

2

## ÉDITORIAL

Les conséquences mondiales de la stratégie d'inflation moyenne de la Réserve fédérale

3-4

## REVUE DES MARCHÉS

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

5-6

## BAROMÈTRE

France : l'envol de la reprise  
Etats-Unis : rattrapage incomplet

7

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

8-9

## CALENDRIER

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

10

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## LES CONSÉQUENCES MONDIALES DE LA STRATÉGIE D'INFLATION MOYENNE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

**La nouvelle stratégie de la Fed, basée sur un taux d'inflation moyen, aura des répercussions pour l'économie réelle et la finance à l'échelle mondiale. À commencer par le commerce international dès lors qu'une expansion plus soutenue du PIB américain tirera l'économie des partenaires commerciaux des États-Unis par le biais de l'accroissement des importations de ce pays. Les conséquences financières sont déterminées par les flux de capitaux, la politique monétaire et l'appétit du risque. Au-delà des conséquences purement économiques, la nouvelle stratégie de la Fed forcera également les autres banques centrales à revisiter leur propre stratégie.**

La révision, par la Réserve fédérale, de ses objectifs d'inflation à long terme, annoncée récemment<sup>1</sup>, devrait avoir d'importantes répercussions aux États-Unis, mais aussi au niveau mondial. Au plan national, la prolongation d'une politique monétaire très accommodante devrait se traduire par une croissance plus robuste, une baisse du taux de chômage et, en fin de compte, une légère hausse de l'inflation. Les taux des Fed Funds pourraient aussi, de ce fait, atteindre un sommet cyclique plus élevé.

Ces évolutions devraient avoir des retombées sur l'économie réelle et sur les marchés financiers à l'échelle mondiale. Les premières concernent le commerce international dès lors qu'une expansion plus soutenue du PIB américain tirera l'économie des partenaires commerciaux des États-Unis par le biais de l'accroissement des importations de ce pays. Des estimations calculées par modélisation montrent qu'un choc de croissance de 1 % aux États-Unis entraîne une hausse de 0,7 % du PIB dans le reste du monde<sup>2</sup>; Les conséquences financières sont déterminées par les flux de capitaux, la politique monétaire et l'appétit du risque. Ces facteurs sont étroitement imbriqués. Une politique monétaire accommodante, menée par la Réserve fédérale, constitue une incitation pour les investisseurs américains à prendre plus de risques au plan national – par exemple, en investissant davantage dans les obligations d'entreprises, les actions, l'immobilier, etc. – et/ou à rechercher des opportunités attractives à l'étranger. Les afflux de capitaux en provenance des États-Unis soutiennent les prix des actifs et obligent les autres banques centrales à adopter une politique plus accommodante pour éviter des afflux plus importants et une appréciation de leur monnaie<sup>3</sup>. Ces mesures favorisent à leur tour la croissance du crédit domestique et la prise de risques ; c'est l'une des raisons pour lesquelles les marchés financiers sont fortement corrélés à l'échelle mondiale. De plus, une politique très accommodante de la Fed alimente l'expansion du crédit bancaire mondial en raison de la facilité d'accès à un financement bon marché en dollars.

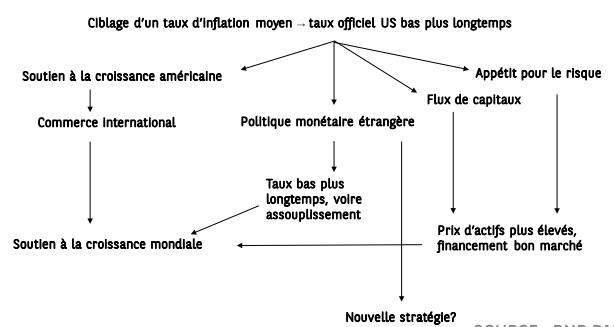
L'un des facteurs essentiels pour les marchés financiers est l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux. La recherche économique montre que les fluctuations du taux des fonds fédéraux constituent un déterminant majeur des variations de la prime de

risque demandée<sup>4</sup>. Lorsque le taux directeur américain est bas, la propension à la prise de risque est élevée au niveau mondial, poussant à la hausse les valorisations des actifs. L'inverse est également vrai dans un environnement de resserrement monétaire. Il est important de garder cela à l'esprit. En effet, la Réserve fédérale ayant accepté de maintenir l'inflation au-dessus de 2 % dans la durée, pour permettre au taux moyen d'atteindre 2 %, devra, à un certain moment, resserrer sa politique monétaire. On peut réellement craindre que le « *[maintien de taux] bas plus longtemps* », à court terme, cède la place à un « *relèvement rapide [des taux]* » sur le long terme avec les effets que l'on peut imaginer sur les prix des actifs.

Au-delà des conséquences purement économiques, la nouvelle stratégie de la Fed forcera également les autres banques centrales à revisiter leur propre stratégie. Ceci est particulièrement important pour la BCE, qui est en train de mener sa propre revue stratégique. La Fed a pris un tournant accommodant avec la révision de ses objectifs à long terme et il existe à présent un important écart entre un « *taux d'inflation moyen de 2 % dans la durée* » et l'objectif de la BCE d'une « *inflation proche de, mais inférieure à 2 %* ». Si la situation devait persister, elle pourrait constituer un facteur de soutien structurel pour l'euro face au dollar et il pourrait être encore plus difficile pour la BCE d'atteindre son objectif d'inflation.

