

2-3

## ÉDITORIAL

«Une reprise par à-coups»

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

## BAROMÈTRE

Zone euro : impulsion du crédit  
France : montagnes russes  
Allemagne : la hausse des contaminations risque de faire dérailler la reprise

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 **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## UNE REPRISE PAR À-COUPS

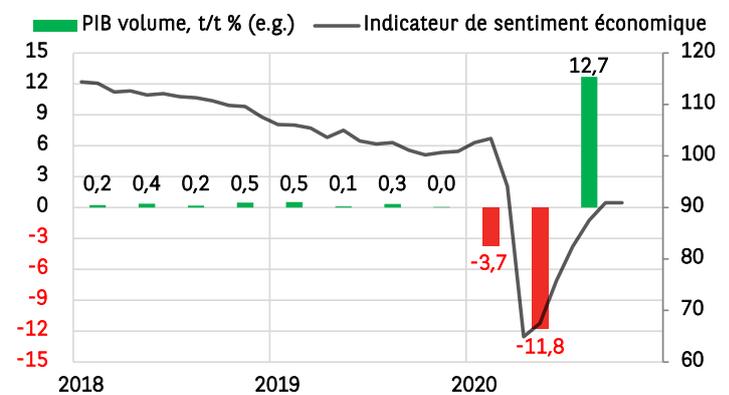
L'activité ralentissait déjà avant les nouvelles mesures de confinement et ces dernières ne feront que la freiner davantage. Nous vivons dans une économie de type « stop-start ». La contraction de l'activité devrait être plus limitée qu'en mars-avril. Les mesures sont moins strictes pour l'activité économique qu'au printemps dernier, les entreprises sont mieux préparées et les exportations devraient bénéficier d'un climat des affaires plus dynamique, en particulier en Asie. Une reprise par à-coups devrait aussi avoir des conséquences négatives à moyen et long termes. L'incertitude pourrait durer plus longtemps, entraînant un risque accru d'impacts plus importants comme la montée du chômage de longue durée ou les faillites d'entreprises. Cela pourrait conduire à une intensification des forces désinflationnistes et peser sur les finances publiques. Il faudra aussi plus de temps pour atteindre le niveau d'activité antérieur à la pandémie.

Le taux de croissance réelle du PIB au troisième trimestre a été particulièrement élevé par rapport au deuxième, dépassant les anticipations déjà très optimistes du consensus<sup>1</sup> (indiquées entre parenthèses) : France +18,2 % (15,0 %), Allemagne + 8,2 % (7,3 %) et zone euro +12,7 % (9,6 %). Aux États-Unis où, contrairement à l'UE, les données sont publiées en rythme annuel, la croissance au troisième trimestre par rapport au deuxième est ressortie à 33,1 % (32,0 %). Il faut préciser que cette performance spectaculaire fait suite à une contraction tout aussi spectaculaire de l'activité au cours du trimestre précédent. Dans des circonstances ordinaires, il y aurait eu des raisons de se réjouir, mais nous ne traversons pas une époque ordinaire. Dans plusieurs pays européens, la deuxième vague de la pandémie progresse à un rythme alarmant, entraînant la réintroduction de mesures de confinement. Les États-Unis enregistrent même une troisième vague de nouvelles contaminations et, selon Brookings, une institution de recherche à but non lucratif, la reprise s'essouffle. Le nombre d'heures travaillées dans les petites entreprises a légèrement diminué en septembre et les créations d'emplois en zone urbaine sont en baisse<sup>2</sup>. L'indice économique hebdomadaire de la Réserve fédérale de New York poursuit toutefois sa progression.

Dans l'Union européenne, la situation se dégrade. Selon un commentaire de la Commission européenne, lors de la publication de son indice du sentiment économique, la reprise, comme le sentiment économique, marquent une pause dans la zone euro et les anticipations relatives à l'emploi sont en repli. La conférence de presse de la BCE était d'une tonalité particulièrement sombre<sup>3</sup> et, pour Christine Lagarde des mesures d'assouplissement supplémentaires seraient, sans nul doute, décidées lors de la prochaine réunion du 10 décembre<sup>4</sup>. De

telles décisions sont d'autant plus justifiées que l'activité ralentissait déjà avant les nouvelles mesures de confinement et que ces dernières ne feront que la freiner davantage. Nous vivons dans une économie de type « stop-start » où la reprise se fait par à-coups : la première vague de contaminations a nécessité un confinement, entraînant un arrêt brutal de l'activité. Une fois que le nombre de nouveaux cas d'infection a été suffisamment bas, des mesures d'assouplissement ont été adoptées et ont joué un rôle décisif dans le redémarrage rapide de l'économie. Après le coup d'arrêt actuel, l'activité connaîtra un nouveau départ. Nous sommes en quelque sorte engagés dans une succession de reprises en « V ».

### ZONE EURO : CROISSANCE DU PIB ET SENTIMENT ÉCONOMIQUE



SOURCES : EUROSTAT, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

1 Les données du consensus ont été établies par Bloomberg.

2 Source : *As COVID-19 cases surge, the country's economic recovery is losing steam*, Brookings, 30 octobre 2020.

3 « Les informations qui nous parviennent signalent que la reprise économique de la zone euro s'essouffle plus vite qu'escompté [...] La hausse du nombre de cas de COVID-19 et l'intensification associée des mesures d'endiguement entravent l'activité, entraînant une détérioration sensible des perspectives à court terme ». Source : BCE, Déclaration introductive, Conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 29 octobre 2020

4 « Compte tenu des effets attendus des risques observés, l'évolution de la situation justifiera sans aucun doute le recalibrage de l'ensemble de ces outils et de leur mise en oeuvre ».

