

2-3

ÉDITORIAL

"Assouplissement quantitatif : est-ce que quelqu'un devra payer la note ?"

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

États-Unis - zone euro - Japon

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-12

CALENDRIER

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

13

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF : EST-CE QUE QUELQU'UN DEVRA PAYER LA NOTE ?

L'expérience des dernières décennies montre que dans beaucoup de pays, voire dans la plupart, la baisse du ratio de la dette publique en phase d'expansion ne compense pas l'augmentation de ce même ratio en phase de récession. Cela accroît le risque souverain susceptible d'influencer *in fine* les coûts d'emprunt. Dans l'hypothèse d'un réinvestissement permanent des titres arrivant à maturité, la détention d'un important portefeuille d'emprunts d'État par la banque centrale pourrait limiter ce risque. Cela dépend des taux d'intérêt sur les réserves excédentaires et si cette politique entraîne une hausse de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation.

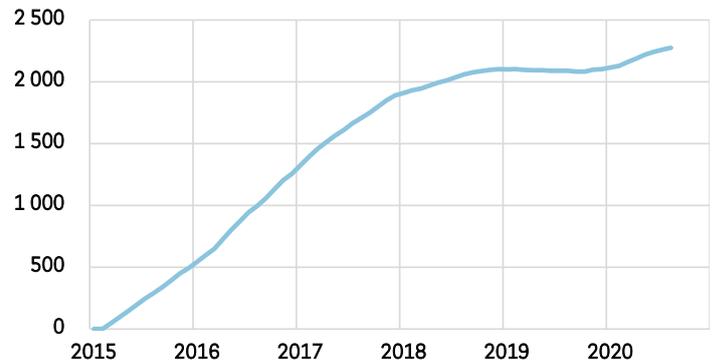
L'une des conséquences économiques majeures de la pandémie de Covid-19 est l'augmentation significative de la dette publique. Cette évolution s'explique par la baisse du dénominateur et le bond du numérateur, sous l'effet des stabilisateurs automatiques et de mesures discrétionnaires, parfois massives, visant à atténuer le coup porté à l'économie.

L'expérience des dernières décennies montre, que dans beaucoup de pays, voire dans la plupart, la baisse du ratio de la dette publique en phase d'expansion ne compense pas l'augmentation de ce même ratio en phase de récession. Or, un endettement public élevé et en hausse accroît le risque souverain susceptible d'influencer *in fine* les coûts d'emprunt. Parallèlement, depuis la crise financière mondiale, nous assistons à l'émergence des programmes d'assouplissement quantitatif (*Quantitative easing* ou QE) comme principal outil de politique monétaire, les taux directeurs offrant peu de marge de manœuvre en matière d'assouplissement, voire aucune. Cela a abouti à une phase de coordination de facto entre la politique monétaire et la politique budgétaire. En augmentant directement la demande finale, cette dernière renforce l'efficacité d'une politique monétaire expansionniste, comme le soulignent souvent les banquiers centraux. Les achats d'obligations d'État par les banques centrales facilitent donc le financement des programmes de relance budgétaire.

Si cette tendance persistait, une part assez considérable de la dette publique pourrait figurer au bilan des banques centrales. Selon certains commentateurs, elle ne devrait pas être prise en compte dans l'analyse de la viabilité de la dette. La raison invoquée est que les coupons perçus par la banque centrale seraient remboursés à l'État sous forme de dividendes et que la dette arrivant à maturité sera toujours réinvestie par la banque centrale. Sur ce dernier point, il est peu probable qu'une banque centrale annonce le maintien définitif d'une telle politique, car cela serait perçu comme un dispositif de financement monétaire. Par ailleurs, sa crédibilité en serait affectée et cela pourrait entraîner un bond des anticipations d'inflation. Cependant, pour l'évaluation du risque souverain, une telle annonce n'est pas strictement nécessaire. Il suffit que la probabilité de réinvestissement soit suffisamment élevée. Or, cela semble être le cas. L'expérience américaine du resserrement quantitatif¹ a montré combien il est difficile de réduire la taille du

bilan. En outre, la poursuite du resserrement quantitatif se substitue au relèvement des taux directeurs. Si une banque centrale souhaite moins recourir au QE, lors d'un cycle de détente monétaire ultérieur, elle doit privilégier les hausses des taux directeurs pendant les phases d'expansion ; cela lui laissera une marge de manœuvre pour abaisser les taux ensuite. Autrement dit, les obligations d'État, une fois achetées, pourraient rester inscrites au bilan pendant très longtemps. Pour autant, cela ne signifie pas que les programmes de QE soient synonymes de « repas gratuit » pour les États. Le pendant des achats d'actifs, au passif du bilan des banques centrales, sont les réserves détenues par le système bancaire, qui intervient en qualité d'intermédiaire entre ces dernières et les investisseurs finaux. Dans l'hypothèse où les coupons sont entièrement remboursés aux États sous forme de dividendes, le coût de financement effectif est le taux d'intérêt versé sur les réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale.

