

2-3

## ÉDITORIAL

États-Unis : vers une politique monétaire inclusive

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6

## BAROMÈTRE

Chine : le redressement de l'activité s'étend

7

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

8-10

## CALENDRIER

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

11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉTATS-UNIS: VERS UNE POLITIQUE MONÉTAIRE INCLUSIVE

Depuis dix ans, les gouvernements, les institutions internationales et de plus en plus d'entreprises s'intéressent de près à la promotion d'une croissance inclusive. Sous la présidence de Jerome Powell, la croissance inclusive est devenue un axe de réflexion clé pour la Réserve fédérale, en particulier au regard des disparités entre les différents groupes socio-économiques sur le marché du travail. Il en ressort qu'un taux de chômage en baisse ne peut justifier un resserrement monétaire préventif. Au contraire, cela pourrait freiner l'accès à l'emploi de certaines catégories de travailleurs. Il sera intéressant de voir si d'autres banques centrales suivront l'exemple de la Fed et, en particulier, la BCE dans le cadre de sa revue stratégique.

La croissance inclusive peut se définir comme « une croissance à la fois durable et générale en termes d'opportunités d'emplois »<sup>1</sup>. Depuis dix ans, les gouvernements, les institutions internationales et, de plus en plus, les entreprises accordent une importance particulière à sa promotion. C'est désormais un sujet de réflexion central pour la Réserve fédérale depuis que Jerome Powell occupe le fauteuil de président. Son introduction, lors de la conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du FOMC, illustre parfaitement l'attention centrale accordée à la disparité des situations individuelles : « [Le fardeau] de la crise économique ne pèse pas de la même manière sur tous les Américains. Ceux qui ont le moins de chances de résister à la crise ont été les plus touchés. En particulier, le taux élevé de chômage a eu un impact particulièrement sévère sur les travailleurs à bas salaires du secteur des services, sur les femmes et sur les Afro-Américains et les personnes d'origine hispanique »<sup>2</sup>.

Ce thème central est aussi abordé dans la revue stratégique de la Fed. C'est ainsi que de février à octobre 2019, un grand nombre d'événements intitulés « Fed listens » (« La Fed à votre écoute ») ont été organisés sur l'ensemble du territoire des États-Unis pour permettre à toutes les couches de la société américaine d'exprimer leurs points de vue sur l'économie, l'inflation, la politique monétaire, etc.<sup>3</sup> Les résultats obtenus sont pour le moins fascinants : ils révèlent le fossé existant entre des concepts théoriques, comme la courbe de Phillips ou le taux naturel de chômage, et la réalité du terrain. Certains participants se sont ainsi demandé pourquoi le marché du travail était qualifié de « tendu » alors que dans leur communauté, le chômage restait structurellement élevé.

Des représentants des entreprises ont expliqué, de leur côté, qu'ils avaient mis en place des programmes de formation pour faire face aux difficultés de recrutement sur un marché du travail en tension.

1 de Mello, L. et M. A. Dutz (eds.) (2012), Promouvoir une croissance inclusive : défis et politiques, Publication de l'OCDE

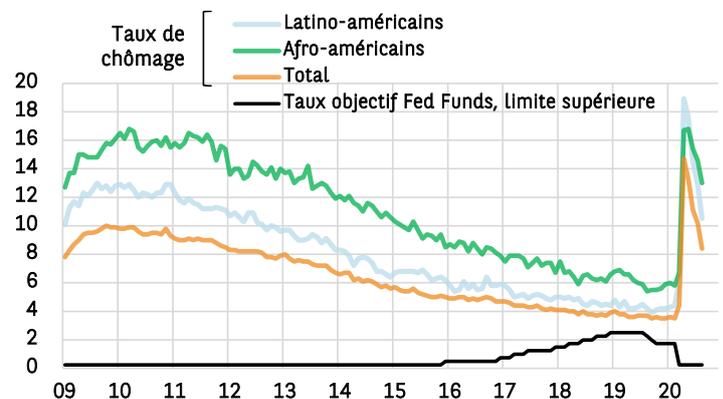
2 Federal Reserve, Transcript of Transcript of Chair Powell's Press Conference, 16 septembre 2020

3 Fed Listens – Perspectives from the public, Juin 2020 : ce document livre un compte-rendu détaillé (131 pages) sur les résultats de ce projet.

