

2-3

## ÉDITORIAL

Surprenant découplage entre les taux longs américains et allemands

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

## BAROMÈTRE

Incertitude en baisse mais toujours à un haut niveau

États-Unis : entre affliction et espoir

Retour du confinement et des restrictions : quels impacts sur la mobilité ?

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.

## SURPRENANT DÉCOUPLAGE ENTRE LES TAUX LONGS AMÉRICAINS ET ALLEMANDS

Les rendements des *Treasuries* et du *Bund* ont tendance à être fortement corrélés mais, depuis la fin août 2020, ceux du taux long allemand se sont pour l'essentiel stabilisés tandis que les rendements des taux longs américains ont augmenté. Cet élargissement du *spread* s'explique par une hausse du différentiel de taux réels, en grande partie due à la baisse des rendements réels allemands. Cela pourrait traduire un plus grand pessimisme des investisseurs obligataires à l'égard des perspectives de croissance en Allemagne et, par extension, dans la zone euro. L'autre interprétation, plus probable, est que la prime de risque de taux réels a baissé en Allemagne suite aux achats d'actifs effectués par la Banque centrale européenne. Dans ce cas, l'inquiétude des investisseurs va grandir à l'idée qu'une fois la pandémie passée, la BCE devra mettre un terme à ses achats nets dans le cadre du PEPP.

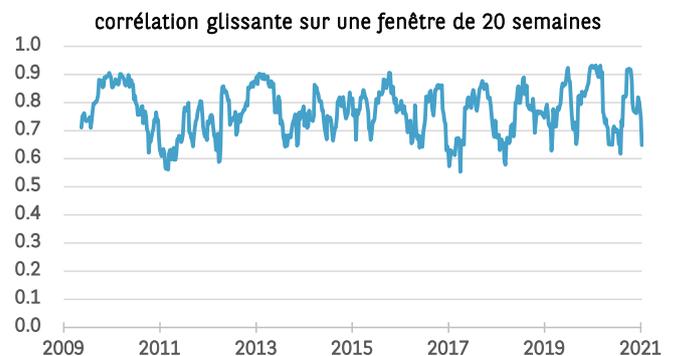
Les rendements des taux longs américains et allemands ont tendance à être fortement corrélés. Cela s'explique par la synchronisation des cycles conjoncturels entre les États-Unis et la zone euro ainsi que par les flux de capitaux internationaux. Même si la corrélation glissante sur 20 semaines a quelque peu diminué en 2020, elle s'est maintenue dans la fourchette observée depuis 2009 (graphique 1).

La récente diminution de la corrélation ressort aussi clairement du graphique 2. La relation entre les rendements américains et allemands, qui ont toujours évolué à la hausse et à la baisse de concert - avec, toutefois, quelques différences en termes d'amplitude - a changé en 2020. Au premier semestre de l'année dernière, l'écart de taux (*spread*) entre les *Treasuries* et le *Bund* a évolué dans une fourchette étroite mais, depuis fin août, les rendements des obligations d'État allemandes sont, pour l'essentiel, restés stables tandis que les taux longs américains sont remontés, entraînant une hausse du différentiel de taux d'intérêt.

Les rendements obligataires nominaux peuvent être décomposés en deux parties : le rendement réel, soit le rendement des obligations indexées sur l'inflation, et les anticipations d'inflation, soit la différence entre les rendements nominaux et réels. Cela permet d'analyser les facteurs à l'origine de l'évolution du différentiel de rendement entre les obligations d'État américaines et allemandes. Le graphique 3 illustre la variation cumulée de l'écart entre le rendement nominal et celui des obligations indexées sur l'inflation depuis le 31 août 2020. Il montre également la différence des variations cumulées des anticipations d'inflation basées sur le marché.

Il est intéressant de noter que les rendements nominaux et les rendements réels ont enregistré une hausse plus ou moins comparable, ce qui signifie que les anticipations d'inflation basées sur le marché ont connu la même évolution aux États-Unis et en Allemagne. Par conséquent, l'élargissement du *spread* s'explique par l'augmentation du différentiel de taux réels. Comme le montre le graphique 4, aux États-Unis, les taux réels ont, dans un premier temps, progressé dans la perspective des élections du 3 novembre dernier pour se replier ensuite.

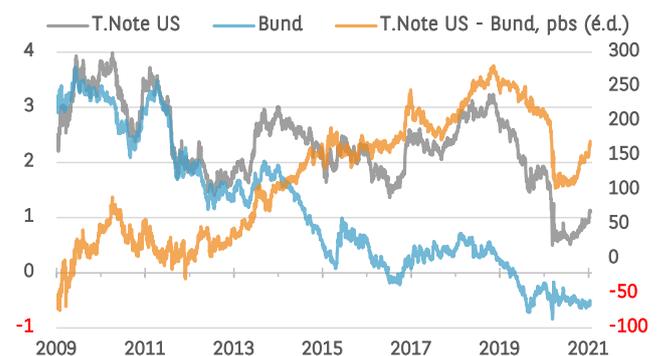
### TAUX À 10 ANS : CORRÉLATION ENTRE BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN ET BUND ALLEMAND



