

2-3

## ÉDITORIAL

Inflation dans la zone euro : plus de bruit que de signal

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

## BAROMÈTRE

Royaume-uni : de la lumière au bout du tunnel  
Fréquentation des commerces : entre rebond et stabilisation

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-11

## 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.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## INFLATION DANS LA ZONE EURO : PLUS DE BRUIT QUE DE SIGNAL

Les données préliminaires sur l'inflation dans la zone euro sont ressorties au-dessus des attentes, le taux d'inflation sous-jacente s'établissant à 1,4 % en janvier. L'inflation mensuelle est, néanmoins, négative, à -0,5 %. En raison de la pandémie de Covid-19, le bruit statistique associé aux données sur l'inflation est très élevé de sorte que ces dernières sont plus difficiles à interpréter. Les données d'enquête indiquent une hausse des prix des intrants et un allongement des délais de livraison, susceptibles d'exercer des pressions à la hausse sur l'inflation. Ces facteurs devraient disparaître dans le courant de l'année. Compte tenu du sous-emploi des ressources économiques, la remontée durable de l'inflation devrait être un processus très progressif.

Les données préliminaires sur l'inflation dans la zone euro sont ressorties au-dessus des attentes, le taux d'inflation sous-jacente s'établissant à 1,4 % en janvier. L'inflation mensuelle était toutefois négative, à -0,5 %. C'est peut-être la raison pour laquelle le marché obligataire est resté indifférent à cette nouvelle, le rendement du Bund 10 ans n'ayant guère bougé. L'autre raison possible est que les investisseurs savent parfaitement que, du fait de la pandémie, le bruit statistique associé aux données sur l'inflation est très élevé et que celles-ci sont, par conséquent, plus difficiles à interpréter.

Plusieurs facteurs sont à l'œuvre. Premièrement, du fait du confinement, de nouvelles sources de prix doivent être utilisées pour certains articles. Des prix peuvent même manquer en raison des fermetures de magasins, d'hôtels et de restaurants, ou de l'arrêt de certains services. Aux fins des mesures statistiques, on pallie ce manque en imputant les variations de prix observées pour des produits similaires pour lesquels des données sont disponibles. Pour le mois de janvier de cette année, c'est le cas de 18 % des prix des services<sup>1</sup>. Si c'est bien en deçà du niveau atteint en avril 2020, où 41 % des prix des services et 43 % des prix des biens industriels non énergétiques étaient imputés, cela reste néanmoins important. Deuxièmement, l'évolution de la fiscalité crée des effets de base. En Allemagne, les prix ont tout d'abord baissé avec la réduction temporaire du taux de TVA, puis ils sont repartis à la hausse en janvier avec l'expiration de cette mesure fin décembre. Troisièmement, du fait de la fermeture des magasins, dans certains pays les réductions accordées ont été moindres qu'habituellement en période de soldes, entraînant une hausse de l'inflation annuelle. Quatrièmement, en raison des restrictions et du télétravail, les dépenses des ménages évoluent, ce qui peut aussi influencer la dynamique de l'inflation<sup>2</sup>. Enfin, les facteurs liés à l'offre peuvent entraîner une hausse temporaire de l'inflation. Les secteurs concernés par le confinement pourraient enregistrer un bond de la demande avec la levée des restrictions, créant une marge de relèvement des prix à un moment où l'élasticité-prix de la demande est faible.

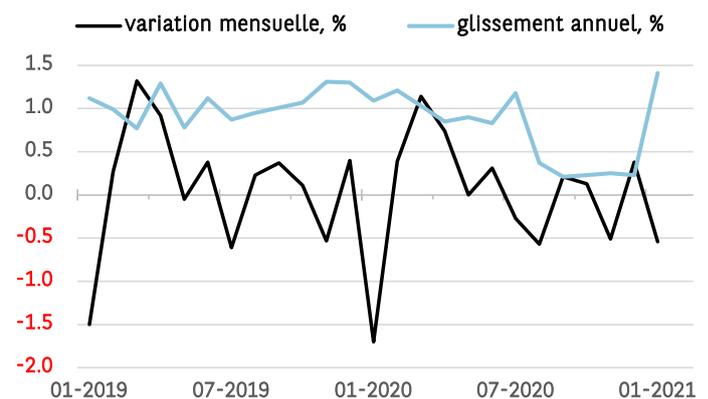
<sup>1</sup> Source : Eurostat. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/publications>.

<sup>2</sup> Eurostat a rédigé une note sur la pondération de l'IPCH : <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/Guidance-on-the-compilation-of-HICP-weights-in-case-of-large-changes-in-consumer-expenditures.pdf>

De manière générale, des déséquilibres entre l'offre et la demande ressortent déjà des enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achats. Celles-ci indiquent une augmentation des prix des intrants et un allongement des délais de livraison. Cela tient aux effets différés de la rupture de l'offre, mais aussi à l'accélération soudaine de la demande une fois les restrictions levées. Or il est peu probable que cela déclenche une hausse significative de l'indice des prix à la consommation. Les enquêtes PMI montrent que les prix à la production ont moins augmenté que les prix des intrants. De plus, l'influence de ces facteurs devrait diminuer dans le courant de l'année, à mesure que les producteurs seront mieux à même d'évaluer le niveau de la demande. Conclusion : les moteurs plus traditionnels de l'inflation, comme les anticipations d'inflation et, en particulier, la sous-utilisation des ressources économiques, l'emporteraient. Compte tenu des préoccupations entourant les perspectives d'emploi et de l'absence de goulets d'étranglement sur le marché du travail, une remontée durable de l'inflation ne devrait être que très progressive.