L'activité ralentissait déjà avant les nouvelles mesures de confinement et ces dernières ne feront que la freiner davantage. Nous vivons dans une économie de type « stop-start »



Au-delà du qualificatif donné à la reprise, les questions qui se posent à court terme, sont celles de l'ampleur de la baisse d'activité, du timing et de l'ampleur du rebond. La contraction de l'activité devrait être plus limitée qu'en mars et avril. Les mesures concernant l'activité économique sont moins strictes qu'au printemps dernier, les entreprises sont mieux préparées et les exportations devraient bénéficier d'un climat des affaires plus dynamique, en particulier en Asie. Dans l'hypothèse où, courant décembre, des mesures d'assouplissement pourraient être instaurées – ce qui reviendrait à appuyer sur le bouton « démarrer » -, nous devrions de nouveau assister à un rebond mécanique de l'activité, sachant qu'à l'approche des fêtes de fin d'année, les effets de la demande contenue pourraient se faire grandement sentir. Dans un tel scénario – qui repose entièrement sur l'hypothèse de l'introduction de mesures d'assouplissement – l'activité au quatrième trimestre serait proche de la normale en octobre, en net repli en novembre et en hausse pendant le mois de décembre. Il convient, en outre, de tenir compte de l'acquis de croissance, suite à la forte hausse de l'activité au troisième trimestre<sup>5</sup>. Dans l'ensemble, on aboutirait à une nette contraction du PIB réel. Pour la France, cette contraction s'établirait, selon nos estimations, à environ 5 % en glissement trimestriel<sup>6</sup>. Une reprise par à-coups devrait aussi avoir des conséquences négatives à moyen et long termes. Les ménages et les entreprises devraient, en effet, se demander à quel moment la reprise sera stable et durable. La réponse à cette question dépend, bien entendu, de la date à laquelle un vaccin sera trouvé. En conséquence, l'incertitude va se prolonger, entraînant un risque accru d'impacts plus importants comme la montée du chômage de longue durée ou les faillites d'entreprises. Un cycle par à-coups pourrait avoir pour effet d'amplifier les forces désinflationnistes et pèserait aussi sur les finances publiques. Il faudra aussi plus de temps pour atteindre le niveau d'activité antérieur à la pandémie. Pour des raisons sanitaires, mais aussi économiques, nous devons consentir les efforts nécessaires pour essayer d'enrayer la propagation du virus : il y va de notre intérêt à tous.

**William De Vijlder**

<sup>5</sup> À titre d'illustration, supposons que le PIB ait progressé, mois après mois, au cours du troisième trimestre, mais qu'il reste constant au quatrième trimestre. Pour autant, la demande, le revenu et la valeur ajoutée au quatrième trimestre ne seraient pas moins supérieurs à ceux du trimestre précédent. Pour la France, cet acquis de croissance est estimé à 1 % pour le trimestre actuel (voir notre baromètre pour la France dans ce numéro de l'EcoWeek).

<sup>6</sup> Pour plus de détails, voir notre baromètre pour la France, rédigé par Hélène Baudchon, dans ce numéro de l'EcoWeek.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 23-10-20 au 30-10-20

▼ CAC 40	4 910	▶ 4 594	-6.4 %			
▼ S&P 500	3 465	▶ 3 270	-5.6 %			
↗ Volatilité (VIX)	27.6	▶ 38.0	+10.5 pb			
▼ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.21	-0.2 pb			
▼ OAT 10a (%)	-0.35	▶ -0.40	-4.6 pb			
▼ Bund 10a (%)	-0.57	▶ -0.63	-5.1 pb			
↗ US Tr. 10a (%)	0.84	▶ 0.86	+1.7 pb			
▼ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.16	-1.6 %			
▼ Or (once, \$)	1 900	▶ 1 881	-1.0 %			
▼ Pétrole (Brent, \$)	41.8	▶ 37.5	-10.3 %			

### Taux d'Intérêt (%)

\$ FED	0.25	1.75	le 01/01	0.25	le 16/03	
Libor 3m	0.21	1.91	le 01/01	0.21	le 19/10	
Libor 12m	0.33	2.00	le 01/01	0.33	le 28/10	
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10	le 19/03	
Libor 3m	0.05	0.80	le 08/01	0.05	le 23/10	
Libor 12m	0.13	0.98	le 01/01	0.12	le 20/10	

Au 30-10-20

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)						
€ Moy. 5-7a	-0.40	0.72	le 18/03	-0.40	le 30/10	
Bund 2a	-0.79	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03	
Bund 10a	-0.63	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03	
OAT 10a	-0.40	0.28	le 18/03	-0.42	le 09/03	
Corp. BBB	0.80	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02	
\$ Treas. 2a	0.16	1.59	le 08/01	0.11	le 04/08	
Treas. 10a	0.86	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03	
High Yield	5.93	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02	
£ Gilt. 2a	-0.02	0.61	le 08/01	-0.12	le 21/09	
Gilt. 10a	0.30	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08	

Au 30-10-20

## TAUX DE CHANGE

1€ =							
USD	1.16	1.20	le 01/09	1.07	le 20/03	+3.8%	
GBP	0.90	0.94	le 23/03	0.83	le 18/02	+6.3%	
CHF	1.07	1.09	le 05/06	1.05	le 14/05	-1.8%	
JPY	121.77	126.82	le 31/08	114.51	le 06/05	-0.2%	
AUD	1.66	1.87	le 23/03	1.60	le 01/01	+3.9%	
CNY	7.80	8.26	le 30/07	7.55	le 19/02	-0.2%	
BRL	6.72	6.75	le 28/10	4.51	le 02/01	+48.7%	
RUB	92.59	92.95	le 29/09	67.75	le 10/01	+32.8%	
INR	86.32	89.12	le 18/08	77.21	le 17/02	+7.7%	

Au 30-10-20

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	37.5	69.1	le 06/01	16.5	le 21/04	-43.4%	-45.4%
Or (once)	1 881	2 053	le 06/08	1 475	le 19/03	+23.7%	+19.2%
Métaux, LME	3 037	3 125	le 21/10	2 232	le 23/03	+6.8%	+2.9%
Cuivre (tonne)	6 708	6 978	le 21/10	4 625	le 23/03	+9.1%	+5.1%
Blé (tonne)	223	2.4	le 21/01	1.78	le 26/06	-2.4%	-6.0%
Mais (tonne)	152	1.6	le 26/10	113	le 28/04	+1.6%	-2.1%

Au 30-10-20

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours						
<b>Monde</b>							
MSCI Monde	2 293	2 494	le 02/09	1 602	le 23/03	-2.8%	
<b>Amérique du Nord</b>							
S&P500	3 270	3 581	le 02/09	2 237	le 23/03	+1.2%	
<b>Europe</b>							
EuroStoxx50	2 958	3 865	le 19/02	2 386	le 18/03	-21.0%	
CAC 40	4 594	6 111	le 19/02	3 755	le 18/03	-23.1%	
DAX 30	11 556	13 789	le 19/02	8 442	le 18/03	-12.8%	
IBEX 35	6 452	10 084	le 19/02	6 107	le 16/03	-32.4%	
FTSE100	5 577	7 675	le 17/01	4 994	le 23/03	-26.1%	
<b>Asie Pacifique</b>							
MSCI, loc.	910	1 034	le 20/01	743	le 23/03	-9.6%	
Nikkei	22 977	24 084	le 20/01	16 553	le 19/03	-2.9%	
<b>Emergents</b>							
MSCI Emergents (\$)	1 103	1 147	le 17/01	758	le 23/03	-1.0%	
Chine	103	105	le 29/10	69	le 19/03	+19.7%	
Inde	565	609	le 17/01	353	le 23/03	-0.9%	
Bésil	1 340	2 429	le 02/01	1 036	le 23/03	-19.1%	
Russie	505	857	le 20/01	419	le 18/03	-22.0%	

