

2

ÉDITORIAL

BCE : la patience est de mise

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-7

BAROMÈTRE

Royaume-Uni : alors que l'économie repart, le Brexit inquiète de nouveau
Italie : les pressions désinflationnistes s'intensifient dans les services
Espagne : le rebond épidémique pèse sur la confiance

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9-10

CALENDRIER

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

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

BCE: LA PATIENCE EST DE MISE

Au vu des derniers chiffres de l'inflation, de l'appréciation de l'euro et de la nouvelle stratégie de ciblage de l'inflation moyenne de la Réserve fédérale, les conclusions de la réunion de la BCE étaient très attendues. Sur ces trois sujets de préoccupation, le message implicite de la présidente de la BCE, lors de sa conférence de presse, était le suivant : patience ! L'inflation devrait remonter tout en restant bien en deçà de l'objectif de la banque centrale. Le taux de change de l'euro est surveillé de près et compte tenu du nombre de chantiers démarrés dans le cadre de la revue stratégique, il faudra un certain temps avant de connaître les conclusions de la BCE sur son objectif d'inflation.

Avant la réunion de l'institut de Francfort, trois questions étaient au cœur des préoccupations : les derniers chiffres de l'inflation, le raffermissement de l'euro et la réaction de la BCE à la nouvelle stratégie de ciblage de l'inflation moyenne de la Réserve fédérale américaine. « Patience ! », telle est la réponse implicite à ces trois questions apportée par Christine Lagarde, lors de sa conférence de presse. Compte tenu de la récente baisse de l'inflation sous-jacente et de l'appréciation de l'euro, la révision en hausse des projections du staff de la BCE pour 2021 et 2022 avait, de prime abord, de quoi surprendre¹. Selon la BCE, « *L'incidence négative de l'appréciation du taux de change effectif de l'euro est largement compensée par l'effet positif conjugué du retour des taux de la TVA à leurs niveaux antérieurs en Allemagne en 2021, des conséquences indirectes de la hausse des prix du pétrole ainsi que des projections de redressement de l'activité et de repli du chômage* ». L'allusion faite, par l'institution, à l'influence de l'activité et du chômage est d'autant plus surprenante que les prévisions correspondantes n'ont pas changé pour 2021 et 2022 par rapport aux projections de juin². Cela montre toute la complexité de l'interprétation des prévisions d'inflation à long terme compte tenu de l'effet décalé des mesures de politique monétaire et de l'interaction entre des dynamiques parfois opposées. Au-delà de cette révision en hausse des projections, la BCE s'attend à ce que l'inflation (sous-jacente) se maintienne à un niveau nettement inférieur à son objectif. Il faudra donc beaucoup de patience pour que ce dernier soit atteint. Cela implique également que l'orientation actuelle de la politique monétaire devra être maintenue pendant une longue période.

Concernant l'inflation, le marché attendait avec impatience les commentaires de Christine Lagarde sur l'euro. Pour tout banquier central, parler du taux de change revient, en grande partie, à se livrer à l'exercice de la « patate chaude ». Lorsque la monnaie fléchit dans un environnement de croissance faible, il doit tempérer l'enthousiasme. À défaut, il court le risque d'être accusé de poursuivre une politique protectionniste, voire même de déclencher une guerre des monnaies. Pour autant, la communication n'est pas plus facile en cas d'appréciation dans un contexte de croissance faible et d'inflation basse. S'il se montre très préoccupé, le banquier central peut susciter des anticipations de mesures de politique monétaire imminentes, sans garantie de succès. Un manque d'intérêt de sa part peut, en revanche, peser sur la crédibilité d'une banque centrale qui cible l'inflation. La

1 Dans les projections précédentes (juin 2020), l'inflation hors énergie et alimentation s'établissait à 0,7 % en 2021 et à 0,9 % en 2022, contre 0,9 % et 1,1%, respectivement, dans les nouvelles projections. Source : Projections macroéconomiques du staff de la BCE pour la zone euro, septembre 2020.

2 De plus, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont été révisés à la baisse pour 2021 (les chiffres pour 2022 ont été maintenus inchangés).

présidente de la BCE s'est contentée du strict minimum : l'évolution du taux de change de l'euro est surveillée de près. Là encore ceux qui compaient sur une communication plus ouverte ou même sur une décision devront apprendre à patienter. En fin de compte, cela pourrait conduire à une augmentation des achats d'actifs. D'ici là, l'attentisme du conseil des gouverneurs est compréhensible. Après tout, l'appréciation de l'euro est dans une large mesure liée à l'accueil chaleureux réservé au plan de redressement de l'UE. De plus, depuis le mois d'août, le taux de change de l'euro face au dollar s'est stabilisé.

La revue stratégique semble être le domaine dans lequel les analystes et les investisseurs devront le plus faire preuve de patience. Christine Lagarde n'a donné aucune indication, et on peut la comprendre, sur les conclusions possibles de cet exercice ni sur le fait que la BCE pourrait s'inspirer de la stratégie de la Fed. Sur ce dernier point, elle a simplement déclaré avoir « pris note » des changements intervenus. Elle a, à la place, fourni une liste exhaustive des chantiers explorés par la BCE³ et insisté sur les interactions entre tous ces axes de travail, une manière d'indiquer que les conclusions de la revue stratégique, dans tous leurs aspects, ne seront communiquées qu'à la fin du processus. « Il ne faut pas être pressé » : tel est le message adressé à tous ceux qui s'attendaient à une annonce rapide d'un changement d'objectif ou de mode de calcul de l'inflation. Cela prendra du temps, beaucoup de temps.

