

2-3

ÉDITORIAL

La politique budgétaire est au cœur du débat (et elle va y rester)

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-7

BAROMÈTRE

Le secteur manufacturier tient bon, les services sont sous pression.

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9-10

CALENDRIER

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

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

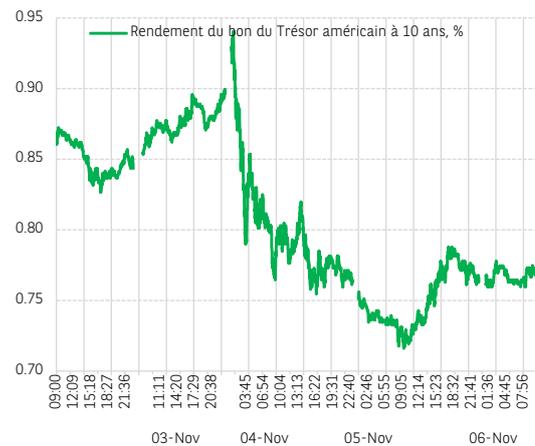
LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EST AU CŒUR DU DÉBAT (ET ELLE VA Y RESTER)

Relance budgétaire ou monétaire ? Les évolutions boursières de la semaine dernière ont reflété, dans une large mesure, les anticipations selon lesquelles le résultat des élections américaines pourrait faire pencher la balance dans un sens ou dans l'autre. Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, a insisté sur la nécessité d'un plus large soutien des finances publiques, tout en laissant entrevoir un assouplissement monétaire plus important en cas de besoin. Le Royaume-Uni a opté pour une approche coordonnée : la Banque d'Angleterre augmentera ses achats d'obligations d'Etat tandis que le dispositif de chômage partiel, mis en place par l'Etat, sera prolongé. La politique budgétaire restera au cœur du débat pendant de nombreuses années encore.

S'il restait encore des doutes sur le rôle central de la politique budgétaire cette année, les événements de la semaine écoulée auront probablement suffi à les balayer. Ce fut en effet un élément déterminant dans les mouvements boursiers observés lors des élections américaines. Au fur et à mesure du dépouillement du scrutin, les spéculations de victoire de Joe Biden et d'une majorité républicaine au Sénat ont conduit à un rebond du marché obligataire et à un net fléchissement du dollar. Ces mouvements du marché reflètent l'anticipation selon laquelle, si ces résultats devaient se confirmer, le programme de relance budgétaire serait plus modeste, obligeant la Réserve fédérale à assouplir davantage sa politique monétaire. Comme à leur habitude, les marchés actions ont nettement progressé à l'idée d'un plus large assouplissement monétaire, même si la surperformance du Nasdaq par rapport au S&P500 trahit quelques inquiétudes à l'égard des perspectives de croissance¹. Ces inquiétudes s'expliquent par le ralentissement du rythme des créations d'emplois – malgré la bonne surprise des statistiques du marché du travail pour le mois d'octobre –, l'accélération des nouveaux cas de contamination au Covid-19 et par l'impact potentiel, sur les exportations américaines, des mesures de reconfinement adoptées dans plusieurs pays européens. Lors de sa conférence de presse, à l'issue de la réunion du FOMC, J. Powell, président de la Réserve fédérale, a insisté sur la nécessité de maintenir un soutien monétaire et, en particulier, budgétaire : « *la politique budgétaire a ici un rôle absolument essentiel à jouer* »². En réponse à un journaliste se demandant si une absence de soutien des finances publiques obligerait la Fed à consentir des efforts supplémentaires, il a déclaré que tous les facteurs extérieurs entraient en ligne de compte. Une telle déclaration, qui réfère implicitement à l'orientation de la politique budgétaire, rejoint les anticipations du marché : une relance budgétaire moins importante que prévu signifierait un assouplissement

monétaire accru. Cependant, les taux d'intérêt étant déjà très bas, l'effet net d'une telle réorientation risque d'être négatif. Gita Gopinath, économiste en chef du FMI aboutit à cette même conclusion dans une tribune publiée dans le Financial Times : « *l'économie mondiale est prise dans une trappe à liquidité, une situation dans laquelle la politique monétaire n'a qu'un impact limité. Nous devons nous mettre d'accord sur l'adoption de politiques appropriées pour en sortir ... La politique budgétaire doit jouer un rôle moteur dans la reprise* »³.

RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (INTRADAY)



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

1 La raison en est que de nombreuses entreprises cotées au Nasdaq présentent structurellement de meilleures perspectives de croissance bénéficiaire, quel que soit l'environnement économique, de sorte que les doutes grandissants sur les perspectives économiques peuvent pousser les investisseurs à préférer les sociétés du Nasdaq à celles inscrites à la cote du S&P500.