Au 30-10-20

Variations

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (S&P500)

Année 2020 au 29-10, \$

+88.4%	Automobile
+30.3%	Distribution
+24.6%	Technologie
+7.2%	Construction
+5.5%	Matières premières
+1.0%	Pdts ménagers & soins
-0.6%	Indice
-1.6%	Santé
-6.1%	Industrie
-6.6%	Chimie
-8.3%	Sces collectivités
-8.8%	Agroalimentaire
-9.8%	Sces financiers
-10.2%	Médias
-19.2%	Assurances
-19.8%	Télécoms
-21.5%	Voyages & loisirs
-38.7%	Banques
-53.7%	Pétrole & gaz

SOURCE : THOMSON REUTERS

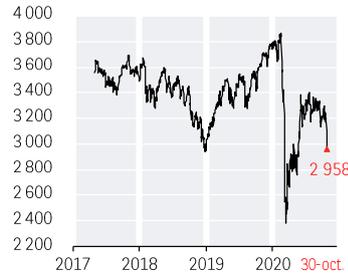


# REVUE DES MARCHÉS

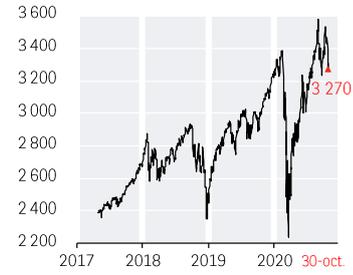
**EURO-DOLLAR**



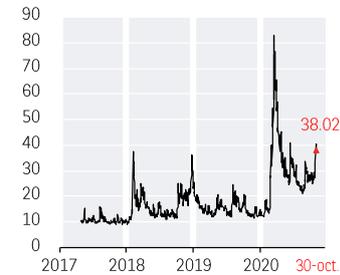
**EUROSTOXX50**



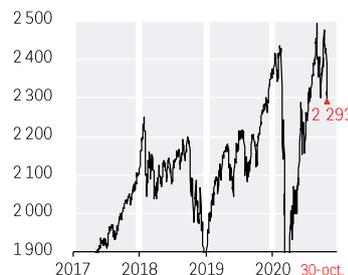
**S&P500**



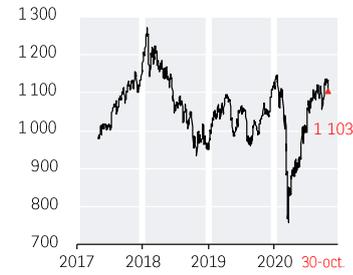
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



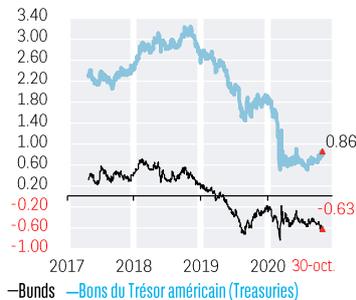
**MSCI MONDE (USD)**



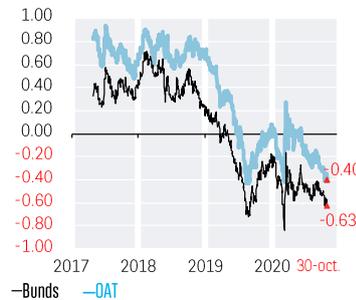
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



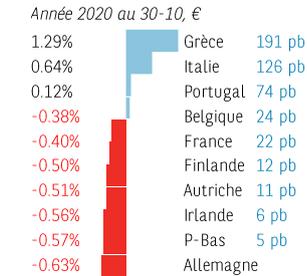
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



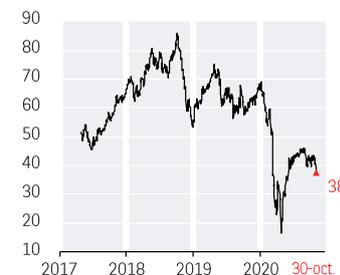
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



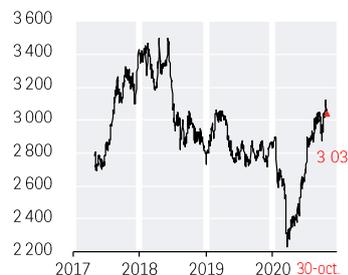
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



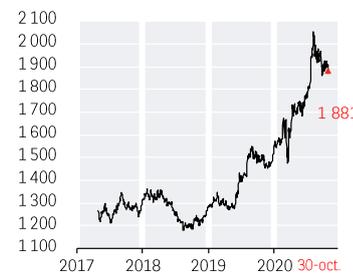
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO : ÉLARGISSEMENT DES FLUX POUR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, LÉGÈRE CONTRACTION POUR LES MÉNAGES