BCE : PORTEFEUILLE DE TITRES SOUVERAINS ACHETÉS
DANS LE CADRE DU PSPP (MDS EUR)



SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

¹ Cela fait référence à la politique de normalisation du bilan selon laquelle les titres arrivant à maturité n'étaient plus réinvestis. Cette politique a commencé en octobre 2017 et s'est terminée en août 2019 (source : Réserve fédérale).

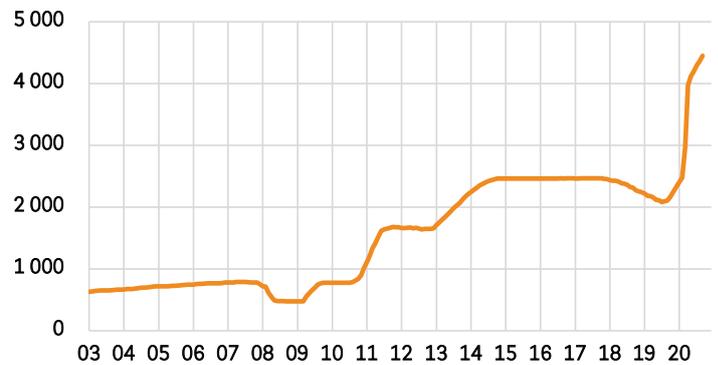
À long terme, les achats d'actifs par les banques centrales ne sont pas synonymes de « repas gratuit » pour les États.



Nous nous sommes habitués à ce que ce taux soit très bas, voire même négatif dans le cas de la BCE. On espère cependant qu'il s'agit là d'une situation temporaire et que ce taux finira par remonter avec l'augmentation du taux d'intérêt neutre. L'autre raison d'une telle remontée serait une hausse de l'inflation et des anticipations d'inflation, due au rôle toujours plus grand de la banque centrale dans le financement du déficit budgétaire. Pour conclure, dans l'hypothèse d'un réinvestissement permanent des titres arrivant à maturité, la détention d'un important portefeuille d'emprunts d'État par la banque centrale impliquerait que le risque souverain soit évalué en fonction de la dette détenue par des investisseurs tiers. Cependant, il conviendrait de tenir compte du niveau d'endettement global dans la simulation de la dynamique à long terme des déficits et de la dette, tout au moins si le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires est positif. De plus, le rôle grandissant des banques centrales dans le financement des déficits publics pourrait finir par entraîner une hausse de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation et par influencer les coûts d'emprunt.

William De Vijlder

RÉSERVE FÉDÉRALE : PORTEFEUILLE DE TITRES DU TRÉSOR ACHETÉS DANS LE CADRE DU QE (MDS USD)



SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 25-9-20 au 1-10-20

▲ CAC 40	4 730	▶ 4 824	+2.0 %	
▲ S&P 500	3 298	▶ 3 381	+2.5 %	
▲ Volatilité (VIX)	26.4	▶ 26.7	+0.3 pb	
▲ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.23	+1.6 pb	
▼ OAT 10a (%)	-0.30	▶ -0.31	-1.1 pb	
▼ Bund 10a (%)	-0.53	▶ -0.53	-0.1 pb	
▲ US Tr. 10a (%)	0.66	▶ 0.68	+1.8 pb	
▲ Euro vs dollar	1.16	▶ 1.17	+1.0 %	
▲ Or (once, \$)	1 862	▶ 1 909	+2.5 %	
▼ Pétrole (Brent, \$)	42.0	▶ 41.0	-2.3 %	

Taux d'intérêt (%)

\$ FED	0.25	1.75	le	01/01	0.25	le	16/03
Libor 3m	0.23	1.91	le	01/01	0.22	le	25/09
Libor 12m	0.36	2.00	le	01/01	0.36	le	29/09
£ Bque Angl	0.10	0.75	le	01/01	0.10	le	19/03
Libor 3m	0.06	0.80	le	08/01	0.05	le	18/09
Libor 12m	0.15	0.98	le	01/01	0.14	le	18/09

Au 1-10-20

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)							
€ Moy. 5-7a	-0.28	0.72	le	18/03	-0.35	le	30/09
Bund 2a	-0.70	-0.58	le	14/01	-1.00	le	09/03
Bund 10a	-0.53	-0.17	le	19/03	-0.84	le	09/03
OAT 10a	-0.31	0.28	le	18/03	-0.42	le	09/03
Corp. BBB	0.94	2.54	le	24/03	0.65	le	20/02
\$ Treas. 2a	0.13	1.59	le	08/01	0.11	le	04/08
Treas. 10a	0.68	1.91	le	01/01	0.50	le	09/03
High Yield	5.97	11.29	le	23/03	5.44	le	21/02
£ Gilt. 2a	-0.05	0.61	le	08/01	-0.12	le	21/09
Gilt. 10a	0.28	0.83	le	01/01	0.04	le	04/08