2 Conférence de presse de Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, 5 novembre 2020

3 *Global liquidity trap requires a big fiscal response*, Gita Gopinath, Financial Times, 2 novembre 2020



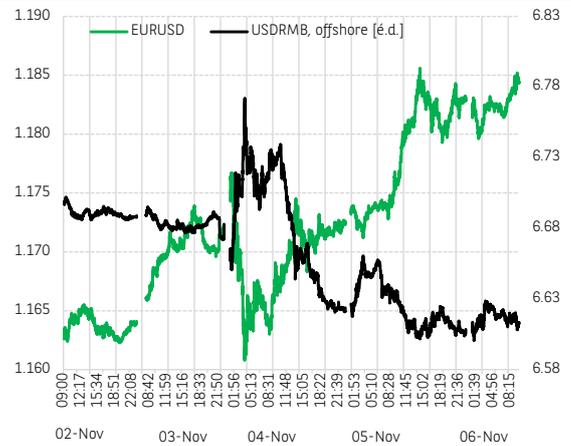
Relance budgétaire ou monétaire ? Les évolutions boursières reflètent, dans une large mesure, les anticipations selon lesquelles le résultat des élections américaines pourrait faire pencher la balance dans un sens ou dans l'autre



Les arguments en faveur de l'adoption de mesures de relance budgétaire ne se résument pas à la seule augmentation directe de la demande finale qui en découle. Ils s'appuient également sur le fait que le multiplicateur budgétaire est plus élevé lorsque l'économie est prise dans une trappe à liquidité. Le financement des mesures de stimulation budgétaire, par ailleurs, très bon marché en raison de conditions monétaires accommodantes. Le Royaume-Uni a, pour sa part, fait le choix de la coordination de la politique monétaire et budgétaire : la Banque d'Angleterre a, en effet, annoncé jeudi matin une augmentation de ses achats d'obligations d'Etat à hauteur de GBP 150 mds et, plus tard dans la journée, le chancelier de l'Echiquier faisait part de sa décision de prolonger le dispositif de chômage partiel jusqu'à la fin du mois de mars 2021⁴. Pendant de nombreuses années encore, la politique budgétaire jouera un rôle primordial, quoique à des titres divers. A court terme, elle permettra d'atténuer l'impact sur l'économie des mesures restrictives adoptées pour enrayer la nouvelle vague de contaminations. Puis, la priorité sera progressivement donnée à l'accompagnement de la reprise. Enfin, d'ici quelques années, la nécessité de réduire la dette publique reviendra au cœur du débat.

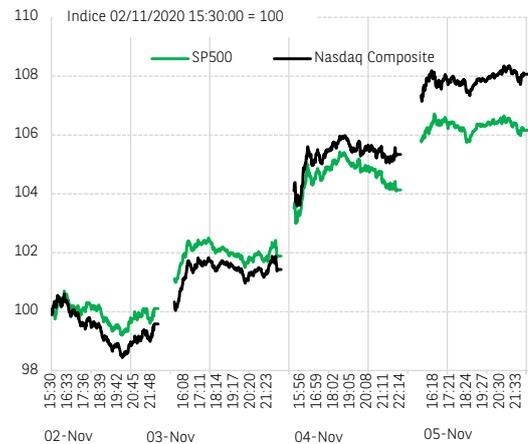
William De Vijlder

EURUSD/USDRMB (INTRADAY)



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

S&P500 VS NASDAQ (INTRADAY)



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

4 Dans le cadre de ce dispositif, les salariés perçoivent 80% de leur salaire habituel au titre des heures non travaillées, jusqu'à concurrence de GBP 2500 par mois. (source: www.gov.uk).



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 30-10-20 au 6-11-20

				Taux d'intérêt (%)
▲ CAC 40	4 594	▶ 4 961	+8.0 %	€ BCE
▲ S&P 500	3 270	▶ 3 509	+7.3 %	Eonia
▼ Volatilité (VIX)	38.0	▶ 24.9	-13.2 pb	Euribor 3m
▼ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.21	-0.3 pb	Euribor 12m
▼ OAT 10a (%)	-0.40	▶ -0.41	-0.7 pb	\$ FED
▲ Bund 10a (%)	-0.63	▶ -0.62	+0.8 pb	Libor 3m
▼ US Tr. 10a (%)	0.86	▶ 0.82	-3.8 pb	Libor 12m
▲ Euro vs dollar	1.16	▶ 1.19	+1.9 %	£ Bque Angl.
▲ Or (once, \$)	1 881	▶ 1 952	+3.8 %	Libor 3m
▲ Pétrole (Brent, \$)	37.5	▶ 39.6	+5.4 %	Libor 12m

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

				Rendements (%)	+haut 20	+bas 20
€ Moy. 5-7a	-0.43	0.72	le 18/03	-0.43	le 05/11	
Bund 2a	-0.78	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03	
Bund 10a	-0.62	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03	
OAT 10a	-0.41	0.28	le 18/03	-0.42	le 04/11	
Corp. BBB	0.73	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	0.82	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03	
High Yield	5.56	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	0.31	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08	