William De Vijlder

### NOUVELLE STRATÉGIE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE : SES CONSÉQUENCES MONDIALES



SOURCE : BNP PARIBAS

<sup>1</sup> La Réserve fédérale inaugure une nouvelle ère dans son ciblage de l'inflation, BNP Paribas, Ecoweek, 31 août 2020

<sup>2</sup> The Global Role of the U.S. Economy, Linkages, Policies and Spillovers, World Bank Policy Research Working Paper 7962, February 2017

<sup>3</sup> International monetary spillovers, BRI, Rapport trimestriel, septembre 2015

<sup>4</sup> Global Financial Cycles and Risk Premiums, Óscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor and Felix Ward NBER Working Paper No. 24677, June 2018

La Fed a pris un tournant accommodant avec la révision de ses objectifs à long terme. Il existe à présent un important écart entre un « *taux d'inflation moyen de 2 % dans la durée* » et l'objectif de la BCE d'une « *inflation proche de, mais inférieure à 2 %* ».



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 28-8-20 au 3-9-20

➔ CAC 40	5 003	➔ 5 010	+0.1 %
➔ S&P 500	3 508	➔ 3 455	-1.5 %
➔ Volatilité (VIX)	23.0	➔ 33.6	+10.6 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.24	➔ 0.25	+1.0 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.16	➔ -0.25	-9.0 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.44	➔ -0.49	-4.7 pb
➔ US Tr. 10a (%)	0.72	➔ 0.62	-9.5 pb
➔ Euro vs dollar	1.19	➔ 1.18	-0.5 %
➔ Or (once, \$)	1 966	➔ 1 935	-1.6 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	45.1	➔ 44.1	-2.2 %

## 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	-0.26	0.72 le 18/03	-0.29 le 11/08		
Libor 3m	0.25	1.91 le 01/01	0.23 le 24/08	Bund 2a	-0.69	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03		
Libor 12m	0.43	2.00 le 01/01	0.43 le 02/09	Bund 10a	-0.49	-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	-0.25	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03		
Libor 3m	0.06	0.80 le 08/01	0.06 le 01/09	Corp. BBB	0.91	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02		
Libor 12m	0.23	0.98 le 01/01	0.23 le 02/09	\$ Treas. 2a	0.13	1.59 le 08/01	0.11 le 04/08		
Au 3-9-20									
			Treas. 10a				0.62	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03
			High Yield				5.67	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02
			£ Gilt. 2a				-0.08	0.61 le 08/01	-0.11 le 10/07
			Gilt. 10a				0.19	0.83 le 01/01	0.04 le 04/08
			Au 3-9-20						

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20	+bas 20	2020	
USD	1.18	1.20 le 01/09	1.07 le 20/03	+5.5%
GBP	0.89	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+5.3%
CHF	1.08	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.0%
JPY	125.76	126.82 le 31/08	114.51 le 06/05	+3.1%
AUD	1.62	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+1.6%
CNY	8.09	8.26 le 30/07	7.55 le 19/02	+3.5%
BRL	6.28	6.69 le 20/08	4.51 le 02/01	+39.2%
RUB	89.08	89.53 le 02/09	67.75 le 10/01	+27.8%
INR	86.98	89.12 le 18/08	77.21 le 17/02	+8.6%
Au 3-9-20			Variations	

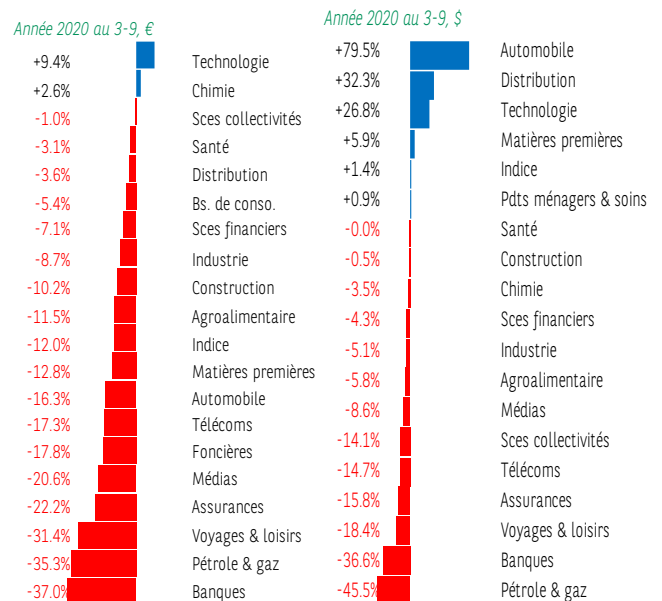
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	44.1	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-33.5%	-36.9%
Or (once)	1 935	2 053 le 06/08	1 475 le 19/03	+27.3%	+20.7%
Métaux, LME	2 980	3 037 le 01/09	2 232 le 23/03	+4.8%	-0.6%
Cuivre (tonne)	6 575	6 710 le 02/09	4 625 le 23/03	+6.9%	+1.4%
CRB Aliments	327	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-3.4%	-8.4%
Blé (tonne)	208	2.4 le 21/01	178 le 26/06	-9.1%	-13.9%
Mais (tonne)	133	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-11.1%	-15.7%
Au 3-9-20			Variations		

