

2-3

ÉDITORIAL

Escalade de la dette publique

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

Chine : une solide capacité de rebond.

7

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

8-10

CALENDRIER

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

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ESCALADE DE LA DETTE PUBLIQUE

Dans beaucoup de pays développés, la dette publique en pourcentage du PIB est depuis quarante ans sur une tendance à la hausse. Une dette publique élevée affaiblit la résilience de l'économie aux chocs de croissance et de taux d'intérêt. Un ajustement budgétaire s'imposera donc tôt ou tard. À l'évidence, le moment n'est pas venu. L'économie ne s'est pas encore remise du choc de la pandémie de Covid-19 et les perspectives restent très incertaines. Il n'y a pas non plus d'urgence, compte tenu du niveau très faible des taux d'intérêt. Pour autant, l'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'agir, au risque d'affaiblir davantage la résilience de l'économie. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.

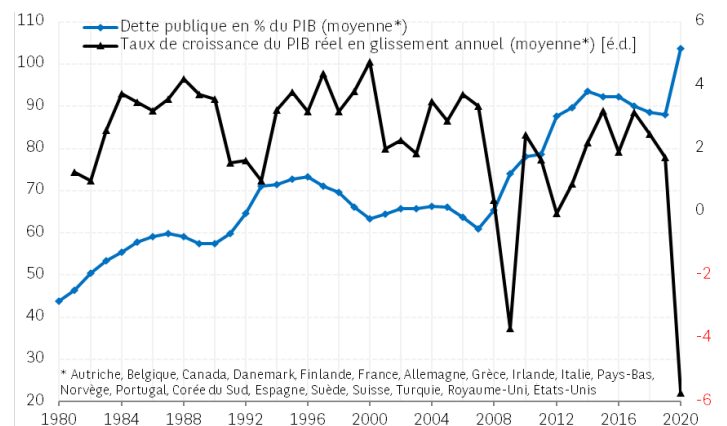
Dans beaucoup de pays développés, la dette publique en pourcentage du PIB est depuis quarante ans sur une tendance à la hausse¹. Les récessions accélèrent cette évolution en raison du repli du PIB, du rôle des stabilisateurs automatiques (baisse des recettes et hausse des dépenses liées notamment au versement des allocations de chômage) et des mesures discrétionnaires visant à soutenir la croissance. Le recul de la dette publique en phase d'expansion économique a tendance à être lent et d'une ampleur plus limitée. La Grande Récession qui, après une reprise de courte durée, a été suivie, dans de nombreux pays de l'échantillon, d'une rechute, a eu un impact sévère et a entraîné une envolée de l'endettement public. Après une baisse limitée, le ratio moyen de la dette enregistrera cette année encore une forte augmentation due à la crise du Covid-19. L'incertitude entourant les perspectives économiques reste très élevée. Dans la dernière édition de son *Moniteur des finances publiques*, le FMI, estime qu'« il faut aller plus loin pour lutter contre la montée de la pauvreté, du chômage et des inégalités et pour stimuler la reprise économique »². Dans l'hypothèse d'un rebond solide de l'activité économique, le Fonds table sur une stabilisation du ratio de la dette publique.

Des taux d'intérêt bas et stables jouent à cet égard un rôle-clé. La crise sanitaire a probablement entraîné un nouveau repli du taux d'intérêt neutre ; la politique monétaire et le *quantitative easing* maintiennent les rendements obligataires sous contrôle et la *forward guidance* de la banque centrale est sans ambiguïté : la politique accommodante va rester en place pendant une très longue période. Dans les années à venir, il est très probable que la croissance du PIB nominal (g) soit supérieure au taux d'intérêt nominal moyen sur le stock de la dette publique (r). Avec $g > r$, la stabilisation du ratio de la dette ne devrait pas être si difficile, une fois l'activité normalisée, dans la mesure où les États pourront alors se permettre d'accuser un léger déficit primaire.