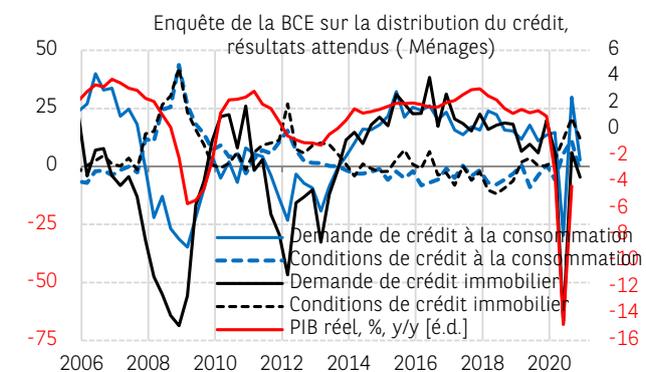
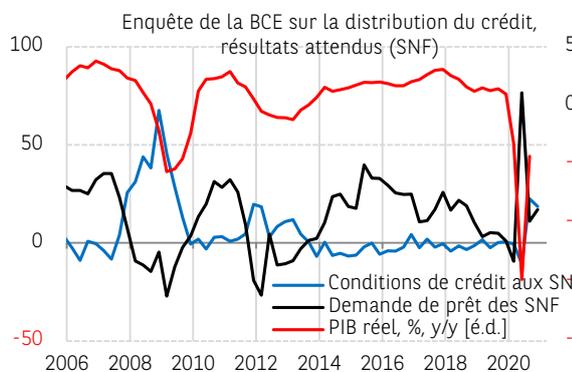
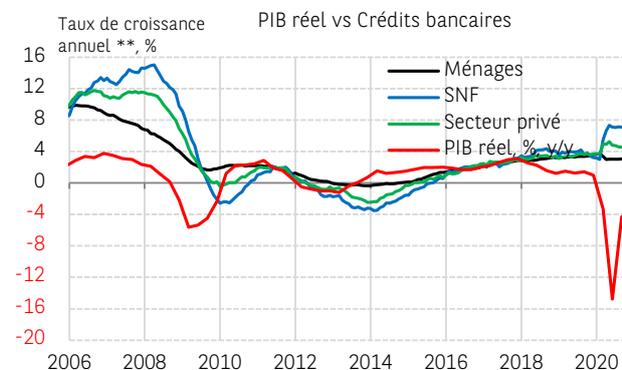
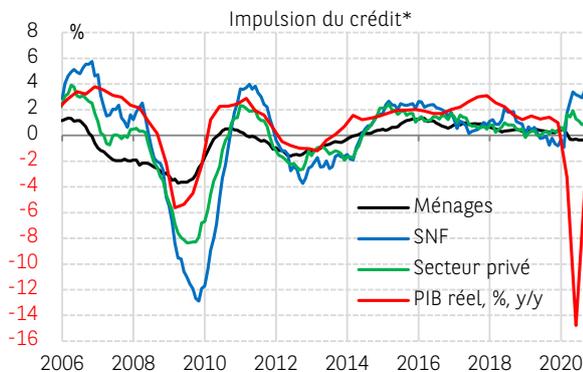
Malgré un rebond de l'activité significatif et supérieur aux anticipations au troisième trimestre (+12,7% t/t d'après Eurostat après -11,8% au T2), la contraction annuelle du PIB demeurait encore sensible quoique moindre (-4,3%, après -14,8% au T2). À contre-courant des évolutions macroéconomiques, l'impulsion du crédit bancaire au secteur privé (i.e. la variation annuelle du glissement annuel des encours de prêts bancaires) a très légèrement progressé en septembre 2020 (+1,0%) alors qu'elle avait continûment reculé entre mai (+1,9%) et août 2020 (+0,8%).

Toutefois, dans un contexte de parfaite stabilité du glissement annuel du crédit au secteur privé entre août et septembre 2020 (+4,6%), le surcroît d'impulsion réside exclusivement dans le léger recul du glissement annuel de l'encours constaté un an auparavant (de 3,8% à 3,6% entre août et septembre 2019). À l'orée de l'automne 2020, les encours des prêts aux entreprises continuaient d'enregistrer une progression beaucoup plus dynamique que ceux aux ménages, à la faveur de la forte hausse des flux au printemps, consécutive aux dispositifs gouvernementaux de soutien au financement et à la trésorerie des entreprises. Ainsi, l'encours des prêts de maturité comprise entre 1 et 5 ans, s'inscrivant au cœur des principaux dispositifs, connaît des progressions annuelles comprises entre 16% et 18% depuis le deuxième trimestre.

Du côté des ménages, si l'encours des prêts à l'habitat a conservé son allant (+4,5% en g.a. en septembre), celui des prêts à la consommation est en revanche demeuré quasiment étale (+0,1%). Après une modération de la demande des entreprises au troisième trimestre liée à l'apaisement des tensions sur les trésoreries, les banques interrogées anticipaient une reprise modérée de la demande de crédit au quatrième trimestre, plus particulièrement de la part des PME. Dans le même temps, les établissements de crédit tablaient sur un tassement de la demande des ménages au titre des prêts à l'habitat, sur fond de resserrement des critères d'octroi. Soulignons, enfin, que la *Bank Lending Survey* a été conduite entre le 21 septembre et le 6 octobre dernier et que si ces anticipations ne semblent pas devoir être remises en cause, elles sont susceptibles d'être exacerbées par la reprise de l'épidémie de coronavirus et les conséquences des nouvelles restrictions gouvernementales devenues malheureusement nécessaires.

Laurent Quignon

### IMPULSION DU CRÉDIT



\*L'IMPULSION DU CRÉDIT EST MESURÉE COMME LA VARIATION ANNUELLE DU TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES PRÊTS DES IFM \*\* CORRIGÉS DES TITRISATIONS

SOURCES : BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS



## FRANCE : MONTAGNES RUSSES

La principale nouvelle économique est la publication, par l'INSEE, vendredi 30 octobre, d'une première estimation de la croissance française au T3. La surprise est bonne puisque le rebond du PIB est plus important qu'attendu : +18,2% t/t (contre +16% t/t prévu). Il est aussi spectaculaire que le plongeon qui l'a précédé (-5,9% t/t au T1 et -13,7% t/t au T2) mais il ne permet pas de rattraper tout le terrain perdu : le PIB reste 4% sous son niveau de la fin 2019. L'ensemble des composantes du PIB ont très fortement rebondi, plus que prévu. La contribution des variations de stocks, plus négative qu'anticipé, vient atténuer le rebond.

Notre baromètre porte aussi la trace de ce rebond important mais incomplet : la zone bleue déborde de la zone en pointillé (à l'exception notable de l'inflation dont la faiblesse s'accroît) mais elle reste en-deçà de l'hendécagone gris délimitant la valeur moyenne de long terme, à l'exception notable du taux de chômage et des dépenses de consommation des ménages en biens. S'agissant du taux de chômage, son évolution est difficile à interpréter pour des raisons méthodologiques. Retenons que, après une envolée au T2 (+24% t/t), les inscriptions à Pôle emploi en catégorie A ont partiellement fait machine arrière au T3 (-11% t/t) avec le redémarrage de l'activité après le (premier) confinement. S'agissant de la consommation en biens, son retour au niveau d'avant-crise est remarquable : c'est un des rares indicateurs économiques à y parvenir. La moyenne mobile sur 3 mois masque toutefois la chute de septembre (-5,1% m/m). Celle-ci est un contrecoup du rattrapage des mois précédents et de sa forte progression d'août (+2,2% m/m), soutenue notamment par les soldes. Mais, dans le contexte actuel, elle retient plus encore l'attention car elle donne un possible avant-goût de la baisse à venir sous l'effet de la succession et de l'accentuation des mesures