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

### RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS



GRAPHIQUE 2

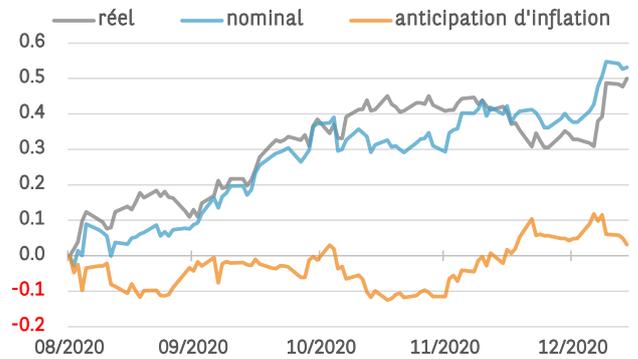
SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

La baisse, au cours des derniers mois, des rendements obligataires allemands corrigés de l'inflation pourrait refléter l'efficacité du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Dans ce cas, l'inquiétude va grandir chez les investisseurs à l'idée qu'une fois la pandémie passée, les achats nets effectués dans le cadre du PEPP pourraient prendre fin.

Ce dernier mouvement pourrait refléter l'opinion du marché selon laquelle, en l'absence de majorité au Sénat, l'administration Biden aurait du mal à faire adopter d'importantes mesures de relance budgétaire supplémentaires. Cependant, après la victoire de deux de ses candidats au second tour des élections sénatoriales en Géorgie, le parti démocrate aura la majorité au Sénat. Cette victoire ouvre la voie à une politique budgétaire plus expansionniste, ce qui peut expliquer la remontée des taux réels. En Allemagne, en revanche, les rendements obligataires réels ont suivi une tendance à la baisse pendant toute la période sous revue, une évolution en grande partie à l'origine de l'élargissement du *spread*. Pour interpréter cela, il ne faut pas perdre de vue que le rendement obligataire réel correspond à la somme des taux d'intérêt réels attendus et de la prime de risque des taux réels (figure 1<sup>1</sup>). On peut interpréter cela de deux manières : soit les investisseurs obligataires sont désormais plus pessimistes sur les perspectives de croissance en Allemagne et, par extension, dans la zone euro, par rapport aux États-Unis ; soit la prime de risque des taux réels a baissé en Allemagne par rapport aux États-Unis. Cela pourrait être dû à la perspective d'une augmentation significative supplémentaire du besoin d'emprunt du Trésor américain – pour financer le nouveau plan de relance – mais aussi au fait que la BCE, au travers de ses achats d'actifs (assouplissement quantitatif, programme d'achats d'urgence face à la pandémie ou PEPP) a bien réussi à contrôler le niveau des rendements obligataires en exerçant une influence sur la prime de risque. Si cette dernière interprétation est la bonne, les investisseurs seront de plus en plus inquiets à l'idée que, dans le monde d'après-pandémie, la BCE devra mettre un terme à ses achats nets dans le cadre du PEPP.

**William De Vijlder**

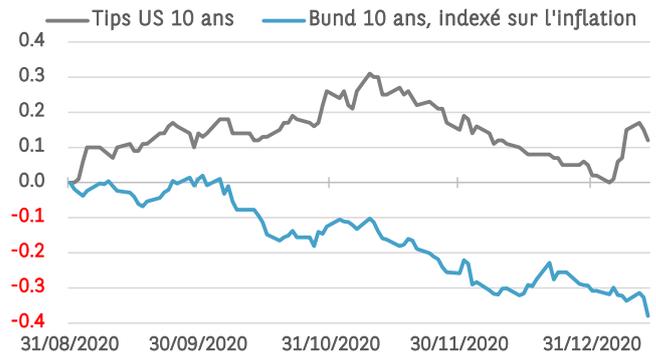
**RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS : VARIATION CUMULÉE DU SPREAD ÉTATS-UNIS - ALLEMAGNE DEPUIS LE 31/08/2020 (%)**



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

**TAUX RÉELS AMÉRICAINS ET ALLEMANDS : VARIATION CUMULÉE DEPUIS LE 31/08/2020 (%)**



GRAPHIQUE 4

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

**DÉCOMPOSITION DU RENDEMENT OBLIGATAIRE NOMINAL**

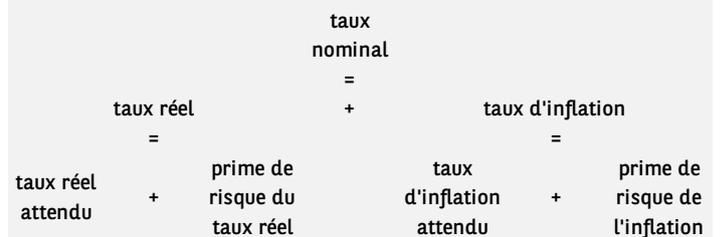


FIGURE 1

SOURCE : BANQUE D'ANGLETERRE

1. Source : « *The yield curve and QE* », discours prononcé par Gertjan Vlieghe, Banque d'Angleterre, 25 septembre 2018.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 8-1-21 au 14-1-21

