

## 2-3

### ÉDITORIAL

« QE sans fin : pente glissante vers la prédominance budgétaire ? »

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-7

### BAROMÈTRE

« Incertitude : toujours élevée, mais dans une moindre mesure »  
« Allemagne : reprise freinée par l'incertitude »

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 9-11

### CALENDRIER

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

## 12

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

## QE SANS FIN: PENTE GLISSANTE VERS LA PRÉDOMINANCE BUDGÉTAIRE?

La moindre efficacité de la politique monétaire et l'accroissement de l'espace laissé à la politique budgétaire sont autant d'arguments en faveur d'une accélération des émissions d'emprunts publics pour, conjuguées à l'assouplissement quantitatif, stimuler la croissance. On peut craindre qu'une telle coordination des politiques nous amène à la prédominance budgétaire dans laquelle la conduite de la politique monétaire est dictée par les finances publiques et viserait à maintenir la soutenabilité de la dette publique. Lorsque la pandémie sera derrière nous, les gouvernements auront la responsabilité de restaurer leurs finances publiques. Ne rien faire reviendrait à faire porter le fardeau à la BCE face aux crises ultérieures ; ce serait alors un autre type de prédominance budgétaire.

Les taux directeurs étant proches de zéro, voire dans certains cas inférieurs, les programmes d'achat d'actifs, communément appelés *quantitative easing* (QE), sont devenus un instrument clé de la boîte à outils des banques centrales. Il en sera probablement ainsi pendant encore de nombreuses années tant il semble peu probable que l'inflation atteigne durablement un niveau suffisant pour que les taux directeurs remontent nettement au-dessus de zéro. L'autre raison est, bien entendu, le niveau du taux naturel d'intérêt, ou taux d'intérêt réel à court terme, impliquant ni hausse ni baisse de l'inflation, et conforme à l'objectif de la banque centrale. On peut néanmoins craindre que l'effet, sur l'activité et la demande, des achats d'actifs supplémentaires finisse par diminuer avec le temps et créer simplement des liquidités excédentaires dans l'économie<sup>1</sup>. La faiblesse des taux d'intérêt a aussi une autre conséquence : elle crée un espace budgétaire, c'est-à-dire la possibilité pour les gouvernements de stimuler la croissance, compte tenu de taux d'emprunt très bas et inférieurs au taux attendu de croissance nominale du PIB<sup>2</sup>. La moindre efficacité de la politique monétaire et l'accroissement de l'espace laissé à la politique budgétaire sont autant d'arguments en faveur d'une accélération des émissions d'emprunts publics pour, conjuguées à l'assouplissement quantitatif, stimuler la croissance. Cela renforce aussi les chances, pour la banque centrale, d'atteindre son objectif d'inflation.

On peut craindre qu'une telle coordination des politiques, aussi séduisante qu'elle soit en théorie, nous amène sur un terrain glissant, celui de la prédominance budgétaire dans laquelle la conduite de la politique monétaire est dictée par les finances publiques et viserait à maintenir la soutenabilité de la dette publique. Certains observateurs

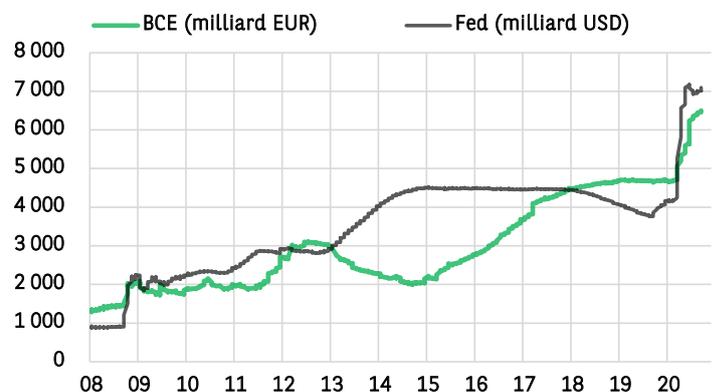
1 L'excédent de liquidité désigne l'accumulation de réserves excédentaires au sein du système bancaire. Dans un programme de QE, la banque centrale achète des actifs auprès du système bancaire, qui agit en qualité d'intermédiaire entre la banque centrale et les investisseurs finaux. Les comptes du système bancaire auprès de la banque centrale sont crédités – donnant lieu à la création de réserves excédentaires – et les comptes bancaires des investisseurs, qui ont cédé leurs actifs à la banque centrale, sont crédités d'un montant équivalent.