William De Vijlder

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES DE LA BCE

	SEPTEMBRE 2020			ÉCART PAR RAPPORT AUX PROJECTIONS DE JUIN		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Croissance du PIB réel	-8.0	5.0	3.2	0.7	-0.2	-0.1
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0.8	0.9	1.1	0.0	0.2	0.2
Taux de chômage	8.5	9.5	8.8	-1.3	-0.6	-0.3
Coûts salariaux unitaires	4.3	-1.7	0.1	-0.1	-0.2	0.0

SOURCE : BCE

3 Mesure de l'inflation, objectif de stabilité des prix, modélisation de l'Eurosystème, numérisation et impact sur la politique monétaire, changement climatique, stabilité financière et politiques macro-prudentielles, intermédiation financière non bancaire, communication et interaction entre politiques monétaire et budgétaire.

Il ne faut pas être pressé : tel est le message adressé à tous ceux qui s'attendaient à une annonce rapide d'un changement d'objectif de la BCE ou du mode de calcul de l'inflation. Cela prendra du temps, beaucoup de temps.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 4-9-20 au 10-9-20

▲ CAC 40	4 965	▶ 5 024	+1.2 %			
▼ S&P 500	3 427	▶ 3 339	-2.6 %			
▼ Volatilité (VIX)	30.8	▶ 29.7	-1.0 pb			
▼ Euribor 3m (%)	-0.48	▶ -0.49	-0.5 pb			
▲ Libor \$ 3m (%)	0.25	▶ 0.25	+0.2 pb			
▲ OAT 10a (%)	-0.23	▶ -0.20	+3.0 pb			
▲ Bund 10a (%)	-0.48	▶ -0.43	+5.2 pb			
▼ US Tr. 10a (%)	0.72	▶ 0.68	-4.0 pb			
▲ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.19	+0.6 %			
▲ Or (once, \$)	1 921	▶ 1 958	+1.9 %			
▼ Pétrole (Brent, \$)	42.6	▶ 40.1	-5.9 %			

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)		+haut 20		+bas 20		Rendements (%)		+haut 20		+bas 20	
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.26	0.72	le 18/03	-0.29	le 11/08
Eonia	-0.47	-0.44	le 31/03	-0.47	le 31/08	Bund 2a	-0.63	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03
Euribor 3m	-0.49	-0.16	le 23/04	-0.49	le 09/09	Bund 10a	-0.43	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03
Euribor 12m	-0.40	-0.05	le 22/04	-0.41	le 09/09	OAT 10a	-0.20	0.28	le 18/03	-0.42	le 09/03
\$ FED	0.25	1.75	le 01/01	0.25	le 16/03	Corp. BBB	0.98	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02
Libor 3m	0.25	1.91	le 01/01	0.23	le 24/08	\$ Treas. 2a	0.14	1.59	le 08/01	0.11	le 04/08
Libor 12m	0.41	2.00	le 01/01	0.41	le 09/09	Treas. 10a	0.68	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10	le 19/03	High Yield	5.74	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02
Libor 3m	0.06	0.80	le 08/01	0.06	le 09/09	£ Gilt. 2a	-0.10	0.61	le 08/01	-0.11	le 08/09
Libor 12m	0.18	0.98	le 01/01	0.18	le 09/09	Gilt. 10a	0.19	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.19	1.20 le 01/09	1.07 le 20/03	+5.8%
GBP	0.92	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+8.9%
CHF	1.08	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-0.9%
JPY	126.04	126.82 le 31/08	114.51 le 06/05	+3.3%
AUD	1.63	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+2.0%
CNY	8.12	8.26 le 30/07	7.55 le 19/02	+3.8%
BRL	6.29	6.69 le 20/08	4.51 le 02/01	+39.3%
RUB	89.08	90.18 le 08/09	67.75 le 10/01	+27.8%
INR	87.20	89.12 le 18/08	77.21 le 17/02	+8.8%

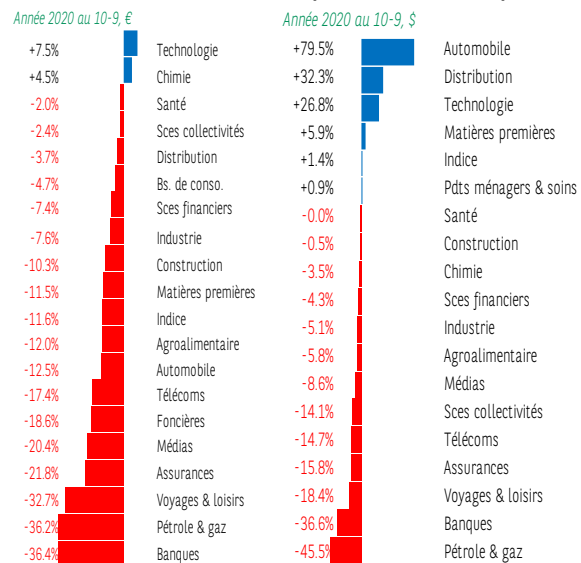
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	40.1	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-39.5%	-42.8%
Or (once)	1 958	2 053 le 06/08	1 475 le 19/03	+28.8%	+21.8%
Métaux, LME	2 991	3 044 le 07/09	2 232 le 23/03	+5.2%	-0.5%
Cuivre (tonne)	6 690	6 811 le 07/09	4 625 le 23/03	+8.8%	+2.9%
CRB Aliments	328	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-3.0%	-8.3%
Blé (tonne)	206	2.4 le 21/01	178 le 26/06	-10.0%	-14.8%
Mais (tonne)	138	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-7.9%	-12.9%

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 368	2 494 le 02/09	1 602 le 23/03	+0.4%
Amérique du Nord				
S&P500	3 339	3 581 le 02/09	2 237 le 23/03	+3.4%
Europe				
EuroStoxx50	3 313	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-11.5%
CAC 40	5 024	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-16.0%
DAX 30	13 209	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-0.3%
IBEX 35	6 999	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-26.7%
FTSE100	6 003	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-20.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	933	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-7.3%
Nikkei	23 235	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-1.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 085	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-2.6%
Chine	96	102 le 02/09	69 le 19/03	+11.7%
Inde	567	609 le 17/01	353 le 23/03	-1.4%
Brésil	1 531	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-15.1%
Russie	581	857 le 20/01	419 le 18/03	-14.6%