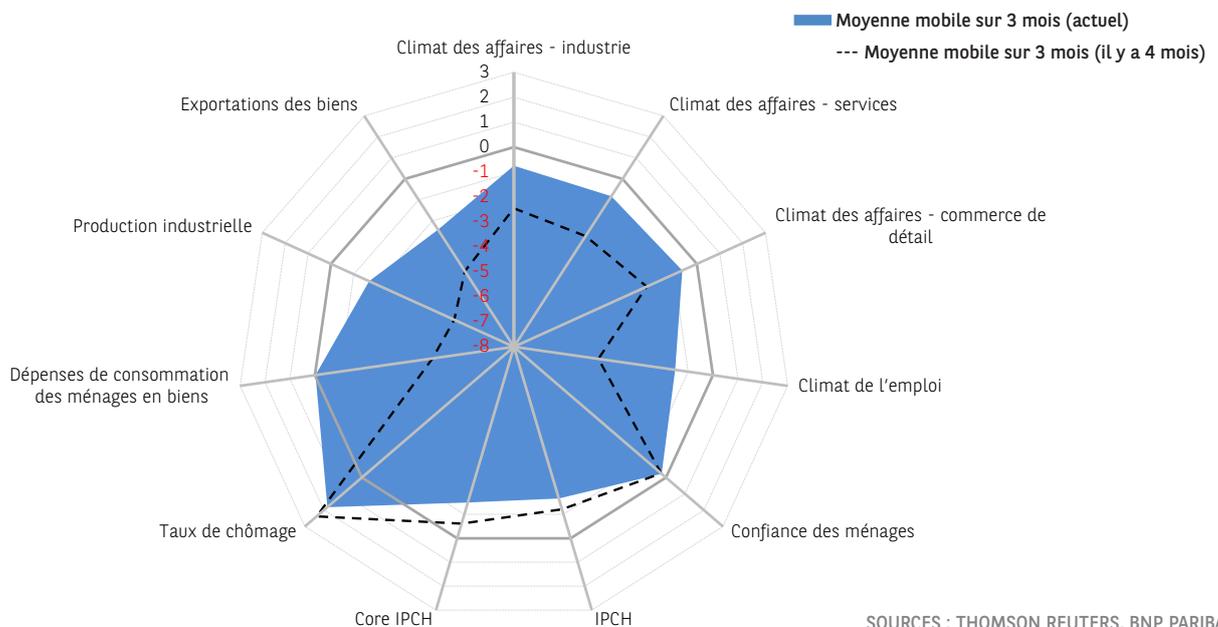
de restrictions de l'activité prises depuis septembre pour endiguer la seconde vague de l'épidémie de Covid-19.

Toute l'attention se porte désormais sur le T4. Essentiellement mécanique, on savait que le rebond du T3 serait suivi d'une croissance moins forte, à mesure que les effets de rattrapage s'atténueraient, et du fait de la persistance de fortes disparités sectorielles et des contraintes et incertitudes sanitaires. Ce fort rebond laissait un acquis de croissance pour le T4 de 1%. Avec le nouveau confinement d'au moins un mois à compter du 30 octobre, le profil de la croissance devrait évoluer plus encore en montagnes russes. La question de l'ampleur de l'essoufflement a été remplacée par celle de l'ampleur de la contraction.

Les enquêtes de confiance, disponibles jusqu'en octobre, ont commencé à s'effriter (modérément pour la confiance des ménages, un peu plus nettement pour le climat des affaires). Ce n'est pas surprenant pour le secteur des services, mais cela l'est plus, à ce stade, pour le secteur manufacturier. Elles accuseront certainement une baisse prononcée en novembre, attendue, à ce jour, de moindre ampleur qu'en avril, le nouveau confinement étant moins strict que le premier. Il vient toutefois frapper une économie fragilisée par le choc récessif du printemps. Sous la triple hypothèse d'une économie fonctionnant à 94% de la normale en octobre (contre 96% en septembre), d'une perte instantanée d'activité moitié moindre en novembre qu'en avril (économie à 85% de la normale contre 70%) et d'un rebond à 94% en décembre (sous réserve que le confinement n'est pas prolongé), la contraction du PIB français au T4 serait de l'ordre de 5% t/t. L'extension des mesures d'urgence annoncée par le gouvernement permet d'amortir le choc sur les revenus et donc sur l'activité de demain mais pas sur l'activité actuelle.

Hélène Baudchon

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar et le graphique de la surprise 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 entre -8 et 3 la plupart du temps. 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.

## ALLEMAGNE : LA HAUSSE DES CONTAMINATIONS RISQUE DE FAIRE DÉRAILLER LA REPRISE

D'après le Baromètre, l'activité s'est fortement redressée en Allemagne au cours des trois derniers mois. La zone bleue du graphique s'est encore élargie par rapport au trimestre précédent (surface délimitée par la ligne en pointillés). L'activité manufacturière s'est raffermie, à la faveur de carnets de commandes bien remplis. Cependant, en août (dernières observations), elle restait inférieure d'environ 10 % aux niveaux enregistrés un an plus tôt. La production de biens d'investissement, en particulier, est restée déprimée, la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production, conjuguée à une forte incertitude, ayant pesé sur les dépenses en capital. Dans l'industrie automobile, la production se situait même à près de 30 % en deçà du niveau de l'année dernière.