Au 1-10-20

TAUX DE CHANGE

1e =								
USD	1.17	1.20	le	01/09	1.07	le	20/03	+4.5%
GBP	0.91	0.94	le	23/03	0.83	le	18/02	+7.6%
CHF	1.08	1.09	le	05/06	1.05	le	14/05	-0.7%
JPY	123.97	126.82	le	31/08	114.51	le	06/05	+1.6%
AUD	1.63	1.87	le	23/03	1.60	le	01/01	+2.3%
CNY	7.99	8.26	le	30/07	7.55	le	19/02	+2.2%
BRL	6.62	6.69	le	20/08	4.51	le	02/01	+46.5%
RUB	90.92	92.95	le	29/09	67.75	le	10/01	+30.4%
INR	85.84	89.12	le	18/08	77.21	le	17/02	+7.1%

Au 1-10-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$									
Pétrole, Brent	41.0	69.1	le	06/01	16.5	le	21/04	-38.2%	-40.9%
Or (once)	1 909	2 053	le	06/08	1 475	le	19/03	+25.5%	+20.1%
Métaux, LME	2 873	3 046	le	18/09	2 232	le	23/03	+1.0%	-3.3%
Cuivre (tonne)	6 375	6 853	le	18/09	4 625	le	23/03	+3.7%	-0.8%
Blé (tonne)	219	2.4	le	21/01	178	le	26/06	-4.5%	-8.6%
Mais (tonne)	143	1.5	le	23/01	113	le	28/04	-4.7%	-8.9%

Au 1-10-20

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours							
Monde								
MSCI Monde	2 380	2 494	le	02/09	1 602	le	23/03	+0.9%
Amérique du Nord								
S&P500	3 381	3 581	le	02/09	2 237	le	23/03	+4.6%
Europe								
EuroStoxx50	3 194	3 865	le	19/02	2 386	le	18/03	-14.7%
CAC 40	4 824	6 111	le	19/02	3 755	le	18/03	-19.3%
DAX 30	12 731	13 789	le	19/02	8 442	le	18/03	-3.9%
IBEX 35	6 731	10 084	le	19/02	6 107	le	16/03	-29.5%
FTSE100	5 879	7 675	le	17/01	4 994	le	23/03	-22.0%
Asie Pacifique								
MSCI, loc.	927	1 034	le	20/01	743	le	23/03	-8.0%
Nikkei	23 185	24 084	le	20/01	16 553	le	19/03	-2.0%
Emergents								
MSCI Emergents (\$)	1 085	1 147	le	17/01	758	le	23/03	-2.7%
Chine	97	102	le	02/09	69	le	19/03	+13.7%
Inde	571	609	le	17/01	353	le	23/03	-1.1%
Brésil	1 386	2 429	le	02/01	1 036	le	23/03	-18.2%
Russie	558	857	le	20/01	419	le	18/03	-15.7%