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 426	2 494 le 02/09	1 602 le 23/03	+2.9%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	3 455	3 581 le 02/09	2 237 le 23/03	+6.9%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 304	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-11.8%
CAC 40	5 010	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-16.2%
DAX 30	13 058	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-1.4%
IBEX 35	7 006	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-26.6%
FTSE100	5 851	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-22.4%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	947	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-6.0%
Nikkei	23 466	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-0.8%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 109	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-0.5%
Chine	100	102 le 02/09	69 le 19/03	+17.0%
Inde	566	609 le 17/01	353 le 23/03	-1.6%
Brésil	1 561	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-13.2%
Russie	589	857 le 20/01	419 le 18/03	-13.3%
Au 3-9-20			Variations	

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

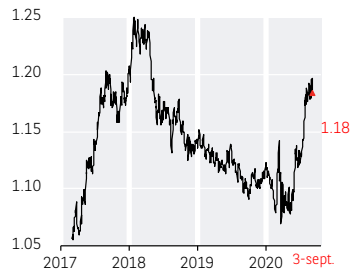


SOURCE : THOMSON REUTERS

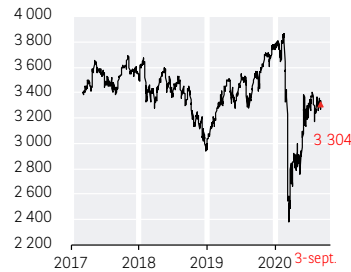


# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



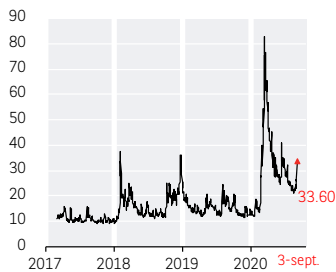
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



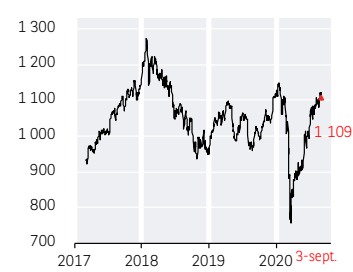
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



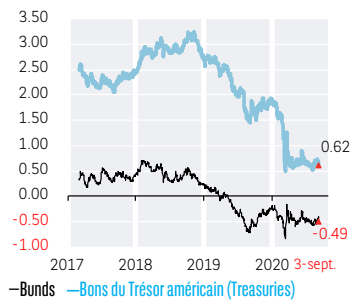
**MSCI MONDE (USD)**



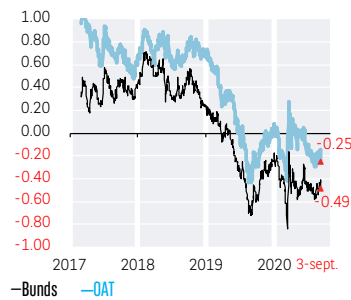
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



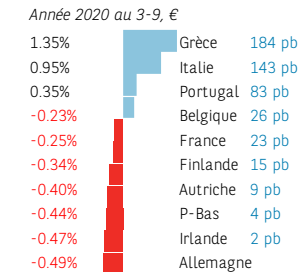
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



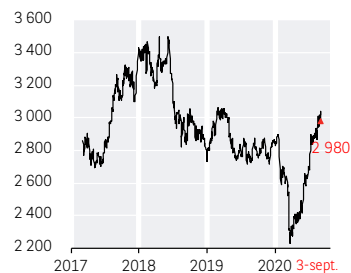
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## BAROMÈTRE

5

## FRANCE : L'ENVOL DE LA REPRISE

Notre baromètre porte la trace du redémarrage de l'économie française depuis la sortie du confinement le 11 mai dernier. Cela apparaît clairement dans le climat des affaires (données disponibles jusqu'en août) et les dépenses de consommation des ménages en biens (juillet). S'agissant de la production et des exportations, le dernier point disponible étant juin, il est normal que l'amélioration ne soit pas visible (encore pénalisée par la chute de l'activité en mars-avril, la moyenne des trois derniers mois reste inférieure celle des trois mois précédents).