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

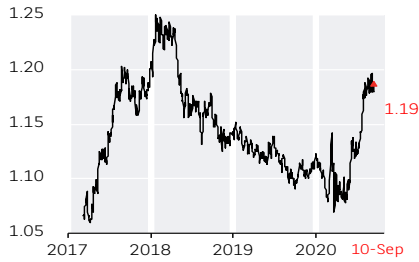


SOURCE : THOMSON REUTERS

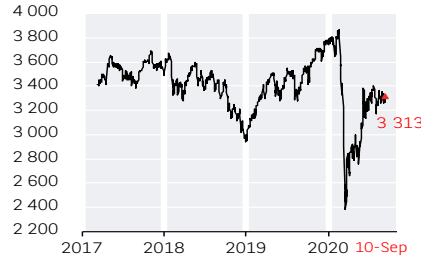


REVUE DES MARCHÉS

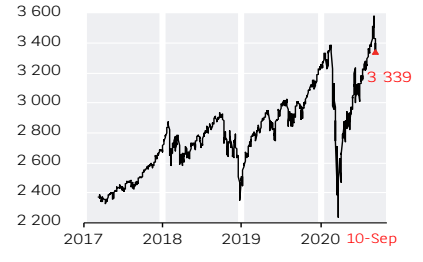
EURO-DOLLAR



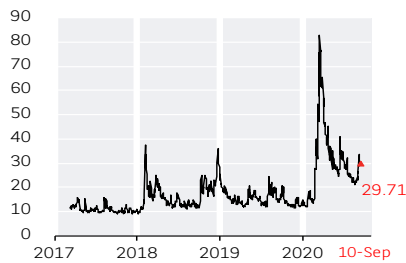
EUROSTOXX50



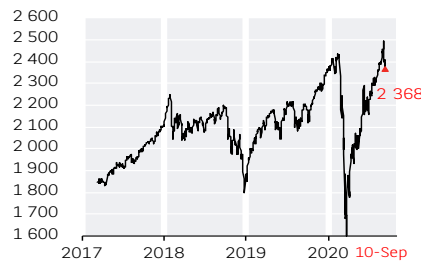
S&P500



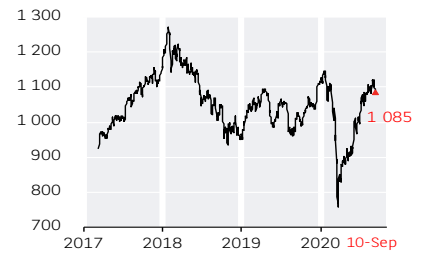
VOLATILITY (VIX, S&P500)



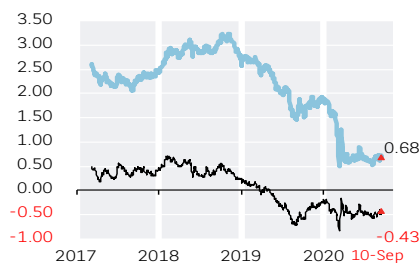
MSCI WORLD (USD)



MSCI EMERGING (USD)

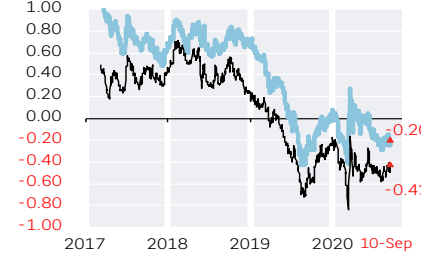


10Y BOND YIELD, TREASURIES VS BUND



—Bunds —US Treasuries

10Y BOND YIELD



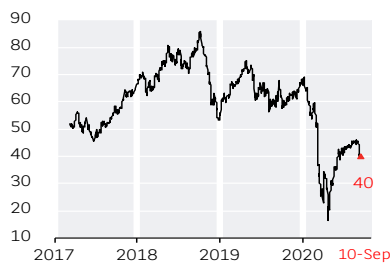
—Bunds —OAT

10Y BOND YIELD & SPREADS

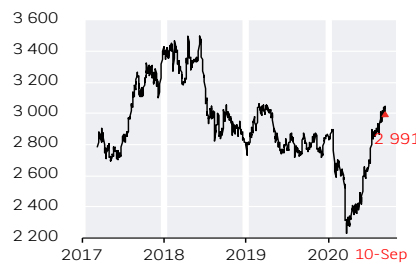
Week 4-9 20 to 10-9-20

1.38%	Greece	180 bp
0.98%	Italy	140 bp
0.38%	Portugal	80 bp
-0.17%	Belgium	25 bp
-0.20%	France	22 bp
-0.29%	Finland	13 bp
-0.33%	Austria	10 bp
-0.38%	Netherlands	4 bp
-0.38%	Ireland	4 bp
-0.43%	Germany	

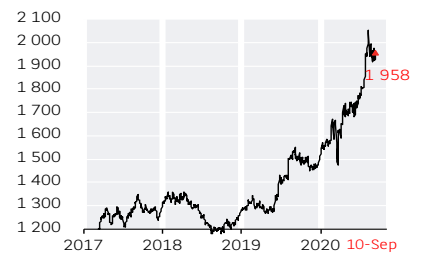
OIL (BRENT, USD)



METALS (LMEX, USD)



GOLD (OUNCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ROYAUME-UNI : ALORS QUE L'ÉCONOMIE REPART, LE BREXIT INQUIÈTE DE NOUVEAU

D'après les données du Bureau de la statistique nationale (*Office for National Statistics*, ONS), le Royaume-Uni a enregistré une chute de son PIB de plus de 20% au deuxième trimestre, soit la plus grosse baisse en Europe. Sur l'ensemble du premier semestre, seule l'Espagne a fait pire.