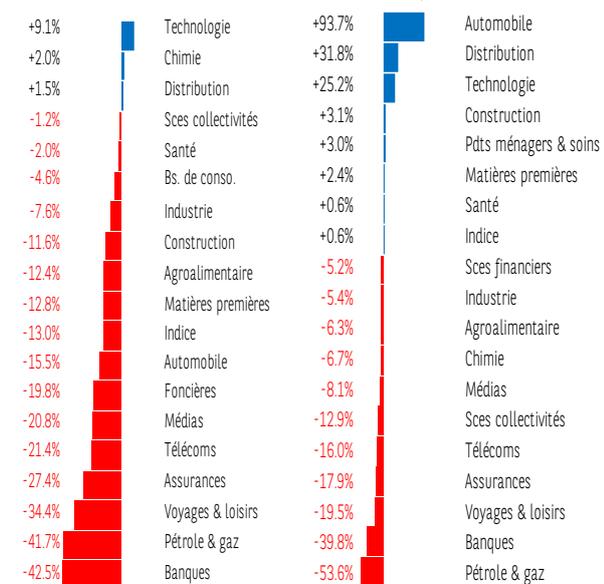
Au 1-10-20

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 1-10, €

Année 2020 au 1-10, \$

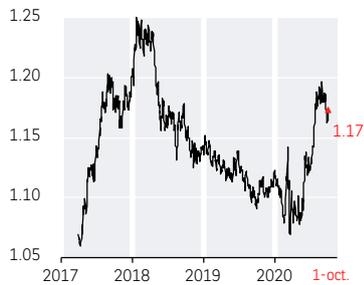


SOURCE : THOMSON REUTERS

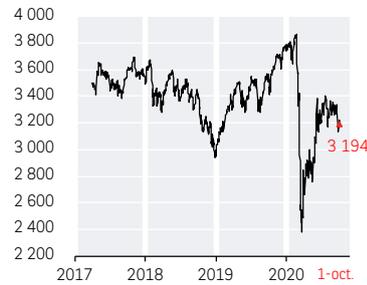


REVUE DES MARCHÉS

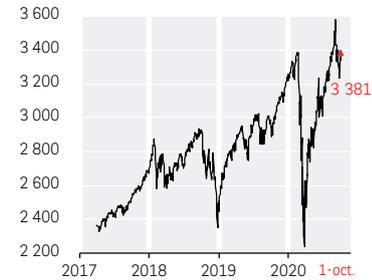
EURO-DOLLAR



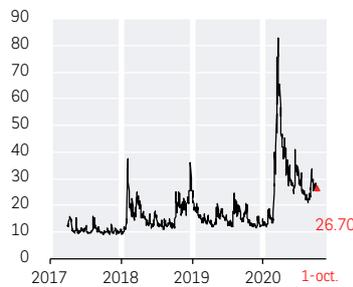
EUROSTOXX50



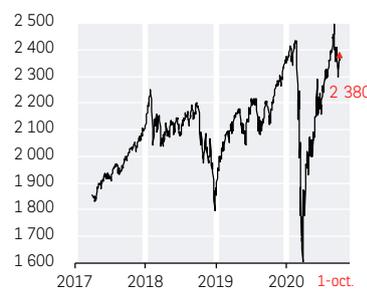
S&P500



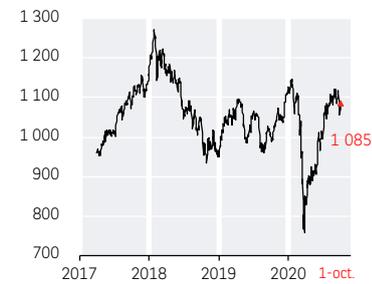
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



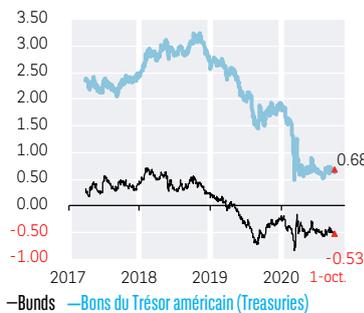
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

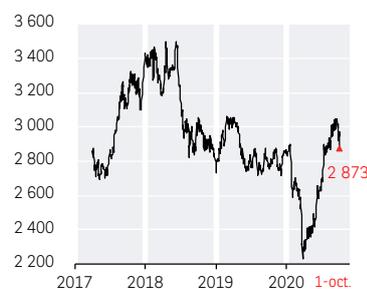
Année 2020 au 1-10, €

1.44%	Grèce	196 pb
0.74%	Italie	126 pb
0.27%	Portugal	79 pb
-0.30%	Belgique	22 pb
-0.31%	France	21 pb
-0.41%	Finlande	12 pb
-0.43%	Autriche	10 pb
-0.47%	Irlande	5 pb
-0.48%	P-Bas	4 pb
-0.53%	Allemagne	

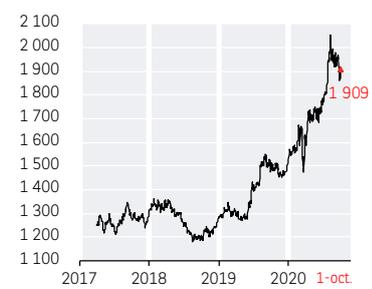
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ÉTATS-UNIS : TOUJOURS UN LARGE DÉFICIT D'EMPLOIS

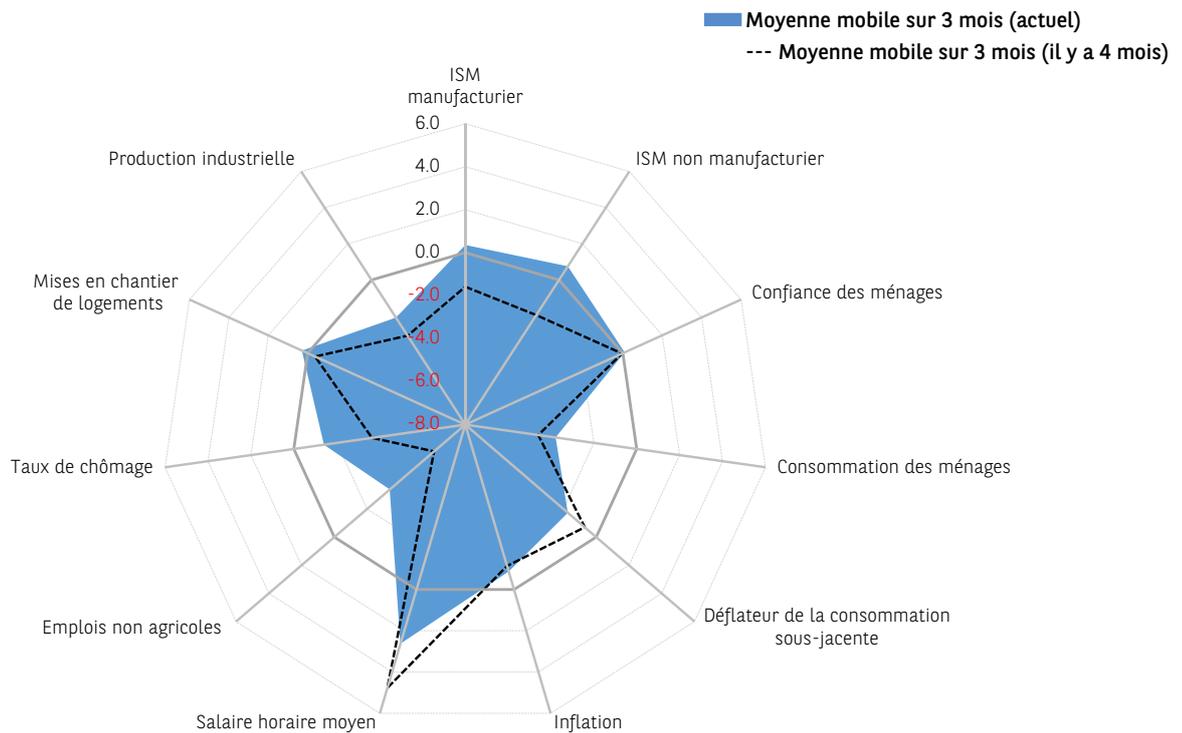
Cinq mois après leur contraction historique de mars-avril, les indicateurs constituant notre « baromètre » de l'activité aux États-Unis affichent un redéploiement incomplet.