2 Dans le débat sur les politiques à adopter, il est souvent fait référence à cette situation comme étant celle dans laquelle  $r < g$ , où  $r$  = le taux d'intérêt nominal moyen du stock de la dette publique et  $g$  = la croissance du PIB nominal. Lorsque  $r < g$ , les Etats peuvent se permettre d'accuser un déficit primaire – déséquilibre budgétaire hors charges d'intérêt – tant que le ratio dette publique/PIB reste stable ou même qu'il baisse.

font ainsi valoir que les hausses de taux d'intérêt, jugées nécessaires au vu de l'évolution de l'inflation, seraient reportées au motif qu'elles augmenteraient les coûts d'emprunt du secteur public. En outre, elles entraîneraient des pertes en valeur de marché, au titre des obligations d'État, au bilan de la banque centrale. La prédominance budgétaire impliquerait ainsi une perte de crédibilité et, *de facto*, d'indépendance pour la banque centrale.

Certains responsables ont récemment apporté un bémol à l'idée selon laquelle nous nous orienterions vers une prédominance budgétaire. Ainsi, Ben Broadbent, vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, en charge de la politique monétaire, a fait valoir que, dans leur réaction face à la pandémie, les politiques monétaire et budgétaire ont répondu parallèlement aux pressions désinflationnistes et au

### BILAN DES BANQUES CENTRALES



SOURCES : BCE, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

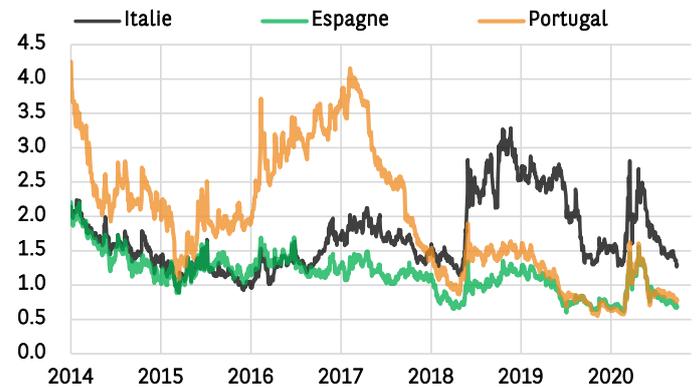
Lorsque la pandémie sera derrière nous, les gouvernements auront la responsabilité de restaurer leurs finances publiques. L'inaction reviendrait à faire porter le fardeau à la BCE pour faire face aux crises ultérieures. Ce serait un autre type de prédominance budgétaire.



choc subi par les ménages et les entreprises<sup>3</sup>. Dans la zone euro, les préoccupations liées à la prédominance budgétaire sont de deux sortes. Elles concernent, tout d'abord, les conséquences inflationnistes de l'assouplissement quantitatif. La crainte est que l'assouplissement quantitatif soit maintenu trop longtemps pour financer les déficits budgétaires. Cependant, compte tenu du mandat [de la banque centrale], de la définition de son objectif d'inflation et de l'orientation de la politique monétaire<sup>4</sup>, de telles inquiétudes concernant le maintien du programme de QE, alors qu'il ne se justifie plus pour des raisons monétaires, sont sans fondement. De plus, si la BCE créait la surprise en prolongeant le QE, alors que l'inflation a dépassé l'objectif, une hausse des rendements obligataires serait quoi qu'il arrive inévitable. La banque centrale ne pourrait pas y faire grand-chose. La deuxième source de préoccupation est le risque que les achats de titres de la dette publique conduisent à une réduction de la discipline budgétaire, en particulier, dans les pays de la zone euro fortement endettés. Grâce aux programmes d'achat d'actifs et d'achat d'urgence pandémique, les spreads se sont comprimés. Cependant, ces interventions servent des fins monétaires en créant un environnement propice à la convergence de l'inflation vers la cible. À cet égard, il est essentiel d'éviter tout dysfonctionnement du marché. C'est ce qu'a souligné, dans un discours récent, Isabel Schnabel<sup>5</sup>: « Lorsque les rendements sont plutôt le reflet d'un mouvement de panique que de facteurs fondamentaux, les risques d'aléa moral sont négligeables et ils ne doivent pas empêcher la banque centrale d'agir avec détermination ». Par ailleurs, son commentaire selon lequel « des niveaux d'endettement trop élevés pendant trop longtemps auront pour effet de pénaliser la croissance et de rendre la zone euro plus vulnérable » reflète la crainte que les futures récessions n'entraînent de nouvelles turbulences sur le marché, obligeant la BCE à intervenir. Lorsque la pandémie sera derrière nous, les gouvernements auront la responsabilité de restaurer leurs finances publiques, ce qui leur donnera une marge de manœuvre en cas de dégradation des conditions économiques. Ne rien faire reviendrait à faire porter le fardeau à la BCE face aux crises ultérieures. Ce serait alors un autre type de prédominance budgétaire.