On notera que la hausse des salaires n'a pas été évoquée comme instrument pour attirer et fidéliser les travailleurs. L'accent a davantage été mis sur les programmes de formation, la couverture médicale ou d'autres prestations. Autre constat important, il a été moins question de l'inflation que du marché du travail. Dans ces conditions, le changement de stratégie à long terme opéré par le FOMC est d'autant plus compréhensible : « le marché de l'emploi peut être durablement soutenu sans provoquer une flambée de l'inflation »<sup>4</sup>. Autrement dit, d'un point de vue technique, lorsque la courbe de Phillips est plate, la baisse du taux de chômage n'est pas une raison suffisante pour durcir la politique monétaire, parce que cette baisse ne donne aucune indication

4 New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review, Remarques de Jerome H. Powell, président du Conseil des gouverneurs du système de Réserve fédérale lors du symposium de politique économique intitulé « Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy » et organisé par la Banque de réserve fédérale de Kansas City le 27 août 2020

## ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE VS TAUX FED FUNDS



SOURCES : BLS, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Sous la présidence de J. Powell, la croissance inclusive est devenue un axe de réflexion clé pour la Réserve fédérale, en particulier au regard des disparités entre les différents groupes socio-économiques dans l'accès au marché du travail. Il sera intéressant de voir si la BCE suivra l'exemple de la Fed dans le cadre de sa revue stratégique.



sur l'évolution future de l'inflation. Résultat, la Banque centrale peut se permettre d'attendre avant de resserrer sa politique monétaire.

Auparavant, lorsque la courbe de Phillips présentait une pente ascendante, la Banque centrale procédait à des relèvements préventifs des taux. La métaphore favorite d'Alan Greenspan était la suivante : pour faire accoster un pétrolier, il faut entamer la manœuvre bien avant d'apercevoir le port. Désormais, la politique monétaire peut être réactive et les banquiers centraux peuvent attendre une remontée suffisante de l'inflation avant de passer à l'action. Cela ne présente aucun inconvénient ou presque. Au contraire, cette approche permet à des personnes qui, autrement, n'auraient pu trouver un emploi ou n'auraient même pas envisagé d'entrer sur le marché du travail, d'y avoir accès. Pour une Banque centrale ayant, comme la Réserve fédérale, un double objectif, c'est là un élément important. Lorsque le taux naturel de chômage ne peut être déterminé avec suffisamment de certitude, et que la pertinence du concept est remise en question en raison de l'aplatissement de la courbe de Phillips, la politique monétaire doit se centrer sur l'inflation plutôt que sur les indicateurs du marché de l'emploi.

Le 21 octobre, la BCE organisera son propre rendez-vous « La BCE à votre écoute » au cours duquel la présidente Christine Lagarde et Philip Lane, économiste en chef, animeront une consultation en ligne des représentants des organisations de la société civile au niveau européen<sup>5</sup>. Cette consultation fait partie des travaux menés dans le cadre de la revue stratégique de la Banque centrale européenne. On peut supposer que les éclairages qu'elle apportera se rapprocheront de ceux recueillis aux États-Unis lors des « *Fed listens* ». La question la plus importante est de savoir si, et dans quelle mesure, cela influencera les décisions qui seront prises à l'issue de la revue stratégique de la BCE. Même si celle-ci n'a qu'un seul objectif, la stabilité des prix, le fonctionnement optimal du marché de l'emploi – ce que l'on peut définir par « des taux d'emploi élevés dans toutes les régions et catégories socio-économiques » – devrait en faciliter la réalisation. Et puisqu'il existe des chantiers dédiés au changement climatique et à la mondialisation, eux-mêmes étroitement liés à certains aspects de la croissance inclusive, on peut espérer que la pertinence de la question de l'hétérogénéité des situations sur le marché du travail – autre dimension clé de la croissance inclusive – sera également prise en compte lors des débats.