Bien sûr, cela impliquerait que le bond du ratio de la dette publique, induit par la récession, se pérennise, étendant par là-même le modèle historique de l'accroissement de la dette. François Villeroy de Galhau,

gouverneur de la Banque de France, y voit la menace d'une tragédie à venir : « nous ne savons pas si, ni quand la tragédie – un choc de confiance majeur, par exemple – peut se produire. Mais nous savons avec certitude que l'augmentation de la dette publique est un risque croissant qui pèse sur nous, et encore plus sur nos enfants et nos petits-enfants »³. Une dette publique élevée et en hausse constitue, de fait, une source de risque croissant. Premièrement, elle accroît la sensibilité des finances publiques à la hausse des taux d'intérêt due à un resserrement de la politique monétaire. L'abaissement du ratio de la dette est un exercice d'autant plus difficile que l'on part d'un niveau élevé. En conséquence, les investisseurs vont demander une prime de risque, qui poussera à la hausse les coûts d'emprunt et compliquera

DETTE PUBLIQUE ET TAUX DE CROISSANCE DU PIB RÉEL



SOURCES : OXFORD ECONOMICS, BNP PARIBAS

1 Pour un petit nombre de pays seulement, le ratio prévu de la dette publique à fin 2020 n'est pas sensiblement différent de celui de 1980 : Danemark, Irlande et Suède.

2 Source : FMI, *Moniteur des finances publiques*, octobre 2020.

3 *La réponse des banques centrales à la « tragédie à l'horizon »*, discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, SUERF – Conférence en ligne, 14 octobre 2020.

L'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'un assainissement budgétaire à un moment donné. L'inaction affaiblirait la résilience de l'économie aux chocs. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.



la stabilisation de la dette⁴. Au stade actuel, ce risque semble éloigné car l'assouplissement quantitatif de la BCE – en particulier, le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) – a joué un rôle décisif dans la réduction des *spreads* souverains. Mais, lorsque les achats nets réalisés dans le cadre de ces programmes prendront fin, il faut s'attendre à une revalorisation du risque et à certain élargissement des *spreads* souverains. Deuxièmement, en raison de l'impact sur les coûts d'emprunt, cela restreint les possibilités de relance budgétaire, à moins que la banque centrale n'introduise un nouveau programme de QE et rachète des obligations d'État. Troisièmement, la sensibilité des finances publiques à une récession augmente : une contraction du PIB entraîne une hausse plus importante du ratio de la dette en pourcentage de ce dernier.

Il faudra donc, pour toutes ces raisons, mettre en œuvre un ajustement budgétaire, c'est-à-dire réduire, année après année, le déficit primaire corrigé du cycle ou même augmenter l'excédent. La question est de savoir quand engager un tel ajustement. À l'évidence, ce n'est pas actuellement le moment. Les perspectives économiques restent très incertaines en raison de la pandémie et, même en cas de découverte et de déploiement d'un vaccin, les économies se maintiendront, pour la plupart, en dessous de leur potentiel pendant un certain temps.

Une politique budgétaire restrictive avec un *output gap* négatif aurait, dans une large mesure, pour effet de neutraliser les efforts des banques centrales visant à faire remonter l'inflation en recourant à une politique monétaire accommodante. Par ailleurs, une politique d'assainissement budgétaire avec un *output gap* positif limiterait le degré de resserrement monétaire nécessaire pour conserver la maîtrise de l'inflation. Même si l'interaction avec la politique monétaire doit être prise en compte au moment de décider du calendrier de l'assainissement budgétaire, la principale préoccupation doit être de savoir si l'économie est en mesure de résister à une politique d'austérité budgétaire.