William De Vijlder

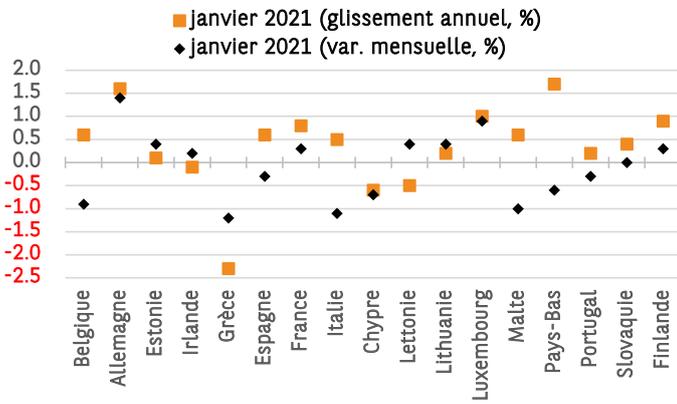
### ZONE EURO : INFLATION SOUS-JACENTE (IPCH)



SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

En raison de la pandémie de Covid-19, le bruit statistique associé aux données sur l'inflation est très élevé. La rupture de l'offre peut entraîner des rebonds temporaires, mais, compte tenu de la sous-utilisation des ressources économiques, l'augmentation durable de l'inflation devrait être un processus très progressif.

**ZONE EURO : INFLATION DE L'IPCH (ESTIMATION FLASH EUROSTAT)**



SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

**ZONE EURO : TAUX D'INFLATION DE L'IPCH ET DE SES COMPOSANTES, %**

	2021	janvier 2021	
	Poids	g.a.	var. mensuelle
Total de l'IPCH	1000	0.9e	0.2e
<b>Total IPCH hors:</b>			
énergie	905.1e	1.5e	-0.2e
énergie, aliments non transformés	854.5e	1.4e	-0.3e
énergie, alimentation, alcool et tabac	687.4e	1.4e	-0.5e
Alimentation, alcool et tabac	217.6e	1.5e	0.8e
Aliments transformés, alcool et tabac	167.0e	1.3e	0.7e
Aliments non transformés	50.6e	1.9e	1.1e
Energie	94.9e	-4.1e	3.8e
Biens industriels hors énergie	267.7e	1.4e	-1.5e
Services	419.7e	1.4e	0.0e

e estimation Eurostat

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 29-1-21 au 4-2-21

➔ CAC 40	5 399	➔	5 609	+3.9 %	
➔ S&P 500	3 714	➔	3 872	+4.2 %	
➔ Volatilité (VIX)	33.1	➔	21.8	-11.3 pb	
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	➔	-0.54	+0.5 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	0.20	➔	0.20	-0.7 pb	
➔ OAT 10a (%)	-0.34	➔	-0.29	+4.9 pb	
➔ Bund 10a (%)	-0.55	➔	-0.49	+6.3 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	1.10	➔	1.14	+4.4 pb	
➔ Euro vs dollar	1.21	➔	1.20	-1.4 %	
➔ Or (once, \$)	1 858	➔	1 790	-3.7 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	56.0	➔	58.9	+5.3 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		-haut 21		+bas 21		Rendements (%)		+haut 21		+bas 21	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.39	-0.38	le 22/01	-0.46	le 04/01
Eonia	-0.47	-0.47	le 26/01	-0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.70	-0.67	le 12/01	-0.75	le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.54	le 26/01	-0.56	le 06/01	Bund 10a	-0.49	-0.49	le 04/02	-0.60	le 04/01
Euribor 12m	-0.51	-0.49	le 25/01	-0.52	le 02/02	OAT 10a	-0.29	-0.29	le 04/02	-0.41	le 04/01
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.57	0.58	le 29/01	0.50	le 08/01
Libor 3m	0.20	0.24	le 13/01	0.19	le 02/02	\$ Treas. 2a	0.12	0.15	le 06/01	0.12	le 04/01
Libor 12m	0.31	0.34	le 01/01	0.30	le 02/02	Treas. 10a	1.14	1.14	le 04/02	0.91	le 01/01
£ Bqe Angl.	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01	High Yield	4.70	4.86	le 12/01	4.70	le 04/02
Libor 3m	0.04	0.04	le 01/02	0.03	le 01/01	£ Gilt. 2a	0.03	0.03	le 04/02	-0.08	le 04/01
Libor 12m	0.09	0.09	le 03/02	0.07	le 11/01	Gilt. 10a	0.46	0.46	le 04/02	0.21	le 04/01

Au 4-2-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.20	1.23 le 06/01	1.20 le 04/02	-2.1%
GBP	0.88	0.91 le 06/01	0.88 le 04/02	-2.0%
CHF	1.08	1.09 le 07/01	1.08 le 18/01	+0.0%
JPY	126.28	127.42 le 07/01	125.22 le 18/01	-0.0%
AUD	1.58	1.60 le 04/01	1.56 le 14/01	-0.6%
CNY	7.74	8.00 le 01/01	7.74 le 04/02	-3.2%
BRL	6.49	6.69 le 11/01	6.33 le 18/01	+2.2%
RUB	90.68	92.20 le 28/01	88.87 le 20/01	+0.2%
INR	87.40	89.88 le 07/01	87.40 le 04/02	-2.2%