Au 6-11-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.19	1.20 le 01/09	1.07 le 20/03	+5.8%
GBP	0.90	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+6.6%
CHF	1.07	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.8%
JPY	122.67	126.82 le 31/08	114.51 le 06/05	+0.6%
AUD	1.63	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+2.3%
CNY	7.86	8.26 le 30/07	7.55 le 19/02	+0.6%
BRL	6.51	6.75 le 28/10	4.51 le 02/01	+44.2%
RUB	91.96	93.98 le 02/11	67.75 le 10/01	+31.9%
INR	88.12	89.12 le 18/08	77.21 le 17/02	+10.0%

Au 6-11-20 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	39.6	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-40.3%	-43.6%
Or (once)	1 952	2 053 le 06/08	1 475 le 19/03	+28.4%	+21.3%
Métaux, LME	3 128	3 128 le 06/11	2 232 le 23/03	+10.0%	+4.0%
Cuivre (tonne)	6 935	6 978 le 21/10	4 625 le 23/03	+12.8%	+6.6%
Blé (tonne)	229	2.4 le 21/01	1.78 le 26/06	-0.2%	-5.6%
Mais (tonne)	156	1.6 le 26/10	1.13 le 28/04	+4.2%	-1.5%

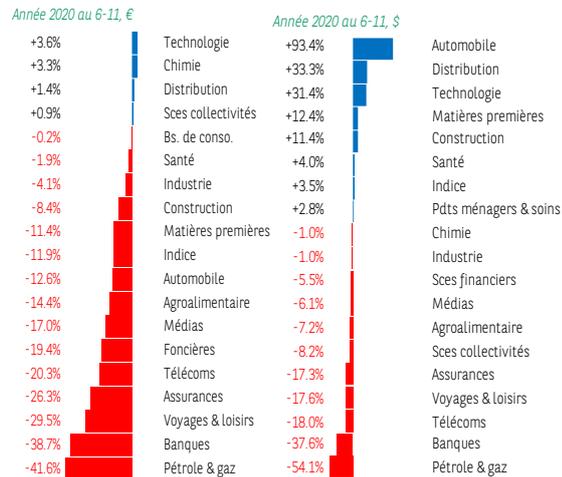
Au 6-11-20 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 470	2 494 le 02/09	1 602 le 23/03	+4.7%
Amérique du Nord				
S&P500	3 509	3 581 le 02/09	2 237 le 23/03	+8.6%
Europe				
EuroStoxx50	3 204	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-14.4%
CAC 40	4 961	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-17.0%
DAX 30	12 480	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-5.8%
IBEX 35	6 870	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-28.1%
FTSE100	5 910	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-21.6%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	956	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-5.0%
Nikkei	24 325	24 325 le 06/11	16 553 le 19/03	+2.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 176	1 176 le 06/11	758 le 23/03	+5.5%
Chine	109	109 le 06/11	69 le 19/03	+26.7%
Inde	587	609 le 17/01	353 le 23/03	+3.1%
Brésil	1 511	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-13.2%
Russie	560	857 le 20/01	419 le 18/03	-15.5%

Au 6-11-20 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

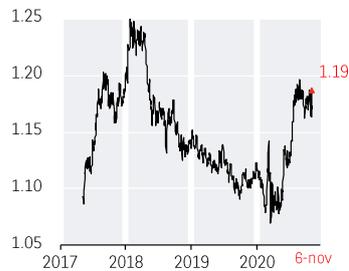


SOURCE : THOMSON REUTERS

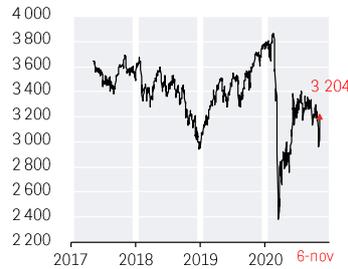


REVUE DES MARCHÉS

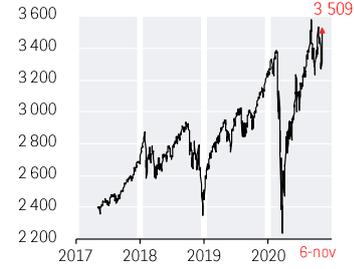
EURO-DOLLAR



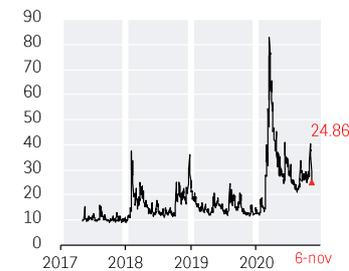
EUROSTOXX50



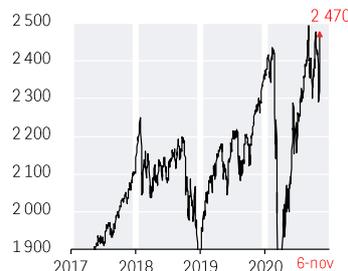
S&P500



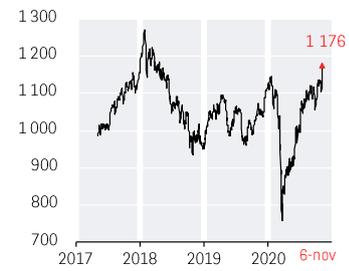
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