**William De Vijlder**

<sup>5</sup> Source : site web de la BCE



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 11-9-20 au 17-9-20

▲ CAC 40	5 034	▶ 5 040	+0.1 %
▲ S&P 500	3 341	▶ 3 357	+0.5 %
▼ Volatilité (VIX)	26.9	▶ 26.5	-0.4 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	0.25	▶ 0.23	-1.7 pb
▼ OAT 10a (%)	-0.25	▶ -0.30	-5.0 pb
▼ Bund 10a (%)	-0.48	▶ -0.49	-0.9 pb
▲ US Tr. 10a (%)	0.67	▶ 0.68	+1.5 pb
▼ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.18	-0.2 %
▲ Or (once, \$)	1 948	▶ 1 948	+0.0 %
▲ Pétrole (Brent, \$)	39.9	▶ 43.4	+8.8 %

## 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	-0.27	0.72 le 18/03	-0.29 le 16/09
Libor 3m	0.23	1.91 le 01/01	0.23 le 16/09	Bund 2a	-0.66	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03
Libor 12m	0.38	2.00 le 01/01	0.38 le 16/09	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	-0.30	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03
Libor 3m	0.05	0.80 le 08/01	0.05 le 16/09	Corp. BBB	0.90	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02
Libor 12m	0.17	0.98 le 01/01	0.16 le 14/09	\$ Treas. 2a	0.13	1.59 le 08/01	0.11 le 04/08
Au 17-9-20				Treas. 10a	0.68	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03
				High Yield	5.72	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02
				£ Gilt. 2a	-0.11	0.61 le 08/01	-0.11 le 08/09
				Gilt. 10a	0.14	0.83 le 01/01	0.04 le 04/08
				Au 17-9-20			

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20	+bas 20	2020	
USD	1.18	1.20 le 01/09	1.07 le 20/03	+5.2%
GBP	0.91	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+7.6%
CHF	1.07	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.1%
JPY	123.64	126.82 le 31/08	114.51 le 06/05	+1.4%
AUD	1.62	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+1.5%
CNY	7.99	8.26 le 30/07	7.55 le 19/02	+2.2%
BRL	6.21	6.69 le 20/08	4.51 le 02/01	+37.5%
RUB	88.82	90.18 le 08/09	67.75 le 10/01	+27.4%
INR	86.97	89.12 le 18/08	77.21 le 17/02	+8.5%
Au 17-9-20				Variations

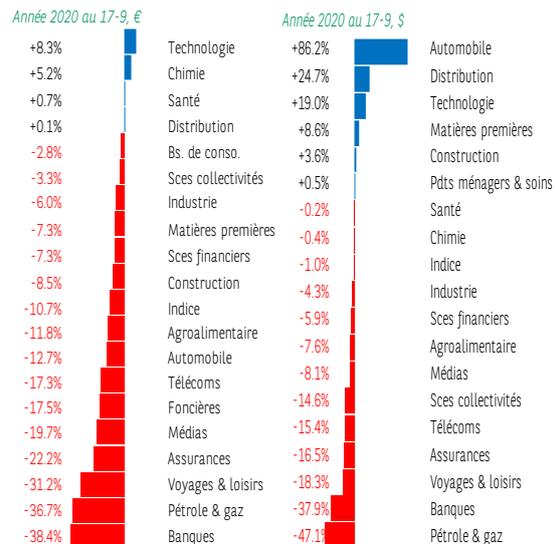
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	43.4	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-34.6%	-37.8%
Or (once)	1 948	2 053 le 06/08	1 475 le 19/03	+28.1%	+21.8%
Métaux, LMEX	3 034	3 044 le 07/09	2 232 le 23/03	+6.7%	+1.5%
Cuivre (tonne)	6 806	6 815 le 14/09	4 625 le 23/03	+10.7%	+5.2%
CRB Aliments	#N/A	#N/A le #N/A	#N/A le #N/A	#N/A	#N/A
Blé (tonne)	208	2.4 le 21/01	178 le 26/06	-9.0%	-13.5%
Mais (tonne)	141	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-5.8%	-10.4%
Au 17-9-20				Variations	