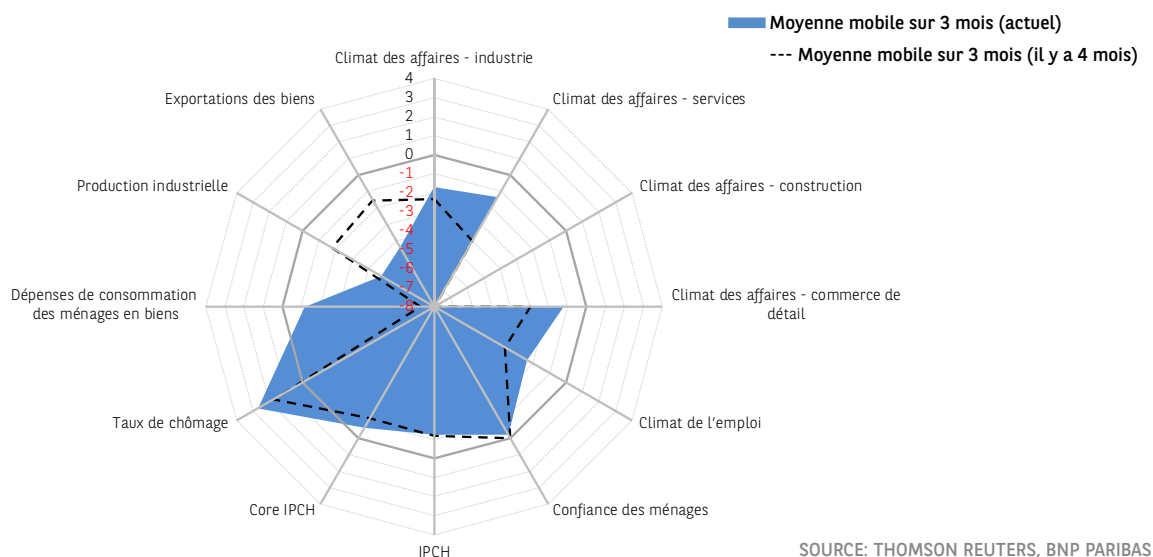
S'agissant du climat des affaires, le redressement des enquêtes de l'INSEE se poursuit à un bon rythme sans donner encore de signe d'essoufflement, contrairement aux indices PMI de Markit. Le recul de ces derniers en août peut être mis sur le compte de leur remontée fulgurante passée. Dès le mois de juin, ils étaient en effet plus ou moins revenus à leur niveau d'avant-crise et leur hausse en juillet avait porté l'indice composite à un plus haut depuis février 2018 et très au-dessus du seuil des 50 (57,3). Un excès d'optimisme suivi d'un retour à la réalité en août. Le redressement des enquêtes de l'INSEE a été plus progressif et les indices sectoriels restent dégradés, assez nettement en deçà de leur moyenne de référence 100 (91 pour l'indice composite) : le message nous paraît plus réaliste que celui des PMI ; il est en phase avec l'estimation de la Banque de France selon laquelle, en juillet, l'économie était à 93% de son niveau normal, c'est-à-dire pas encore totalement rétablie. Mais si d'après la Banque de France la vitesse de rétablissement ralentit, ce n'est, pour le moment, pas l'image renvoyée par les enquêtes de l'INSEE. La reprise en V se dispute avec celle en aile d'oiseau.

Pour la confiance des ménages, le bilan est mitigé voire négatif : après une chute en mars-avril de bien moindre ampleur que le climat des affaires, il en est allé de même de son rebond (décalé d'un mois, en juin), un rebond limité qui s'est, en outre, aussitôt épuisé. Les craintes concernant l'évolution du chômage pèsent lourd. Cette évolution peu encourageante de la confiance des ménages ne se retrouve en revanche pas dans leurs dépenses en biens, dont le rebond vigoureux est l'un des points les plus positifs au tableau, si ce n'est le plus positif. En juin, ces dépenses dépassaient déjà, de 2,3%, leur niveau de février. En juillet, elles ont de nouveau progressé, de 0,5% m/m : c'est peu comparativement à leurs bonds de +35% en mai et +10% en juin mais c'est plus représentatif de la tendance que l'on pourrait espérer pour les prochains mois.

Or, ce rythme de croissance de la consommation sera, pour une assez grande part, dépendant de l'évolution de la situation sur le front du marché du travail. Si le choc récessif massif dû à la pandémie de Covid-19 est derrière nous, l'onde de ce choc est à venir en termes de défaillances d'entreprises et de licenciements. Il est très probable que le taux de chômage remontera. La question qui se pose est l'ampleur de sa hausse et, en corollaire, ce qu'il adviendra de l'épargne forcée accumulée par les ménages pendant le confinement : à quel point sera-t-elle transformée en épargne de précaution et non en consommation ? Le plan de relance de EUR 100 mds du gouvernement, présenté en détails ce jeudi 3 septembre, vise directement, pour l'essentiel, à limiter autant que possible les séquelles de la crise sur les entreprises et l'emploi, ce qui, indirectement, est favorable à la consommation. Le soutien à l'offre est donc aussi un soutien à la demande.