**William De Vijlder**

#### RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, SPREAD VS BUND, %



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

<sup>3</sup> "Government debt and inflation", discours prononcé par Ben Broadbent, vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, en charge de la politique monétaire, à la réunion annuelle 2020 de la Central Bank Research Association, 2 septembre 2020.

<sup>4</sup> « Les achats nets aux termes de notre programme d'achats d'actifs (asset purchase programme ou APP) vont se poursuivre au rythme mensuel de EUR 20 mds, ainsi que les achats dans le cadre de l'enveloppe temporaire supplémentaire de EUR 120 mds, jusqu'à la fin de l'année. Nous continuons d'anticiper que les achats d'actifs nets mensuels aux termes du programme APP se poursuivront aussi longtemps que nécessaire pour renforcer l'impact accommodant de nos taux directeurs et qu'ils se termineront peu de temps avant que la BCE recommence à augmenter ses taux directeurs » (Source : BCE, déclaration d'introduction de la conférence de presse de Christine Lagarde et Luis de Guindos, 10 septembre 2020).

<sup>5</sup> "The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives", discours d'Isabel Schnabel, membre du conseil exécutif de la BCE, au Centre de la réforme européenne, Forum financier d'Eurofi, sur le thème : "Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?", Berlin, 11 septembre 2020



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 18-9-20 au 24-9-20

➔ CAC 40	4 978	▶ 4 763	-4.3 %
➔ S&P 500	3 319	▶ 3 247	-2.2 %
➔ Volatilité (VIX)	25.8	▶ 28.5	+2.7 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.23	▶ 0.23	-0.0 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.28	▶ -0.29	-1.6 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.48	▶ -0.50	-1.9 pb
➔ US Tr. 10a (%)	0.69	▶ 0.66	-2.9 pb
➔ Euro vs dollar	1.19	▶ 1.16	-1.9 %
➔ Or (once, \$)	1 955	▶ 1 864	-4.6 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	43.2	▶ 42.0	-2.8 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 20		+bas 20		Rendements (%)	+haut 20		+bas 20			
€ BCE	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.34	0.72	le 18/03	-0.35	le 23/09	
Eonia	-0.47	-0.44	le 31/03	-0.47	le 31/08	Bund 2a	-0.65	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03
Euribor 3m	-0.49	-0.16	le 23/04	-0.51	le 21/09	Bund 10a	-0.50	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03
Euribor 12m	-0.43	-0.05	le 22/04	-0.44	le 22/09	OAT 10a	-0.29	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	0.96	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02
Libor 3m	0.23	1.91	le 01/01	0.22	le 22/09	\$ Treas. 2a	0.13	1.59	le 08/01	0.11	le 04/08
Libor 12m	0.37	2.00	le 01/01	0.37	le 23/09	Treas. 10a	0.66	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	6.06	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02
Libor 3m	0.07	0.80	le 08/01	0.05	le 18/09	£ Gilt. 2a	-0.04	0.61	le 08/01	-0.12	le 21/09
Libor 12m	0.16	0.98	le 01/01	0.14	le 18/09	Gilt. 10a	0.18	0.83	le 01/01	0.04	le 04/08

Au 24-9-20

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20		+bas 20		2020	
USD	1.16	1.20	le 01/09	1.07	le 20/03	+3.7%
GBP	0.92	0.94	le 23/03	0.83	le 18/02	+8.0%
CHF	1.08	1.09	le 05/06	1.05	le 14/05	-0.6%
JPY	122.78	126.82	le 31/08	114.51	le 06/05	+0.6%
AUD	1.66	1.87	le 23/03	1.60	le 01/01	+3.8%
CNY	7.94	8.26	le 30/07	7.55	le 19/02	+1.6%
BRL	6.49	6.69	le 20/08	4.51	le 02/01	+43.8%
RUB	90.02	90.18	le 08/09	67.75	le 10/01	+29.1%
INR	86.02	89.12	le 18/08	77.21	le 17/02	+7.4%

Au 24-9-20 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 20		+bas 20		2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	42.0	69.1	le 06/01	16.5	le 21/04	-36.7%	-39.0%
Or (once)	1 864	2 053	le 06/08	1 475	le 19/03	+22.6%	+18.2%
Métaux, LME	2 916	3 046	le 18/09	2 232	le 23/03	+2.6%	-1.1%
Cuivre (tonne)	6 527	6 853	le 18/09	4 625	le 23/03	+6.2%	+2.4%
Blé (tonne)	205	2.4	le 21/01	178	le 26/06	-10.4%	-13.6%
Mais (tonne)	135	1.5	le 23/01	113	le 28/04	-9.7%	-13.0%

