

2-3

ÉDITORIAL

Des politiques de l'offre pour l'après Covid-19

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

Royaume-Uni
Espagne
Italie

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-11

CALENDRIER

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

12

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DES POLITIQUES DE L'OFFRE POUR L'APRÈS COVID-19

La pandémie de Covid-19 aura de profondes conséquences à long terme. Certaines industries en tireront des bénéfices, directement ou indirectement, tandis que d'autres souffriront. L'idée de secteurs florissants, surfant sur de nouvelles opportunités, et d'autres luttant pour leur survie rappelle le concept de "destruction créatrice" de Schumpeter. Or, un tel processus peut générer à court terme des coûts considérables. La recherche économique montre que les programmes visant à dynamiser le marché du travail jouent un rôle-clé. Plus généralement, la politique économique ne doit pas seulement se concentrer sur la demande mais de plus en plus sur l'offre, afin d'éviter que la pandémie n'entrave durablement la croissance.

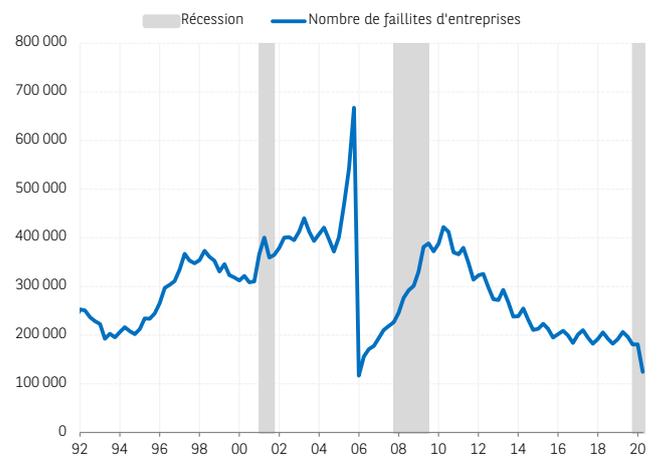
Jusqu'à présent, et on peut le comprendre, les conséquences économiques de la pandémie de Covid-19 ont été principalement envisagées à court terme. Tout d'abord, il y a eu en mars et avril le déclin considérable de l'activité lié au confinement. Puis, avec la levée progressive des restrictions en mai et juin, l'activité a rebondi. À partir de juillet, la reprise s'est essoufflée, les règles de distanciation étant maintenues, le virus circulant toujours et, plus récemment, en raison du renforcement des restrictions dans de nombreux pays pour stopper la hausse exponentielle des nouvelles infections.

Néanmoins, la pandémie de coronavirus aura aussi des conséquences profondes à long terme, comme l'aggravation de la charge de la dette pour les États et pour de nombreuses entreprises, ainsi que le risque que de nombreux travailleurs ayant perdu leur travail, ou au chômage partiel, restent durablement sans emploi. L'économie va connaître des changements du côté de l'offre, avec la modification des chaînes de valeur pour renforcer la résilience aux chocs. Mais d'autres évolutions sont attendues du côté de la demande. Certaines nouvelles habitudes de consommation apparues pendant le confinement – comme le large recours au e-commerce – pourraient perdurer, de même la demande d'espaces de bureau va évoluer avec l'accroissement du télétravail, y compris après la pandémie, etc. Les perspectives de croissance à long terme de certaines industries pourraient être sensiblement différentes qu'il y a un an. De plus, afin de remplir les objectifs climatiques de l'Accord de Paris, de nombreux pays visent la neutralité carbone d'ici 2050.

De nombreuses entreprises devraient rester soumises à de fortes pressions. « Historiquement, il existe un décalage entre, d'une part, le déclin de la croissance du PIB et, d'autre part, l'augmentation du nombre de faillites et du chômage, qui ont tendance à atteindre un pic un an après le choc initial et à rester élevés pendant encore deux ans »¹. Selon les calculs de Moody's, le taux de défaillance (en glissement sur 12 mois) des entreprises classées en catégorie spéculative pourrait s'inscrire dans une fourchette de 9,7 % à 13,3 %, en

février 2021, en cas de trajectoire similaire à celle enregistrée au cours des cycles précédents². Pour les gouvernements, la problématique qui se pose est ainsi celle de l'allocation de ressources budgétaires limitées. C'est ce qu'a souligné récemment Rishi Sunak, chancelier de l'Échiquier britannique, lors de la présentation de son Winter Economy Plan au Parlement : « Nous devons créer de nouvelles opportunités et permettre à l'économie d'aller de l'avant ou, en d'autres termes, soutenir les emplois durables offrant une réelle sécurité. Comme je l'ai souvent dit, depuis le début de cette crise, je ne peux pas sauver toutes les entreprises, ni tous les emplois »³.

ÉTATS-UNIS : FAILLITES D'ENTREPRISES



SOURCES : CIEC, BNP PARIBAS

1 « La grande redistribution », tribune de M. Agustín Carstens, directeur général de la Banque des règlements internationaux, publiée dans Project Syndicate le 12 octobre 2020. Selon la BRI, « les faillites parmi les entreprises des économies développées pourraient augmenter de plus de 20 % (par rapport à la base de référence 2019) au cours de l'année prochaine ».