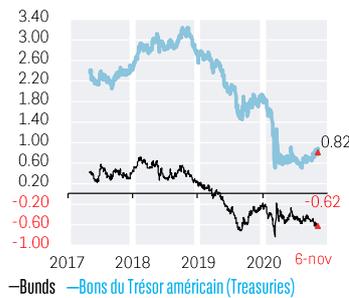
MSCI MONDE (USD)



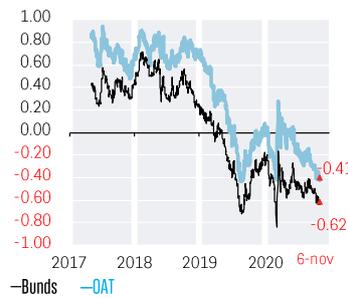
MSCI ÉMERGENTS (USD)



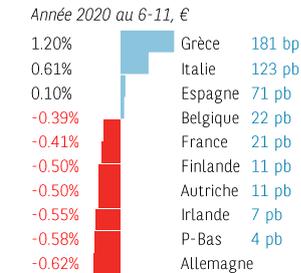
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



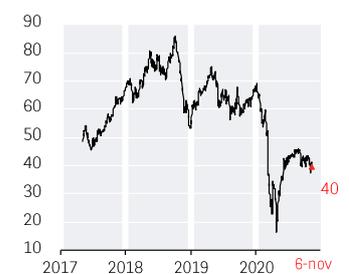
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



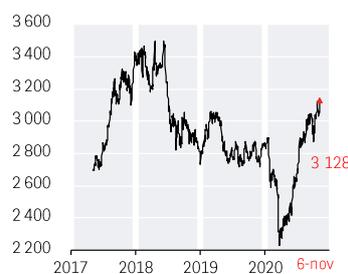
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



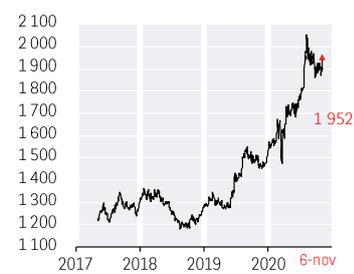
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



BAROMÈTRE

LE SECTEUR MANUFACTURIER TIENST BON, LES SERVICES SONT SOUS PRESSION

L'indice composite des directeurs d'achats (PMI) s'est nettement redressé en Inde, pour le deuxième mois d'affilée, et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et en Chine. Dans ces trois pays, l'indice ressort à son plus haut niveau depuis onze mois. Dans la zone euro, les chiffres sont contrastés : en forte hausse en Irlande, en léger mieux en Allemagne, mais en retrait en France, en Italie et dans l'ensemble de la zone euro. Ils accusent un déclin marqué au Royaume-Uni.

Le PMI manufacturier mondial s'est encore amélioré en octobre, atteignant son plus haut niveau depuis onze mois. Il a progressé dans la plupart des pays de la zone euro. Au Brésil, où il a continué à grimper, il s'est établi à un très haut niveau. Le redressement se poursuit en Inde.

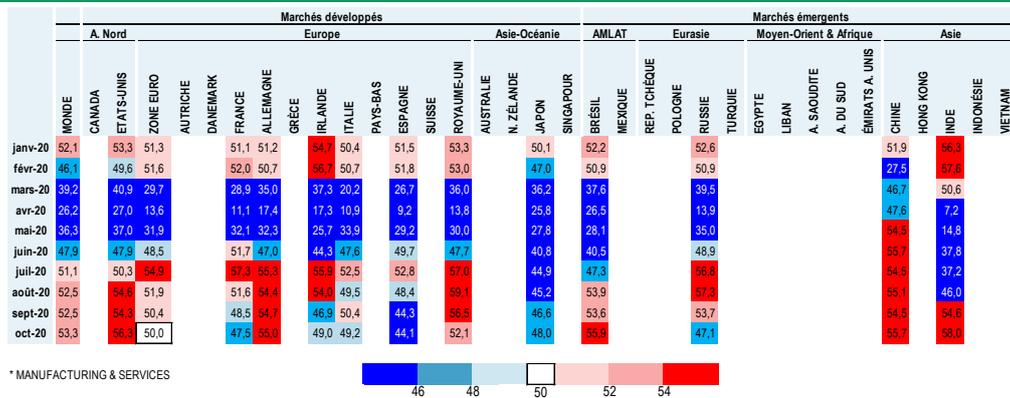
Le PMI des services pour les pays de la zone euro reflète l'impact de la vague de nouvelles contaminations, avec un ralentissement général des données, à l'exception de l'Irlande. L'indice s'est inscrit en forte hausse aux États-Unis. Les résultats ont été encore meilleurs en Chine, mais le bond le plus spectaculaire a été enregistré en Inde.