▼ CAC 40	5 707	▶ 5 681	-0.5 %
▼ S&P 500	3 825	▶ 3 796	-0.8 %
↗ Volatilité (VIX)	21.6	▶ 23.3	+1.7 pb
↗ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.55	+0.0 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.24	+1.7 pb
▼ OAT 10a (%)	-0.38	▶ -0.38	-0.5 pb
▼ Bund 10a (%)	-0.55	▶ -0.58	-3.0 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.11	▶ 1.13	+2.3 pb
▼ Euro vs dollar	1.23	▶ 1.21	-1.0 %
▼ Or (once, \$)	1 855	▶ 1 849	-0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	56.1	▶ 56.5	+0.8 %

## 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	-0.42 -0.40 le 13/01	-0.46 le 04/01
Eonia	-0.48	-0.48 le 08/01	-0.50 le 01/01	Bund 2a	-0.71 -0.67 le 12/01	-0.75 le 01/01
Euribor 3m	-0.55	-0.55 le 01/01	-0.56 le 06/01	Bund 10a	-0.58 -0.50 le 12/01	-0.60 le 04/01
Euribor 12m	-0.51	-0.50 le 13/01	-0.51 le 08/01	OAT 10a	-0.38 -0.31 le 12/01	-0.41 le 04/01
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.51 0.56 le 12/01	0.50 le 08/01
Libor 3m	0.24	0.24 le 13/01	0.22 le 08/01	\$ Treas. 2a	0.15 0.15 le 06/01	0.12 le 04/01
Libor 12m	0.33	0.34 le 01/01	0.33 le 12/01	Treas. 10a	1.13 1.14 le 12/01	0.91 le 01/01
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	0.10 le 01/01	High Yield	4.80 4.86 le 12/01	4.79 le 07/01
Libor 3m	0.03	0.03 le 13/01	0.03 le 01/01	£ Gilt. 2a	-0.06 -0.01 le 12/01	-0.08 le 04/01
Libor 12m	0.09	0.09 le 13/01	0.07 le 11/01	Gilt. 10a	0.31 0.38 le 12/01	0.21 le 04/01

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021	
USD	1.21	1.23 le 06/01	1.21 le 14/01	-0.8%
GBP	0.89	0.91 le 06/01	0.89 le 14/01	-0.9%
CHF	1.08	1.09 le 07/01	1.08 le 14/01	-0.3%
JPY	125.99	127.42 le 07/01	125.99 le 14/01	-0.3%
AUD	1.56	1.60 le 04/01	1.56 le 14/01	-1.5%
CNY	7.85	8.00 le 01/01	7.85 le 14/01	-1.9%
BRL	6.34	6.69 le 11/01	6.34 le 14/01	-0.2%
RUB	88.88	91.36 le 07/01	88.88 le 14/01	-1.8%
INR	88.64	89.88 le 07/01	88.64 le 14/01	-0.9%

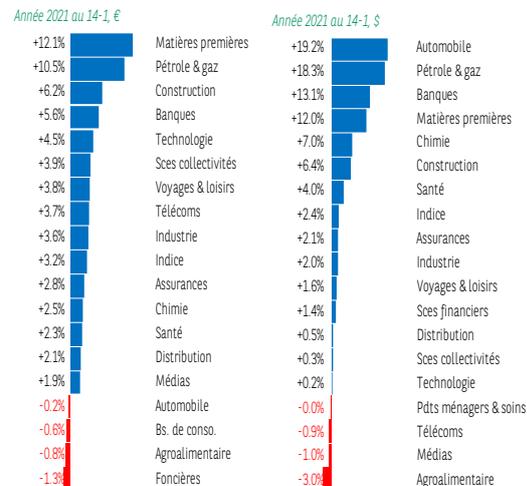
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)	
Pétrole, Brent	56.5	56.7 le 12/01	51.2 le 04/01	+8.9%	+9.8%
Or (once)	1 849	1 947 le 05/01	1 845 le 12/01	-2.6%	-1.8%
Métaux, LME	3 527	3 580 le 07/01	3 415 le 01/01	+3.3%	+4.2%
Cuivre (tonne)	8 040	8 167 le 07/01	7 749 le 01/01	+3.7%	+4.6%
Blé (tonne)	263	2.6 le 14/01	247 le 01/01	+6.2%	+7.1%
Maïs (tonne)	206	2.1 le 14/01	188 le 04/01	+9.2%	+10.1%

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 738	2 753 le 08/01	2 670 le 04/01	+1.8%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	3 796	3 825 le 08/01	3 701 le 04/01	+1.1%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 641	3 645 le 08/01	3 548 le 05/01	+2.5%
CAC 40	5 681	5 707 le 08/01	5 551 le 01/01	+2.3%
DAX 30	13 989	14 050 le 08/01	13 651 le 05/01	+2.0%
IBEX 35	8 372	8 408 le 08/01	8 074 le 01/01	+3.7%
FTSE100	6 802	6 873 le 08/01	6 461 le 01/01	+5.3%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 083	1 083 le 14/01	1 044 le 06/01	+3.7%
Nikkei	28 698	28 698 le 14/01	27 056 le 06/01	+4.6%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 371	1 371 le 14/01	1 292 le 01/01	+6.2%
Chine	115	115 le 14/01	108 le 01/01	+5.7%
Inde	708	708 le 14/01	678 le 01/01	+4.8%
Bésil	1 941	1 941 le 14/01	1 840 le 06/01	+4.1%
Russie	722	722 le 14/01	669 le 01/01	+7.0%