2 www.moody's.com. Ce taux s'établissait, respectivement, à 3,6 % et à 6,1 %, en mars et en juillet derniers.

3 « Winter Economy Plan », discours prononcé par Rishi Sunak, chancelier de l'Échiquier britannique, publié le 24 septembre 2020, www.gov.uk.

Sur le plus long terme, la pandémie de Covid-19 va entraîner des changements structurels au sein de nombreuses industries. La politique économique devra de plus en plus se concentrer sur l'offre afin d'éviter que la crise sanitaire n'entrave durablement la croissance.



Cette idée relative à l'existence, d'une part, d'industries florissantes et riches d'opportunités nouvelles, et de l'autre, de secteurs ayant du mal à survivre, nous rappelle la théorie de la destruction créatrice de J. Schumpeter : « *La destruction créatrice fait référence au mécanisme incessant d'innovation de produits et de procédés selon lequel de nouvelles unités de production remplacent les anciennes, qui sont dépassées* »⁴. Un tel processus peut avoir un coût considérable à court terme, avec des pertes d'emplois et une destruction de valeur pour les entreprises. Les pouvoirs publics pourraient alors adopter des politiques défensives, par exemple, en matière de protection de l'emploi. En particulier, les gouvernements qui devront affronter des élections pourraient être tentés de prolonger les programmes spéciaux mis en place pendant le confinement afin de préserver les emplois et les entreprises. Dans de nombreux pays, les faillites sont ainsi actuellement bien en deçà du niveau enregistré il y a un an.

Cependant, la recherche montre que les mesures prises pour sécuriser l'emploi ont pour effet de ralentir le processus d'ajustement de l'économie, de réduire les gains de productivité et, par conséquent, la croissance du PIB⁵. Il faut donc des politiques qui, et c'est une condition *a minima*, n'empêchent pas l'ajustement structurel, mais qui trouvent aussi les moyens d'aider les travailleurs ayant perdu leur emploi en raison de la transformation de l'économie. Après avoir analysé un panel de travailleurs de treize pays européens sur la période 1986-2008, l'OCDE aboutit à cette conclusion : « *la probabilité de réemploi, dans l'année qui suit, des travailleurs ayant perdu leur emploi en raison d'une fermeture d'entreprise est positivement corrélée aux dépenses publiques affectées à des programmes actifs du marché du travail* »⁶. De tels programmes comprennent, entre autres, les fonds alloués à l'aide à la recherche d'emploi, à la formation, aux créations d'emplois dans le secteur public et à l'emploi subventionné dans le secteur privé⁷. Ces questions de politiques publiques sont particulièrement pertinentes dans la situation actuelle. À court terme, la pandémie de Covid-19 devrait, selon les prévisions, entraîner une nouvelle hausse du chômage en Europe. À long terme, elle provoquera un changement structurel dans de nombreuses industries avec les pressions qui en résulteront dans certains secteurs du marché du travail. Autrement dit, la politique économique devra non seulement se concentrer sur la demande, mais aussi, et de plus en plus, sur l'offre, de manière à éviter que la pandémie ne freine durablement la croissance.

William De Vijlder

4 R. Caballero, economics.MIT.edu.

5 Caballero : « *En empêchant les mouvements de main-d'œuvre des unités moins productives vers les plus productives, une protection de l'emploi efficace a pour effet de diminuer la production globale et de ralentir la croissance économique. Selon nos estimations, le passage du 20e au 80e percentile en matière de sécurité de l'emploi entraîne une diminution de la croissance de la productivité pouvant aller jusqu'à 1,7 %.* »

6 OCDE, *Accompagner la destruction créatrice : réduire les coûts liés aux fermetures d'entreprises*, document de travail du Département des Affaires économiques, n° 1353, 2016.

7 OCDE, *Les politiques passives comprennent les dépenses au titre de l'indemnisation du chômage et des prestations d'aide sociale.*