Les baisses des dépenses publiques ou les hausses d'impôt ont un impact direct sur la demande finale et sur le revenu mais elles ont aussi pour effet d'accroître l'incertitude entourant les revenus et bénéfices futurs. A priori, on pourrait s'attendre à ce que la sensibilité soit plus forte en période de croissance atone qu'en phase de forte conjoncture. La recherche empirique montre que cette sensibilité, également appelée « *multipliateur budgétaire* », varie selon la conjoncture : elle est plus élevée en période de récession et plus faible en période d'expansion. Mieux vaut donc reporter l'effort d'assainissement budgétaire et attendre que l'environnement de croissance soit plus solide. Les effets d'hystérèse – mécanismes par lesquels une hausse cyclique du chômage finit par devenir permanente – confortent l'argumentaire en faveur d'un report de l'ajustement budgétaire « *jusqu'à ce que le moment soit venu* »⁵.

Dans l'environnement actuel de taux bas et d'assouplissement quantitatif, il n'y a pas non plus urgence à agir. Comme nous l'avons expliqué plus haut, avec $g > r$, le ratio de la dette recule « automatiquement », à moins que le déficit primaire ne soit, au départ, trop élevé. Pour autant, l'absence d'urgence à court terme ne doit pas faire oublier la nécessité d'agir ultérieurement lorsque les circonstances sont plus favorables. L'inaction affaiblirait la résilience de l'économie face aux chocs de croissance et de taux d'intérêt. Ce serait aussi prendre le pari qu'à chaque crise, il faille s'en remettre aux programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales.

William De Vijlder

4 Selon Cinzia Alcidi et Daniel Gros, une hausse marginale de la dette finit par entraîner un alourdissement considérable des charges d'intérêt car la dette devra être refinancée à des taux plus élevés. Ils se fondent, à cet égard, sur cette règle d'or du FMI, selon laquelle « *la prime de risque augmente de quatre points de base pour chaque augmentation d'un point de pourcentage du ratio de la dette publique, rapportée au PIB, au-dessus de 60 %*. Les auteurs indiquent que pour la Commission européenne, cette augmentation est de 3 pb ». Source : *Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop*, *EconPol Europe Opinion*, 2019, vol. 2.

5 Cette question est traitée dans l'excellente étude du FMI, intitulée : *How delaying fiscal consolidation affects the present value of GDP*, document de travail 15/52, mars 2015.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 16-10-20 au 22-10-20

▼ CAC 40	4 936	▶ 4 851	-1.7 %	
▼ S&P 500	3 484	▶ 3 453	-0.9 %	
↗ Volatilité (VIX)	27.4	▶ 28.1	+0.7 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶ 0.21	-0.9 pb	
↗ OAT 10a (%)	-0.41	▶ -0.35	+6.2 pb	
↗ Bund 10a (%)	-0.62	▶ -0.56	+6.1 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	0.74	▶ 0.85	+10.4 pb	
↗ Euro vs dollar	1.17	▶ 1.18	+0.9 %	
▼ Or (once, \$)	1 903	▶ 1 899	-0.2 %	
▼ Pétrole (Brent, \$)	43.0	▶ 42.5	-1.0 %	

Taux d'Intérêt (%)

€ BCE	0.00			
Eonia	-0.47	-0.44	le 31/03	-0.49
Euribor 3m	-0.51	-0.16	le 23/04	-0.51
Euribor 12m	-0.47	-0.05	le 22/04	-0.47
\$ FED	0.25	1.75	le 01/01	0.25
Libor 3m	0.21	1.91	le 01/01	0.21
Libor 12m	0.33	2.00	le 01/01	0.33
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10
Libor 3m	0.05	0.80	le 08/01	0.05
Libor 12m	0.12	0.98	le 01/01	0.12

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	-0.36	0.72	le 18/03	-0.40
Bund 2a	-0.77	-0.58	le 14/01	-1.00
Bund 10a	-0.56	-0.17	le 19/03	-0.84
OAT 10a	-0.35	0.28	le 18/03	-0.42
Corp. BBB	0.80	2.54	le 24/03	0.65
\$ Treas. 2a	0.16	1.59	le 08/01	0.11
Treas. 10a	0.85	1.91	le 01/01	0.50
High Yield	5.71	11.29	le 23/03	5.44
£ Gilt. 2a	-0.02	0.61	le 08/01	-0.12
Gilt. 10a	0.33	0.83	le 01/01	0.04