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 384	2 494 le 02/09	1 602 le 23/03	+1.1%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	3 357	3 581 le 02/09	2 237 le 23/03	+3.9%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 317	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-11.4%
CAC 40	5 040	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-15.7%
DAX 30	13 208	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-0.3%
IBEX 35	7 086	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-25.8%
FTSE100	6 050	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-19.8%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI loc.	936	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-7.1%
Nikkei	23 319	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-1.4%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 107	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-0.7%
Chine	98	102 le 02/09	69 le 19/03	+14.4%
Inde	572	609 le 17/01	353 le 23/03	-0.2%
Bésil	1 562	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-14.0%
Russie	594	857 le 20/01	419 le 18/03	-12.5%
Au 17-9-20				Variations

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

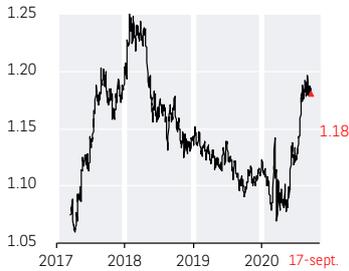


SOURCE : THOMSON REUTERS

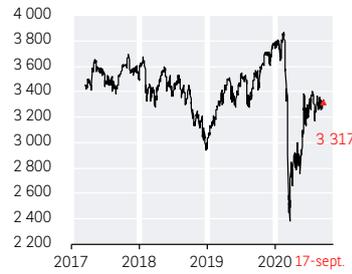


# REVUE DES MARCHÉS

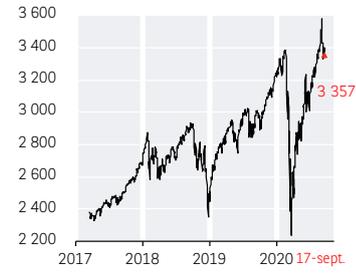
## EURO-DOLLAR



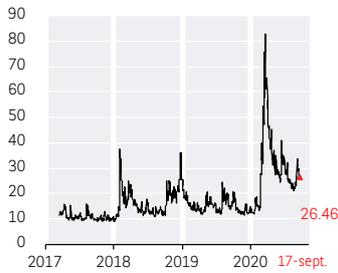
## EUROSTOXX50



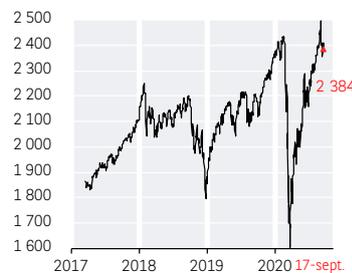
## S&P500



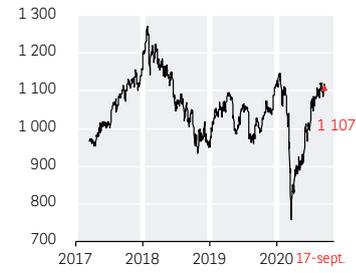
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



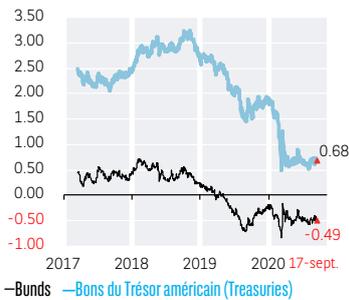
## MSCI MONDE (USD)



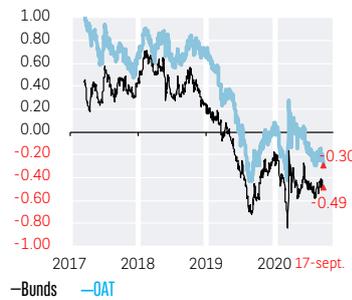
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