Les nouvelles commandes à l'export ont connu un léger ralentissement, au niveau mondial, sous l'effet d'évolutions divergentes : ce sous-indice s'est replié aux États-Unis, passant sous le seuil des 50, et a progressé dans la zone euro et au Royaume-Uni. En forte baisse en Chine, il ressort en hausse en Inde. Dans la zone euro, il s'est stabilisé à un très haut niveau en Allemagne et a nettement progressé en Italie, mais il s'est replié en France et aux Pays-Bas. Il affiche une forte contraction en Grèce.

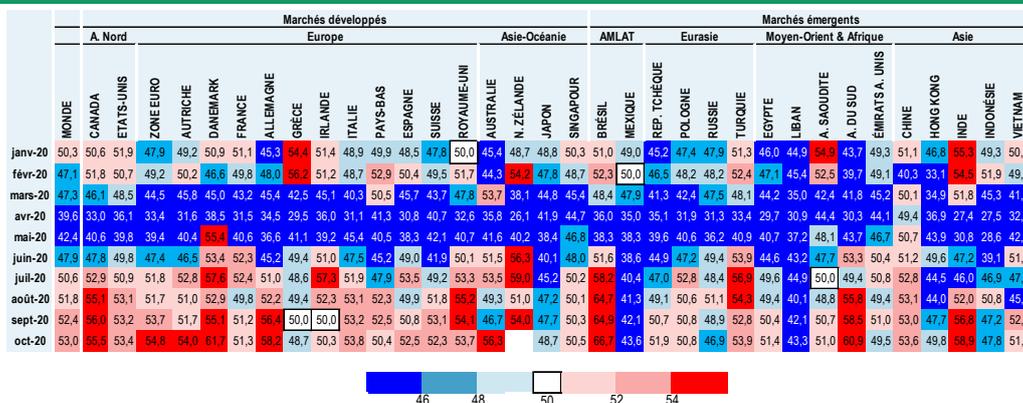
Les chiffres sur l'emploi dans l'industrie manufacturière sont restés stables au niveau mondial, dans la zone euro et en Chine, mais ils se sont repliés aux États-Unis. Avec une hausse notable, le Brésil fait figure d'exception. Les niveaux restent bas dans la plupart des pays. Le sous-indice « emploi » s'inscrit manifestement en retrait par rapport à l'amélioration du PMI manufacturier.

William De Vijlder

PMI COMPOSITE



PMI MANUFACTURIER



SOURCE: MARKIT, BNP PARIBAS



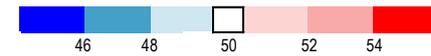
PMI DES SERVICES

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
janv-20	52,7	53,4	52,5	51,0	54,2	56,9	51,4	52,3	53,9	47,4	51,0	52,7	54,1	44,9	51,8	46,8	55,5
févr-20	47,1	49,4	52,6	52,5	52,5	59,9	52,1	52,1	53,2	47,0	46,8	50,4	52,0	45,4	26,5	33,1	57,5
mars-20	36,8	39,8	26,4	27,4	31,7	32,5	17,4	23,0	34,5	38,7	33,8	34,5	37,1	35,0	43,0	34,9	49,3
avr-20	23,7	26,7	12,0	10,2	16,2	13,9	10,8	7,1	13,4	27,1	21,5	27,4	12,2	30,9	44,4	36,9	5,4
mai-20	35,2	37,5	30,5	31,1	32,6	23,4	28,9	27,9	29,0	31,7	26,5	27,6	35,9	37,2	55,0	43,9	12,6
juin-20	48,1	47,9	48,3	50,7	47,3	39,7	46,4	50,2	47,1	31,5	45,0	35,9	47,8	43,2	58,4	49,6	33,7
juil-20	50,7	50,0	54,7	57,3	55,6	51,9	51,6	51,9	56,5	44,0	45,4	42,5	58,5	44,9	54,1	44,5	34,2
août-20	52,0	55,0	50,5	51,5	52,5	52,4	47,1	47,7	58,8	42,5	45,0	49,5	58,2	40,1	54,0	44,0	41,8
sept-20	52,0	54,6	48,0	47,5	50,6	45,8	48,8	42,4	56,1	36,2	46,9	50,4	53,7	42,1	54,8	47,7	49,8
oct-20	52,9	56,9	46,9	46,5	49,5	48,3	46,7	41,4	51,4	51,4	47,7	52,3	46,9	43,3	56,8	49,8	54,1



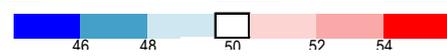
PMI MANUFACTURIER – NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORTATION