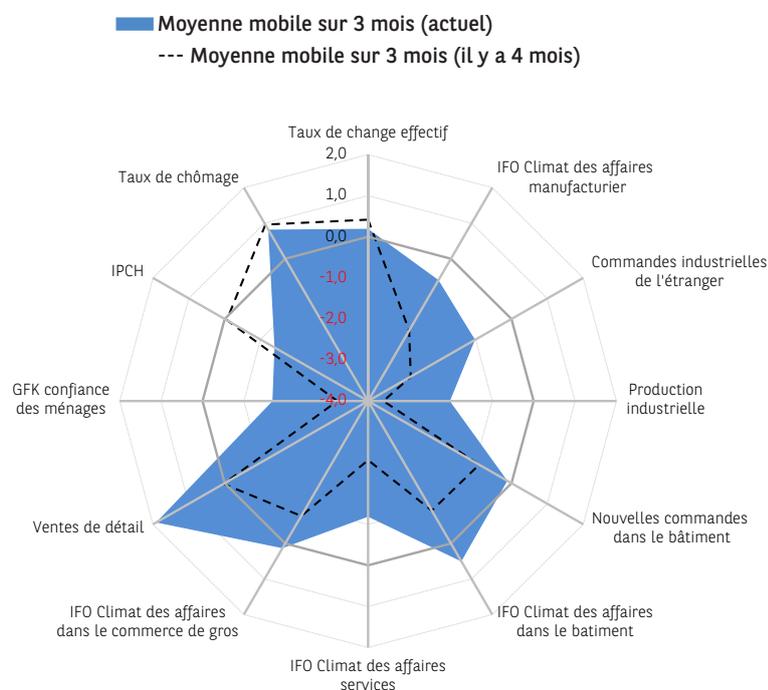
Le secteur des services a, lui aussi, affiché une bien meilleure tenue au cours des trois derniers mois. Sur la période juin-août, les ventes ont dépassé de plus de 5 % celles du trimestre précédent, un rythme de croissance nettement plus élevé que la moyenne de long terme (cercle intérieur sur le graphique). Important facteur du dynamisme des ventes, la réduction temporaire de la TVA qui, introduite le 1er juillet dernier, a entraîné une forte baisse de l'inflation sous-jacente. Ce tableau plutôt positif correspond au net rebond du PIB au troisième trimestre, en progression de 8,2 % par rapport au trimestre précédent, selon les premières estimations de l'Office allemand des statistiques Destatis.

Cependant, la deuxième vague d'infections à la Covid-19 menace de faire dérailler la reprise. Pour le seul mois d'octobre, 210 000 contaminations ont été enregistrées, soit 42 % du total des cas relevés depuis le début de la pandémie. Pour casser les chaînes de transmission de la Covid-19, la chancelière Angela Merkel et les Premiers ministres des Länder ont conjointement pris la décision de fermer les bars, restaurants et installations sportives et culturelles et de limiter la taille des rassemblements en lieu clos comme à l'extérieur à partir du 2 novembre et jusqu'à la fin du mois.

La crainte de cette décision radicale était déjà présente chez les ménages comme dans les entreprises. Selon l'enquête de l'institut GfK, le moral des consommateurs s'est nettement détérioré en octobre : la pandémie de Covid-19 constituait, en effet, une menace importante à très importante pour environ les trois quarts des ménages interrogés et la moitié, environ, se disaient inquiets pour leur avenir personnel. Selon l'enquête publiée par l'institut ifo, le climat des affaires a subi une détérioration en octobre, due au repli des anticipations, principalement dans le secteur des services.

**Raymond Van der Putten**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -4 et 2 la plupart du temps. 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.

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

## ÉTATS-UNIS

Après sa chute du deuxième trimestre (-31,7% en rythme annualisé) l'économie a partiellement récupéré durant les mois d'été, les enquêtes de conjoncture (auprès des ménages et des entreprises) retrouvant des niveaux quasi normaux. Pourtant, à fin septembre, le déficit d'activité à combler par rapport à 2019 reste important (de l'ordre de 4 point de PIB), les secteurs d'activité les plus exposés internationalement étant loin d'avoir retrouvé leur niveau d'avant-crise. Avec un taux de chômage multiplié par deux et désormais voisin de 8,5%, le marché du travail reste durement affecté, un constat qui a sans doute pesé dans la décision de la Fed d'assouplir durablement sa politique en modifiant sa cible d'inflation.

## CHINE

Après s'être effondrée pendant la période du confinement le plus strict en février, l'activité s'est progressivement redressée à partir de mars. Le PIB réel a affiché une contraction sans précédent au T1 2020 mais son rebond au T2 a été suffisamment vigoureux pour permettre une récupération de la totalité du terrain perdu. La politique monétaire a été assouplie prudemment et les conditions de crédit pourraient devenir moins accommodantes au S2 2020, les autorités cherchant à contenir les risques dans le système financier. Les efforts de relance devraient dépendre davantage de la politique budgétaire au cours des prochains mois et l'investissement public dans les projets d'infrastructure devrait se renforcer. Les risques baissiers sur nos prévisions 2021 sont élevés, notamment à cause du manque de vigueur de la consommation des ménages et des tensions sino-américaines.

## ZONE EURO

Comme anticipé, les mesures prises pour endiguer l'épidémie de coronavirus ont fait massivement chuter le PIB de la zone euro au T2 2020 (-11,8% t/t, après -3,7% au T1 2020). Depuis lors, les indicateurs conjoncturels se sont sensiblement redressés et la croissance au T3 2020 devrait à ce titre rebondir nettement. La dynamique de rattrapage s'essouffle toutefois, laissant craindre une fin d'année peu allante. La perte d'activité causée par la crise de la Covid-19 ne sera probablement pas effacée à horizon fin 2021. Au-delà des incertitudes relatives à la situation épidémique dans les Etats membres de la zone euro, des inquiétudes persistent quant à l'évolution du chômage ces prochains mois, qui pèsent sur la confiance des consommateurs, et sur le risque de défaut de nombreuses entreprises, 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

Au premier semestre 2020, l'économie a encaissé un choc récessif massif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement : le PIB a plongé de 5,9% t/t au T1 puis de 13,8% t/t au T2. Depuis la mi-mai et la fin du confinement, un rebond mécanique est à l'œuvre : le rattrapage a été vigoureux jusqu'en juin-juillet et contribue à modérer la contraction du PIB sur l'ensemble de 2020. Mais il reste incomplet et va en ralentissant. Les spécificités sectorielles de l'économie, le caractère dispersé du redémarrage et du retour à la normale, sur le plan sectoriel comme géographique, sont un frein. L'incertitude reste grande quant à l'ampleur de l'onde de choc en termes de défaillances d'entreprises et de hausse du chômage. La situation sanitaire demeure préoccupante. À l'horizon 2021, le PIB serait encore environ 2% en deçà de son niveau de fin 2019. Les mesures d'urgence prises au printemps ont toutefois joué un rôle amortisseur important tandis que le plan France Relance de EUR 100 mds, détaillé le 3 septembre, a un rôle de renfort. Nous estimons à 0,6 point le surcroît de croissance apporté en 2021.