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



SOURCE : THOMSON REUTERS

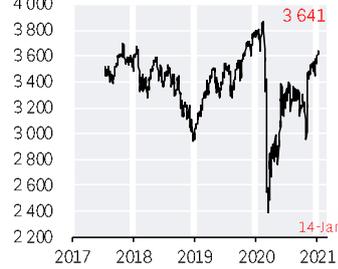


# REVUE DES MARCHÉS

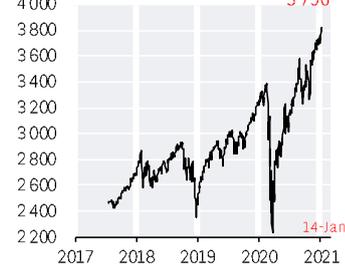
**EURO-DOLLAR**



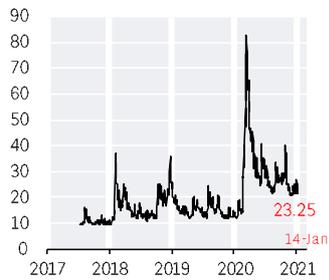
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



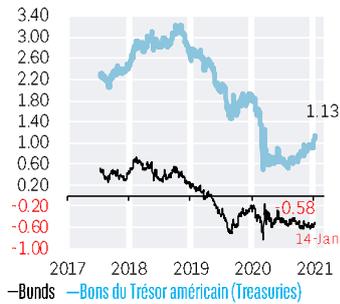
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

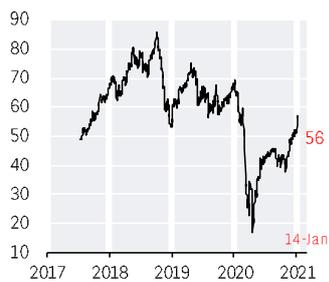


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2021 au 14-1, €

0.52%	Italie	109 bp
0.06%	Portugal	63 bp
0.06%	Espagne	63 bp
-0.38%	Belgique	19 bp
-0.40%	France	17 bp
-0.48%	Irlande	10 bp
-0.48%	Finlande	9 bp
-0.50%	Autriche	7 bp
-0.55%	P-Bas	2 bp
-0.58%	Allemagne	

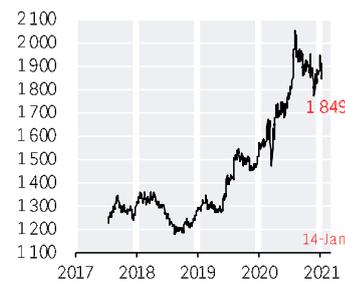
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## BAROMÈTRE