Au 4-2-21 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	58.9	58.9 le 04/02	51.2 le 04/01	+13.6%	+16.0%
Or (once)	1 790	1 947 le 05/01	1 790 le 04/02	+1.4%	+3.5%
Métaux, LMEX	3 461	3 580 le 07/01	3 415 le 01/01	+1.4%	+3.5%
Cuivre (tonne)	7 826	8 167 le 07/01	7 749 le 01/01	+1.0%	+3.2%
Blé (tonne)	248	2.6 le 15/01	247 le 22/01	+0.3%	+2.4%
Mais (tonne)	212	2.1 le 03/02	188 le 04/01	+12.3%	+14.7%

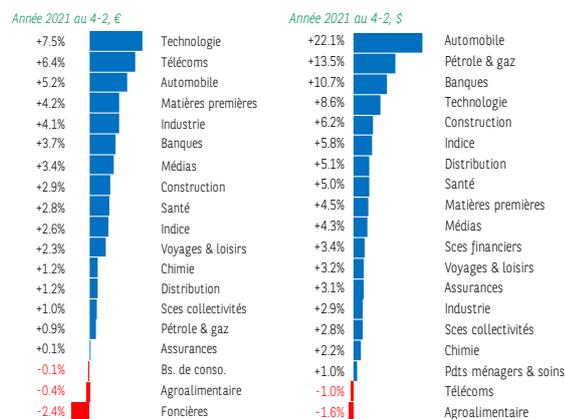
Au 4-2-21 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 758	2 766 le 21/01	2 662 le 29/01	+2.5%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	3 872	3 872 le 04/02	3 701 le 04/01	+3.1%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 642	3 645 le 08/01	3 481 le 29/01	+2.5%
CAC 40	5 609	5 707 le 08/01	5 399 le 29/01	+1.0%
DAX 30	14 060	14 060 le 04/02	13 433 le 29/01	+2.5%
IBEX 35	8 123	8 408 le 08/01	7 758 le 29/01	+0.6%
FTSE100	6 504	6 873 le 08/01	6 407 le 29/01	+0.7%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 079	1 086 le 25/01	1 044 le 06/01	+3.3%
Nikkei	28 342	28 822 le 25/01	27 056 le 06/01	+3.3%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 388	1 410 le 25/01	1 292 le 01/01	+7.5%
Chine	122	125 le 25/01	108 le 01/01	+12.9%
Inde	712	712 le 04/02	659 le 29/01	+5.3%
Bésil	1 798	1 941 le 14/01	1 727 le 29/01	+0.0%
Russie	668	722 le 14/01	647 le 01/02	+2.0%

Au 4-2-21 Variations

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

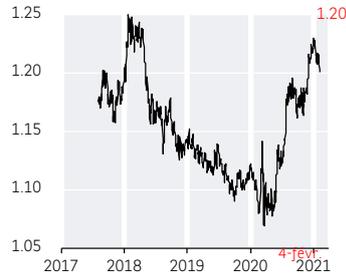


SOURCE : THOMSON REUTERS

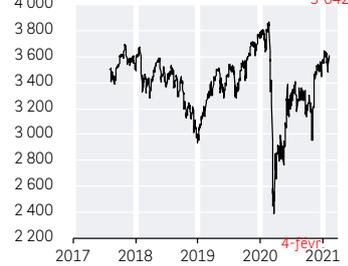


# REVUE DES MARCHÉS

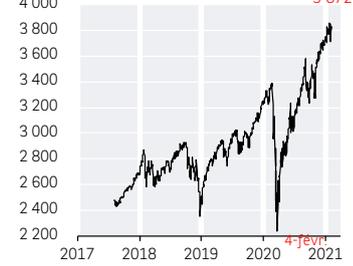
**EURO-DOLLAR**



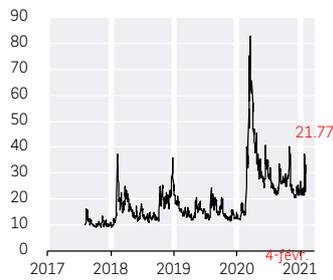
**EUROSTOXX50**



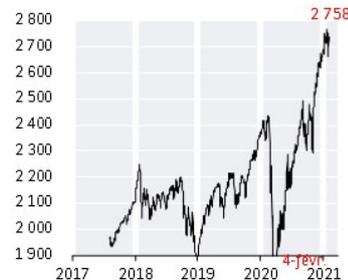
**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



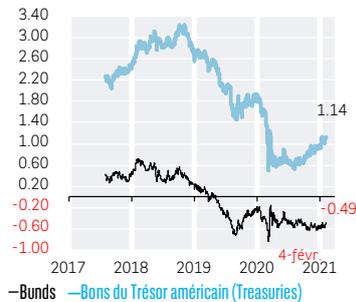
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



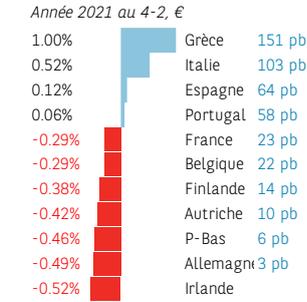
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