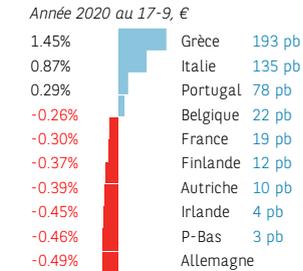
## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



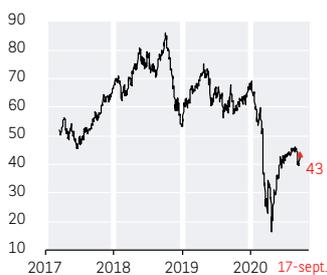
## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



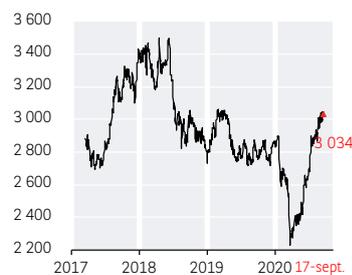
## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



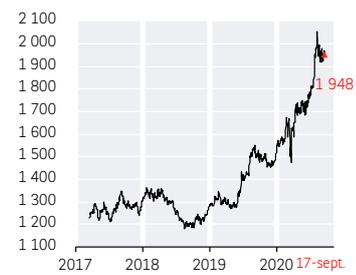
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