Au 22-10-20

Au 22-10-20

TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.18	1.20	le 01/09	1.07	le 20/03	+5.4%
GBP	0.90	0.94	le 23/03	0.83	le 18/02	+6.6%
CHF	1.07	1.09	le 05/06	1.05	le 14/05	-1.3%
JPY	123.96	126.82	le 31/08	114.51	le 06/05	+1.6%
AUD	1.66	1.87	le 23/03	1.60	le 01/01	+4.2%
CNY	7.89	8.26	le 30/07	7.55	le 19/02	+0.9%
BRL	6.60	6.69	le 20/08	4.51	le 02/01	+46.1%
RUB	90.50	92.95	le 29/09	67.75	le 10/01	+29.8%
INR	86.98	89.12	le 18/08	77.21	le 17/02	+8.6%

Au 22-10-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	42.5	69.1	le 06/01	16.5	le 21/04	-35.9%
Or (once)	1 899	2 053	le 06/08	1 475	le 19/03	+24.9%
Métaux, LMEX	3 108	3 125	le 21/10	2 232	le 23/03	+9.3%
Cuivre (tonne)	6 907	6 978	le 21/10	4 625	le 23/03	+12.3%
Blé (tonne)	235	2.4	le 21/01	178	le 26/06	+2.7%
Mais (tonne)	156	1.6	le 22/10	113	le 28/04	+4.2%

Au 22-10-20

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours					
Monde						
MSCI Monde	2 421	2 494	le 02/09	1 602	le 23/03	+2.7%
Amérique du Nord						
S&P500	3 453	3 581	le 02/09	2 237	le 23/03	+6.9%
Europe						
EuroStoxx50	3 171	3 865	le 19/02	2 386	le 18/03	-15.3%
CAC 40	4 851	6 111	le 19/02	3 755	le 18/03	-18.8%
DAX 30	12 543	13 789	le 19/02	8 442	le 18/03	-5.3%
IBEX 35	6 797	10 084	le 19/02	6 107	le 16/03	-28.8%
FTSE100	5 786	7 675	le 17/01	4 994	le 23/03	-23.3%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	936	1 034	le 20/01	743	le 23/03	-7.1%
Nikkei	23 474	24 084	le 20/01	16 553	le 19/03	-0.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 137	1 147	le 17/01	758	le 23/03	+2.0%
Chine	103	104	le 21/10	69	le 19/03	+20.5%
Inde	583	609	le 17/01	353	le 23/03	+1.6%
Brésil	1 499	2 429	le 02/01	1 036	le 23/03	-12.4%
Russie	548	857	le 20/01	419	le 18/03	-18.1%