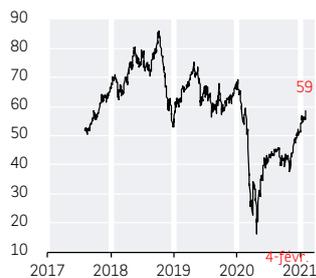
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



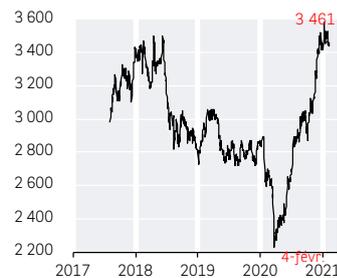
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## ROYAUME-UNI : DE LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL

Contrairement aux grands pays de l'Union européenne (UE), le Royaume-Uni n'a pas encore publié ses chiffres de PIB pour le dernier trimestre 2020. Néanmoins, l'indicateur mensuel de l'*Office for National Statistics* (ONS) fournit un avant-goût de l'évolution de l'économie pendant cette période. En novembre, le PIB s'est contracté pour la première fois depuis avril, reculant de 2,6% du fait du deuxième confinement imposé en Angleterre. Cette chute est due au secteur des services, l'indicateur du secteur de la production ayant stagné et celui du secteur de la construction ayant augmenté. De fait, tous les sous-secteurs des services ont enregistré une chute ce mois-là. Sans surprise, les secteurs de l'hébergement et de la restauration ainsi que ceux de la vente de gros et de détail ont été les plus affectés.

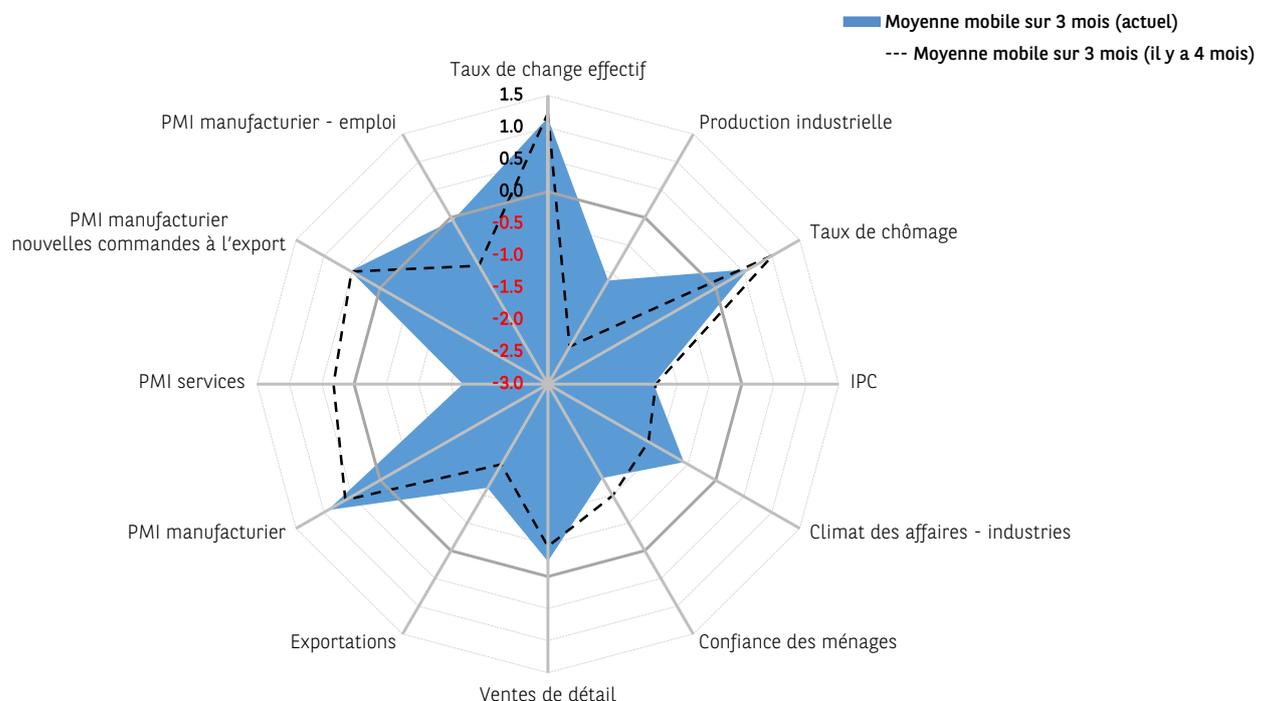
Grâce à la levée du confinement au début du mois de décembre, il est possible que le PIB ait augmenté sur l'ensemble du quatrième trimestre 2020. Cependant, le PIB se contractera certainement au premier trimestre 2021. Face à la recrudescence de l'épidémie, le gouvernement britannique a imposé un troisième confinement en Angleterre au tout début du mois de janvier. Le Premier ministre Boris Johnson a annoncé récemment que celui-ci ne serait pas levé avant le 8 mars. En outre, la sortie du Royaume-Uni du marché unique européen

a sensiblement entravé les échanges de certains biens – comme les biens périssables – entre les deux partenaires. Dans son rapport de politique monétaire de février, la Banque d'Angleterre estime que le PIB a augmenté de 0,6% au dernier trimestre 2020 et qu'il baissera de plus de 4% au premier trimestre 2021.

