

2-3

ÉDITORIAL

Vers une inflation durablement plus soutenue ? Interaction entre productivité, marges bénéficiaires et pouvoir de fixation des prix

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-10

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus.

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-13

CALENDRIER

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

14

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

VERS UNE INFLATION DURABLEMENT PLUS SOUTENUE? INTERACTION ENTRE PRODUCTIVITÉ, MARGES BÉNÉFICIAIRES ET POUVOIR DE FIXATION DES PRIX

La prolongation de l'augmentation actuelle des prix dépend d'une interaction complexe entre coûts unitaires du travail, marges bénéficiaires et pouvoir de fixation des prix. Traditionnellement, en début de reprise les premiers baissent du fait d'une hausse de la productivité, ce qui limite l'impact de la hausse des prix sur les marges bénéficiaires des entreprises. Ensuite les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent sans que cela implique nécessairement une contraction des marges. Compte tenu de la forte accélération actuelle de la croissance, du fait qu'il n'y a souvent pas de produits de substitution et qu'il est absurde de chercher à gagner des parts de marché lorsqu'on est confronté à des contraintes affectant l'offre, les conditions semblent réunies pour une assez forte transmission de la hausse des prix des intrants aux prix de production.

L'inflation fait les gros titres. Dans la zone euro, l'inflation totale a atteint 2,0% en mai. Ce chiffre élevé par rapport aux niveaux généralement observés en Europe n'est rien comparativement aux 5% atteints le mois dernier aux États-Unis, un plus haut sur treize ans. La question centrale pour les ménages, les entreprises, les marchés et les décideurs est de savoir dans quelle mesure cette augmentation sera ou non temporaire.

La hausse est, en partie, liée à des effets de base, comme la flambée des prix de l'énergie, qui transparaîtront dans les chiffres annuels de l'inflation au cours des mois suivants, donnant le sentiment d'une augmentation durable des prix. Pour déterminer s'il s'agit ou non d'une illusion d'optique, il est plus approprié de suivre les niveaux des prix et leurs variations en base trimestrielle ou mensuelle plutôt qu'annuelle. *A priori*, la tendance sous-jacente de l'inflation devrait progressivement évoluer à la hausse. Une croissance soutenue, portée par des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes, devrait, en effet, entraîner une diminution de la sous-utilisation des ressources économiques. Cela vaut pour les États-Unis, mais c'est aussi le sens du message envoyé par la BCE dans ses dernières projections¹ avec une inflation sous-jacente, hors effet des variations de taxes indirectes, progressant de 0,9 % en 2021 à 1,2 % l'année prochaine et à 1,4 % en 2023.

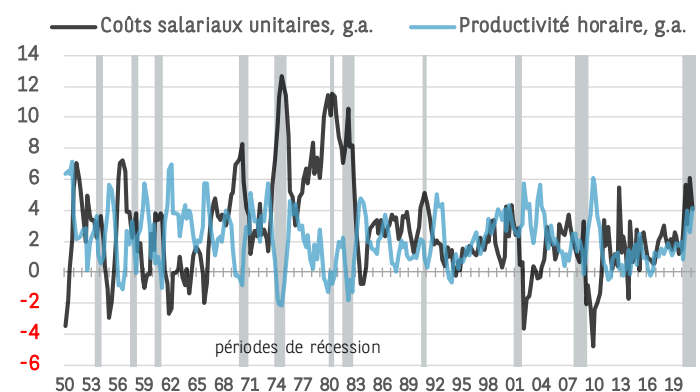
La prolongation de l'augmentation actuelle des prix – qui entraînerait une trajectoire d'inflation attendue plus élevée dans les années à venir – dépend, pour un niveau de demande donné, d'une interaction complexe entre différents facteurs². La valeur de ce qu'une économie produit correspond à la somme des marges (excédent brut d'exploitation), des salaires, des taxes nettes des subventions et des coûts des

consommations intermédiaires³. L'évolution des prix de production – l'indice de prix à la production – dépend de l'évolution des marges unitaires, des coûts salariaux unitaires, des taxes nettes et des coûts unitaires des consommations intermédiaires.

L'année dernière, les cours de l'énergie ont flambé et les prix des intrants sont actuellement en forte hausse en raison de déséquilibres entre l'offre et la demande. Dans quelle mesure cela se traduit-il par une augmentation des prix de production dans différents secteurs ?