## TAUX &amp; CHANGES

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

Pour 2022, les projections de la BCE tablent sur une inflation bien en deçà de son objectif et, malgré la reprise en cours, la BCE considère que les risques sont orientés à la baisse. Ainsi, sa politique monétaire devrait être maintenue longtemps, avec un possible nouvel assouplissement si la situation le requerrait. Cette position accommodante devrait limiter les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro, et comme toujours les taux longs en zone euro seront affectés par les rendements américains. Les fluctuations de l'appétit pour le risque des investisseurs joueront également un rôle important.

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

L'affaiblissement du dollar US devrait se poursuivre. 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	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2.2	-4.2	4.2	1.8	1.3	1.9
Japon	0.7	-5.4	1.2	0.5	0.0	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-9.7	6.9	1.8	0.7	1.3
Zone euro	1.3	-8.0	5.2	1.2	0.3	0.9
Allemagne	0.6	-5.6	4.7	1.4	0.6	1.6
France	1.5	-9.8	6.8	1.3	0.6	0.9
Italie	0.3	-10.0	5.3	0.6	-0.1	0.4
Espagne	2.0	-13.0	5.0	0.8	-0.3	0.6
Chine	6.1	2.5	7.5	2.9	2.8	2.3
Inde*	4.2	-11.4	9.6	4.8	5.5	3.4
Brésil	1.1	-5.0	3.0	3.7	2.6	2.6
Russie	1.3	-5.0	3.1	4.3	3.3	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 10/09/2020

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2020				2021				
	T1	T2	T3	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
Fin de période									
E-Unis									
Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Treas. 10a	0.67	0.80	0.64	0.75	0.90	1.00	1.20	0.75	1.20
Z. euro									
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a	-0.46	-0.50	-0.54	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.30	0.00
OAT 10a	-0.05	-0.15	-0.32	-0.05	0.05	0.15	0.25	-0.05	0.25
BTP 10 ans	1.55	1.30	0.77	0.90	1.20	1.40	1.50	0.90	1.50
BONO 10 ans	0.68	0.50	0.16	0.30	0.50	0.20	0.70	0.30	0.70
R-Uni									
Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gilt 10a	0.31	0.55	0.14	0.30	0.30	0.40	0.70	0.30	0.70
Japon									
Taux BoJ	-0.07	-0.10	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.02	0.00	0.02	0.05	0.05	0.10	0.15	0.05	0.15

Taux de change	2020				2021				
	T1	T2	T3	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
Fin de période									
USD									
EUR / USD	1.10	1.09	1.17	1.23	1.24	1.25	1.27	1.23	1.27
USD / JPY	108	104	106	102	101	99	95	102	95
GBP / USD	1.24	1.24	1.28	1.41	1.43	1.45	1.48	1.41	1.48
EUR									
EUR / GBP	0.89	0.88	0.91	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87	0.86
EUR / JPY	118	113	124	125	125	124	121	125	121

Pétrole	2020				2021				
	T1	T2	T4e	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
Fin de période									
moyenne de la période									
Pétrole USD/baril	51	33	41.02	49	61	58	-	44	59

MISE A JOUR ET SPOT : 10/09/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

10

## DERNIERS INDICATEURS

En Allemagne, le climat des affaires de l'indice IFO s'est affaibli plus que prévu. Si l'évaluation des conditions actuelles s'est améliorée, dépassant les attentes, les anticipations se sont nettement détériorées. Aux États-Unis, le chiffre des ventes de maisons neuves a déçu, marquant une forte baisse. L'évolution des commandes de biens d'équipement – indicatif de l'investissement des entreprises – a ralenti mais moins que prévu. L'indice de confiance du Conference Board est en baisse. Même si les ménages se sont montrés bien plus optimistes sur la situation actuelle, leurs attentes ont enregistré une forte baisse. Les demandes initiales d'assurance chômage ont favorablement surpris, diminuant beaucoup plus qu'attendu. La première estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre s'est révélée encore plus spectaculaire que prévu. Au Japon, les ventes de détail sont restées stables en septembre par rapport au mois précédent. La confiance des consommateurs s'est redressée, mais dans une moindre proportion que prévu. En France, le nombre global de demandeurs d'emploi a baissé au troisième trimestre. La croissance du PIB français au troisième trimestre a très largement dépassé les attentes en France et en zone euro et, dans une moindre mesure, en Allemagne. La confiance économique dans la zone euro s'est affaiblie en octobre par rapport à septembre, en particulier dans les services, mais en-deçà des anticipations du consensus. Enfin, le message de la BCE a été très clair : encore plus d'assouplissement au programme de la réunion du 10 décembre.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
26/10/2020	Allemagne	Climat des affaires IFO	Oct.	92,7	93,0	93,2
26/10/2020	Allemagne	Prévisions IFO	Oct.	95,0	96,5	97,4
26/10/2020	Allemagne	Estimation de la situation en cours (IFO)	Oct.	90,3	89,8	89,2
26/10/2020	États-Unis	Indice d'activité de la Fed de Chicago	Sept.	0,27	0,73	1,11
26/10/2020	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Sept.	-3,5%	1,4%	3,0%
26/10/2020	États-Unis	Indice d'activité de la Fed de Dallas	Oct.	19,8	13,5	13,6
27/10/2020	Chine	Bénéfices industriels g.a.	Sept.	10,1%	--	19,1%
27/10/2020	France	Nombre de chômeurs	T3	3673,4k	--	4149,3k
27/10/2020	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	1,0%	0,5%	2,1%
27/10/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs du Conference Board	Oct.	100,9	102,0	101,3
27/10/2020	États-Unis	Conjoncture (Conference Board)	Oct.	104,6	--	98,9
27/10/2020	États-Unis	Prévisions du Conference Board	Oct.	98,4	--	102,9
27/10/2020	États-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Oct.	29	18	21
27/10/2020	Allemagne	Ventes de détail m/m	Sept.	--	-0,6%	1,8%
28/10/2020	France	Confiance des consommateurs	Oct.	94	93	95
29/10/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Sept.	-0,1%	1,0%	4,6%
29/10/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Oct.	33,6	35,0	32,7
29/10/2020	Zone euro	Confiance économique	Oct.	90,9	89,6	90,9
29/10/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Oct.	-9,6	-10,9	-11,4
29/10/2020	Zone euro	Confiance des services	Oct.	-11,8	-14,0	-11,2
29/10/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	-15,5	--	-15,5
29/10/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	751k	770k	791k
29/10/2020	États-Unis	PIB annualisé t/t	T3	33,1%	32,0%	-31,4%
29/10/2020	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Oct.	-0,500%	-0,500%	-0,500%
29/10/2020	Japon	Taux de la Banque du Japon	Oct.	-0,100%	-0,100%	-0,100%
30/10/2020	Japon	Production industrielle m/m	Sept.	4,0%	3,0%	1,0%
30/10/2020	France	Dépenses des consommateurs m/m	Sept.	-5,1%	-1,4%	2,20%
30/10/2020	France	PIB t/t	T3	18,2%	15,0%	-13,7%
30/10/2020	Allemagne	PIB t/t	T3	8,2%	7,3%	-9,8%
30/10/2020	Zone euro	Enquêtes BCE des prévisionnistes professionnels				
30/10/2020	Zone euro	Taux de chômage	Sept.	8,3%	8,2%	8,3%
30/10/2020	Zone euro	PIB t/t	T3	12,7%	9,6%	-11,8%
30/10/2020	Zone euro	IPC g.a.	Oct.	0,2%	0,2%	0,2%
30/10/2020	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	--	81,2	81,2