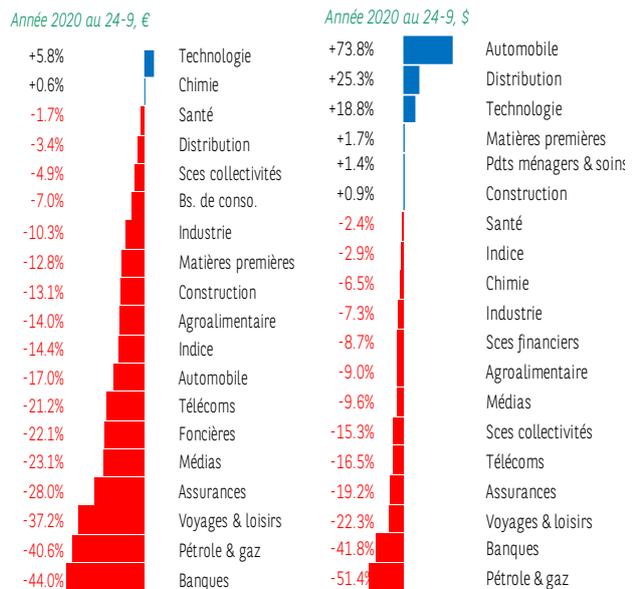
Au 24-9-20 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20		+bas 20		2020
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 300	2 494	le 02/09	1 602	le 23/03	-2.5%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	3 247	3 581	le 02/09	2 237	le 23/03	+0.5%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	3 160	3 865	le 19/02	2 386	le 18/03	-15.6%
CAC 40	4 763	6 111	le 19/02	3 755	le 18/03	-20.3%
DAX 30	12 607	13 789	le 19/02	8 442	le 18/03	-4.8%
IBEX 35	6 643	10 084	le 19/02	6 107	le 16/03	-30.4%
FTSE100	5 823	7 675	le 17/01	4 994	le 23/03	-22.8%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	928	1 034	le 20/01	743	le 23/03	-7.9%
Nikkei	23 088	24 084	le 20/01	16 553	le 19/03	-2.4%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 058	1 147	le 17/01	758	le 23/03	-5.1%
Chine	95	102	le 02/09	69	le 19/03	+11.0%
Inde	536	609	le 17/01	353	le 23/03	-6.3%
Bésil	1 425	2 429	le 02/01	1 036	le 23/03	-16.8%
Russie	564	857	le 20/01	419	le 18/03	-14.9%

Au 24-9-20 Variations

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



SOURCE : THOMSON REUTERS

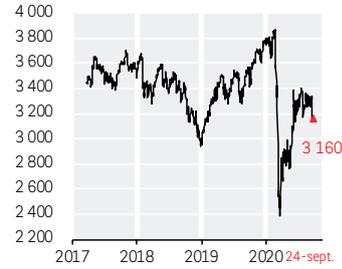


# REVUE DES MARCHÉS

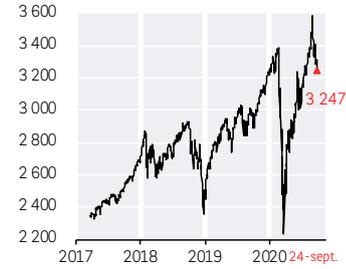
## EURO-DOLLAR



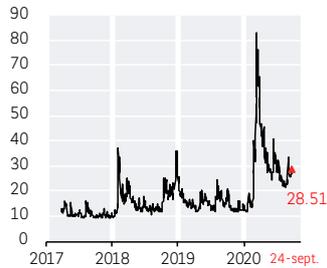
## EUROSTOXX50



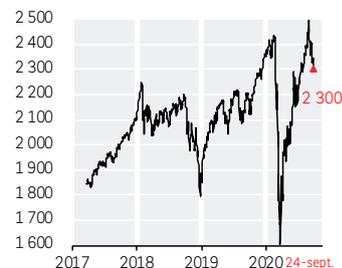
## S&P500



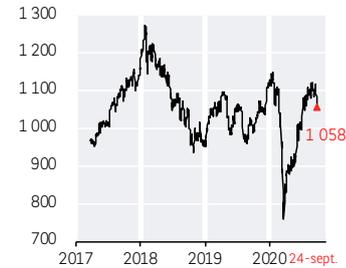
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



## MSCI MONDE (USD)



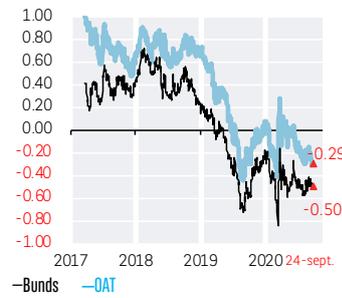
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