3 Il s'agit d'intrants en provenance des divers secteurs économiques (industrie manufacturière, services, énergie et industrie minière, agriculture, construction).

ÉTATS-UNIS : COÛTS SALARIAUX ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, NBER, BNP PARIBAS

1 Projections macroéconomiques pour la zone euro, établies par les services de l'Eurosysteme, BCE, juin 2021.

2 Cela suppose l'absence de resserrement monétaire préventif, une hypothèse acquise au vu des indications données par la BCE et la Réserve fédérale.

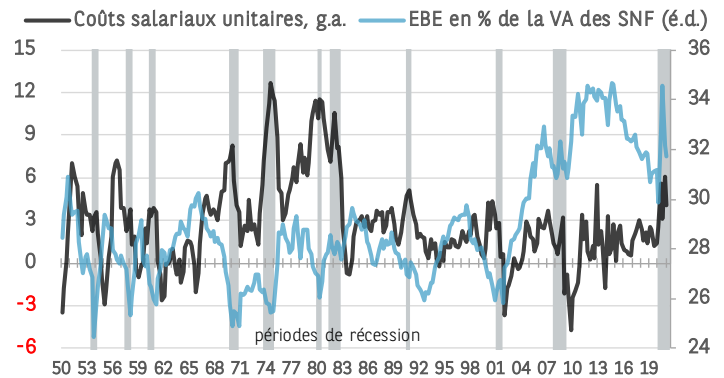
Compte tenu de la forte accélération de la croissance cette année, du fait qu'il n'y a souvent pas de produits de substitution et qu'il est absurde d'essayer d'obtenir des parts de marché lorsqu'on est confronté à des contraintes affectant l'offre, les conditions semblent réunies pour une assez forte transmission de la hausse des prix des intrants aux prix de production.

Cela dépend des coûts unitaires de main-d'œuvre et des marges unitaires. Les coûts unitaires de main-d'œuvre sont fonction des salaires et de la productivité. La composante cyclique de celle-ci a tendance à ralentir en phase de maturité d'une expansion et à décliner pendant une récession avant d'augmenter de nouveau aux premiers stades d'une reprise économique. Les salaires, quant à eux, progressent plus lentement en période de reprise en raison des niveaux élevés de sous-emploi des ressources sur le marché du travail (graphique 1)⁴. Autrement dit, avec le retour de la croissance après la récession liée à la pandémie de Covid-19, la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre pourrait atténuer l'impact de la hausse des coûts des intrants sur les marges bénéficiaires. Comme le montre le graphique 2, après une récession aux États-Unis, les coûts unitaires de main-d'œuvre et les marges unitaires – excédent brut d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée – ont historiquement tendance à être négativement corrélés. Ensuite, pendant les phases d'expansion, la relation est moins évidente. Cependant, dans une économie qui se redresse après la pandémie et les restrictions consécutives sur la mobilité, l'élasticité-prix de la demande sera très faible dans certains secteurs, tant l'envie est grande de sortir de nouveau, de voyager, etc.

L'épargne accumulée constitue un autre facteur expliquant cette faible élasticité. Les entreprises ont donc la possibilité de répercuter l'augmentation des coûts des consommations intermédiaires sur la hausse des prix de production et de protéger ainsi leurs marges. Cela dépend de la robustesse de la demande, de l'existence de produits de substitution et de la stratégie de la concurrence en matière de fixation des prix. Compte tenu de la forte accélération de la croissance cette année, du fait qu'il n'y a souvent pas de produits de substitution (ex. : le cuivre dans le secteur du bâtiment ou les semi-conducteurs) et qu'il est absurde d'essayer de gagner des parts de marché lorsqu'on est confronté à des contraintes affectant l'offre, les conditions semblent réunies pour une assez forte transmission de la hausse des prix des intrants aux prix de production.

Par la suite, avec la stabilisation des prix des intrants et la normalisation de la relation entre la demande et l'offre, cette transmission devrait diminuer sous l'effet d'une concurrence accrue. Un autre facteur en jeu dans la première phase d'une reprise est la procyclicité des marges, comme l'indique le graphique 3. L'augmentation de l'utilisation des capacités – un substitut de l'*output gap* – est associée à un accroissement des marges. Elle reflète la capacité d'augmenter les prix et contribue ainsi à la hausse des prix⁵. Jusqu'à présent, l'analyse a été axée sur les prix à la production tandis que les banques centrales se concentrent sur les prix à la consommation. Ces derniers incluent les coûts de distribution et les marges bénéficiaires des grossistes et des détaillants, lesquels peuvent réduire la répercussion d'un pourcentage donné d'augmentation des prix à la production sur l'indice des prix à la consommation.

