12/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Déc.
31/12/2020	Chine	Composite PMI	Déc.
31/12/2020	Chine	PMI manufacturier	Déc.
31/12/2020	Chine	PMI non-manufacturier	Déc.
31/12/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.
04/01/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Déc.
06/01/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Déc.
06/01/2021	France	Confiance des consommateurs	Déc.
06/01/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Déc.
06/01/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.
06/01/2021	États-Unis	Minutes du meeting du FOMC	Déc.
07/01/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.
07/01/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Nov.
07/01/2021	Zone euro	Confiance économique	Déc.
07/01/2021	Zone euro	Confiance des industriels	Déc.
07/01/2021	Zone euro	Confiance du secteur des services	Déc.
07/01/2021	Zone euro	IPC m/m	Déc.
07/01/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Déc.
07/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.
08/01/2021	France	Production industrielle m/m	Nov.
08/01/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Nov.
08/01/2021	Zone euro	Taux de chômage	Nov.
08/01/2021	États-Unis	Évolution de l'emploi non-agricole	Déc.
08/01/2021	États-Unis	Taux de chômage	Déc.
08/01/2021	États-Unis	Taux d'activité	Déc.

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

2020 : début d'une nouvelle ère	EcoTVWeek	18 décembre
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	17 décembre
Égypte : rétablissement de la liquidité en devises	Graphique de la Semaine	16 décembre
EcoWeek 20.46 - Édition du 11 décembre 2020	EcoWeek	11 décembre
Édition de décembre 2020	EcoTV	11 décembre
L'EBA réactive ses lignes directrices relatives aux moratoires	Graphique de la Semaine	9 décembre
États-Unis : Les GSE sont-elles prêtes à être libérées de la tutelle de la FHFA ?	EcoFlash	7 décembre
EW 20.45 - Edition du 4 décembre 2020	EcoWeek	4 décembre
Après avoir salué la réduction de l'incertitude, les investisseurs se concentrent sur les perspectives de croissance	EcoTVWeek	4 décembre
L'emploi va-t-il résister en 2021 ?	Graphique de la semaine	2 décembre
Union Européenne : Europe du Sud : pourquoi une croissance potentielle si faible ?	Conjoncture	30 novembre
Royaume-Uni : Quelles seront les conséquences économiques d'un Brexit dur ?	Conjoncture	30 novembre
Global : Et si l'immunisation contre la Covid-19 prenait plus de temps que prévu ?	EcoWeek	27 novembre 2020
États-Unis : Mauvais signaux	EcoWeek	27 novembre 2020
Royaume-Uni : Branché sur la BBC – Budget, Brexit, Covid	EcoWeek	27 novembre 2020
Italie : La reprise à l'arrêt	EcoWeek	27 novembre 2020
Espagne : Les yeux rivés sur les chiffres de l'emploi	EcoWeek	27 novembre 2020
Global : L'impact du confinement et des mesures de restriction sur le secteur des services	EcoWeek	27 novembre 2020
Fannie Mae et Freddie Mac : bientôt affranchies de la tutelle de la FHFA ?	EcoTVWeek	27 novembre 2020
France : Consommation des ménages en France. Tableau de bord : poids, vitesse et composition	Podcast	26 novembre 2020
Corée Du Sud : Début de nouvelle vague	Graphique de la semaine	25 novembre 2020
États-Unis : Après la victoire de Joe Biden à la présidentielle américaine, quelle suite ?	EcoFlash	23 novembre 2020
Zone Euro : La demande contenue des ménages et des entreprises devrait entraîner une accélération de l'inflation	EcoWeek	20 novembre 2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES 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)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE 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

ECONOMIES EMERGENTES 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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@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 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