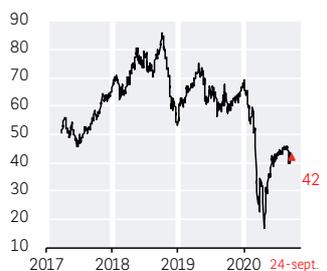


## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

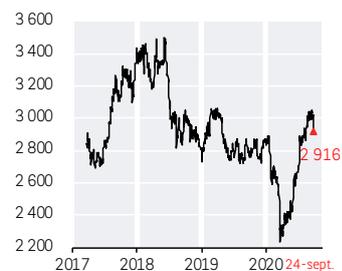
Année 2020 au 24-9, €

1.39%	Grèce	188 pb
0.79%	Italie	129 pb
0.28%	Portugal	78 pb
-0.26%	Belgique	23 pb
-0.29%	France	20 pb
-0.38%	Finlande	12 pb
-0.42%	Autriche	7 pb
-0.45%	Irlande	4 pb
-0.46%	P-Bas	4 pb
-0.50%	Allemagne	

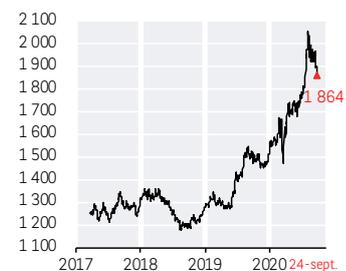
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## BAROMÈTRE

6

## INCERTITUDE : TOUJOURS ÉLEVÉE, MAIS DANS UNE MOINDRE MESURE

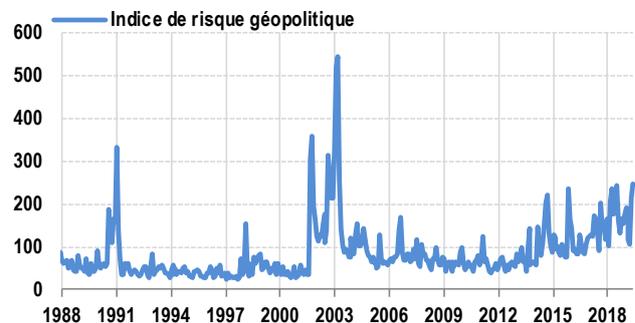
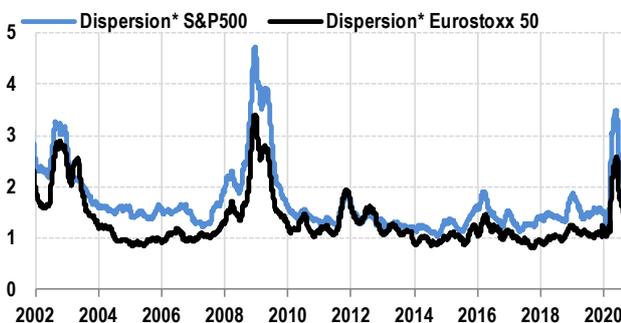
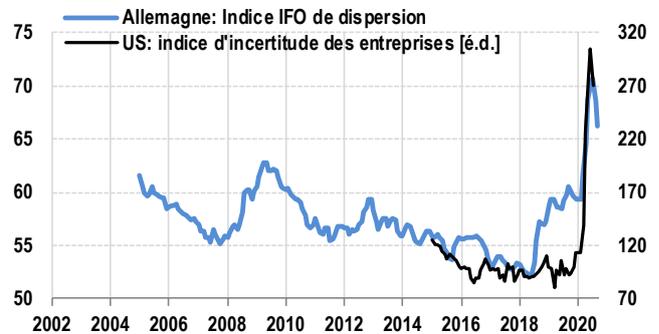
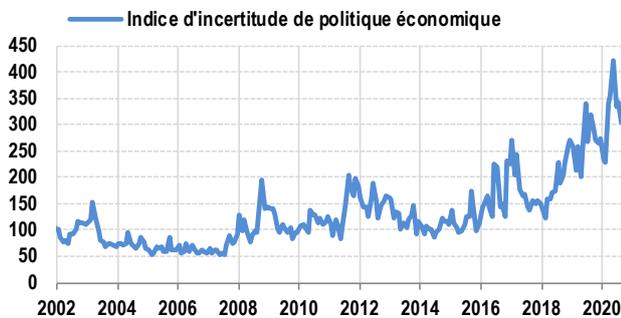
Nos indicateurs montrent que l'incertitude a commencé à refluer après l'envolée spectaculaire provoquée au premier trimestre par la pandémie de Covid-19. En haut à gauche, notre indicateur de couverture médiatique baisse, mais se maintient à un niveau élevé, indiquant que la pandémie continue de dominer l'actualité. En poursuivant dans le sens des aiguilles d'une montre, les enquêtes auprès des entreprises font apparaître une légère diminution de l'incertitude aux États-Unis et un repli plus marqué en Allemagne. Dans les deux cas, le niveau d'incertitude demeure toutefois élevé. Notre indicateur basé sur le risque géopolitique s'est récemment orienté à la hausse. Cette série est particulièrement volatile, mais on observe une tendance haussière.