Si l'indice ISM (Institute for Supply Management) des directeurs confirme un retour à la normale (il s'est stabilisé légèrement au-dessus des 55 points en septembre), cela n'est pas le cas de l'emploi qui, en dépit de 660 000 nouvelles créations de postes en septembre, est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant-crise. L'épidémie de Covid-19, qui reste active aux États-Unis (40 000 nouveaux cas d'infection par jour), laisse toujours sans travail une dizaine de millions d'Américains, la plupart modestes. Les chiffres du BLS (Bureau of Labor Statistics) indiquent que les deux tiers des pertes d'emploi recensées depuis février touchent des populations à faibles niveaux de qualification et de revenu. C'est aussi là que se concentrent les difficultés d'inscription au système d'assurance-chômage, aboutissant à une baisse de la population active. Celle des adultes peu diplômés aurait ainsi reculé de

quelque 3,5 millions, une sortie des radars qui a eu des effets inattendus sur certaines variables macroéconomiques. C'est, par exemple, le cas des salaires horaires, dont la poussée récente fut moins le fait d'un enrichissement des travailleurs américains que d'une diminution, non totalement répercutée sur les feuilles de paie, de leur temps de travail et d'une sous-représentation des catégories de revenus les plus faibles. Il n'y a pas de pression inflationniste, au contraire, le durcissement de la concurrence autant que la nécessité d'écouler les stocks ayant plutôt tiré les prix des biens de consommation vers le bas au cours des derniers mois. Après son rebond du troisième trimestre (de l'ordre de 7% selon les estimations de la Réserve fédérale d'Atlanta), le PIB des États-Unis reste inférieur de quatre points à son niveau avant-crise (celui atteint fin 2019), une perte « résiduelle » qu'il sera plus difficile de récupérer.

Jean-Luc Proutat

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -8 et 6 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.



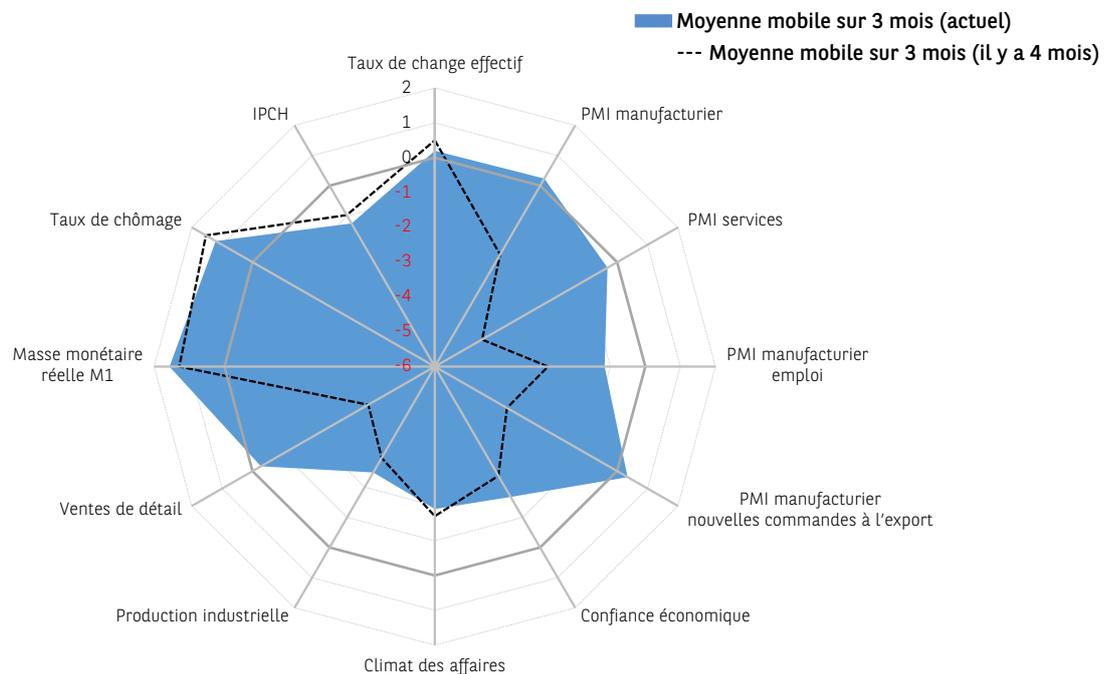
ZONE EURO : ESSOUFFLEMENT DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE