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord		Europe							Asie-Océanie			AMLAT	Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie															
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONESIE	VIETNAM
janv-20	49,5	49,0	49,5	49,5	50,4		50,2	49,6	55,5	50,2	49,0	49,0	48,0		47,7	49,8	49,3	50,3	44,8	48,5	45,1	44,8	46,6	51,4	38,5	43,0	48,9	50,5	51,3	49,4	40,8	54,8	48,7	52,6	
févr-20	45,0	50,5	49,1	47,6	49,3		47,5	46,1	57,7	48,4	48,5	50,8	49,5		49,6	44,5	47,1	48,1	49,2	51,1	44,8	44,1	47,8	52,8	39,4	45,9	50,6	47,7	49,8	36,4	18,6	54,2	49,1	49,2	
mars-20	43,0	44,2	46,2	37,0	36,0		34,7	35,8	34,4	41,7	36,0	45,5	40,9		43,0	44,6	40,0	43,0	46,3	49,0	33,9	35,4	43,1	42,0	33,2	21,3	41,3	39,4	44,3	46,4	17,7	46,9	29,8	37,0	
avr-20	27,1	30,9	24,9	18,9	17,5		15,6	18,8	18,8	25,7	18,2	28,1	17,3		25,2	42,6	33,0	42,5	30,2	30,8	22,7	21,7	22,0	21,2	11,8	17,5	37,8	32,3	35,2	33,7	19,7	10,3	8,5	17,7	
mai-20	32,3	39,2	25,9	28,7	30,2		29,2	24,5	36,1	30,9	35,8	29,6	30,4		33,9	31,1	30,8	45,6	31,7	34,2	32,2	29,4	30,5	29,8	34,7	30,9	45,1	20,2	40,2	41,7	36,4	11,8	15,8	34,3	
juin-20	43,5	43,6	47,9	43,1	37,0		42,5	41,4	48,1	52,1	44,5	41,4	47,5		44,9	47,2	37,4	47,2	45,2	36,1	40,7	43,0	42,0	50,5	49,0	36,7	43,9	33,5	51,1	47,0	42,0	38,9	21,5	48,5	
juil-20	47,2	47,8	49,8	51,8	49,6		45,9	54,8	45,2	58,7	48,9	46,4	53,9		47,7	41,4	40,2	50,5	46,2	41,6	43,6	50,5	48,5	54,4	51,7	45,3	45,7	40,7	47,7	48,3	36,2	43,3	38,4	41,7	
août-20	49,9	52,9	52,9	51,9	50,4		48,3	55,7	46,9	52,5	46,5	55,2	49,8		51,5	52,2	47,3	50,2	46,2	44,4	47,1	50,3	48,8	53,4	53,0	33,6	45,4	38,7	48,5	50,7	38,0	47,8	40,1	42,0	
sept-20	51,7	51,3	51,2	55,5	52,7		51,5	61,2	49,3	47,7	51,3	54,0	51,4		53,4	46,5	47,3	50,4	53,9	42,0	50,2	51,0	43,8	50,9	55,3	40,8	52,0	45,8	50,9	54,4	44,8	53,8	36,4	52,9	
oct-20	51,2	52,9	49,3	56,3	56,8		50,1	61,3	46,2	49,0	55,8	53,2	51,2		54,1	52,7	50,6	50,8	54,2	42,1	52,1	53,5	50,4	51,7	54,0	42,2	48,4	49,3	50,6	51,0	47,8	55,2	37,6	50,0	



PMI MANUFACTURIER – EMPLOI

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord		Europe							Asie-Océanie			AMLAT	Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie															
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONESIE	VIETNAM
janv-20	49,8	49,8	51,1	47,0	49,3	58,4	49,7	43,4	57,8	51,2	49,6	51,0	46,6	52,1	50,1	49,5	46,7	51,8	51,2	50,3	42,6	46,5	48,9	51,5	46,9	50,2	38,1	48,8	49,5	53,9	49,3	50,2			
févr-20	47,2	51,1	50,6	47,7	51,1	56,1	48,6	45,0	57,7	48,4	49,2	53,9	49,2	51,0	49,7	49,5	51,3	50,9	51,7	49,4	44,1	47,3	47,9	53,2	46,8	50,0	37,1	49,4	41,2	50,4	50,6	48,4			
mars-20	47,3	44,6	47,0	44,3	42,7	40,8	45,4	43,0	46,2	42,6	45,3	49,0	45,2	42,5	44,2	47,6	45,3	49,6	46,5	49,2	41,5	43,2	49,9	51,9	47,0	49,6	39,1	44,8	48,6	50,4	47,0	44,3			
avr-20	41,5	25,1	36,4	35,8	33,3	40,1	32,5	37,2	30,0	30,5	39,3	39,9	30,9	40,5	28,1	38,8	41,1	46,1	39,0	34,2	35,4	38,6	33,4	44,5	46,1	47,2	26,9	46,4	47,7	43,1	34,3	38,2			
mai-20	43,1	32,7	38,0	37,6	41,0	33,5	35,7	36,5	38,4	40,1	40,6	40,7	35,2	42,4	31,4	41,6	39,3	49,5	39,1	35,7	37,7	43,6	34,6	47,3	45,5	48,7	26,9	48,7	49,2	42,7	31,5	44,2			
juin-20	46,0	44,8	47,9	41,3	44,1	45,1	44,6	38,8	47,9	46,1	40,3	41,2	44,6	39,0	41,4	45,9	48,2	47,7	43,7	36,8	41,1	46,5	46,9	52,8	44,6	47,0	33,2	46,4	48,6	44,3	39,1	47,8			
juil-20	47,3	50,9	49,6	42,9	48,5	48,7	48,8	37,2	48,4	50,8	45,0	42,9	47,4	46,6	43,9	48,2	47,1	47,8	52,3	38,7	42,7	47,8	44,7	54,8	46,1	47,8	33,7	47,5	49,5	44,3	43,5	45,4			
août-20	48,6	53,9	52,7	44,2	44,7	48,5	44,7	40,2	50,5	47,5	49,4	48,3	46,7	45,4	43,8	47,8	49,2	48,4	56,4	41,5	45,1	49,6	48,6	54,3	45,9	48,2	38,6	41,5	49,8	45,5	46,9	43,7			
sept-20	49,5	54,3	52,5	47,1	49,1	44,8	46,5	44,2	50,9	49,1	51,9	47,7	50,1	47,3	46,5	51,8	51,6	49,8	56,5	44,6	48,1	51,1	45,6	55,2	48,3	49,0	44,8	47,7	50,1	45,4	46,1	48,5			
oct-20	49,4	51,2	51,9	47,2	46,7	53,1	47,9	44,4	49,8	50,8	50,5	48,0	50,4	44,1	45,4	48,7	48,9	58,2	45,6	50,3	52,3	47,4	55,5	47,8	48,8	49,1	47,6	50,2	47,3	45,6	50,5				