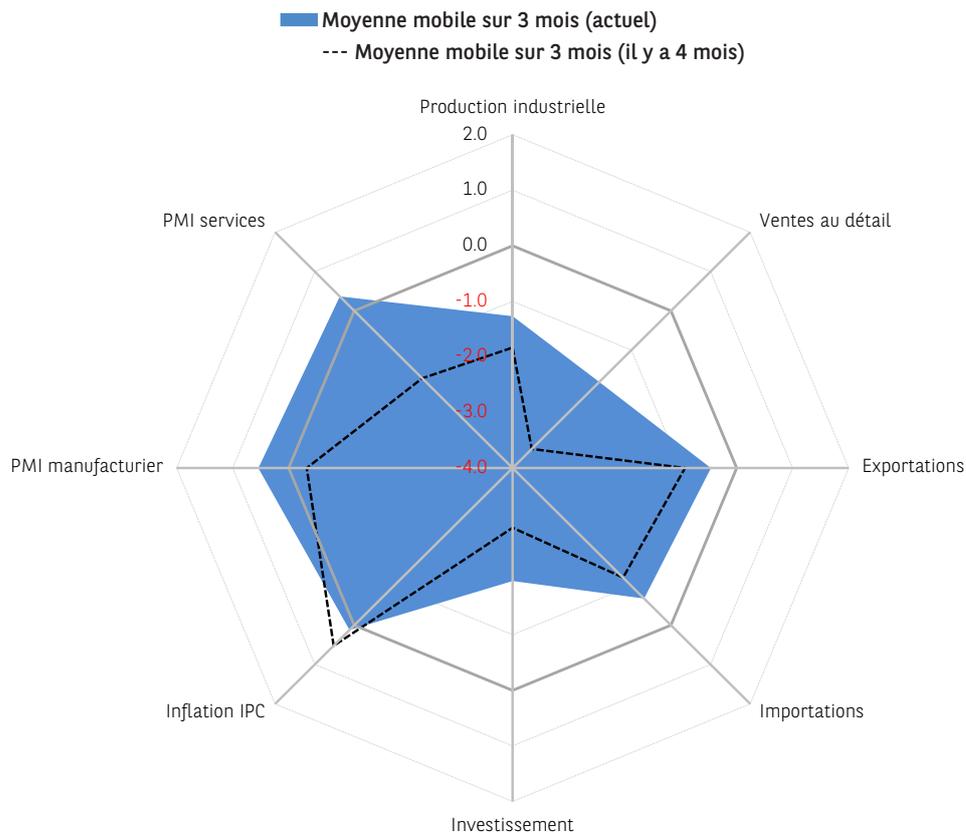
## CHINE : LE REDRESSEMENT DE L'ACTIVITÉ S'ÉTEND

La dynamique de l'économie chinoise a continué de s'améliorer en août 2020. Sur notre baromètre, l'élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés atteste d'un redressement plus étendu de l'activité. En effet, alors que la reprise économique a d'abord été tirée par le rebond de la production industrielle et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier, l'amélioration depuis l'été a bénéficié plus largement à l'économie. Les indicateurs d'activité se sont renforcés dans l'industrie et les services. Du côté des composantes de la demande, l'investissement reste dynamique et les exportations ont enregistré un solide rebond en juillet-août (+8,4% en g.a. en valeur). Même les ventes au détail ont affiché un taux de croissance légèrement positif en g.a. au mois d'août (+0,5%) pour la première fois de l'année. Elles étaient toutefois toujours en baisse en volume (-1,1%) et encore loin de leur niveau de 2019 sur les huit premiers mois de l'année (-8,6% en g.a.). Le commerce par internet a, de son côté, continué de gagner en importance.

Le retour à la normale de l'activité dans une majorité de secteurs industriels semble donc achevé. Le choc provoqué par la pandémie a cependant durablement fragilisé la situation financière d'un bon nombre de sociétés (en particulier les micro entreprises et les PME) et de ménages, ce qui pourrait continuer de contraindre la consommation et l'investissement privés. Les ménages restent très prudents, ce qui s'explique, entre autres, par les risques sanitaires et la dynamique du marché du travail. Le taux de chômage urbain, établi par le Bureau statistique national sur la base de sondages, est monté brutalement de 5,3% en décembre 2019 à 6,2% en février. Il est redescendu depuis mars (à 5,6% en août) mais reste inhabituellement élevé. En outre, ce taux de chômage, d'une part, ne concerne que le marché du travail urbain et, d'autre part, exclut une large part des travailleurs migrants qui ont perdu leur emploi pendant la période de confinement.

Christine Peltier

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

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

## TAUX &amp; 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<sup>er</sup> 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	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Treas. 10a	0.67	0.80	0.68	0.75	0.90	1.00	1.20	0.75	1.20	
Z. euro										
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	
Bund 10a	-0.46	-0.50	-0.43	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.30	0.00	
OAT 10a	-0.05	-0.15	-0.20	-0.05	0.05	0.15	0.25	-0.05	0.25	
BTP 10 ans	1.55	1.30	0.98	0.90	1.20	1.40	1.50	0.90	1.50	
BONO 10 ans	0.68	0.50	0.28	0.30	0.50	0.60	0.70	0.30	0.70	
R-Uni										
Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	
Gilt 10a	0.31	0.55	0.19	0.30	0.30	0.40	0.70	0.30	0.70	
Japon										
Taux BoJ	-0.07	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
JGB 10a	0.02	0.00	0.03	0.05	0.05	0.10	0.15	0.05	0.15	

Taux de change Fin de période	2020				2021				2020e	2021e
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e			
USD										
EUR / USD	1.10	1.09	1.19	1.23	1.24	1.25	1.27	1.23	1.27	
USD / JPY	108	104	106	102	101	99	95	102	95	
GBP / USD	1.24	1.24	1.29	1.41	1.43	1.45	1.48	1.41	1.48	
EUR										
EUR / GBP	0.89	0.88	0.92	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87	0.86	
EUR / JPY	118	113	126	125	125	124	121	125	121	

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

8

## DERNIERS INDICATEURS

En France, le climat des affaires s'est nettement amélioré en août, dépassant même les attentes. Comme prévu, la croissance mensuelle de la production industrielle de la zone euro a ralenti en juillet : le bond du mois précédent était imputable à l'assouplissement des mesures de confinement. Les immatriculations de voitures dans l'Union européenne ont enregistré une baisse considérable. Les données parues en Chine pour le mois d'août ont été relativement conformes aux attentes. Elles ont montré une amélioration par rapport à juillet ; amélioration en partie liée au mode de calcul utilisé. On calcule d'abord la variation d'une série depuis le début de l'année, puis la variation de ce chiffre par rapport à celui de l'année précédente. Cela signifie que l'impact du confinement se dilue au fil du temps.