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 9-10-20 au 15-10-20

▲ CAC 40	4 947	▶ 4 837	-2.2 %
▲ S&P 500	3 477	▶ 3 483	+0.2 %
▲ Volatilité (VIX)	25.0	▶ 27.0	+2.0 pb
▲ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.23	+0.6 pb
▲ OAT 10a (%)	-0.33	▶ -0.39	-6.5 pb
▲ Bund 10a (%)	-0.53	▶ -0.61	-7.8 pb
▲ US Tr. 10a (%)	0.78	▶ 0.73	-4.1 pb
▲ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.17	-1.0 %
▲ Or (once, \$)	1 926	▶ 1 900	-1.3 %
▲ Pétrole (Brent, \$)	43.0	▶ 43.3	+0.7 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 20	+bas 20	Rendements (%)	+haut 20	+bas 20		
\$ FED	0.25	1.75 le 01/01	0.25 le 16/03	€ Moy. 5-7a	-0.40	0.72 le 18/03	-0.40 le 15/10
Libor 3m	0.23	1.91 le 01/01	0.22 le 25/09	Bund 2a	-0.77	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03
Libor 12m	0.34	2.00 le 01/01	0.34 le 06/10	Bund 10a	-0.61	-0.17 le 19/03	-0.84 le 09/03
€ Bque Angl	0.10	0.75 le 01/01	0.10 le 19/03	OAT 10a	-0.39	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03
Libor 3m	0.05	0.80 le 08/01	0.05 le 14/10	Corp. BBB	0.79	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02
Libor 12m	0.13	0.98 le 01/01	0.13 le 14/10	\$ Treas. 2a	0.14	1.59 le 08/01	0.11 le 04/08
Au 15-10-20				Treas. 10a	0.73	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03
				High Yield	5.77	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	0.22	0.83 le 01/01	0.04 le 04/08
				Au 15-10-20			

Taux de change

1€ =	+haut 20	+bas 20	2020	
USD	1.17	1.20 le 01/09	1.07 le 20/03	+4.2%
GBP	0.91	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+7.0%
CHF	1.07	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.7%
JPY	123.18	126.82 le 31/08	114.51 le 06/05	+1.0%
AUD	1.65	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+3.5%
CNY	7.87	8.26 le 30/07	7.55 le 19/02	+0.7%
BRL	6.57	6.69 le 20/08	4.51 le 02/01	+45.4%
RUB	91.61	92.95 le 29/09	67.75 le 10/01	+31.4%
INR	85.85	89.12 le 18/08	77.21 le 17/02	+7.1%

Au 15-10-20 Variations

Matières premières

Prix spot, \$	+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	43.3	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-34.8%	-37.4%
Or (once)	1 900	2 053 le 06/08	1 475 le 19/03	+25.0%	+19.9%
Métaux, LME	3 039	3 046 le 18/09	2 232 le 23/03	+6.9%	+2.5%
Cuivre (tonne)	6 738	6 853 le 18/09	4 625 le 23/03	+9.6%	+5.1%
Blé (tonne)	231	2.4 le 21/01	178 le 26/06	+0.8%	-3.3%
Maïs (tonne)	150	1.5 le 23/01	113 le 28/04		-4.1%

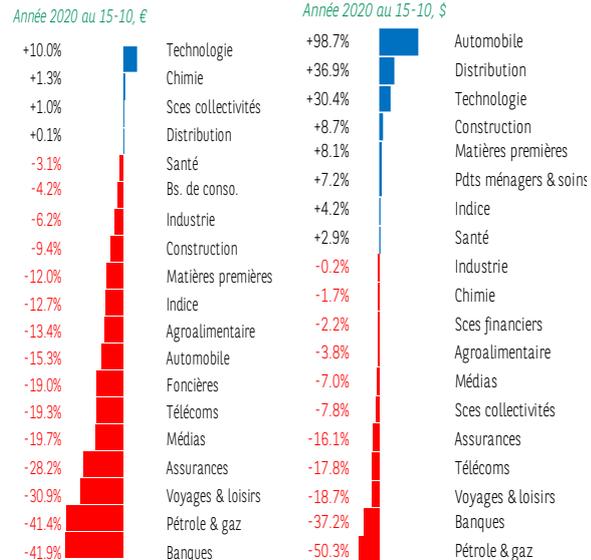
Au 15-10-20 Variations

Indices actions

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 436	2 494 le 02/09	1 602 le 23/03	+3.3%
Amérique du Nord				
S&P500	3 483	3 581 le 02/09	2 237 le 23/03	+7.8%
Europe				
EuroStoxx50	3 193	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-14.8%
CAC 40	4 837	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-19.1%
DAX 30	12 704	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-4.1%
IBEX 35	6 817	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-28.6%
FTSE100	5 833	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-22.7%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	941	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-6.6%
Nikkei	23 507	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-0.6%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 121	1 147 le 17/01	758 le 23/03	+0.5%
Chine	102	103 le 13/10	69 le 19/03	+18.7%
Inde	578	609 le 17/01	353 le 23/03	+0.4%
Brésil	1 448	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-14.9%
Russie	537	857 le 20/01	419 le 18/03	-18.0%

Au 15-10-20 Variations

Performance par secteur (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCE : THOMSON REUTERS