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

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 & 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^{er} 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	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
(borne supérieure)									
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	T3	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

9

DERNIERS INDICATEURS

Dans la plupart des pays, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier s'est légèrement amélioré en octobre, dépassant les attentes. Aux États-Unis, l'ISM manufacturier a enregistré une forte hausse, tant par rapport au mois de septembre que par rapport aux attentes, alors que l'ISM des services s'est affaibli plus que prévu. La Chine a enregistré une augmentation considérable de son PMI des services. Les PMI composite se sont améliorés en Chine, et, dans une moindre mesure, en Allemagne, dans la zone euro et aux États-Unis. La Banque d'Angleterre a annoncé une augmentation de ses achats d'actifs. La prévision d'automne de la Commission européenne a fait état d'un « rebond interrompu et incomplet » de l'économie, la résurgence de la pandémie aggravant l'incertitude. La Réserve fédérale n'a pas modifié sa politique, toutefois, lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a été clair en indiquant que l'économie américaine avait besoin de davantage de soutien monétaire et budgétaire. Le rapport sur le marché du travail aux États-Unis a signalé une forte baisse du taux de chômage allant bien au-delà des attentes. Par ailleurs, le taux de participation s'est redressé (0,3 point de pourcentage). La hausse des emplois non-agricoles a également été bien plus importante que prévu. Comme attendu, le marché des actions cette semaine a fluctué au gré du décompte des votes aux États-Unis.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
02/11/2020	Japon	PMI manufacturier (Ijibun Bank)	Oct.	--	48,7	48,0
02/11/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Oct.	52,8	53,6	53,0
02/11/2020	Japon	Ventes de véhicules g.a.	Oct.	--	31,6%	-15,6%
02/11/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	51,0	51,3	51,0
02/11/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	58,0	58,2	58,0
02/11/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	54,4	54,8	54,4
02/11/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	53,3	53,7	53,3
02/11/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	53,3	53,4	53,3
02/11/2020	États-Unis	ISM manufacturier	Oct.	56,0	59,3	55,4
03/11/2020	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	1,0%	1,0%	1,0%
04/11/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Oct.	--	55,7	54,5
04/11/2020	Chine	PMI des services (Caixin)	Oct.	55,0	56,8	54,8
04/11/2020	France	PMI des services (Markit)	Oct.	46,5	46,5	46,5
04/11/2020	France	PMI composite (Markit)	Oct.	47,3	47,5	47,3
04/11/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	48,9	49,5	48,9
04/11/2020	Allemagne	Markit/BME Germany Composite PMI	Oct.	54,5	55,0	54,5
04/11/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	46,2	46,9	46,2
04/11/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	49,4	50,0	49,4
04/11/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit)	Oct.	52,3	51,4	52,3
04/11/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	52,9	52,1	52,9
04/11/2020	États-Unis	PMI des services (Markit)	Oct.	56,0	56,9	56,0
04/11/2020	États-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	--	56,3	55,5
04/11/2020	États-Unis	ISM des services	Oct.	57,5	56,6	57,8
05/11/2020	Japon	PMI des services (Ijibun Bank)	Oct.	--	47,7	46,6
05/11/2020	Japon	PMI composite (Ijibun Bank)	Oct.	--	48,0	46,7
05/11/2020	Zone euro	Ventes de détail m/m	Sept.	-1,5%	-2,0%	4,2%
05/11/2020	Zone euro	Prévisions de La Commission européenne				
05/11/2020	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Nov.	0,100%	0,100%	0,100%
05/11/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	735k	751k	758k
05/11/2020	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Nov.			
06/11/2020	France	Emplois du secteur privé	T3	0,2%	1,8%	-0,8%
06/11/2020	États-Unis	Évolution des emplois non-agricoles	Oct.	580k	638k	672k
06/11/2020	États-Unis	Taux de chômage	Oct.	7,6%	6,9%	7,9%
06/11/2020	États-Unis	Taux d'activité	Oct.	61,5%	61,7%	61,4%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