6

## INCERTITUDE : EN BAISSSE MAIS TOUJOURS À UN HAUT NIVEAU

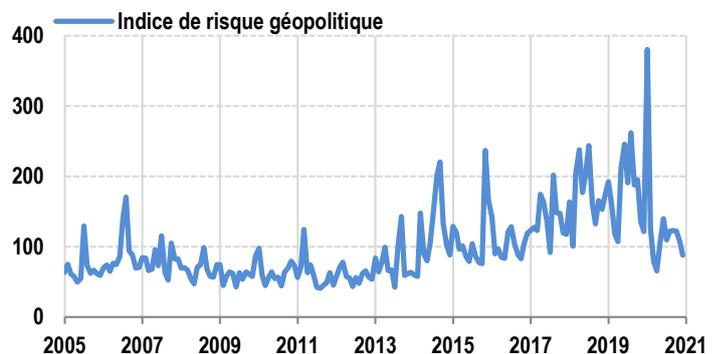
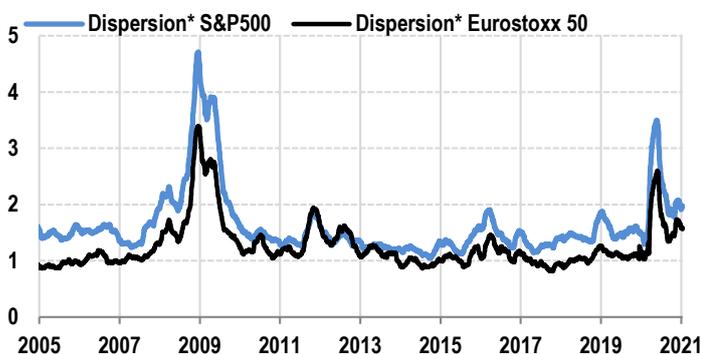
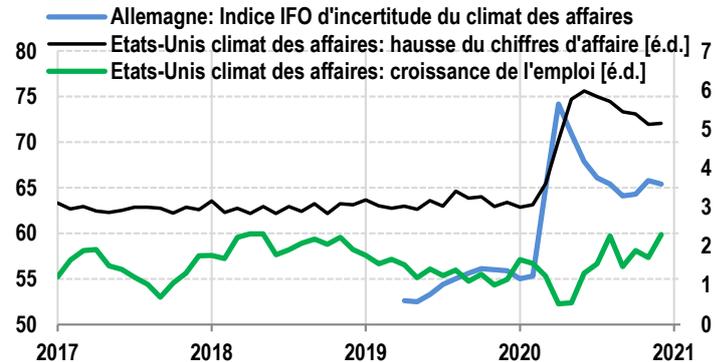
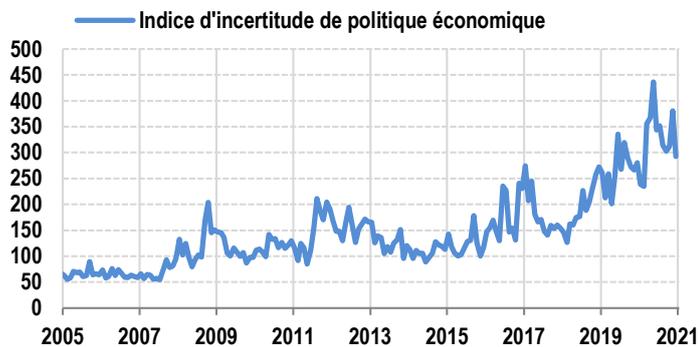
Les derniers chiffres de nos indicateurs font ressortir une baisse de l'incertitude. En commençant en haut à gauche et en allant dans le sens des aiguilles d'une montre, le repli de l'indicateur basé sur la couverture médiatique se poursuit mais la dynamique s'essouffle et le niveau reste élevé. Cela n'a rien d'étonnant compte tenu des flux d'informations sur les nouveaux cas d'infection. L'incertitude basée sur les enquêtes auprès des entreprises a récemment quelque peu reculé en Allemagne mais, là encore, elle reste haute. C'est aussi le cas, aux États-Unis, des attentes en matière de hausse du chiffre d'affaires, tandis que l'augmentation de l'incertitude concernant les prochains chiffres de l'emploi a de quoi inquiéter.

L'indicateur de l'évolution du risque géopolitique a récemment reculé, atteignant un niveau très bas pour la période écoulée depuis 2014. Enfin, l'indicateur d'incertitude basé sur les cours des actions – la dispersion des performances journalières des actions qui, ensemble, constituent un indice boursier – a sensiblement fluctué. Après une

forte baisse, il a légèrement rebondi pour se replier de nouveau très récemment. À l'exception du pic du premier confinement, les données actuelles restent relativement élevées par rapport à celles enregistrées depuis 2010. Dans l'ensemble, l'incertitude recule mais tout en s'inscrivant à un haut niveau sous l'effet, principalement, de la situation sanitaire.

William De Vijlder

## ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



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

SOURCES : ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, BLOOMBERG, FED D'ATLANTA, IFO, BC, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉTATS-UNIS : ENTRE AFFLICTION ET ESPOIR

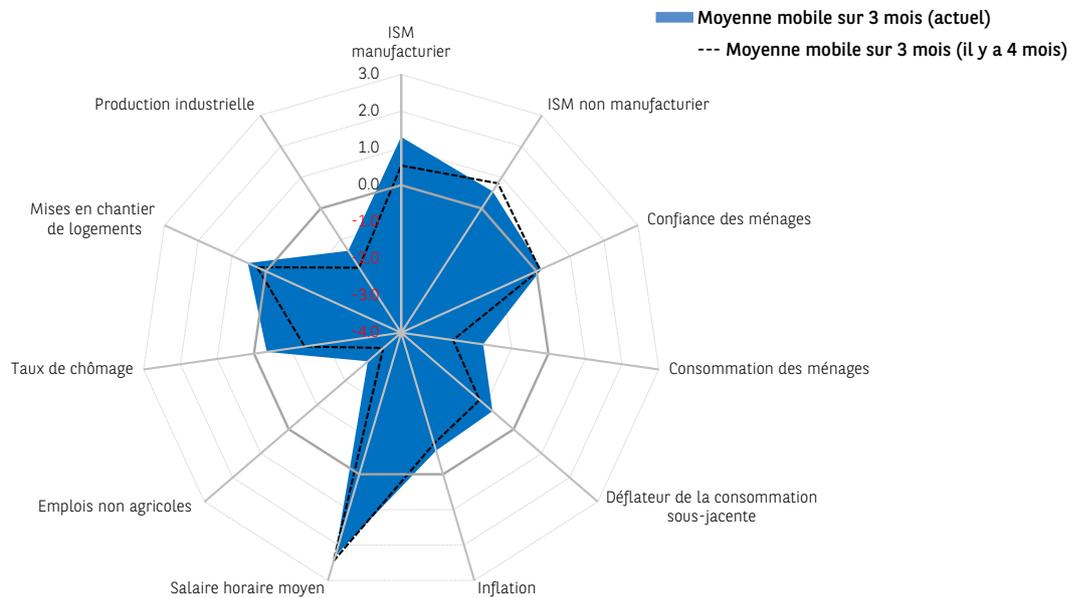
Aux États-Unis, la situation sanitaire et économique empirera avant de s'améliorer. Les conditions hivernales ainsi que les déplacements liés aux fêtes de fin d'année ont favorisé la recrudescence de l'épidémie de Covid-19, dont la vitesse de propagation bat des records : 225 000 nouveaux cas par jour le 13 janvier (en moyenne sur 7 jours), soit 68 cas pour 100 000 habitants, un taux de contamination deux fois plus élevé que dans l'Union européenne (UE).