Hélène Baudchon

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



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 +4. 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.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

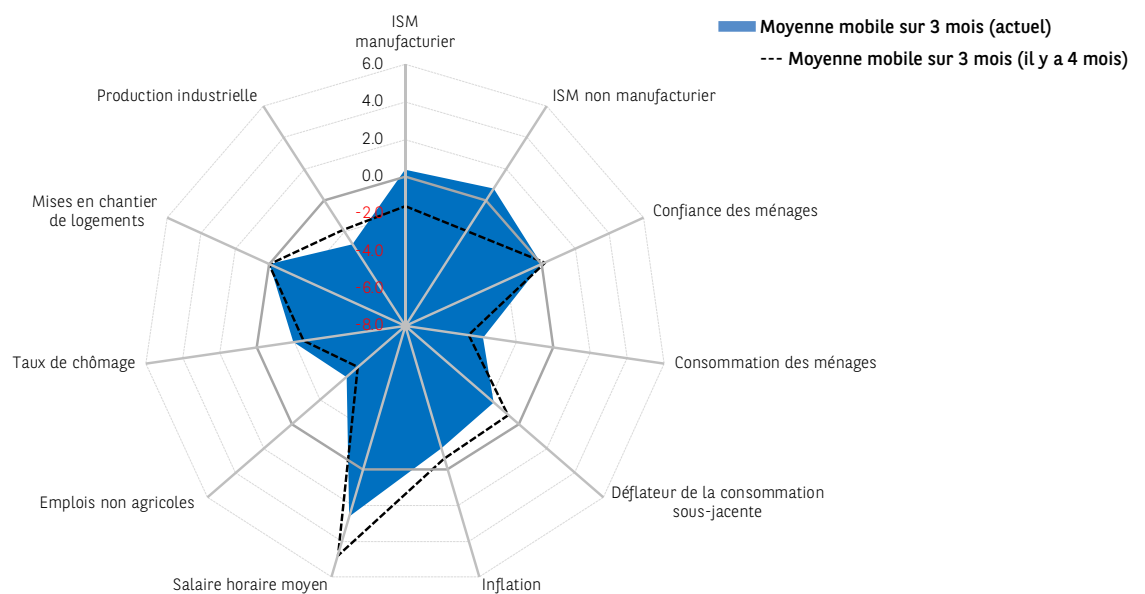
## ETATS-UNIS : RATTRAPAGE INCOMPLET

Aux États-Unis comme presque partout ailleurs, l'économie s'est trouvée partiellement paralysée au printemps 2020, du fait des mesures de protection imposées par la pandémie de Covid-19. Au deuxième trimestre, le PIB américain a chuté de 9,1% (31,7% en rythme annualisé), un record. Une récupération a eu lieu dans le courant de l'été, qui a vu les indices du climat des affaires ainsi que les marchés rebondir fortement. C'est ce dont témoigne le baromètre de cette semaine, qui indique un retour à la normale des données d'enquêtes, qu'elles concernent les entreprises (indices des directeurs d'achats de l'Institute for supply management) ou les ménages (indices de confiance du Conference board). Pourtant, les données « dures » (production, emploi, consommation...) sont loin d'avoir connu la même amélioration. L'activité industrielle reste inférieure de 8% environ à son niveau moyen de 2019, et seule la moitié des 22 millions de postes détruits entre mars et avril ont été récupérés depuis, ce qui laisse un déficit d'emplois considérable à combler. Les pertes ayant surtout concerné les populations à faible revenu, elles sont responsables d'une hausse en trompe l'œil des salaires horaires (par effet de structure).

Si les Américains ne se sont pas appauvris dans leur ensemble (les revenus disponibles ont même connu une forte hausse au deuxième trimestre), c'est parce que l'État fédéral est intervenu massivement, augmentant par exemple de 600 dollars par semaine les indemnités chômage ; prolongées jusqu'à la fin de l'année, ces mesures de soutien vont toutefois être réduites, de 30% à 50% selon les États. La reprise de la consommation pourrait donc s'essouffler. Sur le front de l'épidémie, si les derniers comptages demeurent attristants, au moins cessent-ils d'empirer. Depuis la fin du mois de juillet, le nombre de nouveaux cas régresse ; mais au rythme de 40 .000 infections quotidiennes à l'approche de l'automne, la circulation du Covid-19 reste active aux États-Unis.

**Jean-Luc Proutat**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



SOURCE: 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 +6. 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

7

## ÉTATS-UNIS

• L'économie est de plus en plus impactée par la propagation du coronavirus et les inquiétudes se renforcent concernant la hausse du taux de chômage, qui pèse sur les dépenses de consommation. C'est ce qui explique les mesures très importantes prises par la Réserve fédérale et celles annoncées par l'Administration américaine. En outre, l'Administration prépare une nouvelle série de mesures. À l'évidence, les perspectives à court terme dépendent de la manière dont l'épidémie va évoluer. Une fois le pic passé, les mesures adoptées jusqu'à présent seront déterminantes pour soutenir la reprise de la demande et de l'activité.

## CHINE

• L'activité s'est effondrée en février, premier mois du confinement, et le PIB réel s'est contracté de 6,8% en g.a. au T1 2020. Depuis le mois de mars, l'activité se redresse progressivement, avec une reprise plus rapide du côté de l'offre et dans l'industrie que du côté de la demande et dans les services. Les autorités ont multiplié les mesures de relance monétaire et budgétaire. L'assouplissement des conditions de crédit devrait rester prudent, contraint par la dette déjà excessive de l'économie. En revanche, la marge de manœuvre budgétaire reste confortable et l'investissement public devrait se renforcer. Les risques baissiers sur notre prévision 2020 sont élevés. En particulier, le secteur manufacturier chinois est très vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et aux mesures protectionnistes américaines.