Enfin, notre indicateur de l'incertitude basé sur la bourse (dispersion des performances journalières des actions qui, ensemble, constituent un indice boursier) a fortement reflué. La conclusion est sans appel : l'incertitude reflue, mais demeure élevée. Elle concerne la situation

sanitaire, mais aussi la façon dont les ménages et les entreprises vont faire face à ses conséquences économiques. Par ailleurs, l'actualité politique est devenue une nouvelle source d'incertitude, se cristallisant d'une part sur les négociations autour du Brexit et, d'autre part, sur la crainte d'une élection américaine dont les résultats ne seraient pas clairs et donc soumis à contestation.

William De Vijlder

## ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



\* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

SOURCES : ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, BLOOMBERG, FED D'ATLANTA, IFO, BC, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## ALLEMAGNE : REPRISE FREINÉE PAR L'INCERTITUDE

Par rapport au trimestre précédent, la zone bleue du graphique (données des trois derniers mois) s'est élargie, telle une tache d'huile. Néanmoins, les indicateurs restent pour la plupart bien en dessous de la valeur moyenne de long terme (cercle intérieur en gris sur le graphique). En particulier, les indicateurs relatifs aux ménages et aux services se sont nettement améliorés suite à la levée des restrictions liées au confinement. Les ventes au détail ont connu une forte croissance sur la période mai-juillet après la réouverture des magasins et la baisse temporaire des taux de TVA, introduite en juillet.

Le secteur manufacturier donne également de premiers signes de reprise. Dans ce secteur, l'indice Ifo du climat des affaires s'est amélioré en septembre pour le cinquième mois consécutif. Les statistiques liées à la production esquissent, par ailleurs, un début de redressement. En juillet, la production manufacturière a progressé de 0,3 % par rapport au mois précédent, soit la troisième amélioration consécutive, mais elle reste en baisse de 12 % par rapport à la même période de l'année précédente. Cette performance en demi-teinte est en grande partie due à des problèmes structurels antérieurs à la crise sanitaire.

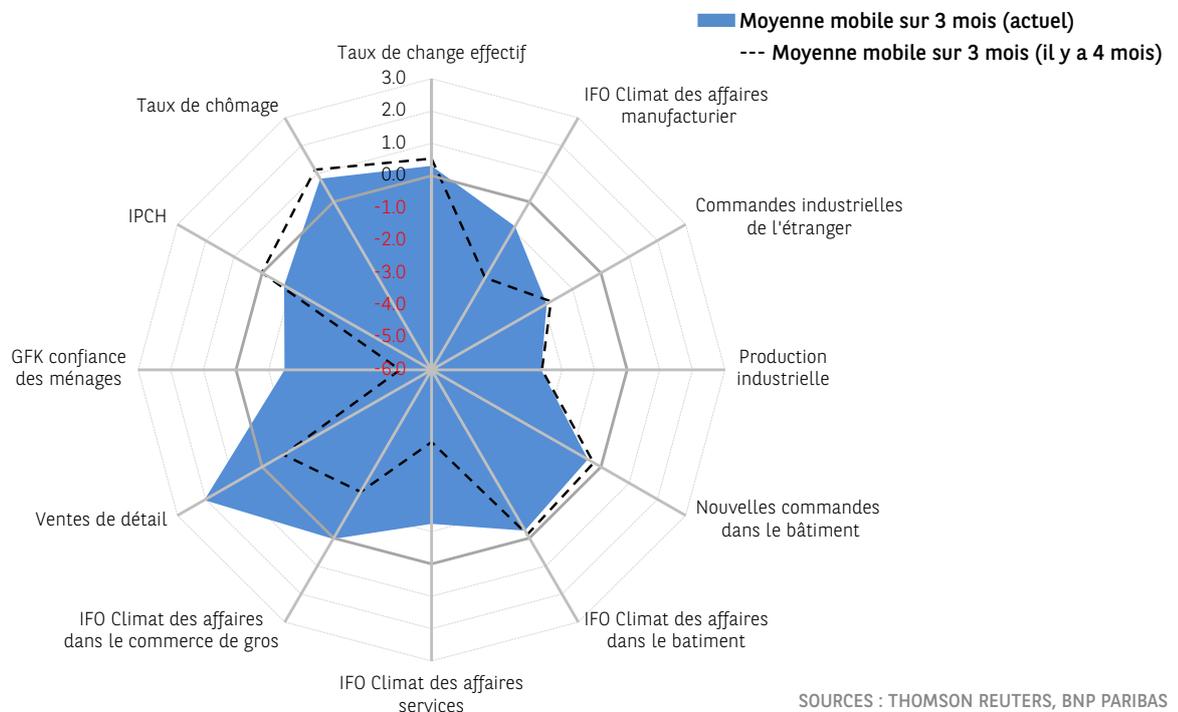
L'économie allemande semble sur la voie de la reprise. Pour autant, de nombreux acteurs restent prudents. La principale préoccupation dans l'immédiat est la hausse des cas d'infection, qui pourrait conduire à un