Cependant, si l'on regarde au-delà des premiers mois de l'année, des motifs d'optimisme apparaissent. Plusieurs vaccins efficaces contre la Covid-19 ont été approuvés par les autorités britanniques, et le rythme de vaccination au Royaume-Uni est rapide, surtout lorsqu'on le compare à celui des pays de l'UE. À l'heure actuelle, plus de 15% des Britanniques ont été vaccinés. De plus, les entreprises britanniques devraient progressivement s'adapter aux nouvelles règles encadrant leurs échanges avec l'UE, ce qui réduira certainement les frictions. De fait, cet optimisme se fait déjà sentir sur le marché des changes. Sur les trente derniers jours, la livre sterling s'est ainsi appréciée d'environ 3% face à l'euro.

**Hubert de Barochez**

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

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 -3 et +1,5. 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.



## FRÉQUENTATION DES COMMERCES : ENTRE REBOND ET STABILISATION

Le rapport sur la mobilité (*Google Mobility Report*), publié par Google le 1<sup>er</sup> février dernier, montre un rebond de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs dans certains pays et une stabilisation dans d'autres.

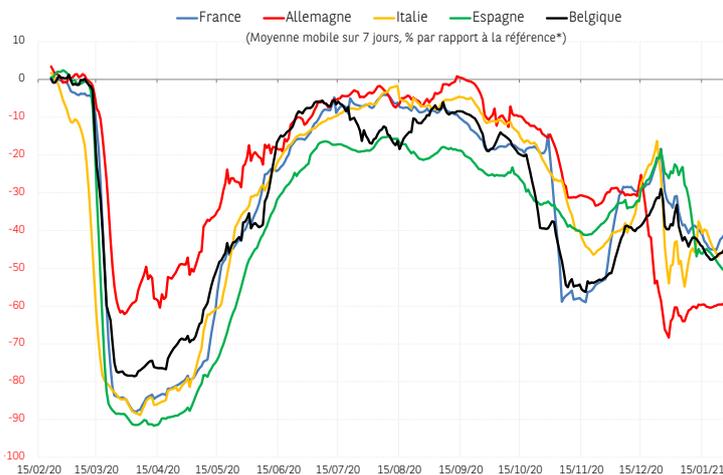
La France, l'Italie, la Belgique et le Royaume-Uni enregistrent un rebond en cours de la dernière semaine du mois de janvier, avec respectivement une hausse de 40%, 43%, 45% et 63% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence\* (graphiques 1 et 2). Cependant, la dynamique est moins marquée au Royaume-Uni. L'Italie a assoupli le 1<sup>er</sup> février les restrictions sanitaires dans la plupart de ses régions, permettant la réouverture des restaurants et des bars jusqu'à 18h00, ce qui devrait avoir un effet positif sur la mobilité des personnes. En Espagne, la fréquentation a rebondi très légèrement à la fin du mois de janvier, après une baisse due à la tempête de neige Filomena qui a frappé le pays début janvier. En Allemagne, la fréquentation se stabilise mais reste particulièrement faible, à environ 60% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence.

Aux États-Unis et au Japon, la fréquentation se stabilise aussi depuis la dernière semaine du mois de janvier. La fréquentation y reste élevée par rapport aux pays européens, à environ 75% du niveau d'avant-crise.

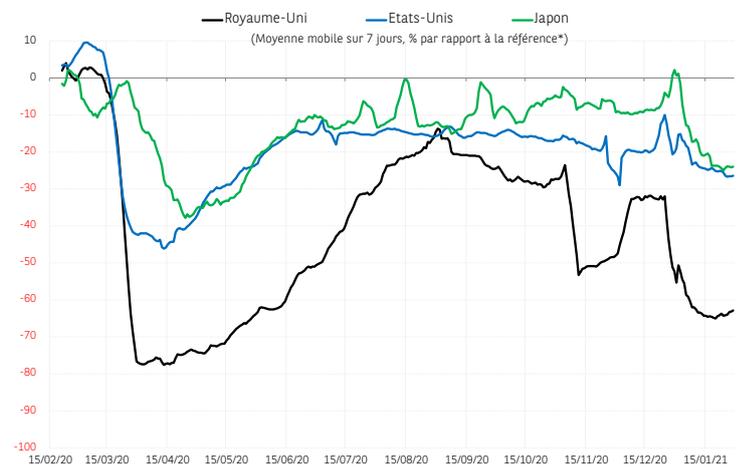
L'indice final du PMI des services montre que le durcissement sanitaire a pesé sur l'activité de ce secteur en janvier (graphique 3). En effet, pour l'ensemble des pays, à l'exception des États-Unis, il reste sous la barre des 50 qui sépare la contraction de l'expansion. En Espagne, la tempête Filomena et les restrictions sanitaires ont fortement pesé sur l'activité des services, dont l'indice a ainsi chuté à 41,7 en janvier contre 48 en décembre. En Italie, il est remonté à 44,7 en janvier après 39,7 en décembre, bien au-delà du consensus (39,5). En France, l'indice s'est replié à 47,3 en janvier contre 49,1 en décembre, un plus bas de trois mois. En Allemagne, l'activité des services a continué de décélérer, l'indice PMI atteignant 46,7 en janvier, sa quatrième baisse mensuelle consécutive ; l'indice final est resté pratiquement inchangé par rapport à l'indice flash. Au Japon, le PMI des services a reculé fortement à 46,1 en janvier après s'être stabilisé à 47,7 en décembre, un plus bas depuis août 2020. Au Royaume-Uni, il a chuté à un rythme plus rapide depuis mai 2020 (39,5 en janvier contre 49,4 en décembre). Aux États-Unis, l'indice final du PMI des services reste inchangé par rapport à l'indice du flash. Il s'est établi à 57,5 en janvier contre 54,8 en décembre, le deuxième plus haut depuis mars 2015.