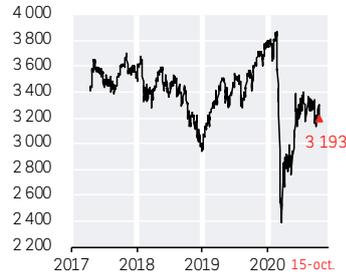


REVUE DES MARCHÉS

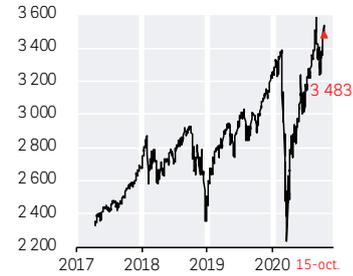
EURO-DOLLAR



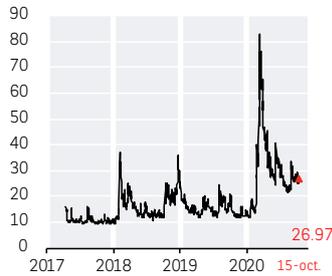
EUROSTOXX50



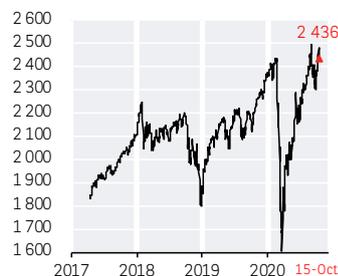
S&P500



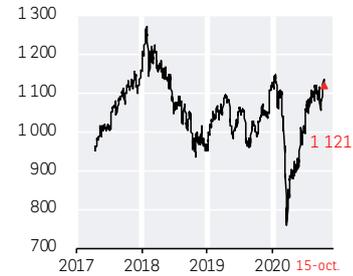
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



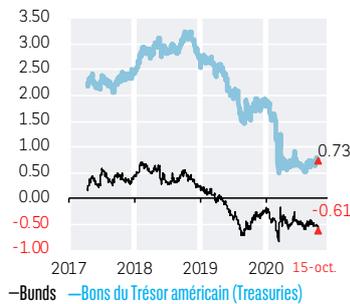
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



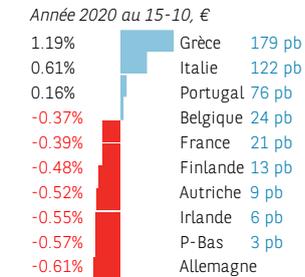
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



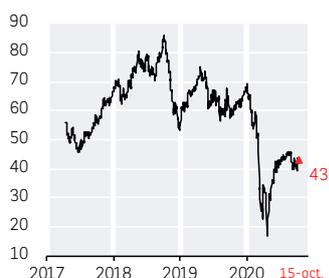
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



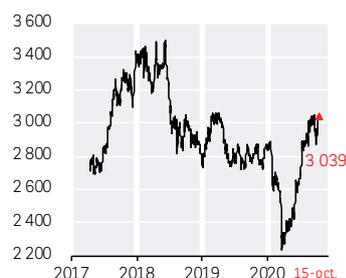
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



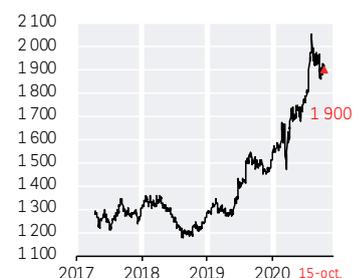
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ROYAUME-UNI : LA REPRISE S'ESOUFFLE DÉJÀ

La plupart des indicateurs de l'état de l'économie se sont encore améliorés ces dernières semaines. De fait, la surface bleue, qui renseigne sur les conditions économiques des trois derniers mois, est beaucoup plus étendue qu'elle ne l'était il y a quatre mois – le niveau d'alors est indiqué par la ligne en pointillés. Cependant, l'idée d'une reprise en « V » est déjà oubliée. Alors que l'économie est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant la crise, la reprise montre des signes d'affaiblissement.

En août, alors que le consensus attendait une hausse de près de 5%, le PIB n'a augmenté que de 2,1% d'après les données du Bureau de la statistique nationale (Office for National Statistics, ONS). Cela s'explique par un ralentissement général de l'économie. L'indice du secteur des services n'a augmenté que de 2,4%, contre près de 6% en juillet ; dans le même temps l'indice de production a enregistré une hausse de seulement 0,3% en août, contre plus de 5% le mois précédent.

Le marché du travail montre aussi de nouveaux signes de faiblesse. Entre juin et août, le nombre de licenciements a augmenté de 114 000 par rapport aux trois mois précédents, un record. Le taux de chômage est alors monté de 0,4 point de pourcentage, à 4,5%. De surcroît, il est