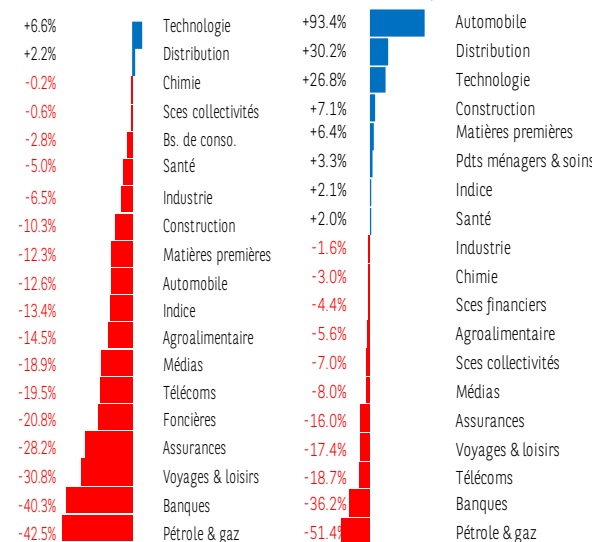
Au 22-10-20

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 22-10, €

Année 2020 au 22-10, \$

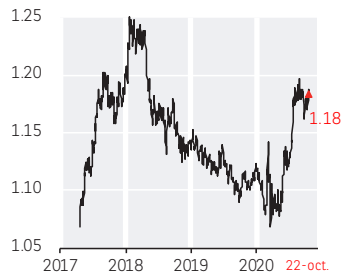


SOURCE : THOMSON REUTERS

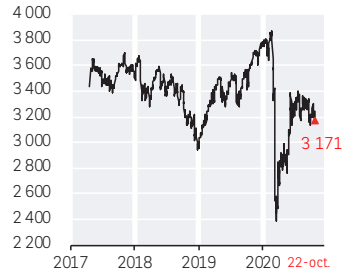


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



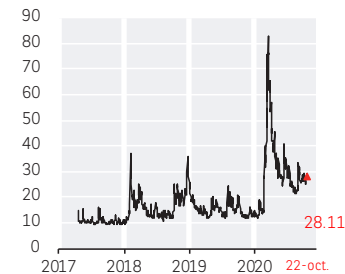
EUROSTOXX50



S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



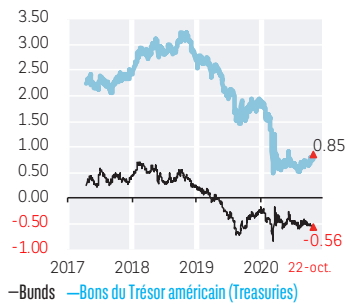
MSCI MONDE (USD)



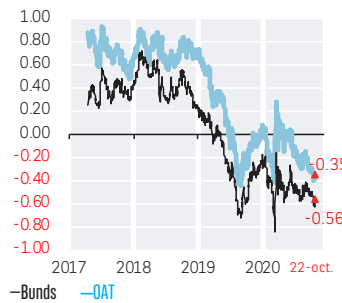
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

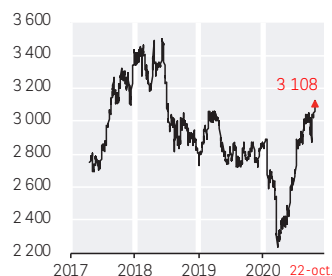
Année 2020 au 22-10, €

1.27%	Grèce	182 pb
0.72%	Italie	128 pb
0.21%	Portugal	76 pb
-0.32%	Belgique	23 pb
-0.35%	France	21 pb
-0.45%	Finlande	11 pb
-0.46%	Autriche	10 pb
-0.52%	Irlande	4 pb
-0.53%	P-Bas	3 pb
-0.56%	Allemagne	

PETROLE (BRENT, USD)



METAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



CHINE : UNE SOLIDE CAPACITÉ DE REBOND

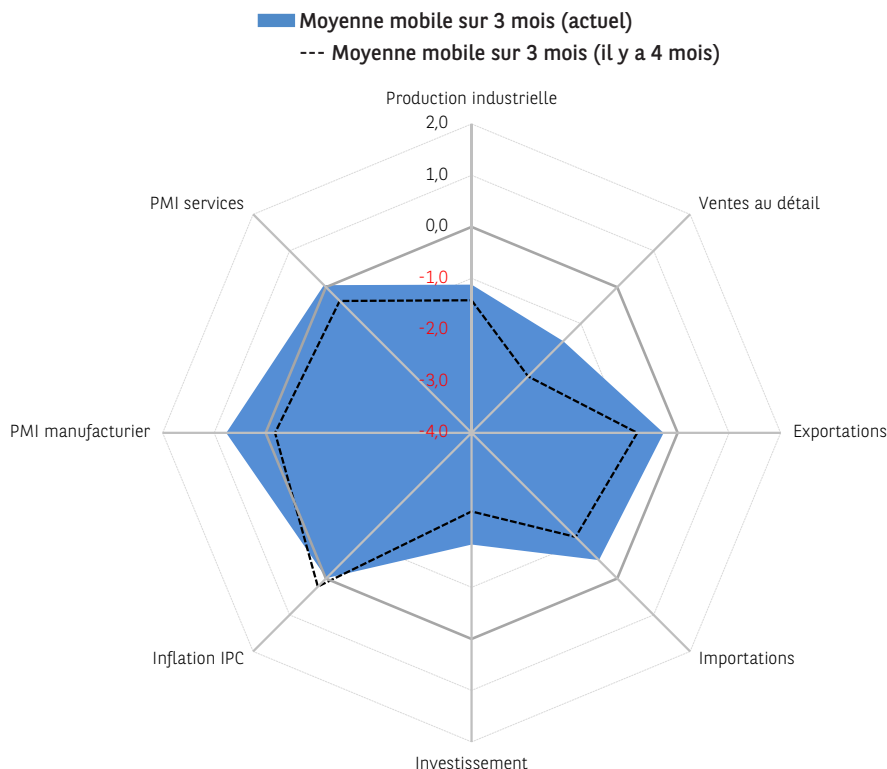
L'économie chinoise a maintenu la même dynamique en septembre qu'au cours des deux mois précédents : le redressement s'est poursuivi et renforcé. Le PIB réel a ainsi enregistré une croissance positive de 0,7% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2020, et de 4,9% en g.a. sur le seul T3. Les principaux secteurs ont affiché une croissance positive sur les trois premiers trimestres : de 2,3% dans le secteur primaire (contre 3,1% en 2019), de 0,9% dans le secteur secondaire (contre 5,7% en 2019) et de 0,4% dans le secteur tertiaire (contre 6,9% en 2019). Ces chiffres soulignent à la fois la solide capacité de l'économie à rebondir après le choc du T1 et la fragilité particulière du secteur des services, dont la reprise a été plus tardive et plus lente.

Sur notre baromètre, l'élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés atteste d'un redressement plus étendu de la croissance économique au T3 2020 par rapport au T2. La reprise de l'activité, qui a suivi la période de confinement du premier trimestre, a en effet d'abord été tirée par le rebond de la production industrielle et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier.

Elle a ensuite été également soutenue au T3 par l'amélioration dans les services et le redressement des autres composantes de la demande. La croissance des exportations a affiché une solide accélération (+9,9% en g.a. en septembre), tirée par les ventes d'équipements médicaux et de matériels informatiques et électroniques et, plus récemment, par les ventes de produits électroménagers et autres biens de consommation courante. L'investissement manufacturier s'est renforcé au T3, mais reste en retrait par rapport à l'investissement dans le secteur immobilier et les infrastructures publiques. Le rebond des ventes au détail s'est également renforcé depuis août, mais elles restent bien inférieures à leur niveau de 2019 sur les neuf premiers mois de l'année (-7,2% en g.a.). L'inflation des prix à la consommation a continué de ralentir (à 2,3% en g.a. en moyenne au T3). Alors que l'inflation sous-jacente est restée faible mais stable (à 0,5%) au T3, la désinflation a principalement résulté de la baisse des prix du carburant et de la moindre inflation des prix alimentaires.

Christine Peltier

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +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 par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

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

8

DERNIERS INDICATEURS

La reprise en Chine se poursuit. La croissance du PIB du troisième trimestre a, certes, ralenti - pour des raisons compréhensibles après un deuxième trimestre très vigoureux - mais comparativement à l'année dernière, la croissance s'est accélérée. Il en va de même pour la production industrielle en septembre. Il convient toutefois de noter que la plupart des indicateurs se sont révélés légèrement inférieurs aux attentes.

Aux États-Unis, l'indice NAHB du marché immobilier a connu une légère amélioration, tandis que les permis de construire ont enregistré une hausse marquée, au-dessus des attentes. Les mises en chantier sont également en augmentation, augmentation toutefois moindre que prévu. Au Japon, la baisse en année glissante des ventes des grands magasins de Tokyo a été encore plus importante en septembre qu'en août. La France a enregistré une légère dégradation du climat des affaires, principalement en raison de la situation du secteur des services.