durcissement des restrictions. Autre sujet d'inquiétude : le marché du travail. Même si le chômage n'a que légèrement augmenté en août, le nombre de salariés en chômage partiel s'est élevé à 4,6 millions en août, soit 14 % des actifs bénéficiant de l'assurance chômage. Le gouvernement a déjà annoncé la prolongation du dispositif de chômage partiel jusqu'à fin 2021. Certes, cette décision est en partie motivée par des raisons politiques, des élections législatives devant se tenir à l'automne 2021. Mais elle montre également que le gouvernement s'attend à la poursuite de la pandémie pendant une bonne partie de l'année prochaine. Enfin, la question est de savoir comment l'économie mondiale va sortir de la crise et dans quelles conditions l'industrie allemande pourra bénéficier du nouvel environnement.

Ces préoccupations vont probablement limiter toute amélioration ultérieure du sentiment économique. D'après les résultats de l'enquête Ifo pour le mois de septembre, la composante des anticipations s'est à peine redressée et un repli a même été enregistré dans les services aux entreprises. De plus, même si les anticipations économiques et de revenus étaient en hausse, la confiance des ménages a reculé en septembre, en raison d'une baisse de la propension à acheter.

**Raymond Van Der Putten**

### 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 -6 et +3. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

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 &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				
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
E-Unis (borne supérieure)									
Fed Funds	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				
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
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				
	T1	T2	Spot	T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e
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

Beaucoup de données d'enquête sont parues pour le mois de septembre. La confiance des consommateurs dans la zone euro s'est améliorée légèrement et a dépassé les attentes. Au Japon, les indices des directeurs d'achat (PMI) ont marqué une légère hausse. Fait important, ils restent bien en deçà de 50, indiquant que la situation économique demeure difficile. En France, le PMI des services a déçu, accusant une nette baisse par rapport au mois dernier. En revanche, l'indicateur Insee du climat des affaires a montré quelque amélioration. En Allemagne, le PMI des services a également déçu, tandis que le PMI manufacturier a enregistré une amélioration considérable. L'indice du climat des affaires de l'IFO a poursuivi son amélioration grâce à une meilleure évaluation de la situation actuelle.

Les attentes pour les prochains mois n'ont fait que s'améliorer légèrement. Les PMI de la zone euro se sont alignés sur ceux de l'Allemagne et de la France : du mieux pour le secteur manufacturier et une baisse pour les services. Au Royaume-Uni, les deux secteurs ont vu leur PMI se dégrader. Aux États-Unis, l'indice composite a enregistré une légère baisse, reflétant une amélioration limitée du secteur manufacturier et un secteur des services légèrement en déclin. Il convient également de noter, aux États-Unis, l'augmentation des demandes initiales à l'assurance chômage alors que le consensus s'attendait à une baisse. Cela soulève des inquiétudes quant à la vigueur de la reprise. Les PMI des services en Europe suscitent la même préoccupation.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
22/09/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-13,9	-14,7
22/09/2020	États-Unis	Ventes de logements existants m/m	Août	1,5%	2,4%	24,7%
23/09/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	47,3	47,2
23/09/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	45,6	45,0
23/09/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	45,5	45,2
23/09/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-1,6	-1,7
23/09/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	50,9	49,8
23/09/2020	France	PMI des services (Markit)	Sept.	--	47,5	51,5
23/09/2020	France	PMI composite (Markit)	Sept.	--	48,5	51,6
23/09/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	56,6	52,2
23/09/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Sept.	--	49,1	52,5
23/09/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	--	53,7	54,4
23/09/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	53,7	51,7
23/09/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Sept.	--	47,6	50,5
23/09/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	--	50,1	51,9
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	54,3	55,2
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Sept.	--	55,1	58,8
23/09/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	--	55,7	59,1
23/09/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	53,5	53,1
23/09/2020	États-Unis	PMI des services (Markit)	Sept.	--	54,6	55,0
23/09/2020	États-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	54,4	54,6
24/09/2020	France	Climat des affaires	Sept.	--	92	90,0
24/09/2020	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Sept.	--	93,4	92,5
24/09/2020	Allemagne	Prévisions (Ifo)	Sept.	--	97,7	97,2
24/09/2020	Allemagne	Evaluation en cours (Ifo)	Sept.	--	89,2	87,9
24/09/2020	Zone euro	Bulletin économique (ECB)				
24/09/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	870000	866000
24/09/2020	États-Unis	Ventes de nouveaux logements (m/m)	Août	-2.9%	4,8%	14,7%
25/09/2020	États-Unis	Commandes de biens d'équip. civils hors aéronautique	Août	--	1,8%	1,9%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