Le bilan des décès continue de s'alourdir : avec près de 400 000 victimes décomptées à ce jour, il n'est plus très éloigné de celui occasionné par la seconde guerre mondiale. Très endeuillés, les États-Unis mènent toutefois la course à la vaccination (déjà plus de 10 millions de doses injectées, contre à peine 4 millions dans l'UE) et peuvent donc espérer sortir plus vite de l'épidémie. Mais, pour l'heure, celle-ci continue d'entraver l'activité. En décembre dernier et pour la première fois depuis avril 2020, l'économie américaine a détruit des emplois (140 000 dans le secteur non-agricole), la stabilité du taux de chômage (6,7%) masquant un nouveau recul du taux d'activité. Un mois auparavant, la consommation privée avait baissé, là aussi pour la première fois depuis avril.

Pour le début du mois de janvier, les rapports de mobilité fournis par le moteur de recherche Google indiquent un durcissement des mesures d'entrave à la circulation des personnes, donc un très probable nouveau trou d'air. Deux mondes cohabitent. Au-delà du cas particulier des nouvelles technologies de l'information et de la communication, en lévitation, l'activité manufacturière est portée par la reprise du commerce international, notamment vers l'Asie ; la construction résidentielle bénéficie quant à elle de conditions de crédit favorables. Dans ces deux secteurs, les indices de conjoncture restent satisfaisants, comme le montre notre baromètre. Mais, à l'opposé, bon nombre de services aux particuliers comme l'hôtellerie-restauration, l'éducation, les loisirs ou encore les transports, souffrent. Sans surprise, le BLS (*Bureau of Labor Statistics*) leur attribue l'essentiel des 10 millions de pertes d'emplois recensées depuis la crise.

Jean-Luc Proutat

## 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 -4 et +3. 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 par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## RETOUR DU CONFINEMENT ET DES RESTRICTIONS : QUELS IMPACTS SUR LA MOBILITÉ ?

Face à la résurgence de l'épidémie et la découverte d'un nouveau variant du coronavirus, beaucoup plus contagieux, de nombreux pays ont instauré un reconfinement strict ou partiel pour freiner la progression du virus. Cela s'est traduit par une importante baisse de la dynamique de fréquentation des commerces et des établissements de loisirs pendant la première semaine du mois de janvier, comme l'illustre le *Google Mobility Report* publié le 10 janvier dernier. Cette dynamique commençait déjà à fléchir mi-décembre dans plusieurs pays, et particulièrement dans les pays européens. Cette diminution de la fréquentation reste néanmoins bien inférieure à celle mesurée au printemps pour la plupart des pays.

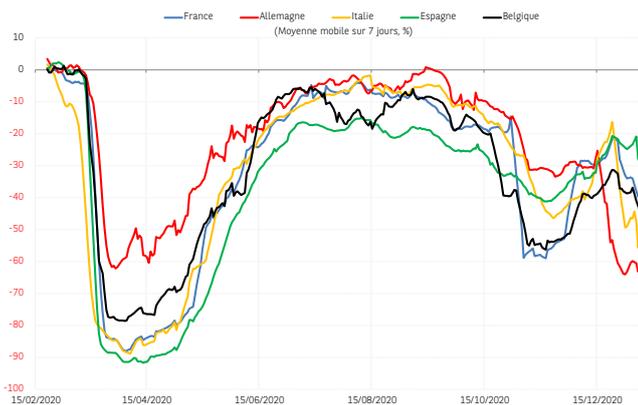
Le durcissement des restrictions, annoncé par le gouvernement fédéral et les 16 Länder allemands le 5 janvier dernier, a fait chuter la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs à un chiffre record, avec une moyenne mobile sur 7 jours en baisse de près de 62% par rapport à la référence\* (*graphique 1*). Cette forte baisse est équivalente à celle constatée à la fin du mois de mars. Le 12 janvier dernier, la Chancelière Angela Merkel a évoqué la possibilité que le pays reste confiné jusqu'en avril pour faire face au nouveau variant du coronavirus. Au Royaume-Uni, où ce nouveau variant particulièrement contagieux a été découvert, le pays de Galles et l'Irlande du Nord ont instauré un troisième confinement après Noël. À son tour, l'Ecosse a instauré un confinement strict le 4 janvier, suivi par l'Angleterre le 5 janvier. En conséquence, la fréquentation a fortement baissé avec une moyenne mobile sur 7 jours se situant à environ 62% par rapport au scénario de référence (*graphique 2*). L'Italie, qui a instauré un