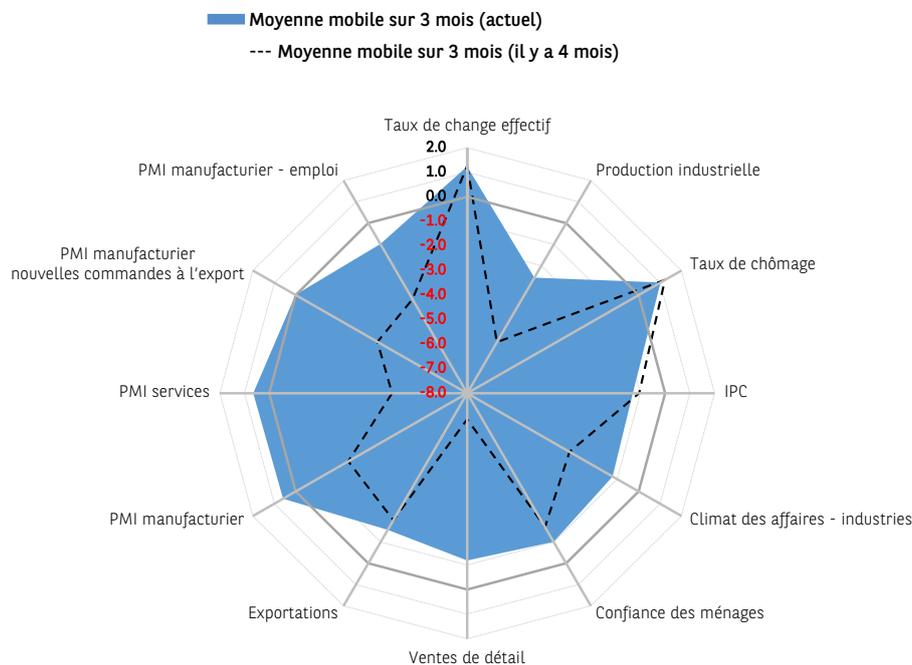
fort probable que le nouveau programme de chômage partiel, moins généreux que l'ancien, accélérera cette tendance dans les mois à venir.

Les données avancées ne prêtent pas non plus à l'optimisme. Si les indices des directeurs d'achat (PMI) suggèrent une expansion de l'activité, ils ont un peu reculé en septembre. De même, les indices de confiance des entreprises et des ménages ont augmenté, mais traduisent toujours un manque d'optimisme. Une rechute n'est pas à exclure compte tenu de l'accélération de la propagation du virus ces dernières semaines et des nouvelles mesures de restriction annoncées par le Premier ministre Boris Johnson.

Pendant ce temps-là, les négociateurs du Royaume-Uni et de l'Union européenne ne sont toujours pas parvenus à un accord de libre-échange. Si le Premier ministre Boris Johnson avait annoncé début septembre que le Royaume-Uni « passerait à autre chose » dans le cas où un accord n'était pas trouvé avant le 15 octobre, il est probable que les négociations continuent après le Sommet européen qui s'achève aujourd'hui (vendredi 16 octobre).

Hubert de Barochez

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ESPAGNE : LA REPRISE MARQUE LE PAS

Les indicateurs économiques ont, de façon générale, marqué le pas en septembre. La tendance sur les trois derniers mois reste cependant à la hausse du fait du processus de rattrapage post confinement. Cela se traduit par une nette amélioration de notre baromètre. Selon les données de l'Agence nationale pour l'emploi espagnole (SEPE), l'emploi est remonté plus faiblement en septembre qu'en août (+109 271 contre +232 664). Le taux de chômage s'est établi à 16,2% en août. Sur le front de la consommation, les ventes de détail n'ont enregistré qu'une hausse timide en août (+0,3%), après une baisse de 0,2% en juillet.

Les indicateurs avancés corroborent un ralentissement d'activité susceptible de durer au moins jusqu'à la fin de cette année, avec la mise en place, fin septembre, de restrictions sanitaires plus strictes. En effet, l'indicateur composite de confiance des directeurs d'achat (PMI) est passé de 48,4 en août à 44,3 en septembre. En cause, une nouvelle baisse de l'indice pour les services (-5,3 points à 42,4), tandis que l'indice pour le secteur manufacturier est repassé au-dessus de 50, seuil indiquant une expansion d'activité.

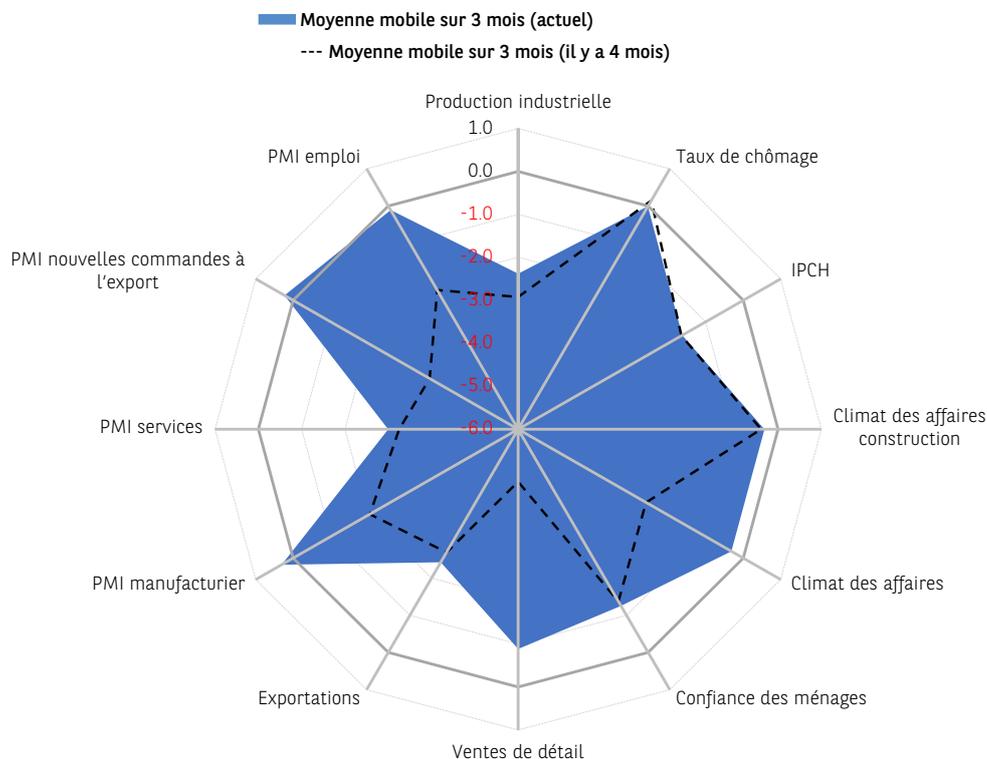
Le sous-indice pour l'emploi manufacturier a rebondi pour atteindre 50,1, soit le niveau le plus élevé depuis avril 2019. L'écart de reprise entre les services et l'industrie - visible sur l'évolution des PMI dans le baromètre - va probablement s'accroître, les restrictions sanitaires touchant plus fortement le premier secteur.