Les indices ZEW pour l'Allemagne et la zone euro indiquent que les analystes se montrent nettement plus optimistes que le mois précédent. Aux États-Unis, le tableau est mitigé avec une forte augmentation de l'indice Empire State et de meilleurs chiffres pour le marché du logement, alors que la production industrielle et les ventes de détail ont ralenti et ont été inférieures aux attentes. Les permis de construire et les mises en chantier ont diminué, se révélant inférieurs aux prévisions du consensus. Les nouvelles anticipations des membres du FOMC montrent que le taux des fonds fédéraux devrait demeurer inchangé sur toute la période de projection, période qui s'étend jusqu'à la fin de 2023. La Banque d'Angleterre a conservé sa politique, mais envisage de ramener le taux directeur en territoire négatif si les conditions économiques l'exigeaient. La Banque du Japon a également maintenu sa politique. Le gouverneur Kuroda a déclaré que sa collaboration avec le nouveau Premier ministre serait la même qu'avec son prédécesseur.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/09/2020	Japon	Production industrielle m/m	Juil.	--	8,7%	8,0%
14/09/2020	France	Climat des affaires dans l'industrie (Banque de France)	Août	99	106	99
14/09/2020	Zone euro	Production industrielle CVS m/m	Juil.	--	4,1%	9,5%
15/09/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Août	0,3%	0,4%	-0,4%
15/09/2020	Chine	Ventes au détail g.a.	Août	-8,8%	-8,6%	-9,9%
15/09/2020	Chine	Actifs immobilisés hors zone rurale g.a.	Août	-0,4%	-0,3%	-1,6%
15/09/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Août	4,1%	4,6%	3,4%
15/09/2020	Chine	Taux de chômage	Août	5,6%	5,6%	5,7%
15/09/2020	Royaume-Uni	Demandes d'allocation chômage	Août	--	7,6%	7,4%
15/09/2020	France	IPC harmonisé m/m	Août	--	-0,1%	-0,1%
15/09/2020	Allemagne	Anticipations (enquête ZEW)	Sept.	--	77,4	71,5
15/09/2020	Zone euro	Anticipations (enquête ZEW)	Sept.	--	73,9	64,0
15/09/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier (Empire Manufacturing)	Sept.	9,0	17,0	3,7
15/09/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Août	0,9%	0,4%	3,5%
16/09/2020	Etats-Unis	Ventes de détail	Août	--	-0,1%	0,9%
16/09/2020	Etats-Unis	Marché du logement (NAHB)	Sept.	--	83	78
16/09/2020	Etats-Unis	Décision de taux du FOMC (borne supérieure)	Sept.	0,25%	0,25%	0,25%
16/09/2020	Etats-Unis	Décision de taux du FOMC (borne inférieure)	Sept.	0,00%	0,00%	0,00%
17/09/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculations (UE 27)	Août	--	-18,9%	-22,3%
17/09/2020	Zone euro	IPC de base g.a.	Août	--	0,4%	0,4%
17/09/2020	Royaume-Uni	Taux bancaire de la Banque d'Angleterre	Sept.	--	0,100%	0,100%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
17/09/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Août	3,5%	-0,9%	17,9%
17/09/2020	Etats-Unis	Mises en chantier m/m	Août	-2,2%	-5,1%	17,9%
17/09/2020	Etats-Unis	Perspectives de La Fed de Philadelphie	Sept.	17,0	15,0	17,2
17/09/2020	Etats-Unis	Nouvelles demandes d'assurance chômage	Sept.	--	860k	893k
17/09/2020	Japon	Taux directeur (Banque du Japon)	Sept.	--	-0,100%	-0,100%
17-23/09/20	Japon	Ventes en grands magasins g.a. (Tokyo)	Août	--	-8,2%	-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	78,9	74,1
18/09/2020	Etats-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	--	87,5	82,9
18/09/2020	Etats-Unis	Prévisions de l'Université du Michigan	Sept.	--	73,3	68,5