confinement partiel localisé par région, enregistre une importante baisse de la fréquentation de près de 49% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. En Belgique, en France et en Espagne, qui ont opté pour un couvre-feu, la tendance de la fréquentation est aussi à la baisse, avec respectivement 44%, 41% et 31% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. Cependant, en Espagne, où le couvre-feu est en vigueur depuis fin octobre dernier, la fréquentation est supérieure au reste des pays européens. En France, le couvre-feu de 20 heures à 6 heures est en vigueur sur l'ensemble du pays depuis le 15 décembre, à l'exception de 25 départements, où le couvre-feu s'applique de 18 heures à 6 heures (depuis le 8 janvier), étendu par un couvre-feu national de 18 heures à 6 heures à partir du 16 janvier pour une durée minimum de 15 jours. En Belgique, le couvre-feu de 22 heures à 6 heures est en vigueur sauf dans les Flandres (de minuit à 5 heures).

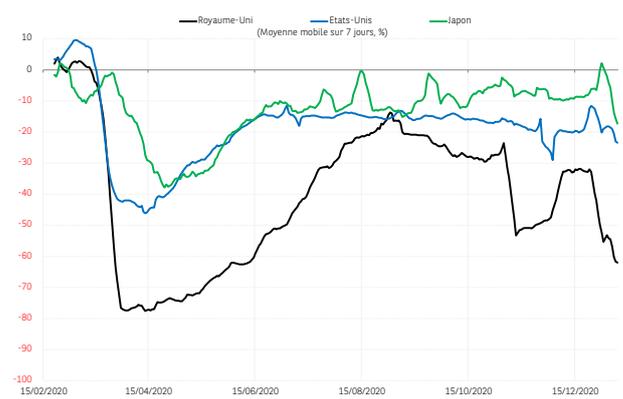
Enfin, aux États-Unis, la fréquentation continue de baisser, après un court rebond au début du mois de janvier. Au Japon, le retour à la normale enregistré à la fin de la semaine du mois de décembre a été de courte durée et suivi d'une rechute (*graphique 2*).

**Tarik Rharrab**

### FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR 10/01/2021), 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 le rapport sur la mobilité de Google.



## 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				2021e		2022e	
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				2021e		2022e	
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				2021e		2022e	
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

En Chine, l'inflation des prix à la production et à la consommation a quelque peu augmenté, tandis que la croissance des exportations a ralenti. Les importations sont restées plus ou moins stables. Au Japon, l'enquête Eco Watchers a enregistré une forte baisse - plus que prévu - pour ce qui relève de l'appréciation de la situation actuelle. L'évaluation des perspectives s'est en revanche améliorée, dépassant largement les attentes. L'indice du sentiment industriel de la Banque de France a connu une légère amélioration. Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises a déçu et a enregistré une baisse significative, tandis que les demandes initiales d'assurance chômage ont bondi. Le consensus avait tablé sur des chiffres en phase avec ceux de la semaine précédente. Les ventes au détail ont chuté en décembre, marquant un écart important par rapport aux prévisions du consensus, qui s'attendait à une légère augmentation. Le sentiment de l'Université du Michigan a légèrement fléchi par rapport au mois précédent. En revanche, la production industrielle a repris en décembre bien au-delà des prévisions du consensus.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
11/01/2021	Chine	IPP g.a.	Déc.	-0,70%	-0,40%	-1,50%
11/01/2021	Chine	IPC g.a.	Déc.	0,00%	0,20%	-0,50%
12/01/2021	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Déc.	36,8	35,5	45,6
12/01/2021	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Déc.	30,5	37,1	36,5
12/01/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Déc.	100,2	95,9	101,4
12/01/2021	France	Sentiment du secteur industriel de la Banque de France	Déc.	97	97	96
13/01/2021	Japon	Commande de machines-outils g.a.	Déc.	--	8,70%	8,60%
13/01/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Nov.	0,20%	2,50%	2,30%
13/01/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,10%	0,10%	0,20%
13/01/2021	États-Unis	Livre beige de la Fed				
14/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	789k	965k	784k
14/01/2021	Chine	Exportations g.a.	Déc.	7,10%	10,90%	14,90%
14/01/2021	Chine	Importations g.a.	Déc.	0,10%	-0,20%	-0,80%
15/01/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel (3m/3m)	Nov.	3,30%	4,10%	10,20%
15/01/2021	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	0,20%	0,20%	0,20%
15/01/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,20%	0,10%	0,10%
15/01/2021	États-Unis	Indice manufacturier (Empire)	Janv.	6,00	3,5	4,9
15/01/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Déc.	0,10%	-1,90%	-0,50%
15/01/2021	États-Unis	Utilisation des capacités	Déc.	73,60%	74,50%	73,30%
15/01/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Déc.	0,50%	1,60%	0,40%
15/01/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	80,0	79,2	80,7
15/01/2021	États-Unis	Enquête sur la conjoncture (Université du Michigan)	Janv.	--	87,7	90
15/01/2021	États-Unis	Enquêtes sur les attentes (Université du Michigan)	Janv.	--	73,8	74,6