Les mesures de restriction ayant été levées pendant l'été, l'activité économique est maintenant logiquement en phase ascendante. D'après les données mensuelles de l'ONS, le PIB a rebondi en mai puis il a continué d'augmenter en juin et juillet. Les indicateurs d'activité économique montrent eux aussi des signes d'amélioration. Les indices des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier et de celui des services ont atteint respectivement 55,2 et 58,8 en août – soit des niveaux confortablement supérieurs à 50, qui marque la limite entre détérioration et amélioration des conditions.

Cependant, les indices de confiance des entreprises et des consommateurs britanniques peinent à retrouver leurs niveaux d'avant la crise. Il y a plusieurs raisons à cela.

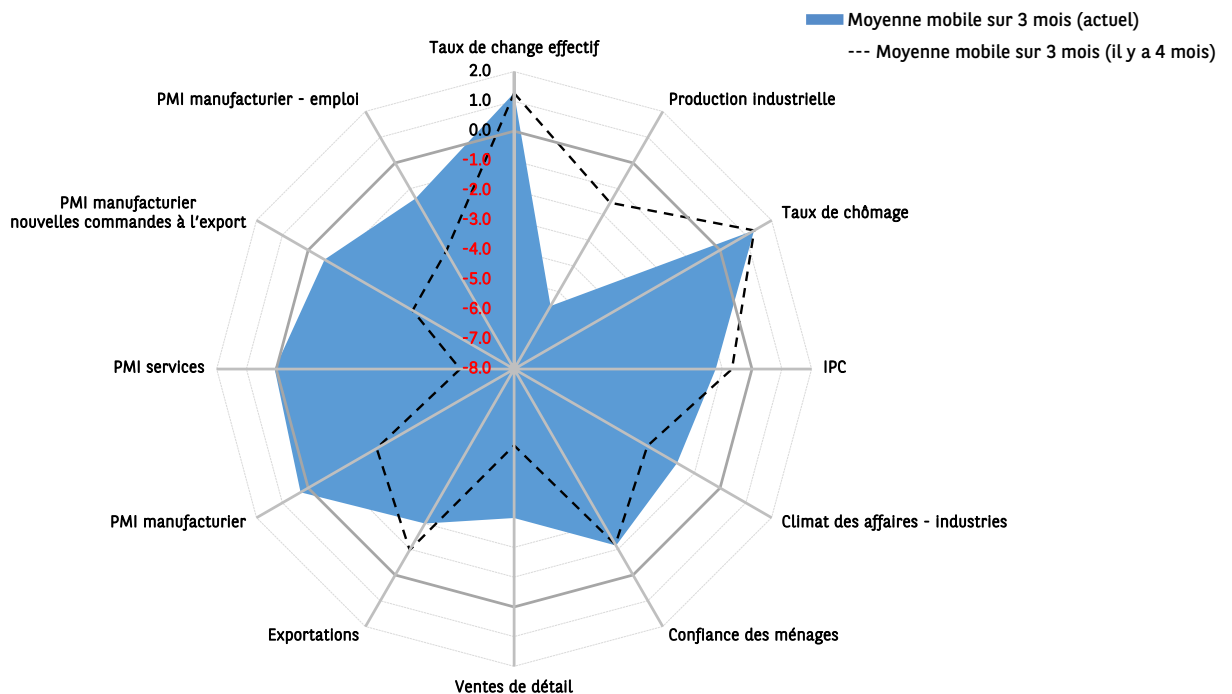
D'une part, les inquiétudes vis-à-vis de l'évolution de la pandémie demeurent. La résurgence des cas de Covid-19 ces derniers jours a augmenté la peur d'une deuxième vague qui viendrait anéantir la faible reprise actuelle. D'autre part, la fin du programme de chômage

partiel (*Coronavirus Job Retention Scheme*, CIRS), prévue pour octobre, fait craindre une envolée du chômage à la fin de l'année, ce qui s'accompagnerait certainement d'une rechute de la consommation. De fait, selon une étude du *Chartered Institute of Personnel and Development* et du groupe Adecco, publiée le mois dernier, une entreprise sur trois au Royaume-Uni prévoit de licencier au troisième trimestre.

Pendant ce temps-là, les inquiétudes à propos du Brexit sont revenues sur le devant de la scène. Le Premier ministre Boris Johnson a annoncé que le Royaume-Uni « passerait à autre chose » si un accord n'était pas trouvé avant le 15 octobre. De plus, le gouvernement a présenté cette semaine un projet de loi qui permettrait au Royaume-Uni de rompre avec certains aspects de l'Accord de retrait conclu avec l'Union européenne. Si le but pourrait être d'obtenir des concessions de la part de l'UE, les possibilités d'une sortie sans accord sont bien réelles. En conséquence, la livre sterling s'est dépréciée de près de 4% face à la fois au dollar et à l'euro depuis le début du mois – même si son taux de change effectif reste supérieur à sa moyenne depuis le début de la crise.

Hubert de Barochez

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 +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ITALIE : LES PRESSIONS DÉSINFLATIONNISTES S'INTENSIFIENT DANS LES SERVICES