Tarik Rharrab

## FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR 02/02/2021), BNP PARIBAS

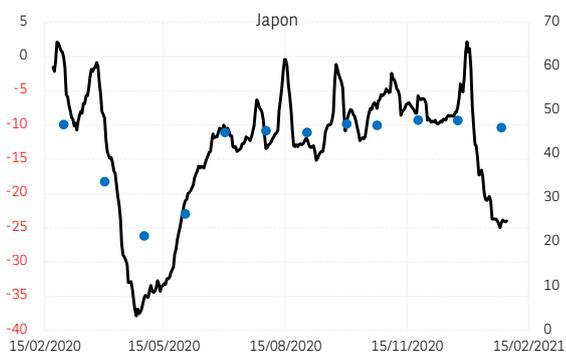
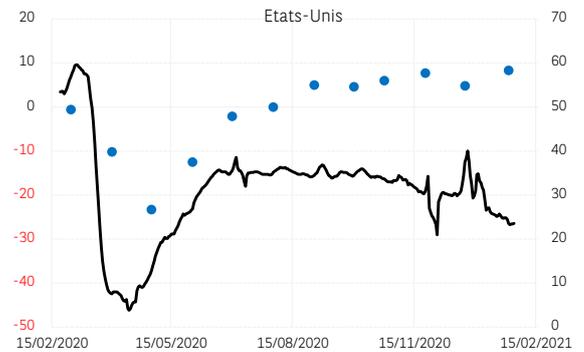
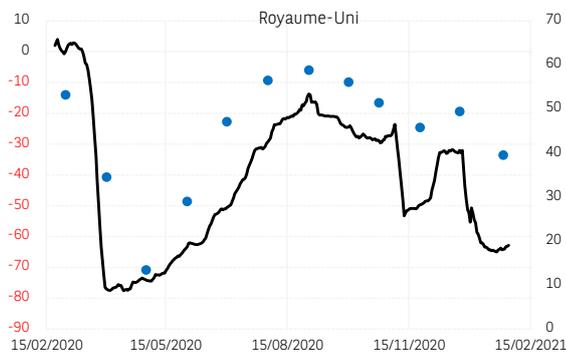
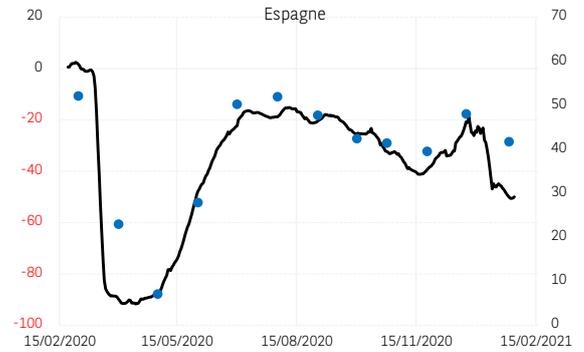
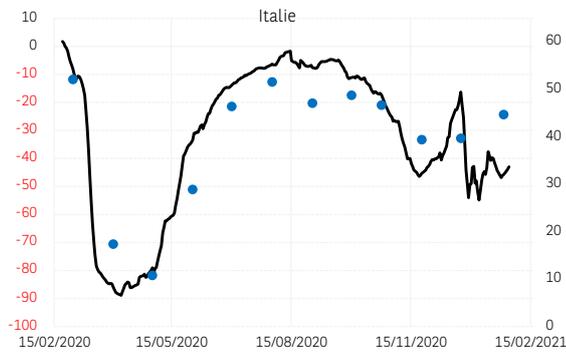
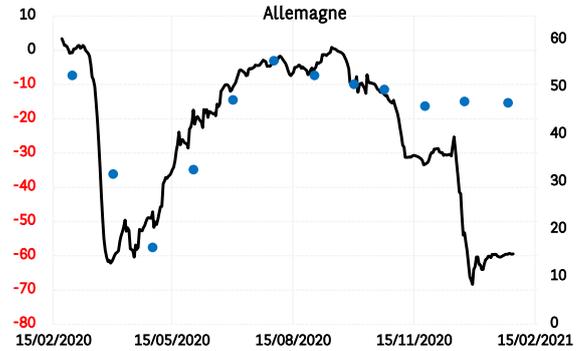
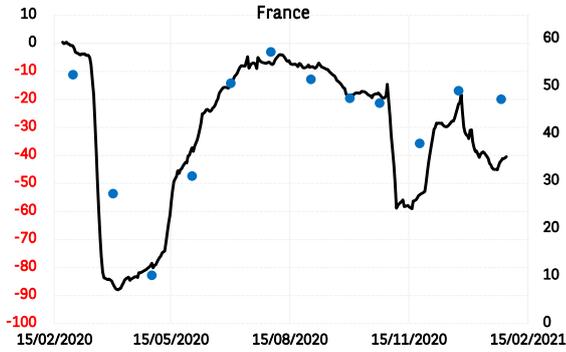
\* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 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 les rapports 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 02/02/2021), 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, deviennent moins accommodantes depuis le T4, les autorités cherchant à contenir les risques dans le système financier.