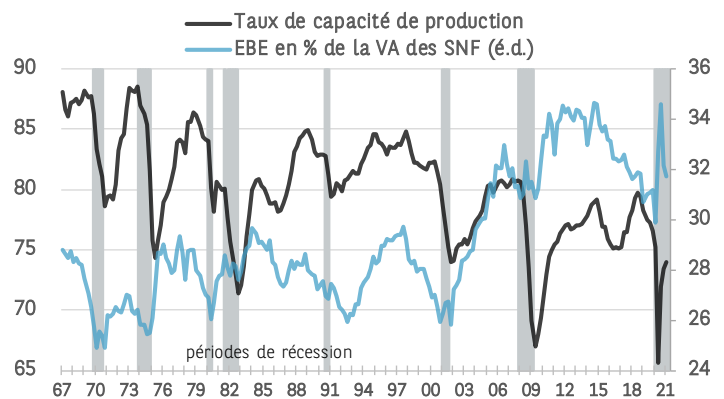
ÉTATS-UNIS : COÛTS SALARIAUX ET EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SNF



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BEA, NBER, BNP PARIBA

ÉTATS-UNIS : CAPACITÉ DE PRODUCTION ET EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SNF



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BEA, NBER, BNP PARIBAS

La stratégie en matière de fixation des prix joue aussi un rôle. La recherche montre en effet que, dans le secteur de la distribution aux États-Unis, les marges brutes (chiffre d'affaires moins coût d'achat des marchandises vendues, divisé par chiffre d'affaires) « sont relativement stables dans le temps et acycliques ou légèrement procycliques »⁶.

William De Vijlder

4 D'après les projections des services de la BCE, « le rebond de la productivité du travail devrait faire baisser les coûts unitaires de main-d'œuvre en 2021, mais ceux-ci vont progressivement se redresser et augmenter en 2023 ». La BCE se réfère à l'économie dans son ensemble, pas seulement au secteur manufacturier.

5 Selon les dernières projections de la BCE pour la zone euro, les marges bénéficiaires « devraient avoir un impact légèrement positif sur les tensions inflationnistes en 2023. »

6 Source : Eric Anderson, Sergio Rebelo and Arlene Wong, *Markups across space and time*, document de travail NBER n° 24434, décembre 2020.

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 4-6-21 au 11-6-21

➔ CAC 40	6 516	▶ 6 601	+1.3 %
➔ S&P 500	4 230	▶ 4 247	+0.4 %
➔ Volatilité (VIX)	16.4	▶ 15.7	-0.8 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.55	-0.2 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.13	▶ 0.12	-0.9 pb
➔ OAT 10a (%)	0.08	▶ 0.03	-5.4 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.21	▶ -0.27	-6.0 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.56	▶ 1.46	-9.9 pb
➔ Euro vs dollar	1.22	▶ 1.21	-0.4 %
➔ Or (once, \$)	1 894	▶ 1 882	-0.6 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	72.0	▶ 72.9	+1.2 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.24 -0.03 le 19/05
Eonia	-0.48	-0.47 le 26/01	-0.50 le 01/01	Bund 2a	-0.68 -0.65 le 25/02
Euribor 3m	-0.55	-0.53 le 07/05	-0.56 le 06/01	Bund 10a	-0.27 -0.11 le 20/05
Euribor 12m	-0.49	-0.47 le 20/04	-0.52 le 02/02	OAT 10a	0.03 0.23 le 17/05
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.63 0.79 le 20/05
Libor 3m	0.12	0.24 le 13/01	0.12 le 10/06	\$ Treas. 2a	0.15 0.17 le 05/04
Libor 12m	0.24	0.34 le 01/01	0.24 le 10/06	Treas. 10a	1.46 1.75 le 31/03
£ Bque Angl.	0.10	0.10 le 01/01	0.10 le 01/01	High Yield	4.54 4.87 le 09/03
Libor 3m	0.08	0.09 le 24/03	0.03 le 01/01	£ Gilt. 2a	0.06 0.13 le 26/02
Libor 12m	0.17	0.17 le 13/05	0.07 le 11/01	Gilt. 10a	0.75 0.93 le 13/05