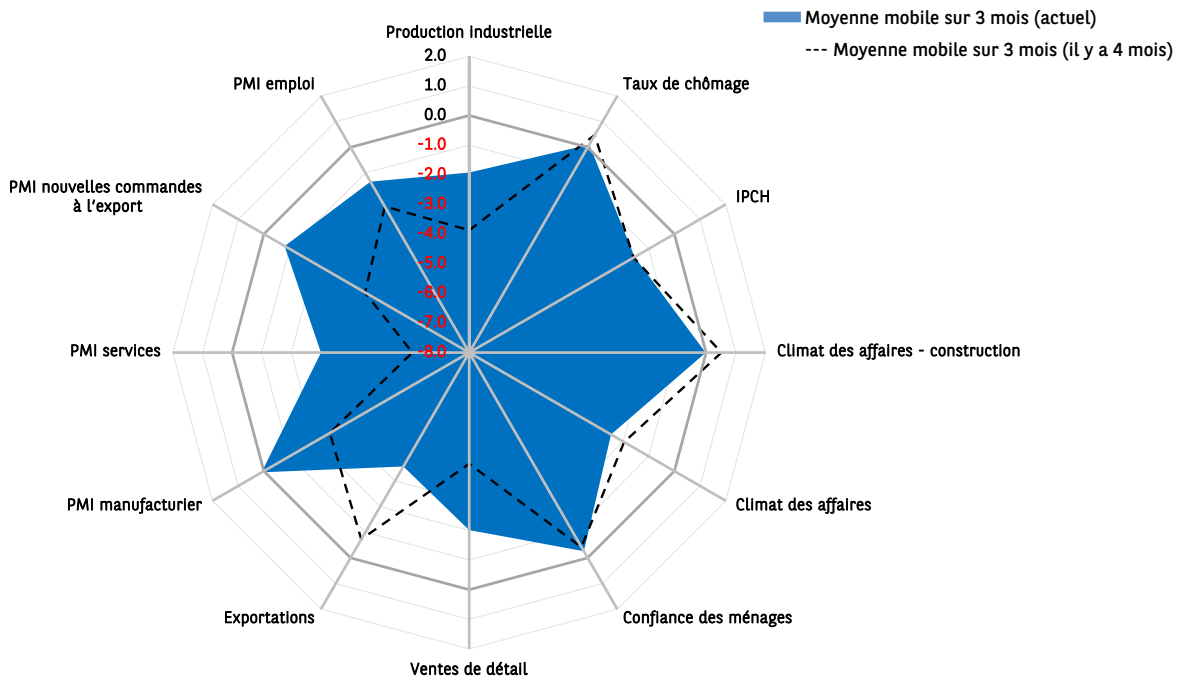
Le rattrapage de l'activité a été bien plus marqué dans le secteur industriel, porté par un rebond des dépenses en biens de consommation. La hausse des ventes de détail sur le baromètre le montre. L'impact des mesures sanitaires sur l'activité industrielle est, par ailleurs, moins conséquent que dans les services. En effet, et à l'inverse d'autres pays (Espagne, France), l'indice de confiance des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier a enregistré une nouvelle progression en août (+1,2 point à 53,1 points). Cette amélioration au cours de l'été s'observe clairement sur le baromètre. Le sous-indicateur pour les commandes de production a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis dix-huit mois (56,3). La production industrielle s'est redressée encore en juillet (+7,4%), se situant désormais 5,3% en dessous de son niveau de février. À l'inverse, l'indice PMI pour les services retombe en août sous la barre de 50, indiquant une contraction (47,1). Les chutes d'activité dans ce secteur ont un effet de plus en plus marqué sur les prix. L'inflation dans les services (hors tabac) a, ainsi, atteint en août son plus faible niveau depuis le début des statistiques actuelles (janvier

1996). Cette tension à la baisse se généralise à de nombreux secteurs (transports, communication, loisir, alimentaire). L'indice des prix à la consommation (IPC) total a ainsi chuté 1,3% en variation mensuelle et -0,5% en glissement annuel.

La demande reste freinée par un taux d'épargne en hausse et un marché du travail très affaibli. L'emploi a enregistré en juillet sa première hausse depuis cinq mois (+84 990), mais cela ne comble qu'une infime partie des emplois détruits au cours des mois précédents (-556 460 entre février et juin). Le taux de chômage atteint 9,7% en juillet. Comme dans de nombreux pays, le dispositif de chômage partiel a permis de freiner les licenciements, mais certains ne pourront être évités compte tenu du choc économique massif subi au premier semestre. En effet, la seconde estimation du PIB réel montre une chute d'activité de 12,4% au T2, ce qui correspond néanmoins à une légère amélioration par rapport aux chiffres initiaux (-12,8%).

Guillaume Derrien

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 +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ESPAGNE : LE REBOND ÉPIDÉMIQUE PÈSE SUR LA CONFIANCE

Le rapport d'Eurostat, publié cette semaine, confirme que l'économie espagnole a été la plus gravement touchée de la zone euro par la pandémie de Covid-19, le PIB réel enregistrant une chute trimestrielle de -18,5%. La résurgence de l'épidémie et les restrictions d'activité remises en place vont impacter la reprise économique jusqu'à la fin de l'année, au moins. Même si le nombre de demandeurs d'emploi a diminué en août (-34 371), ils sont encore 765 000 de plus qu'en février (d'après l'agence pour l'emploi espagnole, données ajustées).

Les indicateurs de confiance des directeurs d'achat (PMI) ont par ailleurs fléchi en août. L'indice composite a baissé de 52,8 à 48,4 points, retombant ainsi en zone de contraction d'activité. L'indicateur pour le secteur manufacturier et celui des services sont tous deux repassés sous la barre des 50. Ces chiffres corroborent les indices de confiance de la Commission européenne dont l'indice du sentiment économique a également baissé de 90,6 à 88,1 le mois dernier.