## ZONE EURO

• L'impact massif de l'épidémie de coronavirus se fait de plus en plus sentir sur les données relatives à l'activité et à la demande, suite aux mesures de confinement adoptées, mais aussi sur celles concernant la confiance et les anticipations des entreprises. Le premier semestre sera significativement affecté, l'importance de l'impact étant, toutefois, fonction du moment où l'épidémie sera maîtrisée. D'après les enseignements que l'on peut tirer de l'expérience chinoise, le second semestre devrait enregistrer une amélioration, portée par les mesures de soutien massives adoptées. Les prévisions dépendent entièrement du scénario pris pour hypothèse.

## FRANCE

• Le choc récessif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement est massif. Après une chute de 5,3% t/t du PIB au T1 2020, l'INSEE avance le chiffre de -20% t/t pour le T2. À la faveur de la première phase de déconfinement, le climat des affaires de mai esquisse néanmoins un début de mieux. On s'attend à ce qu'il prenne de l'ampleur, mais progressivement à mesure qu'il gagnera l'ensemble des secteurs d'activité. Tous ne sont pas logés à la même enseigne en termes de dynamique de redémarrage et de retour à la normal. Nos nouvelles prévisions de croissance incluent un creux plus marqué suivi d'une reprise qui l'est moins. Après avoir paré à l'urgence, le soutien apporté à l'économie évolue. Si des mesures sectorielles ont déjà été égrenées (tourisme, automobile), le plan de relance global, en cours d'élaboration, est annoncé pour septembre.

## TAUX &amp; CHANGES

• Aux États-Unis, la Réserve fédérale a pris, sur plusieurs réunions, toute une panoplie de mesures en vue d'injecter des liquidités dans le système financier et de faciliter le financement des entreprises. Le taux des Fed funds a été abaissé à la borne zéro et le programme d'assouplissement quantitatif («QE») a été relancé. Il faut s'attendre à des mesures supplémentaires en cas d'aggravation de la situation économique et de la liquidité. Les rendements des *Treasuries* ont d'abord nettement baissé, traduisant un mouvement de fuite vers les valeurs refuges, tout en affichant une forte volatilité. Plus récemment les rendements ont augmenté, portés par la reprise d'activité attendue avec l'assouplissement du confinement et la hausse de l'offre d'obligations. Une tendance qui devrait durer.

• Dans la zone euro, la BCE a pris des mesures considérables pour injecter des liquidités. Elle a, en effet, décidé de lancer, puis d'augmenter, un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), d'élargir la gamme des actifs éligibles dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) aux papiers commerciaux non financiers et d'assouplir les normes de garantie moyennant l'ajustement des principaux paramètres de risques du dispositif de garanties. D'autres décisions pourraient être prises si les circonstances l'exigent. Ces mesures devraient également permettre de contenir les spreads souverains. Les rendements des obligations évolueront dans une très large mesure en fonction de leurs homologues américains et, par conséquent, sur le court terme, en fonction des nouvelles sur l'épidémie.

- La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé, mais elle a décidé de doubler les rachats de fonds négociés en Bourse (ETF) et les rachats de fonds communs immobiliers japonais (I-REITS). Elle a aussi augmenté son objectif de rachats d'obligations d'entreprises.
- La récente tendance à la baisse du dollar devrait se maintenir en raison de la couverture de change et de l'idée que l'action de la BCE permettra d'éviter la fragmentation du marché et de soutenir l'économie.

## CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2,3	-4,9	4,8	1,8	0,8	1,5
Japon	0,7	-4,8	2,1	0,5	-0,3	-0,7
Royaume-Uni	1,4	-9,1	5,3	1,8	0,8	1,3
Zone euro	1,2	-9,0	5,8	1,2	0,1	0,9
Allemagne	0,6	-5,6	5,3	1,4	0,4	1,5
France	1,3	-11,1	5,9	1,3	0,5	1,0
Italie	0,3	-12,1	6,1	0,6	-0,2	0,5
Espagne	2,0	-12,5	6,3	0,7	-0,4	0,6
Chine	6,1	2,5	8,1	2,9	2,5	2,3
Inde*	4,2	-4,7	9,5	4,8	2,5	3,5
Brésil	1,1	7,0	4,0	3,7	2,5	3,0
Russie	1,3	-6,5	3,5	4,3	3,0	3,5

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
\*ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
\*\* MISE À JOUR LE 07/07/2020