Bien que les ventes de détail au Royaume-Uni se soient redressées en septembre, dépassant les attentes, la confiance des consommateurs accuse, en octobre, une baisse plus importante qu'attendu. Les PMI flash se sont également affaiblis et le déclin des services s'est révélé plus marqué que prévu. Les indices PMI au Japon ont à peine évolué comparé à septembre. Les PMI des services ont enregistré une baisse plus importante qu'attendu en France, en Allemagne et dans la zone euro. Si le PMI manufacturier a diminué légèrement en France, il marque une amélioration dans la zone euro, dépassant les prévisions du consensus qui tablaient sur une baisse. L'indice manufacturier a bondi en Allemagne, créant une immense surprise. Aux États-Unis, le PMI manufacturier s'est maintenu par rapport au mois précédent. Le secteur des services a enregistré une amélioration inattendue.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUAL	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
19/10/2020	Chine	PIB t/t	T3	2,7%	3,3%	11,7%
19/10/2020	Chine	PIB g.a.	T3	4,9%	5,5%	3,2%
19/10/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Sept.	1,2%	1,0%	0,4%
19/10/2020	Chine	Ventes de détail g.a.	Sept.	-7,2%	-7,4%	-8,6%
19/10/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Sept.	0,8%	0,9%	-0,3%
19/10/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Sept.	5,6%	5,2%	46,0%
19/10/2020	Chine	Taux de chômage	Sept.	5,4%	5,5%	5,6%
19/10/2020	États-Unis	Indice NAHB marché de l'immobilier	Oct.	85	83	83
20/10/2020	États-Unis	Permis de construire	Sept.	5,2%	3,0%	-0,5%
20/10/2020	États-Unis	Mises en chantier	Sept.	1,9%	3,5%	-6,7%
21/10/2020	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale	Sept.	0	0	
22/10/2020	Japon	Ventes en grands magasins (Tokyo)	Sept.	-35,0%	--	-29,1%
22/10/2020	France	Climat des affaires	Oct.	90	92	92
22/10/2020	Royaume-Uni	Optimisme des affaires (CBI)	Oct.	0	-17	-1
22/10/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	787k	870k	842k--
22/10/2020	Eurozone	Confiance des consommateurs	Oct.	-15,5	-15,0	-13,9
23/10/2020	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	-31	-28	-25

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUAL	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
23/10/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	48,0	--	47,7
23/10/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	46,6	--	46,9
23/10/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	46,7	--	46,6
23/10/2020	Royaume-Uni	Ventes de détail hors auto et carburant m/m	Sept.	1,6%	0,5%	0,6%
23/10/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	51,0	51,0	51,2
23/10/2020	France	PMI des services (Markit)	Oct.	46,5	47,0	47,5
23/10/2020	France	PMI composite (Markit)	Oct.	47,3	48,0	48,5
23/10/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	58,0	55,0	56,4
23/10/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	48,9	49,4	50,6
23/10/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Oct.	54,5	53,3	54,7
23/10/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	54,4	53,0	53,7
23/10/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	46,2	47,0	48,0
23/10/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	49,4	49,2	50,4
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	53,3	53,1	54,1
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Oct.	52,3	53,9	56,1
23/10/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	52,9	54,0	56,5
23/10/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	53,3	53,5	53,2
23/10/2020	États-Unis	PMI des services (Markit)	Oct.	56	54,6	54,6
23/10/2020	États-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	55,5	--	54,3