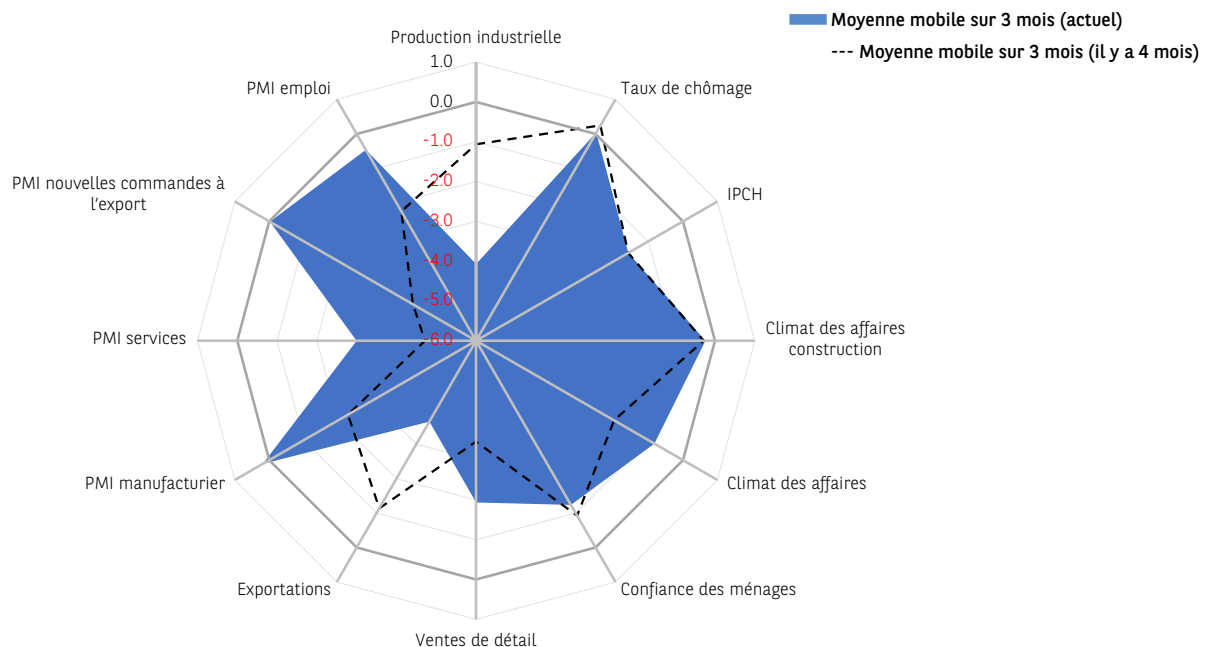
Cependant, les ventes de détail ont rebondi significativement au début de l'été, tout comme les ventes automobiles qui sont repassées au-dessus de leur niveau de février. Les aides gouvernementales à l'achat de véhicules plus propres (programme *Renove 2020*) ont stimulé la demande. Le redémarrage d'autres secteurs de production, et en particulier les biens d'investissement, reste plus poussif.

Les exportations ont, entre mai et juin, comblé près des deux tiers de la chute observée au cours des deux mois précédents. Cette amélioration est peu visible sur le baromètre actuel mais elle se matérialisera dans les prochains mois.

La chute d'activité du premier semestre a un effet baissier de plus en plus notable sur les prix à la consommation, avec un niveau de -0,52% en glissement annuel en août. L'IPC sous-jacent (hors énergie et aliments périssables) n'a grimpé que de 0,43% en glissement annuel en août, soit la hausse la plus faible depuis avril 2015. Cela est principalement dû aux prix des services, secteur dont l'activité a été affectée bien plus fortement par la Covid-19. En effet, la baisse de l'IPC des services (hors loyers), au cours des six derniers mois, était la plus marquée depuis le début des statistiques actuelles (janvier 2002).

Guillaume Derrien

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 -6 et +1. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

Après sa chute du deuxième trimestre (-31,7% en rythme annualisé) l'économie a partiellement récupéré durant les mois d'été, les enquêtes de conjoncture (auprès des ménages et des entreprises) retrouvant des niveaux quasi normaux. Pourtant, à fin septembre, le déficit d'activité à combler par rapport à 2019 reste important (de l'ordre de 4 point de PIB), les secteurs d'activité les plus exposés internationalement étant loin d'avoir retrouvé leur niveau d'avant-crise. Avec un taux de chômage multiplié par deux et désormais voisin de 8,5%, le marché du travail reste durement affecté, un constat qui a sans doute pesé dans la décision de la Fed d'assouplir durablement sa politique en modifiant sa cible d'inflation.

CHINE

Après s'être effondrée pendant la période du confinement le plus strict en février, l'activité s'est progressivement redressée à partir de mars. Le PIB réel a affiché une contraction sans précédent au T1 2020 mais son rebond au T2 a été suffisamment vigoureux pour permettre une récupération de la totalité du terrain perdu. La politique monétaire a été assouplie prudemment et les conditions de crédit pourraient devenir moins accommodantes au S2 2020, les autorités cherchant à contenir les risques dans le système financier. Les efforts de relance devraient dépendre davantage de la politique budgétaire au cours des prochains mois et l'investissement public dans les projets d'infrastructure devrait se renforcer. Les risques baissiers sur nos prévisions 2021 sont élevés, notamment à cause du manque de vigueur de la consommation des ménages et des tensions sino-américaines.

ZONE EURO

Comme anticipé, les mesures prises pour endiguer l'épidémie de coronavirus ont fait massivement chuter le PIB de la zone euro au T2 2020 (-11,8% t/t, après -3,7% au T1 2020). Depuis lors, les indicateurs conjoncturels se sont sensiblement redressés et la croissance au T3 2020 devrait à ce titre rebondir nettement. La dynamique de rattrapage s'essouffle toutefois, laissant craindre une fin d'année peu allante. La perte d'activité causée par la crise de la Covid-19 ne sera probablement pas effacée à horizon fin 2021. Au-delà des incertitudes relatives à la situation épidémique dans les Etats membres de la zone euro, des inquiétudes persistent quant à l'évolution du chômage ces prochains mois, qui pèsent sur la confiance des consommateurs, et sur le risque de défaut de nombreuses entreprises, pénalisant l'investissement privé. Le soutien de la politique budgétaire, au niveau national et européen, ainsi que le maintien d'une politique monétaire accommodante et flexible demeurent essentiels.

FRANCE

Au premier semestre 2020, l'économie a encaissé un choc récessif massif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement : le PIB a plongé de 5,9% t/t au T1 puis de 13,8% t/t au T2. Depuis la mi-mai et la fin du confinement, un rebond mécanique est à l'œuvre : le rattrapage a été vigoureux jusqu'en juin-juillet et contribue à modérer la contraction du PIB sur l'ensemble de 2020. Mais il reste incomplet et va en ralentissant. Les spécificités sectorielles de l'économie, le caractère dispersé du redémarrage et du retour à la normale, sur le plan sectoriel comme géographique, sont un frein. L'incertitude reste grande quant à l'ampleur de l'onde de choc en termes de défaillances d'entreprises et de hausse du chômage. La situation sanitaire demeure préoccupante. À l'horizon 2021, le PIB serait encore environ 2% en deçà de son niveau de fin 2019. Les mesures d'urgence prises au printemps ont toutefois joué un rôle amortisseur important tandis que le plan France Relance de EUR 100 mds, détaillé le 3 septembre, a un rôle de renfort. Nous estimons à 0,6 point le surcroît de croissance apporté en 2021.