La situation économique conjoncturelle s'est nettement améliorée ces trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents. L'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) pour la zone euro s'est redressé dans le secteur manufacturier comme dans le secteur des services. L'activité manufacturière, dont l'indice PMI a atteint 53,7 en septembre après le point bas d'avril à 33,4, a été portée, en partie, par le redressement des nouvelles commandes à l'export. Le PMI de ce sous-indice s'est inscrit en forte hausse en septembre à 55,6, soit un plus haut niveau depuis début 2018. Le redressement de l'activité dans le secteur des services ces derniers mois est encore plus marqué compte tenu de sa chute d'une ampleur historique pendant le confinement. Toutefois, cette bonne dynamique se tasse voire se retourne. En effet, alors que le PMI services pour la zone euro avait atteint 54,7 en juillet après 12,0 en avril, il diminue depuis et repasse sous le seuil des 50 en septembre. Il reste par ailleurs inférieur à sa moyenne de long terme. Le redémarrage en zone euro semble calé. Il dépendra de la confiance des agents économiques et de la dynamique de la demande agrégée. À ce titre, l'indice de sentiment économique (indicateur composite de la Commission européenne qui s'intéresse

à l'ensemble des secteurs d'activité ainsi qu'aux consommateurs) ne s'améliore que légèrement ces derniers mois et reste très dégradé au regard de sa moyenne sur longue période. Un regain de confiance des consommateurs de la zone euro apparaît nécessaire à une reprise robuste. L'évolution sur le marché du travail sera déterminante. Le taux de chômage, bien qu'en légère hausse depuis le début de l'année 2020, reste à un niveau relativement bas. Le soutien budgétaire mis en œuvre, pour l'heure, permis de limiter la hausse des faillites d'entreprises et des licenciements. Ce soutien doit perdurer, la grande majorité des projections table en effet sur une hausse sensible du taux de chômage ces prochains mois. Aux incertitudes sur les fronts économique et sanitaire, dans un contexte de regain épidémique, ne doivent pas s'ajouter des incertitudes relatives aux politiques budgétaires menées dans les États membres de la zone euro. La politique monétaire restera de son côté accommodante, la Banque centrale européenne faisant face à une intensification des pressions désinflationnistes. L'inflation sous-jacente reste trop basse au regard de ses niveaux passés et de la cible de l'institution monétaire de Francfort.

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

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 -6 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 indique une amélioration.



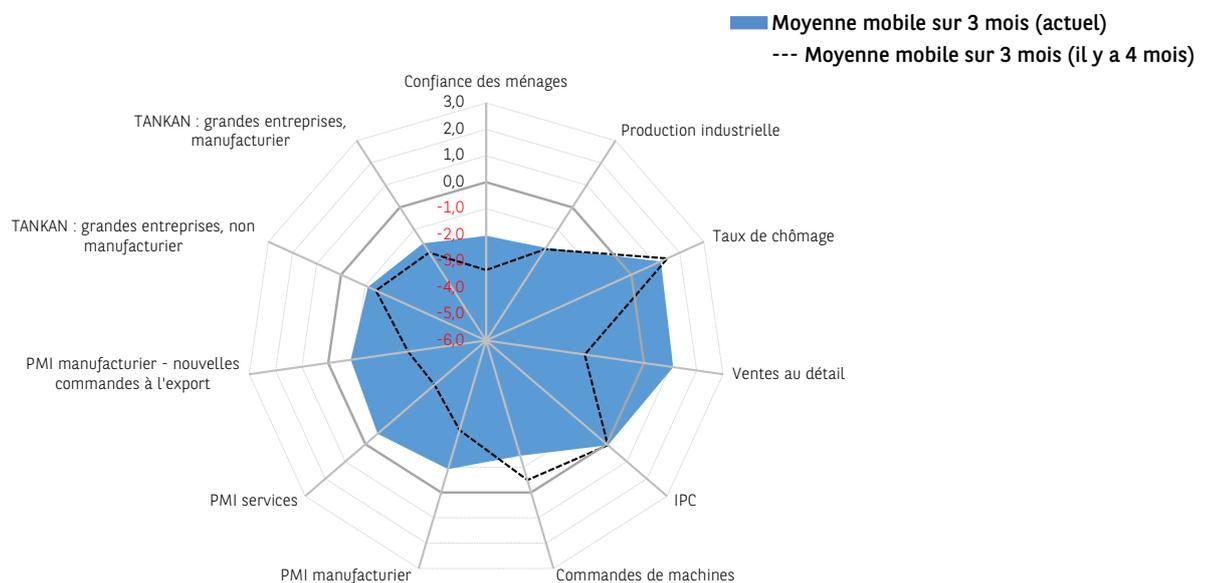
JAPON : SOUS PRESSION MAIS LE REDRESSEMENT DE LA CONFIANCE DES MÉNAGES EST ENCOURAGEANT