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

L'événement marquant de la semaine prochaine sera la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les analystes seront impatients de savoir comment le Conseil va réagir face aux difficultés économiques croissantes liées à l'augmentation des cas de Covid-19, et ce, dans un contexte d'inflation sous-jacente très faible et en baisse. La semaine sera également riche en publication de données, avec la croissance du PIB aux États-Unis, en France et dans la zone euro. Plusieurs enquêtes paraîtront pour le mois d'octobre : climat des affaires IFO en Allemagne, et pour les États-Unis, confiance des consommateurs du Conference Board, sentiment de l'Université du Michigan et données d'enquêtes régionales. Nous aurons également, pour la France, la confiance des consommateurs et pour la zone euro, l'indice de confiance économique et ses sous-séries. À noter, enfin, la réunion de la Banque du Japon.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
26/10/2020	Allemagne	Climat des affaires IFO	Oct.	--	93,4
26/10/2020	Allemagne	Prévisions IFO	Oct.	--	97,7
26/10/2020	Allemagne	Estimation de la situation en cours (IFO)	Oct.	--	89,2
26/10/2020	États-Unis	Indice d'activité de la Fed de Chicago	Sept.	--	0,8
26/10/2020	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Sept.	-0,1%	4,8%
26/10/2020	États-Unis	Indice d'activité de la Fed de Dallas	Oct.	13,5	13,6
27/10/2020	Chine	Bénéfices industriels g.a.	Sept.	--	19,1%
27/10/2020	France	Nombre de chômeurs	T3	--	4.1493e+06
27/10/2020	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	1,9%
27/10/2020	États-Unis	S&P CoreLogic CS US HPI NSA Index	Aug	--	221.64
27/10/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs du Conference Board	Oct.	101,9	101,8
27/10/2020	États-Unis	Conjoncture (Conference Board)	Oct.	--	98,5
27/10/2020	États-Unis	Prévisions du Conference Board	Oct.	--	104,0
27/10/2020	États-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Oct.	16	21
27/10/2020	Allemagne	Ventes de détail m/m	Sept.	--	3,1%
28/10/2020	France	Confiance des consommateurs	Oct.	--	95
29/10/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Sept.	--	4,6%
29/10/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Oct.	--	32,7
29/10/2020	Zone euro	Confiance économique	Oct.	--	91,1
29/10/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Oct.	--	-11,1
29/10/2020	Zone euro	Confiance des services	Oct.	--	-11,1
29/10/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	--	--
29/10/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
29/10/2020	États-Unis	PIB annualisé t/t	T3	32,0%	-31,4%
29/10/2020	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Oct.	--	-0,500%
29/10/2020	Japon	Taux de la Banque du Japon	Oct.	--	-0,100%
30/10/2020	Japon	Production industrielle m/m	Sept.	2,7%	1,0%
30/10/2020	France	Dépenses des consommateurs m/m	Sept.	--	2,3%
30/10/2020	France	PIB t/t	T3	--	-13,8%
30/10/2020	Allemagne	PIB t/t	T3	--	-9,7%
30/10/2020	Zone euro	Enquêtes BCE des prévisionnistes professionnels			
30/10/2020	Zone euro	Taux de chômage	Sept.	--	8,1%
30/10/2020	Zone euro	PIB t/t	T3	--	-11,8%
30/10/2020	Zone euro	IPC g.a.	Oct.	--	0,2%
30/10/2020	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	81,2	81,2

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

Rebond épidémique : quels risques pour l'économie de la zone euro ?	EcoTVWeek	23 octobre 2020
Zone euro : covid-19, bce et taux longs	Graphique de la semaine	21 octobre 2020
France : La consommation des ménages français en 2019 : faible et forte à la fois	Conjoncture	21 octobre 2020
Global : Assouplissement temporaire des normes de levier	EcoFlash	19 octobre 2020
Global : Des politiques de l'offre pour l'après Covid-19	EcoWeek	16 octobre 2020
Royaume-Uni : La reprise s'essouffle déjà	EcoWeek	16 octobre 2020
Espagne : La reprise marque le pas	EcoWeek	16 octobre 2020
Italie : Italie : rattrapée par la deuxième vague	EcoWeek	16 octobre 2020
Se préparer à l'après-pandémie: vers une politique économique plus ciblée	EcoTV	16 octobre 2020
Royaume-Uni : 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



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