TAUX & CHANGES

Aux Etats-Unis, la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale, basée sur une inflation moyenne, reflète l'inflexion de sa politique monétaire. Celle-ci devrait être maintenue un temps considérable sachant que le FOMC souhaite que l'inflation dépasse 2% afin de compenser une hausse des prix restée trop longtemps en-dessous de la cible de 2%. En cas d'aggravation de la situation économique, d'autres mesures pourraient être prises. Les rendements des *Treasuries* devraient remonter vu la reprise de l'activité et le choix de la Fed qui vise, du moins temporairement, une inflation supérieure à 2%.

Pour 2022, les projections de la BCE tablent sur une inflation bien en deçà de son objectif et, malgré la reprise en cours, la BCE considère que les risques sont orientés à la baisse. Ainsi, sa politique monétaire devrait être maintenue longtemps, avec un possible nouvel assouplissement si la situation le requerrait. Cette position accommodante devrait limiter les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro, et comme toujours les taux longs en zone euro seront affectés par les rendements américains. Les fluctuations de l'appétit pour le risque des investisseurs joueront également un rôle important.

La Banque du Japon ne devrait pas changer son orientation, et notamment sa stratégie de contrôle de la courbe des rendements.

L'affaiblissement du dollar US devrait se poursuivre. En raison du faible écart de taux d'intérêt à court terme, les frais de couverture de l'exposition au dollar pour les investisseurs internationaux sont faibles. L'euro reste sous-évalué face au dollar et la nouvelle stratégie de la Fed, basée sur une inflation moyenne, reflète une orientation plus accommodante que celle de la BCE, ce qui devrait soutenir l'euro. Ces facteurs jouent aussi pour le dollar face au yen.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2.2	-4.2	4.2	1.8	1.3	1.9
Japon	0.7	-5.4	1.2	0.5	0.0	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-9.7	6.9	1.8	0.7	1.3
Zone euro	1.3	-8.0	5.2	1.2	0.3	0.9
Allemagne	0.6	-5.6	4.7	-	-	-
France	1.5	-9.8	6.8	-	-	-
Italie	0.3	-10.0	5.3	-	-	-
Espagne	2.0	-13.0	5.0	-	-	-
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, % Fin de période	2020				2021				2020e	2021e
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e			
E-Unis (borne supérieure) Fed Funds Treas. 10a	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Z. euro Taux de dépôt Bund 10a OAT 10a BTP 10 ans BONO 10 ans	-0.50	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
R-Uni Taux BoE Gilt 10a	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Japon Taux BoJ JGB 10a	-0.07	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

Taux de change Fin de période	2020				2021				2020e	2021e
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e			
USD EUR / USD USD / JPY GBP / USD	1.10	1.09	1.19	1.23	1.24	1.25	1.27	1.23	1.27	
EUR EUR / GBP EUR / JPY	0.89	0.88	0.92	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87	0.86	

Pétrole moyenne de la période	2020				2021				2020e	2021e
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e			
Pétrole USD/baril	51	33	40	49	61	58	-	44	59	

MISE A JOUR ET SPOT : 10/09/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