Le calendrier de publication des données économiques pour la semaine prochaine sera relativement léger. Pour la France, seront publiés le sentiment industriel de la Banque de France, le taux de chômage pour le troisième trimestre ainsi que les chiffres de l'inflation. Au Japon, l'attention se concentrera sur des données relatives au mois d'octobre : enquête Eco Watchers et commandes de machines-outils. La Chine publiera des données agrégées sur le financement et l'inflation. Pour la zone euro, nous disposerons des chiffres sur l'emploi au troisième trimestre, d'une nouvelle estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre ainsi que de l'enquête ZEW. Aux États-Unis, nous aurons l'optimisme des petites entreprises et le sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
09/11/2020	France	Sentiment des industriels de la Banque de France	Oct.	--	101
10/11/2020	Chine	IPP g.a.	Oct.	-1,9%	-2,1%
10/11/2020	Chine	IPC g.a.	Oct.	0,8%	1,7%
10/11/2020	Japon	Enquête Eco Watchers (conjoncture)	Oct.	--	49,3
10/11/2020	Japon	Enquête Eco Watchers (perspectives)	Oct.	--	48,3
10/11/2020	France	Taux de chômage (BIT)	T3	--	7,1%
10/11/2020	Allemagne	Enquête ZEW - Prévisions	Nov.	--	56,1
10/11/2020	Zone euro	Enquête ZEW - Prévisions	Nov.	--	52,3
10/11/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Oct.	104,4	104,0
10/11/2020	Chine	Financements agrégés	Oct.	1.369e+12	3.48e+12
11/11/2020	Japon	Commande de machines-outil g.a.	Oct.	--	-15,0%
12/11/2020	Royaume-Uni	PIB t/t	T3	--	-19,8%
12/11/2020	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
12/11/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Oct.	0,2%	0,2%
12/11/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Nov.	--	--
13/11/2020	France	IPC harmonisé m/m	Oct.	--	-0,1%
13/11/2020	Eurozone	Taux d'activité t/t	T3	--	-2,9%
13/11/2020	Zone euro	PIB t/t	T3	--	12,7%
13/11/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Oct.	0,3%	0,4%
13/11/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Nov.	82,0	81,8

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

France : le prêt garanti par l'État évolue	EcoTV	6 novembre 2020
Zone euro : du rebond à la rechute	EcoFlash	4 novembre 2020
Afrique du Sud : l'épidémie frappe une économie déjà en récession et une société très fragile	Graphique de la semaine	4 novembre 2020
Économie mondiale : Une reprise par à-coups	EcoWeek	3 novembre 2020
Impulsion du crédit dans la zone euro : élargissement des flux pour les sociétés non financières, légère contraction pour les ménages	EcoWeek	3 novembre 2020
France : montagnes russes	EcoWeek	3 novembre 2020
Allemagne : la hausse des contaminations risque de faire dérailler la reprise	EcoWeek	3 novembre 2020
France, budget 2021 : budget de crise, budget de reprise	EcoFlash	30 octobre 2020
Espagne : le budget 2021 dévoilé sous fond d'urgence sanitaire	EcoTVWeek	30 octobre 2020
Brésil : investissement, gains de productivité et croissance potentielle	Conjoncture	29 octobre 2020
Les treasuries, quasi-substituts des réserves en banque centrale sur le plan réglementaire	Graphique de la semaine	28 octobre 2020
Économie mondiale : escalade de la dette publique	EcoWeek	23 octobre 2020
Chine : une solide capacité de rebond	EcoWeek	23 octobre 2020
Rebond épidémique : quels risques pour l'économie de la zone euro ?	EcoTVWeek	23 octobre 2020
Zone euro : Covid-19, BCE et taux longs	Graphique de la semaine	21 octobre 2020
France : la consommation des ménages français en 2019 : faible et forte à la fois	Conjoncture	21 octobre 2020
Assouplissement temporaire des normes de levier	EcoFlash	19 octobre 2020
Des politiques de l'offre pour l'après Covid-19	EcoWeek	16 octobre 2020
Royaume-Uni : la reprise s'essouffle déjà	EcoWeek	16 octobre 2020
Espagne : la reprise marque le pas	EcoWeek	16 octobre 2020
Italie : rattrapée par la deuxième vague	EcoWeek	16 octobre 2020
Se préparer à l'après-pandémie : vers une politique économique plus ciblée	EcoTV	16 octobre 2020
Royaume-Uni : les prêts hypothécaires entre soutien et contrainte	Graphique de la semaine	14 octobre 2020
Royaume-Uni : Brexit, le temps d'un accord est désormais compté	EcoFlash	13 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, 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.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change