## ZONE EURO

Après avoir nettement rebondi au T3 2020 (+12,6%), surprenant même à la hausse les attentes, le PIB de la zone euro devrait sensiblement ralentir au T4 2020. La recrudescence de l'épidémie dans la plupart des États membres et des nouvelles restrictions sanitaires mises en place pèsent sur la dynamique de rattrapage. La perte d'activité causée par la crise de la Covid-19 ne sera probablement pas effacée avant la fin de l'année 2021. Malgré l'espoir suscité par l'arrivée des vaccins, les inquiétudes relatives à la situation sanitaire en 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, 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 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 &amp; CHANGES

Aux États-Unis, la politique monétaire devrait rester inchangée pendant un bon moment : le FOMC souhaite en effet que l'inflation dépasse le seuil de 2 % pour compenser une hausse des prix restée trop longtemps en dessous de cet objectif. Aussi a-t-il décidé, lors de sa réunion du mois de décembre, de maintenir le rythme actuel d'achats d'actifs « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi et d'inflation. D'autres mesures pourraient être prises en cas d'aggravation de la situation économique. Les rendements de *Treasuries* devraient évoluer à la hausse sous l'effet du programme de relance budgétaire et de la reprise économique, mais aussi en raison du choix de la Fed qui vise, du moins temporairement, une inflation supérieure à 2 %.

Dans la zone euro, la BCE a encore assoupli sa politique monétaire lors de la réunion du mois de décembre. Elle a, en particulier, décidé d'augmenter l'enveloppe du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou PEPP) et de prolonger sa durée au moins jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Ces mesures visent à soutenir l'économie de manière à provoquer un rebond de l'inflation, qui

a reculé à un niveau très bas. Cette orientation très accommodante – qui sera maintenue assez longtemps – devrait limiter les écarts de rendement des obligations souveraines, sachant qu'à un moment donné, les spéculations selon lesquelles la date de fin du PEPP ne pourra plus être reportée finiront probablement par provoquer un élargissement des *spreads*. Comme toujours, les taux longs en zone euro seront largement affectés par les rendements américains. La perspective d'une reprise plus durable, grâce au déploiement du vaccin, devrait contribuer à une légère remontée des rendements obligataires.

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	4.2	4.1	1.8	1.3	1.9	1.9
Japon*	0.3	-5.3	1.1	3.0	0.5	0.0	-0.4	-0.3
Royaume-Uni*	1.5	-11.1	4.0	8.6	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro*	1.3	-7.3	3.8	5.5	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne*	0.6	-5.6	2.7	5.1	1.4	0.4	1.3	1.2
France*	1.5	-9.0	5.5	4.7	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie*	0.3	-9.0	4.5	4.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne*	2.0	-11.6	5.4	5.9	0.8	-0.4	0.4	0.9
Chine*	6.1	2.3	9.5	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<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
MISE À JOUR : LE 23 NOVEMBRE 2020 ; \*CROISSANCE ACTUALISÉE LE 7 JANVIER 2021

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021					
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	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					
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
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					
moyenne de la période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
Pétrole	USD/baril	56	54	55	59	56	-

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)  
MISE À JOUR ET SPOT : 23/11/2020