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Si les élections présidentielles aux États-Unis, le 3 novembre prochain, monopoliseront l'attention, la semaine n'en sera pas moins particulièrement importante en termes de publication de données économiques. L'indice PMI (manufacturier, des services et composite) paraîtra pour plusieurs pays, ainsi que l'indicateur ISM des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et les services aux États-Unis. En France, nous connaissons les chiffres du marché du travail pour le troisième trimestre. L'événement marquant de la semaine, pour ce qui est des données économiques, sera la publication des chiffres du marché du travail américain. À noter également, les réunions de politique monétaire de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale américaine. Enfin, la Commission européenne publiera ses nouvelles prévisions.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
02/11/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	48,0
02/11/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Oct.	52,8	53,0
02/11/2020	Japon	Ventes de véhicules g.a.	Oct.	--	-15,6%
02/11/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	51,0
02/11/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	--	58,0
02/11/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	54,4
02/11/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	53,3
02/11/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	53,3
02/11/2020	États-Unis	ISM manufacturier	Oct.	55,6	55,4
03/11/2020	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	--
04/11/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Oct.	--	54,5
04/11/2020	Chine	PMI des services (Caixin)	Oct.	55,0	54,8
04/11/2020	France	PMI des services (Markit)	Oct.	--	46,5
04/11/2020	France	PMI composite (Markit)	Oct.	--	47,3
04/11/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	--	48,9
04/11/2020	Allemagne	Markit/BME Germany Composite PMI	Oct.	--	54,5
04/11/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	--	46,2
04/11/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	--	49,4
04/11/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit)	Oct.	--	52,3
04/11/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	--	52,9
04/11/2020	États-Unis	PMI des services (Markit)	Oct.	--	56,0
04/11/2020	États-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	--	55,5
04/11/2020	États-Unis	ISM des services	Oct.	57,5	57,8
05/11/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	--	46,6
05/11/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	--	46,7
05/11/2020	Zone euro	Ventes de détail m/m	Sept.	--	4,4%
05/11/2020	Zone euro	Prévisions de la Commission européenne			
05/11/2020	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Nov.	--	0,100%
05/11/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
05/11/2020	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Nov.	0,25%	0,25%
06/11/2020	France	Emplois du secteur privé	T3	--	-0,8%
06/11/2020	États-Unis	Évolution des emplois non-agricoles	Oct.	650k	661k
06/11/2020	États-Unis	Taux de chômage	Oct.	7,7%	7,9%
06/11/2020	États-Unis	Taux d'activité	Oct.	--	61,4%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">France, budget 2021 : budget de crise, budget de reprise</a>	EcoFlash	30 octobre 2020
<a href="#">Espagne : le budget 2021 dévoilé sous fond d'urgence sanitaire</a>	EcoTVWeek	30 octobre 2020
<a href="#">Brésil : investissement, gains de productivité et croissance potentielle</a>	Conjoncture	29 octobre 2020
<a href="#">Les treasuries, quasi-substituts des réserves en banque centrale sur le plan réglementaire</a>	Graphique de la semaine	28 octobre 2020
<a href="#">Économie mondiale : escalade de la dette publique</a>	EcoWeek	23 octobre 2020
<a href="#">Chine : une solide capacité de rebond</a>	EcoWeek	23 octobre 2020
<a href="#">Rebond épidémique : quels risques pour l'économie de la zone euro ?</a>	EcoTVWeek	23 octobre 2020
<a href="#">Zone euro : Covid-19, BCE et taux longs</a>	Graphique de la semaine	21 octobre 2020
<a href="#">France : la consommation des ménages français en 2019 : faible et forte à la fois</a>	Conjoncture	21 octobre 2020
<a href="#">Assouplissement temporaire des normes de levier</a>	EcoFlash	19 octobre 2020
<a href="#">Des politiques de l'offre pour l'après Covid-19</a>	EcoWeek	16 octobre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : la reprise s'essouffle déjà</a>	EcoWeek	16 octobre 2020
<a href="#">Espagne : la reprise marque le pas</a>	EcoWeek	16 octobre 2020
<a href="#">Italie : rattrapée par la deuxième vague</a>	EcoWeek	16 octobre 2020
<a href="#">Se préparer à l'après-pandémie : vers une politique économique plus ciblée</a>	EcoTV	16 octobre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : les prêts hypothécaires entre soutien et contrainte</a>	Graphique de la semaine	14 octobre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : Brexit, le temps d'un accord est désormais compté</a>	EcoFlash	13 octobre 2020
<a href="#">États-Unis : à propos de l'élection présidentielle du 3 novembre</a>	EcoFlash	13 octobre 2020
<a href="#">Les entreprises vont-elles profiter de l'amélioration de leur trésorerie pour investir ?</a>	EcoWeek	9 octobre 2020
<a href="#">Indices PMI : les services de nouveau pénalisés par la pandémie</a>	EcoWeek	9 octobre 2020
<a href="#">EcoTV octobre 2020</a>	EcoTV	9 octobre 2020
<a href="#">Russie : lente reprise de l'activité</a>	Graphique de la semaine	7 octobre 2020
<a href="#">Édition du 4<sup>e</sup> trimestre 2020</a>	EcoEmerging	5 octobre 2020
<a href="#">Japon : sous pression mais redressement de la confiance des ménages encourageant</a>	EcoWeek	2 octobre 2020
<a href="#">Zone Euro : essoufflement de la reprise économique</a>	EcoWeek	2 octobre 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

+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.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 Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](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