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
E-Unis Fed Funds (borne supérieure) Treas. 10a	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25
Z. euro Taux de dépôt Bund 10a OAT 10a	1,67	1,92	0,67	0,80	1,00	0,90	1,92	0,90	1,20
R-Uni Taux BoE Gilt 10a	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon Taux BoJ JGB 10a	-0,57	-0,19	-0,46	-0,50	-0,40	-0,30	-0,19	-0,30	0,00
	-0,28	0,08	-0,05	-0,15	-0,10	-0,05	0,08	-0,05	0,20
	0,83	1,32	1,55	1,30	1,30	1,30	1,32	1,30	1,60
	0,15	0,47	0,68	0,50	0,40	0,40	0,47	0,40	0,70
	0,75	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,75	0,10	0,10
	0,40	0,83	0,31	0,55	0,30	0,40	0,83	0,40	0,80
	-0,06	-0,05	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05	-0,10	-0,10
	-0,22	-0,02	0,02	0,00	0,05	0,05	-0,02	0,05	0,15

MISE À JOUR : 07/07/2020

Taux de change Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
USD EUR / USD USD / JPY	1,09	1,12	1,10	1,09	1,15	1,17	1,12	1,17	1,22
GBP / USD	1,23	1,32	1,24	1,24	1,29	1,34	1,32	1,34	1,42
EUR EUR / GBP EUR / JPY	0,89	0,83	0,89	0,88	0,89	0,87	0,83	0,87	0,86
	118	122	118	113	118	117	122	117	120

Pétrole moyenne de la période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
Pétrole USD/baril	62	63	51	33	43	49	64	44	59

MISE À JOUR : 07/07/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

8

## DERNIERS INDICATEURS

Les données relatives à la production industrielle au Japon se sont améliorées par rapport au mois dernier et ont dépassé les attentes. Les ventes de détail ont, toutefois, enregistré une baisse plus importante que prévu. Les données PMI pour août en Chine se sont plus ou moins maintenues par rapport à juillet et sont restées satisfaisantes et, dans le cas des services, a un niveau élevé. Pas de différence marquée par rapport au mois de juillet, pour les données PMI de la zone euro, de l'Allemagne et de la France. Ces résultats ont été accueillis sans surprise compte tenu de l'ampleur du rebond des mois précédents. On note avec intérêt que l'indice ISM manufacturier a poursuivi sa hausse aux Etats-Unis. Finalement, les chiffres du marché du travail américain ont dépassé les attentes.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
31/08/2020	Japon	Production industrielle m/m	Juillet	5,0%	8,0%	1,9%
31/08/2020	Japon	Production industrielle g.a.	Juillet	-17,5%	-16,1%	-18,2%
31/08/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Juillet	-2,5%	-3,3%	13,1%
31/08/2020	Chine	PMI composite	Août	--	54,5	54,1
31/08/2020	Chine	PMI manufacturier	Août	51,2	51,0	51,1
31/08/2020	Chine	PMI non- manufacturier	Août	54,2	55,2	54,2
31/08/2020	Etats-Unis	Activité manufacturière Fed de Dallas	Août	0,0	8,0	-3,0
31/08-02/09/2020	Allemagne	Ventes de détail m/m	Juillet	0,5%	-0,9%	-1,9%
01/09/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Août	--	47,2	46,6
01/09/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Août	52,5	53,1	52,8
01/09/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Août	49,0	49,8	49,0
01/09/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Août	53,0	52,2	53,0
01/09/2020	Allemagne	Taux d'assurance chômage	Août	6,4%	6,4%	6,40%
01/09/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Août	51,7	51,7	51,7
01/09/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Août	55,3	55,2	55,3
01/09/2020	Zone euro	Taux de chômage	Juillet	8,0%	7,9%	7,7%
01/09/2020	Zone euro	IPC g.a.	Août	0,8%	0,4%	1,2%
01/09/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Août	53,6	53,1	53,6
01/09/2020	Etats-Unis	ISM manufacturier	Août	54,8	56,0	54,2
02/09/2020	Etats-Unis	Commande de biens d'équipement civils hors aéronautique	Juillet	1,9%	1,9%	1,9%
02/09/2020	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale				
03/09/2020	Japon	PMI composite (Jibun)	Août	--	45,2	44,9
03/09/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Août	--	55,1	54,5
03/09/2020	France	PMI composite (Markit)	Août	51,7	51,6	51,7
03/09/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Août	53,7	54,4	53,7
03/09/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Août	51,6	51,9	51,6
03/09/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Août	60,3	59,1	60,3
03/09/2020	Eurozone	Ventes de détail m/m	Juillet	1,0%	-1,3%	5,3%
03/09/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Août	950000	881000	1,011e+06
03/09/2020	Etats-Unis	PMI des Services (Markit)	Août	54,7	55,0	54,8
03/09/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Août	--	54,6	54,7
03/09/2020	Etats-Unis	ISM des Services	Août	57,0	56,9	58,1
04/09/2020	Etats-Unis	Evolution des emploi non-agricoles	Août	1,35e+06	1,371e+06	1,763e+06
04/09/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Août	9,8%	8,4%	10,2%
04/09/2020	Etats-Unis	Taux d'activité	Août	61,8%	61,7%	61,4%





## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

9

## INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE constituera le point fort de la semaine prochaine. Compte tenu du taux négatif de l'inflation en août, du renforcement de l'euro et de la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale annoncée la semaine dernière, la conférence de presse sera particulièrement intéressante. En termes de données, paraîtront les estimations actualisées de la croissance du PIB pour le Japon et la zone euro ainsi que les chiffres de l'inflation pour la Chine et les Etats-Unis. Du côté des données d'enquêtes, l'Eco Watchers au Japon, l'optimisme des petites entreprises aux Etats-Unis et le climat de l'industrie en France seront publiés.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
07/09/2020	Allemagne	Production industrielle m/m	Juil.	--	8,9%
07/09/2020	Chine	Exportations g.a.	Août	--	10,4%
07/09/2020	Chine	Importations g.a.	Août	--	1,6%
08/09/2020	Japon	PIB t/t	T2	-8,1%	-7,8%
08/09/2020	Japon	Enquête sur la conjoncture (Eco Watchers)	Août	--	41,1
08/09/2020	Japon	Enquête sur les perspectives économiques (Eco Watchers)	Août	--	36
08/09/2020	France	Emploi dans le secteur privé	T2	--	-0,6%
08/09/2020	Allemagne	Exportations m/m	Juil.	--	14,9%
08/09/2020	Zone euro	Emploi g.a.	T2	--	-2,8%
08/09/2020	Zone euro	PIB t/t	T2	--	-12,1%
08/09/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Août	98,9	98,8
09/09/2020	Chine	IPP g.a.	Août	-2,0%	-2,4%
09/09/2020	Chine	IPC g.a.	Août	2,3%	2,7%
09/09/2020	Japon	Commande de machine-outils g.a.	Août	--	-31,1%
09/09/2020	France	Climat industriel de la Banque de France	Août	--	99
10/09/2020	Japon	Commande de machines g.a.	Juil.	--	-22,5%
10/09/2020	France	Production industrielle m/m	Juil.	--	12,7%
10/09/2020	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Sept.	--	-0,5%
10/09/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie	Août	--	0,3%
10/09/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	--
11/09/2020	Royaume-Uni	Production manufacturière g.a.	Juil.	--	-14,6%
11/09/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Août	1,6%	1,6%

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

<a href="#">Zone euro : le casse-tête de la BCE</a>	EcoTV Week	4 septembre 2020
<a href="#">Chine : le redressement de l'investissement se poursuit</a>	Graphique de la semaine	2 septembre 2020
<a href="#">La Réserve fédérale inaugure une nouvelle ère dans son ciblage de l'inflation</a>	EcoWeek	31 août 2020
<a href="#">Zone euro : la reprise se poursuit mais sa dynamique s'essouffle</a>	EcoWeek	31 août 2020
<a href="#">Brésil : l'investissement à l'heure de l'ajustement budgétaire</a>	EcoConjoncture	31 août 2020
<a href="#">Hausse concomitantes des financements et des dépôts des sociétés non financières</a>	Graphique de la semaine	26 août 2020
<a href="#">Allemagne : Le plan de relance donne un coup de pouce à la confiance</a>	EcoWeek	31 juillet 2020
<a href="#">Au-delà des chiffres sur le PIB au deuxième trimestre</a>	EcoWeek	31 juillet 2020
<a href="#">L'amélioration cyclique en zone euro continue</a>	EcoTV Week	31 juillet 2020
<a href="#">Plan de relance: l'Union européenne fera-t-elle d'une pierre deux coups</a>	Graphique de la semaine	28 juillet 2020
<a href="#">Zone Euro : Redressement économique confirmé</a>	EcoFlash	27 juillet 2020
<a href="#">Union Européenne : Accord du Conseil européen : imparfait mais historique</a>	EcoWeek	24 juillet 2020
<a href="#">Chine : Le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise</a>	EcoWeek	24 juillet 2020
<a href="#">Espagne : Sous la menace d'un rebond épidémique</a>	EcoWeek	24 juillet 2020
<a href="#">L'accord du Conseil européen : vraiment historique</a>	EcoTV Week	24 juillet 2020
<a href="#">En ECO dans le texte : Covid-19 et les perspectives d'inflation</a>	Podcast	22 juillet_2020
<a href="#">Amérique Latine : difficile fléchissement de la courbe épidémique</a>	Graphique de la semaine	22 juillet_2020
<a href="#">Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans le monde émergent</a>	EcoEmerging	21 juillet_2020
<a href="#">Royaume-Uni : les mesures de soutien au financement bancaire des entreprises</a>	EcoFlash	21 juillet_2020
<a href="#">La Covid-19 et l'environnement</a>	EcoWeek	17 juillet_2020
<a href="#">Impulsion du crédit dans la zone euro</a>	EcoWeek	17 juillet_2020
<a href="#">Italie : L'activité rebondit mais l'emploi continue de chuter</a>	EcoWeek	17 juillet_2020
<a href="#">Royaume-Uni : Des chiffres encore décevants</a>	EcoWeek	17 juillet_2020
<a href="#">Maroc : vers une récession significative en 2020</a>	EcoTV Week	17 juillet_2020
<a href="#">Le Petit Atlas de l'économie française</a>	Petit Atlas	16 juillet_2020



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

[jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

[frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

[tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

[laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

[laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

[celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

[thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe Centrale

+33 1 42 98 26 77

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

[sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

[michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

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



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

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



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change