## INDICATEURS À SUIVRE

Le calendrier de la semaine prochaine est particulièrement chargé, comme à chaque début de mois. Au Japon, plusieurs indicateurs sont à paraître, mais l'attention se portera sur l'enquête Tankan couvrant le troisième trimestre. La Commission européenne publiera ses enquêtes de confiance relatives au mois de septembre. Les indices des directeurs d'achat seront communiqués pour un grand nombre de pays. Aux États-Unis, paraîtront les indices de confiance des consommateurs du Conference Board et de l'Université du Michigan. L'élément marquant de la semaine sera, comme toujours en début de mois, le rapport sur le marché du travail américain.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
27/09/2020	Allemagne	Ventes de détail m/m	Août	0,0%	-0,9%
28/09/2020	Japon	Indice avancé CI	Juil.	--	86,9
28/09/2020	États-Unis	Activité industrielle de la Fed de Dallas	Sept.	--	8,0
29/09/2020	Japon	IPC hors aliments et énergie	Sept.	--	-0,1%
29/09/2020	France	Confiance des consommateurs	Sept.	--	94
29/09/2020	Zone euro	Climat économique	Sept.	--	87,7
29/09/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Sept.	--	-12,7
29/09/2020	Zone euro	Confiance du secteur des services	Sept.	--	-17,2
29/09/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	--
29/09/2020	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Sept.	--	-0,1%
29/09/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Sept.	90,0	84,8
30/09/2020	Japon	Ventes de détail m/m	Août	--	-3,3%
30/09/2020	Japon	Production industrielle m/m	Août	1,1%	8,7%
30/09/2020	Chine	PMI composite	Sept.	--	54,5
30/09/2020	Chine	PMI manufacturier	Sept.	51,5	51,0
30/09/2020	Chine	PMI non manufacturier	Sept.	--	55,2
30/09/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Sept.	53,0	53,1
30/09/2020	Japon	Commandes de machines-outils	Août	--	-23,3%
30/09/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Sept.	--	0,2%
30/09/2020	France	Dépenses des consommateurs m/m	Août	--	0,5%
30/09/2020	Zone euro	IPC core g.a.	Sept.	--	0,4%
01/10/2020	Japon	Indice grands groupes manufacturiers (Tankan)	T3	-23	-34
01/10/2020	Japon	Indice grands groupes non-manufacturiers (Tankan)	T3	-9	-17

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/10/2020	Japon	Indice petites industries (Tankan)	T3	-37	-45
01/10/2020	Japon	Indice petites entreprises non-manufacturières (Tankan)	T3	-21	-26
01/10/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	--
01/10/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	--
01/10/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	--
01/10/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	--
01/10/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	--
01/10/2020	Zone euro	Taux de chômage	Août	--	7,9%
01/10/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	--
01/10/2020	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	--
01/10/2020	États-Unis	ISM manufacturier	Sept.	55,5	56,0
01/10/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Sept.	--	29,3
02/10/2020	États-Unis	Evolution de l'emploi non-agricole	Sept.	900k	1371k
02/10/2020	États-Unis	Taux de chômage	Sept.	8,2%	8,4%
02/10/2020	États-Unis	Taux d'activité	Sept.	--	61,7%
02/10/2020	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	79,2	78,9

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">Royaume-Uni : un Brexit dur, mais à quel point ?</a>	EcoTV Week	25 septembre 2020
<a href="#">Dynamique inquiétante des finances publiques</a>	Graphique de la semaine	23 septembre 2020
<a href="#">Etats-Unis : Vers une politique monétaire inclusive</a>	EcoWeek	18 septembre 2020
<a href="#">Chine : Le redressement de l'activité s'étend</a>	EcoWeek	18 septembre 2020
<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



# 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