L'économie japonaise est dans une situation particulièrement difficile. Le PIB japonais s'est contracté pour le troisième trimestre d'affilée au T2 2020. Alors qu'il avait déjà baissé de 1,8% au T4 2019 (en variations trimestrielles, t/t) et de 0,6% au T1 2020, le PIB nippon a connu une baisse historique de -7,9% au T2 2020. Le PIB réel a alors retrouvé, du moins temporairement, son niveau de mi-2011. La majeure partie du repli enregistré au T2 2020 est imputable à une contraction, jamais vue depuis le début des années 1980, de la consommation privée (-8,2% en t/t). Depuis lors, cette dernière reste dégradée. Les ventes au détail, qui représentent une partie importante du panier de consommation des ménages, ont fortement augmenté en août 2020 par rapport à juillet, mais restent 1,9% en dessous du chiffre d'août 2019. De plus, le redressement de la confiance des ménages en septembre est encourageant. La confiance des consommateurs demeure un élément déterminant de la reprise économique et dépendra en grande partie de l'évolution des conditions sur le marché du travail. Structurellement faible au Japon, le taux de chômage s'inscrit tendanciellement à la hausse depuis la fin de l'année 2019 et atteint 2,9% de la population active en juillet 2020, après 2,6% en avril et 2,2% en décembre 2019.

Si ce niveau reste bas et inférieur à sa moyenne de long terme, une dégradation prolongée de l'activité au Japon pourrait intensifier les difficultés sur le marché du travail et, ainsi, peser davantage sur la confiance des ménages. Du côté des entreprises, les signaux envoyés par les indices des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) sont également mitigés. Après le rebond mécanique post-confinement, le PMI du secteur manufacturier comme celui pour le secteur des services stagnent. Le PMI manufacturier a atteint 47,3 en septembre (après le point bas de 38,4 en mai). Il est inférieur au seuil des 50, qui sépare la zone d'expansion de la zone de contraction, depuis mai 2019. Le PMI dans les services a, quant à lui, atteint 45,6 en septembre après le point bas d'avril à 21,5, et ne progresse quasiment plus depuis juillet. L'amélioration conjoncturelle au Japon est donc toute relative et la perte d'activité liée au choc de la Covid-19 pourrait être durable.

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -6 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 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 & 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
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									
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									
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

Le chiffre final de la confiance des consommateurs de la zone euro était conforme à l'estimation flash, qui à son tour dépassait légèrement les valeurs du mois d'août. Aux États-Unis, par ailleurs, l'indice de confiance des consommateurs a enregistré une amélioration considérable, dépassant largement les attentes. Au Japon, les ventes de détail ont été solides et la confiance des consommateurs s'est améliorée en septembre. La croissance de la production industrielle a beaucoup ralenti mais s'est révélée meilleure que prévu. Les données d'enquête Tankan se sont quelque peu améliorées pour les grandes entreprises. Celles relatives aux petites entreprises n'ont guère évolué comparativement au deuxième trimestre. En outre, les résultats de l'enquête se sont révélés moins bons que ceux obtenus pour les grandes entreprises. En Chine, les indices PMI ont été relativement comparables à ceux du mois précédent et sont restés supérieurs à 50. En France, les dépenses de consommation ont augmenté en août de manière significative, surprenant favorablement. Les PMI manufacturiers ont été plus ou moins conformes aux prévisions flash de la semaine dernière. Aux États-Unis, l'indice ISM a accusé une légère baisse mais reste à un niveau assez élevé. Enfin, élément marquant de la semaine, le rapport sur le marché du travail américain a connu un ralentissement des créations d'emploi. Les chiffres ont également été moins élevés qu'attendu. Par ailleurs, le taux d'activité a diminué.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
29/09/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-13,9	--
29/09/2020	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Sept.	-0,1%	-0,4%	-0,1%
29/09/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Sept.	90,0	101,8	86,3
30/09/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Août	2,0%	4,6%	-3,4%
30/09/2020	Japon	Production industrielle m/m	Août	1,4%	1,7%	8,7%
30/09/2020	Chine	PMI composite	Sept.	--	55,1	54,5
30/09/2020	Chine	PMI manufacturier	Sept.	51,3	51,5	51,0
30/09/2020	Chine	PMI non manufacturier	Sept.	54,7	55,9	55,2
30/09/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Sept.	53,1	53,0	53,1
30/09/2020	Japon	Commandes de machines-outils	Août	--	-23,2%	-23,3%
30/09/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Sept.	0,2%	0,0%	0,2%
30/09/2020	France	Dépenses des consommateurs m/m	Août	-0,2%	2,3%	0,9%
30/09/2020	Zone euro	IPC core g.a.	Sept.	0,4%	--	0,4%
01/10/2020	Japon	Grands groupes manufacturiers (Tankan)	T3	-24	-27	-34
01/10/2020	Japon	Grands groupes non-manufacturiers (Tankan)	T3	-9	-12	-17
01/10/2020	Japon	Petites industries (Tankan)	T3	-37	-44	-45
01/10/2020	Japon	Petites entreprises non-manufacturières (Tankan)	T3	-21	-22	-26
01/10/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	47,7	--