Comme prévu, la BCE n'a pas modifié sa politique, mais elle a adapté son message en mentionnant que le taux de change de l'euro est sous surveillance. En Chine, les exportations progressent à un rythme soutenu. Au Japon, l'enquête EcoWatchers a montré une amélioration, notamment en termes de perspectives. La contraction du PIB de la zone euro au deuxième trimestre a été légèrement inférieure à l'estimation initiale. Aux États-Unis, le sentiment des petites entreprises s'est légèrement amélioré alors que les demandes initiales d'assurance chômage sont restées stables. Au Japon, en Allemagne et en France, la croissance de la production industrielle en juillet a été beaucoup plus lente que le mois précédent.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
07/09/2020	Allemagne	Production industrielle m/m	Juillet	--	1,2%	9,3%
07/09/2020	Chine	Exportations g.a.	Août	--	11,6%	10,4%
07/09/2020	Chine	Importations g.a.	Août	--	-0,5%	1,6%
08/09/2020	Japon	PIB t/t	T2	-8,1%	-7,9%	-7,8%
08/09/2020	Japon	Enquête sur la conjoncture (Eco Watchers)	Août	--	43,9	41,1
08/09/2020	Japon	Enquête sur les perspectives économiques (Eco Watchers)	Août	--	42,4	36
08/09/2020	France	Emploi dans le secteur privé	T2	--	-0,8%	-0,6%
08/09/2020	Allemagne	Exportations m/m	Juillet	--	4,7%	14,9%
08/09/2020	Zone euro	Emploi g.a.	T2	--	-2,9%	-2,8%
08/09/2020	Zone euro	PIB t/t	T2	--	-11,8%	-12,1%
08/09/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Août	98,9	100,2	98,8
09/09/2020	Chine	IPP g.a.	Août	-2,0%	-2,0%	-2,4%
09/09/2020	Chine	IPC g.a.	Août	2,3%	2,4%	2,7%
09/09/2020	Japon	Commande de machine-outils g.a.	Août	--	-23,3%	-31,1%
09/09/2020	France	Climat industriel de la Banque de France	Août	--	--	99
10/09/2020	Japon	Commande de machines g.a.	Juillet	--	-16,2%	-22,5%
10/09/2020	France	Production industrielle m/m	Juillet	--	3,8%	13,0%
10/09/2020	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Sept.	--	-0,500%	-0,5%
10/09/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie	Août	--	0,6%	0,3%
10/09/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	884 000	884 000
11/09/2020	Royaume-Uni	Production manufacturière g.a.	Juillet	-10,5%	-9,4%	-14,6%
11/09/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Août	1,6%	1,7%	1,6%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine mettra les banques centrales à l'honneur avec les réunions de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon. La conférence de presse de Jerome Powell sera d'un intérêt tout particulier en raison des informations qu'elle pourrait apporter sur la nouvelle stratégie des objectifs d'inflation de la Fed. La semaine sera également marquée par la publication de données économiques relatives à la Chine pour le mois d'août. La Banque de France publiera son indicateur du climat économique. En termes de données d'enquête pour le mois de septembre, paraîtront l'indice ZEW pour l'Allemagne et la zone euro et, pour les États-Unis, l'indice manufacturier Empire, l'indice de la Fed de Philadelphie, l'indice NAHB du marché du logement et le sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
14/09/2020	Japon	Production industrielle m/m	Juil.	--	8,0%
14/09/2020	France	Climat des affaires dans l'industrie (Banque de France)	Août	99	99
14/09/2020	Zone euro	Industrial production CVS MoM	Juil.	--	9,1%
15/09/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Août	0,3%	-0,4%
15/09/2020	Chine	Ventes au détail g.a.	Août	-8,8%	-9,9%
15/09/2020	Chine	Actifs immobilisés hors zone rurale g.a.	Août	-0,4%	-1,6%
15/09/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Août	4,1%	3,4%
15/09/2020	Chine	Taux de chômage	Août	5,6%	5,7%
15/09/2020	Royaume-Uni	Demandes d'allocation chômage	Août	--	7,5%
15/09/2020	France	IPC harmonisé m/m	Août	--	-0,1%
15/09/2020	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Sept.	--	71,5
15/09/2020	Zone euro	Prévisions enquête ZEW	Sept.	--	64,0
15/09/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier (Empire)	Sept.	9,0	3,7
15/09/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Août	0,9%	3,0%
16/09/2020	Etats-Unis	Ventes de détails	Août	--	1,4%
16/09/2020	Etats-Unis	Marché du logement (NAHB)	Sept.	--	78
16/09/2020	Etats-Unis	Décision de taux FOMC (Borne supérieure)	Sept.	0,25%	0,25%
16/09/2020	Etats-Unis	Décision de taux FOMC (Borne inférieure)	Sept.	0,00%	0,00%
17/09/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculations (UE27)	Août	--	-22,3%
17/09/2020	Zone euro	IPC de base g.a.	Août	--	0,4%
17/09/2020	Royaume-Uni	Taux bancaire Banque d'Angleterre	Sept.	--	0,100%
17/09/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Août	3,5%	18,8%
17/09/2020	Etats-Unis	Mises en chantier m/m	Août	-2,2%	22,6%
17/09/2020	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Sept.	17,0	17,2
17/09/2020	Etats-Unis	Nouvelles demandes d'assurance chômage	Sept.	--	--
17/09/2020	Japon	Taux directeur (Banque du Japon)	Sept.	--	-0,100%
17/09-23/09/20	Japon	Ventes en grands magasins g.a. (Tokyo)	Août	--	-27,90%
18/09/2020	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et carburant m/m	Août	--	2,0%
18/09/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	75,0	74,1
18/09/2020	Etats-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	--	82,9
18/09/2020	Etats-Unis	Prévisions de l'Université du Michigan	Sept.	--	68,5

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

EcoTV de septembre	EcoTV	10 septembre 2020
Pays nordiques : pas d'optimisme particulier malgré une plus grande résilience	Graphique de la semaine	9 septembre 2020
Covid-19, confinement et environnement	Podcast	8 septembre 2020
Allons-nous durablement changer notre façon de produire et de consommer ?	Podcast	8 septembre 2020
Faire d'une pierre deux coups	Podcast	8 septembre 2020
Etats-Unis : rattrapage incomplet	EcoWeek	4 septembre 2020
France : L'envol de la reprise	EcoWeek	4 septembre 2020
Les conséquences mondiales de la stratégie d'inflation moyenne de la Réserve fédérale	EcoWeek	4 septembre 2020
Zone euro : le casse-tête de la BCE	EcoTV Week	4 septembre 2020
Chine : Le redressement de l'investissement se poursuit	Graphique de la semaine	2 septembre 2020
La Réserve fédérale inaugure une nouvelle ère dans son ciblage de l'inflation	EcoWeek	31 août 2020
Zone euro : la reprise se poursuit mais sa dynamique s'essouffle	EcoWeek	31 août 2020
Brésil : l'investissement à l'heure de l'ajustement budgétaire	EcoConjoncture	31 août 2020
Hausse concomitantes des financements et des dépôts des sociétés non financières	Graphique de la semaine	26 août 2020
Allemagne : Le plan de relance donne un coup de pouce à la confiance	EcoWeek	31 juillet 2020
Au-delà des chiffres sur le PIB au deuxième trimestre	EcoWeek	31 juillet 2020
L'amélioration cyclique en zone euro continue	EcoTV Week	31 juillet 2020
Plan de relance: l'Union européenne fera-t-elle d'une pierre deux coups	Graphique de la semaine	28 juillet 2020
Zone Euro : Redressement économique confirmé	EcoFlash	27 juillet 2020
Union Européenne : Accord du Conseil européen : imparfait mais historique	EcoWeek	24 juillet 2020
Chine : Le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise	EcoWeek	24 juillet 2020
Espagne : Sous la menace d'un rebond épidémique	EcoWeek	24 juillet 2020
L'accord du Conseil européen : vraiment historique	EcoTV Week	24 juillet 2020
En ECO dans le texte : Covid-19 et les perspectives d'inflation	Podcast	22 juillet 2020
Amérique Latine : difficile fléchissement de la courbe épidémique	Graphique de la semaine	22 juillet 2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

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

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), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

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

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE 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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES 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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@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 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 - 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