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

## INDICATEURS À SUIVRE

Les PMI flash seront à l'honneur la semaine prochaine et les données publiées permettront une meilleure appréhension de la situation économique de certains pays. D'importantes données paraîtront également en Allemagne (enquête Ifo) et la France (climat des affaires). La confiance des consommateurs dans la zone euro est attendue avec impatience : en effet, le rebond enregistré par rapport au creux du deuxième trimestre a été plus limité que celui observé pour le climat des affaires. L'indicateur a, en outre, à peine progressé en août. Si cette situation devait perdurer, cela pourrait peser sur les prévisions de croissance pour le quatrième trimestre. Enfin, la BCE fera paraître son bulletin économique.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
22/09/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-14,7
22/09/2020	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	Août	1,5%	24,7%
23/09/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	47,2
23/09/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	45,0
23/09/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	45,2
23/09/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-1,8
23/09/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	49,8
23/09/2020	France	PMI des services (Markit)	Sept.	--	51,5
23/09/2020	France	PMI composite (Markit)	Sept.	--	51,6
23/09/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	52,2
23/09/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Sept.	--	52,5
23/09/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	--	54,4
23/09/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	51,7
23/09/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Sept.	--	50,5
23/09/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	--	51,9
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	55,2
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Sept.	--	58,8
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	--	59,1
23/09/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	53,1
23/09/2020	Etats-Unis	PMI des services (Markit)	Sept.	--	55,0
23/09/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	54,6
24/09/2020	France	Climat des affaires	Sept.	--	91,0
24/09/2020	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Sept.	--	92,6
24/09/2020	Allemagne	Prévisions (Ifo)	Sept.	--	97,5
24/09/2020	Allemagne	Evaluation en cours (Ifo)	Sept.	--	87,9
24/09/2020	Zone euro	Bulletin économique (ECB)			
24/09/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	--
24/09/2020	Etats-Unis	Ventes de nouveaux logements (m/m)	Août	-2.9%	13.9%
25/09/2020	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	1,9%

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

<a href="#">France : les grandes lignes du plan de relance</a>	EcoTV Week	18 septembre 2020
<a href="#">Vers une reprise de la consolidation bancaire en europe du sud ?</a>	Graphique de la semaine	16 septembre 2020
<a href="#">Espagne : Le rebond épidémique pèse sur la confiance</a>	EcoWeek	11 septembre 2020
<a href="#">Italie : Les pressions désinflationnistes s'intensifient dans les services</a>	EcoWeek	11 septembre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : Alors que l'économie repart, le Brexit inquiète de nouveau</a>	EcoWeek	11 septembre 2020
<a href="#">Zone Euro : BCE : la patience est de mise</a>	EcoWeek	11 septembre 2020
<a href="#">EcoTV de septembre</a>	EcoTV	10 septembre 2020
<a href="#">Pays nordiques : pas d'optimisme particulier malgré une plus grande résilience</a>	Graphique de la semaine	9 septembre 2020
<a href="#">Covid-19, confinement et environnement</a>	Podcast	8 septembre 2020
<a href="#">Allons-nous durablement changer notre façon de produire et de consommer ?</a>	Podcast	8 septembre 2020
<a href="#">Faire d'une pierre deux coups</a>	Podcast	8 septembre 2020
<a href="#">Etats-Unis : rattrapage incomplet</a>	EcoWeek	4 septembre 2020
<a href="#">France : L'envol de la reprise</a>	EcoWeek	4 septembre 2020
<a href="#">Les conséquences mondiales de la stratégie d'inflation moyenne de la Réserve fédérale</a>	EcoWeek	4 septembre 2020
<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



# 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