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
01/10/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	50,9	51,2	--
01/10/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	56,6	56,4	--
01/10/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	53,7	53,7	--
01/10/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	54,3	54,1	--
01/10/2020	Zone euro	Taux de chômage	Août	8,1%	8,1%	8%
01/10/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	850 000	837 000	873 000
01/10/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	53,5	53,2	--
01/10/2020	États-Unis	ISM manufacturier	Sept.	56,5	55,4	56,0
01/10/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Sept.	30,5	32,7	29,3
02/10/2020	États-Unis	Evolution de l'emploi non-agricole	Sept.	859 000	661 000	1.489e+06
02/10/2020	États-Unis	Taux de chômage	Sept.	8,2%	7,9%	8,4%
02/10/2020	États-Unis	Taux d'activité	Sept.	61,9%	61,4%	61,7%
02/10/2020	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	79,0	80,4%	78,9

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine verra paraître la deuxième partie du cycle mensuel des données PMI avec la publication des enquêtes de septembre relatives au secteur des services et celle de l'indice composite. Nous connaissons également, pour la zone euro, les chiffres des ventes de détail pour août. Les données relatives à la production industrielle du mois d'août seront disponibles pour l'Allemagne et la France. La Banque de France publiera son indice du sentiment industriel pour le mois de septembre. La publication du procès-verbal de la dernière réunion du FOMC suscitera l'intérêt habituel.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/10/2020	Japon	PMI des Services (Jibun Bank)	Sept.	--	45,6
05/10/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	45,5
05/10/2020	France	PMI des Services (Markit)	Sept.	--	47,5
05/10/2020	France	PMI composite (Markit)	Sept.	--	48,5
05/10/2020	Allemagne	PMI des Services (Markit)	Sept.	--	49,1
05/10/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	--	53,7
05/10/2020	Zone euro	PMI des Services (Markit)	Sept.	--	47,6
05/10/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	--	50,1
05/10/2020	Royaume-Uni	PMI des Services (Markit/CIPS)	Sept.	--	55,1
05/10/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	--	55,7
05/10/2020	Zone euro	Ventes de détail m/m	Août	--	-1,3%
05/10/2020	Etats-Unis	PMI des Services (Markit)	Sept.	--	54,6
05/10/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	54,4
05/10/2020	Etats-Unis	Indice ISM des Services	Sept.	56,1	56,9
07/10/2020	Allemagne	Production industrielle	Août	--	1.2%
07/10/2020	Etats-Unis	Minutes réunion FOMC	Sept.	--	--
08/10/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Sept.	--	55,1
08/10/2020	Chine	PMI des Services (Caixin)	Sept.	54,2	54
08/10/2020	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Sept.	--	43,9
08/10/2020	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Sept.	--	42,4
08/10/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
08/10/2020	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Sept.	--	106
09/10/2020	France	Production industrielle	Août	--	3,8%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Allemagne : rapprochement entre l'Est et L'Ouest	EcoFlash	2 octobre 2020
Royaume-Uni : les banques face au double défi de la Covid-19 et du Brexit	EcoTV Week	2 octobre 2020
Edition du 4ème trimestre 2020	EcoPerspectives	1 octobre 2020
Face à une forte contraction de l'investissement des entreprises	Graphique de la semaine	30 septembre 2020
Global : QE sans fin : pente glissante vers la prédominance budgétaire ?	EcoWeek	25 septembre 2020
Global : Incertitude : toujours élevée, mais dans une moindre mesure	EcoWeek	25 septembre 2020
Allemagne : Reprise freinée par l'incertitude	EcoWeek	25 septembre 2020
Royaume-Uni : un Brexit dur, mais à quel point ?	EcoTV Week	25 septembre 2020
Dynamique inquiétante des finances publiques	Graphique de la semaine	23 septembre 2020
Etats-Unis : Vers une politique monétaire inclusive	EcoWeek	18 septembre 2020
Chine : Le redressement de l'activité s'étend	EcoWeek	18 septembre 2020
France : les grandes lignes du plan de relance	EcoTV Week	18 septembre 2020
Vers une reprise de la consolidation bancaire en europe du sud ?	Graphique de la semaine	16 septembre 2020
Espagne : Le rebond épidémique pèse sur la confiance	EcoWeek	11 septembre 2020
Italie : Les pressions désinflationnistes s'intensifient dans les services	EcoWeek	11 septembre 2020
Royaume-Uni : Alors que l'économie repart, le Brexit inquiète de nouveau	EcoWeek	11 septembre 2020
Zone Euro : BCE : la patience est de mise	EcoWeek	11 septembre 2020
EcoTV de septembre	EcoTV	10 septembre 2020
Pays nordiques : pas d'optimisme particulier malgré une plus grande résilience	Graphique de la semaine	9 septembre 2020
Covid-19, confinement et environnement	Podcast	8 septembre 2020
Allons-nous durablement changer notre façon de produire et de consommer ?	Podcast	8 septembre 2020
Faire d'une pierre deux coups	Podcast	8 septembre 2020
Etats-Unis : rattrapage incomplet	EcoWeek	4 septembre 2020
France : L'envol de la reprise	EcoWeek	4 septembre 2020
Les conséquences mondiales de la stratégie d'inflation moyenne de la Réserve fédérale	EcoWeek	4 septembre 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

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

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