Il est à noter que le FMI, dans ses dernières projections publiées le 13 octobre, a maintenu sa prévision de baisse du PIB espagnol inchangée pour 2020 (-12,8%), tandis que la croissance pour 2021 a été revue à la hausse de 0,9 point à +7,2%.

Les pressions déflationnistes continuent de s'intensifier dans de nombreux secteurs, et notamment sur le marché immobilier. L'indice des prix Tinsa a enregistré en septembre sa plus forte chute mensuelle depuis janvier 2013, et une baisse en glissement annuel de 2,2%.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +1. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ITALIE : RATTRAPÉE PAR LA DEUXIÈME VAGUE

Après avoir contenu de façon efficace l'épidémie durant les mois qui ont suivi le déconfinement, l'Italie enregistre désormais une nette recrudescence des cas de Covid-19. Cela a forcé le gouvernement à renforcer les restrictions sanitaires depuis le 13 octobre, en imposant, notamment, la fermeture des restaurants, cafés, et des discothèques à minuit.

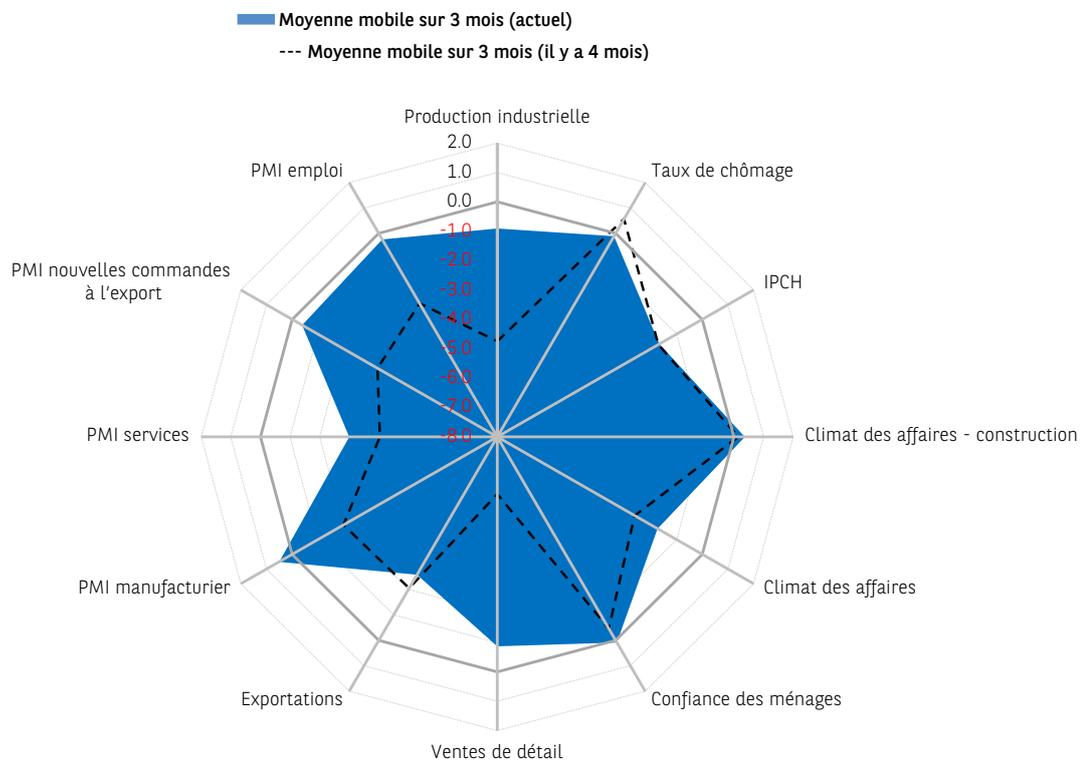
La bonne gestion de l'épidémie avait jusque-là permis au pays de connaître un rebond d'activité globalement plus vigoureux que la plupart de ses voisins européens. C'est notamment le cas sur le plan de l'activité industrielle. En effet, tirée en partie par un fort rebond de la demande automobile, la production industrielle a atteint en août son niveau le plus élevé de l'année. L'indice PMI pour le secteur manufacturier s'est amélioré nettement (53,2 en septembre). Le sous-indice pour les nouvelles commandes a enregistré un rebond encore plus significatif (55,1 en septembre). Sur le plan de la consommation privée, les ventes de détail se sont, elles aussi, redressées rapidement, enregistrant une hausse mensuelle de 11,2% en août et se situant seulement 0,8% sous leur niveau de février.