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine chargée nous attend avec les réunions de la BCE et de la Banque du Japon et la publication d'importantes données telles que les PMI flash (Japon, zone euro, France, Allemagne, Royaume-Uni, États-Unis), le climat des affaires pour la France et la confiance des consommateurs pour la zone euro. Nous aurons, en outre, comme habituellement en cette période du mois, quelques données sur la Chine, notamment le PIB du 4<sup>e</sup> trimestre. Nous connaissons les chiffres de l'inflation pour la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon. Enfin, aux États-Unis, paraîtront des données relatives au marché du logement et au secteur du bâtiment.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
18/01/2021	Chine	PIB t/t	T4	2,50%	2,70%
18/01/2021	Chine	PIB g.a.	T4	6,20%	4,90%
18/01/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Déc.	6,90%	7,00%
18/01/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Déc.	5,50%	5,00%
18/01/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Déc.	7,20%	6,80%
18/01/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Déc.	3,20%	2,60%
18/01/2021	Chine	Taux de chômage	Déc.	5,20%	5,20%
18/01/2021	Japon	Production industrielle m/m	Nov.	--	0,00%
18/01/21-24/01/21	Royaume-Uni	Optimisme du milieu des affaires (CBI)	Janv.	--	0
19/01/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Déc.	--	-12,00%
19/01/2021	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Janv.	--	55
19/01/2021	Allemagne	Conjoncture enquête ZEW	Janv.	--	-66,5
19/01/2021	Zone euro	Prévisions enquête ZEW	Janv.	--	54,4
20/01/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	--	1,10%
20/01/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	--	0,20%
20/01/2021	États-Unis	Demandes de crédits immobilier	Janv.	--	16,70%
20/01/2021	United States	Marché du logement (NAHB)	Janv.	87	86
21/01/2021	Japan	Commande de machines-outils	Déc.	--	8,70%
21/01/2021	France	Climat des affaires	Janv.	--	91
21/01/2021	Zone euro	Taux de facilité de dépôt de l'ECB	Janv.	--	-0,50%
21/01/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Déc.	-2,10%	6,20%
21/01/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Déc.	0,80%	1,20%
21/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	--
21/01/2021	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Janv.	12,6	11,1

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
21/01/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	--	-13,9
21/01/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Janv.	--	-0,10%
22/01/2021	Japon	IPC hors aliments frais et énergie g.a.	Déc.	--	-0,30%
22/01/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Janv.	--	50
22/01/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Janv.	--	47,7
22/01/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Janv.	--	48,5
22/01/2021	Japon	Ventes grands magasins de Tokyo	Déc.	--	-17,80%
22/01/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors véhicules et carburant	Déc.	--	-2,60%
22/01/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	--	51,1
22/01/2021	France	PMI des services (Markit )	Janv.	--	49,1
22/01/2021	France	PMI composite (Markit)	Janv.	--	49,5
22/01/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit / BME)	Janv.	--	58,3
22/01/2021	Allemagne	PMI des services (Markit )	Janv.	--	47
22/01/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Janv.	--	52
22/01/2021	Zone euro	Enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE			
22/01/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	--	55,2
22/01/2021	Zone euro	PMI des services (Markit )	Janv.	--	46,4
22/01/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Janv.	--	49,1
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	--	57,5
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Janv.	--	49,4
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Janv.	--	50,4
22/01/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.	--	-26
22/01/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	--	57,1
22/01/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Janv.	--	55,3
22/01/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Janv.	--	54,8
22/01/2021	États-Unis	Ventes de logements existants m/m	Déc.	-2,10%	-2,50%

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<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="#">Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine</a>	EcoPerspectives	17 décembre 2020
<a href="#">Égypte : rétablissement de la liquidité en devises</a>	Graphique de la Semaine	16 décembre 2020
<a href="#">EcoWeek 20.46 - Édition du 11 décembre 2020</a>	EcoWeek	11 décembre 2020
<a href="#">Édition de décembre 2020</a>	EcoTV	11 décembre 2020
<a href="#">L'EBA réactive ses lignes directrices relatives aux moratoires</a>	Graphique de la Semaine	9 décembre 2020
<a href="#">États-Unis : Les GSE sont-elles prêtes à être libérées de la tutelle de la FHFA ?</a>	EcoFlash	7 décembre 2020
<a href="#">EW 20.45 - Edition du 4 décembre 2020</a>	EcoWeek	4 décembre 2020
<a href="#">Après avoir sauvé la réduction de l'incertitude, les investisseurs se concentrent sur les perspectives de croissance</a>	EcoTVWeek	4 décembre 2020
<a href="#">L'emploi va-t-il résister en 2021 ?</a>	Graphique de la semaine	2 décembre 2020
<a href="#">Union Européenne : Europe du Sud : pourquoi une croissance potentielle si faible ?</a>	Conjoncture	30 novembre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : Quelles seront les conséquences économiques d'un Brexit dur ?</a>	Conjoncture	30 novembre 2020
<a href="#">Global : Et si l'immunisation contre la Covid-19 prenait plus de temps que prévu ?</a>	EcoWeek	27 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](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