## CALENDRIER ACTUALISÉ

10

## DERNIERS INDICATEURS

Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable en décembre. Le PIB s'est contracté au quatrième trimestre mais dans de moindres proportions qu'attendu. L'inflation sous-jacente a augmenté plus que prévu. En France, l'enquête sur l'investissement industriel a montré une amélioration et la baisse des emplois dans le secteur privé a été moins marquée que prévu. En décembre, les chiffres des ventes de détail pour la zone euro ont progressé davantage que dans les prévisions du consensus. Enfin, le rapport sur le marché du travail américain a montré une faible augmentation de la croissance de l'emploi, en-dessous des attentes. Les chiffres de décembre ont été révisés, passant de - 140K à - 227K. Le taux de chômage a décliné.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
01/02/2021	Zone euro	Taux de chômage	Déc.	8.3%	8.3%	8.3%
02/02/2021	Zone euro	PIB t/t	T4	-0.9%	-0.7%	12.4%
03/02/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	0.9%	--	0.2%
04/02/2021	France	Enquête sur l'investissement dans l'industrie		--	10.0%	4.0%
04/02/2021	Zone euro	Bulletin économique de la BCE				
04/02/2021	Zone euro	Ventes de détails m/m	Déc.	1.6%	2.0%	-6.1%
04/02/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Fév.	0.1%	0.1%	0.1%
05/02/2021	Allemagne	Commandes d'usine m/m	Déc.	-1.0%	-1.9%	2.3%
05/02/2021	France	Emploi du secteur privé	T4	-0.7%	-0.2%	1.6%
05/02/2021	États-Unis	Évolution de l'emploi non-agricole	Janv.	70k	49k	-227k
05/02/2021	États-Unis	Taux de chômage	Janv.	6.7%	6.3%	6.7%
05/02/2021	États-Unis	Taux d'activité	Janv.	61.5%	61.4%	61.5%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine sera calme en termes de publication de données. Au Japon, paraîtra l'enquête Eco Watchers pour janvier, et en Chine, les chiffres du financement global ainsi que ceux de l'inflation. Le Royaume-Uni publiera son PIB du 4<sup>e</sup> trimestre. La Banque de France fera paraître son indice du sentiment industriel. Pour les États-Unis, nous aurons l'optimisme des petites entreprises, les chiffres des demandes initiales d'assurance chômage et de l'inflation ainsi que le sentiment de l'université du Michigan. Enfin, la Commission européenne publiera ses prévisions économiques.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
08/02/2021	Japon	Enquête Eco Watchers (conjoncture)	Janv.	--	35,5
08/02/2021	Japon	Enquête Eco Watchers (perspectives)	Janv.	--	37,1
08/02/2021	Allemagne	Production industrielle m/m	Déc.	--	0,90%
09/02/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Janv.	--	9,90%
09/02/2021	Allemagne	Exportations m/m	Déc.	--	2,20%
09/02/2021	Allemagne	Importations m/m	Déc.	--	4,70%
09/02/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Janv.	--	95,9
09/02/2021	États-Unis	Offres d'emploi (JOLTS)	Déc.	--	6527
09/02/2021	France	Sentiment de la Banque de France	Janv.	--	97
09/02/21-15/02/21	Chine	Financement global	Janv.	4 600,0b	1 720,0b
10/02/2021	Chine	IPC g.a.	Janv.	-0,10%	0,20%
10/02/2021	Chine	IPP g.a.	Janv.	0,30%	-0,40%
10/02/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Janv.	--	1,40%
10/02/2021	France	Production industrielle m/m	Déc.	--	-0,90%
10/02/2021	États-Unis	IPX hors alimentation et énergie m/m	Janv.	0,20%	0,10%
10/02/2021	Royaume-Uni	Investissement global des entreprises t/t	T4	--	9,40%
10/02/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T4	--	16,00%
10/02/2021	Royaume-Uni	Consommation privée t/t	T4	--	19,50%
10/02/2021	Royaume-Uni	Dépenses publiques t/t	T4	--	10,40%
10/02/2021	Royaume-Uni	Formation brute de capital fixe t/t	T4	--	17,90%
10/02/2021	Royaume-Uni	Exportations t/t	T4	--	-0,40%
10/02/2021	Royaume-Uni	Importations t/t	T4	--	11,70%
11/02/2021	Zone euro	Prévisions économiques de la Commission européenne			
11/02/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	6 févr.	--	--
12/02/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Déc.	--	2,50%
12/02/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	80	79
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (conjoncture)	Févr.	--	86,7
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (attentes)	Févr.	--	74
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 1 an)	Févr.	--	3,00%
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (inflation 5-10 ans)	Févr.	--	2,70%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">Vers une reprise différée dans la zone euro ?</a>	EcoTVWeek	5 février 2021
<a href="#">Banques américaines : des plans de rachats d'actions avant la cure d'amaigrissement des bilans</a>	Graphique de la semaine	3 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.04 - Édition du 29 janvier 2021</a>	EcoWeek	29 janvier 2021
<a href="#">Royaume-Uni : un mois après le Brexit</a>	EcoTVWeek	29 janvier 2021
<a href="#">France : anciens et nouveaux indicateurs de suivi de la conjoncture</a>	Graphique de la semaine	27 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.03 - Édition du 22 janvier 2021</a>	EcoWeek	22 janvier 2021
<a href="#">France : situation conjoncturelle au tournant 2020-2021</a>	EcoTVWeek	22 janvier 2021
<a href="#">Espagne : Vers une hausse prolongée du déficit public ?</a>	EcoFlash	21 janvier 2021
<a href="#">Le rebond du marché boursier au Brésil : des facteurs internes à l'œuvre</a>	Graphique de la semaine	20 janvier 2021
<a href="#">Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs</a>	EcoEmerging	18 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.02 - Édition du 15 janvier 2021</a>	EcoWeek	15 janvier 2021
<a href="#">La migration du risque en 2021</a>	EcoTVWeek	15 janvier 2021
<a href="#">L'alourdissement de la charge des intérêts négatifs sur les réserves excédentaires temporairement compensé par les conditions des tltro iii</a>	Graphique de la semaine	14 janvier 2021
<a href="#">Turquie : en finir avec la croissance en stop and go ?</a>	Conjoncture	12 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.01 - Édition du 11 janvier 2021</a>	EcoWeek	11 janvier 2021
<a href="#">Édition spéciale - 2021 : espoirs et défis</a>	EcoTVWeek	7 janvier 2021
<a href="#">Édition de janvier 2021</a>	EcoTV	7 janvier 2021
<a href="#">Royaume-Uni : Brexit : Le pire a été évité</a>	EcoFlash	6 janvier 2021
<a href="#">Le changement climatique s'accélère</a>	Graphique de la Semaine	6 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 20.47 - Édition du 18 décembre 2020</a>	EcoWeek	18 décembre 2020
<a href="#">2020 : début d'une nouvelle ère</a>	EcoTVWeek	18 décembre 2020
<a href="#">Édition de décembre 2020</a>	EcoTV	11 décembre 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 desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://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