Malgré cette embellie, les pressions déflationnistes continuent de s'intensifier sur les biens et les services. En glissement annuel, l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPC) a baissé de 0,87% en septembre, soit la plus forte chute annuelle depuis le début de statistiques actuelles (janvier 1996). L'IPC pour les services (hors tabac) entre pour la première fois en déflation (-0,1%), toujours sur la base des statistiques actuelles.

Le taux de chômage s'est stabilisé, avec un léger repli à 9,7% en août. Le chômage des jeunes (15-24 ans) continue néanmoins de grimper à 32,1%. La remontée de l'emploi est pour l'heure assez modeste, puisque moins d'un tiers des emplois perdus au cours du premier semestre 2020 ont été récupérés en août. Néanmoins, la population active reste encore bien en dessous de son niveau d'avant crise, ce qui limite pour l'heure la remontée du taux de chômage.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

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 (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Treas. 10a	0.67	0.80	0.64	0.75	0.90	1.00	1.20	0.75	1.20
Z. euro									
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a	-0.46	-0.50	-0.54	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.30	0.00
OAT 10a	-0.05	-0.15	-0.32	-0.05	0.05	0.15	0.25	-0.05	0.25
BTP 10 ans	1.55	1.30	0.77	0.90	1.20	1.40	1.50	0.90	1.50
BONO 10 ans	0.68	0.50	0.16	0.30	0.50	0.20	0.70	0.30	0.70
R-Uni									
Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gilt 10a	0.31	0.55	0.14	0.30	0.30	0.40	0.70	0.30	0.70
Japon									
Taux BoJ	-0.07	-0.10	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.02	0.00	0.02	0.05	0.05	0.10	0.15	0.05	0.15

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

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

MISE A JOUR ET SPOT : 10/09/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

Les données de cette semaine ont été mitigées. Les prévisions de l'enquête ZEW ont marqué un fléchissement considérable en Allemagne et dans la zone euro. En Allemagne, les chiffres ont été bien inférieurs aux attentes. La production industrielle de la zone euro a ralenti en septembre par rapport au mois d'août – un résultat conforme aux prévisions consensuelles – mais les immatriculations de voitures neuves ont augmenté en septembre après un très mauvais mois d'août. Les données pour les États-Unis montrent également un tableau mitigé. L'optimisme des petites entreprises est à la hausse et a surpris favorablement. L'inverse s'est produit pour l'indice Empire Manufacturing qui couvre l'État de New York. Les perspectives économiques de la Réserve fédérale de Philadelphie ont, en revanche, enregistré un grand bond. Les analystes s'attendaient à des chiffres en ligne avec ceux du mois précédent. Les ventes de détails se sont révélées particulièrement vigoureuses dépassant largement les attentes du consensus. La production industrielle, en revanche, a baissé de 0,6% en septembre, le chiffre le plus faible depuis le printemps.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
12/10/20	Japon	Commandes de machines m/m	Août	-1.0%	0,2%	6,3%
13/10/20	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Août	-30k	-153k	-12k
13/10/20	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Sept.	-0,4%	-0,4%	-0,4%
13/10/20	Allemagne	Enquête ZEW	Oct.	72,0	56,1	77,4
13/10/20	Eurozone	Enquête ZEW	Oct.	--	52,3	73,9
13/10/20	États-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Sept.	100,9	104,0	100,2
13/10/20	États-Unis	IPC hors aliments et énergie g.a.	Sept.	1,7%	1,7%	1,7%
13/10/20	Chine	Exportations g.a.	Sept.	10,0%	9,9%	9,5%
13/10/20	Chine	Importations g.a.	Sept.	0,4%	13,2%	-2,1%
14/10/20	Japon	Production industrielle m/m	Août	--	1,0%	1,7%
14/10/20	Zone euro	Production industrielle m/m	Août	0,8%	0,7%	5,0%
14/10/20	États-Unis	IPP hors aliments et énergie g.a.	Sept.	1,0%	1,2%	0,6%
15/10/20	Chine	IPP g.a.	Sept.	-1,8%	-2,1%	-2,0%
15/10/20	Chine	IPC g.a.	Sept.	1,9%	1,7%	2,4%
15/10/20	France	IPC EU harmonisé g.a.	Sept.	0,0%	0,0%	0,0%
15/10/20	États-Unis	Nouvelles demandes d'assurance chômage	10 oct.	825k	898k	845k
15/10/20	États-Unis	Enquête Empire Manufacturing	Oct.	14,0	10,5	17,0
15/10/20	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Oct.	14,8	32,3	15,0
16/10/20	Zone euro	Nouvelles immatriculations de voitures (EU27)	Sept.	--	3,1%	-18,9%
16/10/20	États-Unis	Ventes au détail	Sept.	0,3%	1,4%	-0,1%
16/10/20	États-Unis	Production industrielle m/m	Sept.	0,5%	-0,6%	0,4%
16/10/20	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	80,5	81,2	80,4

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine chargée s'annonce. Pour la Chine, nous connaissons les données du PIB du troisième trimestre - pour lesquelles le consensus Bloomberg prévoit une hausse de 5,5% g.a. - les chiffres des ventes de détail ainsi que le taux de chômage. Aux États-Unis, des séries de données relatives au marché immobilier seront publiées (indice NAHB, permis de construire, mise en chantiers). Des données sur le climat des affaires paraîtront en France et au Royaume-Uni, tandis que l'indicateur de la confiance des consommateurs sera publié pour la zone euro et le Royaume-Uni. La publication des PMI flash constituera l'élément marquant de la semaine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
19/10/2020	Chine	PIB t/t	T3	3,3%	11,5%
19/10/2020	Chine	PIB g.a.	T3	5,5%	3,2%
19/10/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Sept.	1,0%	0,4%
19/10/2020	Chine	Ventes de détail g.a.	Sept.	-7,3%	-8,6%
19/10/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Sept.	0,9%	-0,3%
19/10/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Sept.	5,2%	46,0%
19/10/2020	Chine	Taux de chômage	Sept.	5,5%	5,6%
19/10/2020	Etats-Unis	Indice NAHB marché de l'immobilier	Oct.	83	83
20/10/2020	Etats-Unis	Permis de construire	Sept.	3,3%	-0,9%
20/10/2020	Etats-Unis	Mises en chantier	Sept.	2,4%	-5,1%
21/10/2020	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale	Sept.		
22/10/2020	Japon	Ventes en grands magasins (Tokyo)	Sept.	--	-29,1%
22/10/2020	France	Climat des affaires	Oct.	--	92
22/10/2020	Royaume-Uni	Optimisme des affaires (CBI)	Oct.	--	-1
22/10/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
22/10/2020	Eurozone	Confiance des consommateurs	Oct.	--	-13,9
23/10/2020	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-25
23/10/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	47,7
23/10/2020	Japon	PMI des Services (Jibun Bank)	Oct.	--	46,9
23/10/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	--	46,6
23/10/2020	Royaume-Uni	Ventes de détail hors auto et carburant m/m	Sept.	--	0,6%
23/10/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	51,2
23/10/2020	France	PMI des Services (Markit)	Oct.	--	47,5
23/10/2020	France	PMI composite (Markit)	Oct.	--	48,5
23/10/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	--	56,4
23/10/2020	Allemagne	Markit Germany Services PMI	Oct.	--	50,6
23/10/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Oct.	--	54,7
23/10/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	53,7
23/10/2020	Zone euro	PMI des Services (Markit)	Oct.	--	48,0
23/10/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	--	50,4
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	54,1
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI des Services (Markit/CIPS)	Oct.	--	56,1
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	--	56,5
23/10/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	--	53,2
23/10/2020	Etats-Unis	PMI des Services (Markit)	Oct.	--	54,6
23/10/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	--	54,3

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

Se préparer à l'après-pandémie: vers une politique économique plus ciblée	EcoTV	16 octobre 2020
Royaume-Uni : 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
Etats-Unis : A propos de l'élection présidentielle du 3 novembre	EcoFlash	13 octobre 2020
Global : Les entreprises vont-elles profiter de l'amélioration de leur trésorerie pour investir ?	EcoWeek	9 octobre 2020
Global : PMI : les services de nouveau pénalisés par la pandémie	EcoWeek	9 octobre 2020
EcoTV octobre 2020	EcoTV	9 octobre 2020
Russie : lente reprise de l'activité	Graphique de la semaine	7 octobre 2020
Edition du 4^e trimestre 2020	EcoEmerging	5 octobre 2020
Japon : Sous pression mais redressement de la confiance des ménages encourageant	EcoWeek	2 octobre 2020
Zone Euro : Essoufflement de la reprise économique	EcoWeek	2 octobre 2020
Etats-Unis : Toujours un large déficit d'emplois	EcoWeek	2 octobre 2020
Assouplissement quantitatif : est-ce que quelqu'un devra payer la note ?	EcoWeek	2 octobre 2020
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 4^e 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
Vers une reprise de la consolidation bancaire en Europe du sud ?	Graphique de la semaine	16 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