Au 11-6-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.21	1.23 le 06/01	1.17 le 30/03 -1.0%
GBP	0.86	0.91 le 06/01	0.85 le 05/04 -4.2%
CHF	1.09	1.11 le 04/03	1.08 le 18/01 +0.6%
JPY	132.93	133.97 le 28/05	125.22 le 18/01 +5.2%
AUD	1.57	1.60 le 04/01	1.53 le 18/03 -0.8%
CNY	7.74	8.00 le 01/01	7.69 le 25/03 -3.3%
BRL	6.21	6.95 le 03/03	6.14 le 08/06 -2.3%
RUB	87.15	92.47 le 20/04	86.53 le 16/03 -3.7%
INR	88.49	90.39 le 23/04	85.30 le 27/03 -1.0%

Au 11-6-21 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	72.9	72.9 le 11/06	51.2 le 04/01	+40.5% +41.9%
Or (once)	1 882	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-0.8% +0.2%
Métaux, LME	4 284	4 402 le 11/05	3 415 le 01/01	+25.5% +26.8%
Cuivre (tonne)	9 975	10 449 le 11/05	7 749 le 01/01	+28.7% +30.1%
Blé (tonne)	255	2.9 le 07/05	231 le 30/03	+3.1% +4.2%
Mais (tonne)	271	2.9 le 07/05	188 le 04/01	+43.8% +45.3%

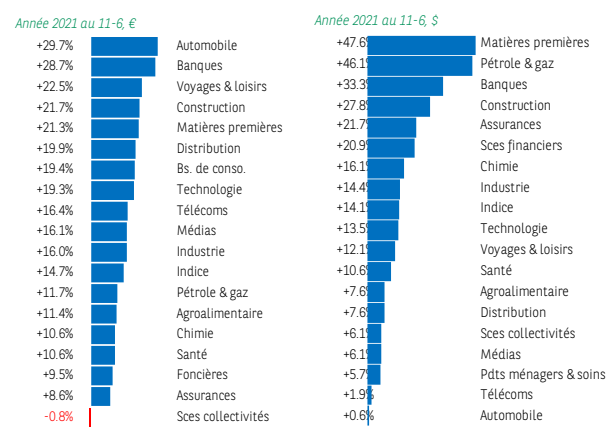
Au 11-6-21 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	3 013	3 013 le 11/06	2 662 le 29/01	+12.0%
Amérique du Nord				
S&P500	4 247	4 247 le 11/06	3 701 le 04/01	+13.1%
Europe				
EuroStoxx50	4 127	4 127 le 11/06	3 481 le 29/01	+16.2%
CAC 40	6 601	6 601 le 11/06	5 399 le 29/01	+18.9%
DAX 30	15 693	15 693 le 11/06	13 433 le 29/01	+14.4%
IBEX 35	9 205	9 225 le 28/05	7 758 le 29/01	+14.0%
FTSE100	7 134	7 134 le 11/06	6 407 le 29/01	+10.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 138	1 141 le 08/06	1 044 le 06/01	+9.0%
Nikkei	28 949	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+5.5%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 382	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+7.0%
Chine	108	130 le 17/02	102 le 13/05	-0.1%
Inde	776	776 le 11/06	659 le 29/01	+15.0%
Brésil	2 026	2 071 le 07/06	1 561 le 09/03	+6.6%
Russie	796	796 le 11/06	647 le 01/02	+16.2%

Au 11-6-21 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

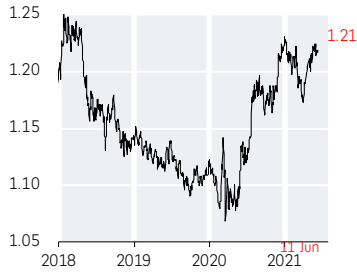


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

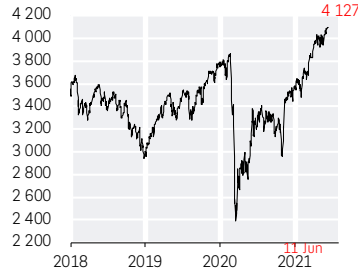


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



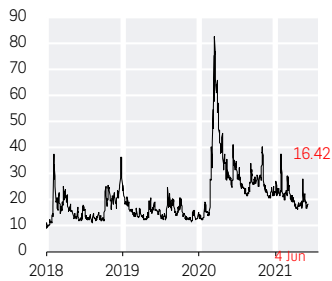
EUROSTOXX50



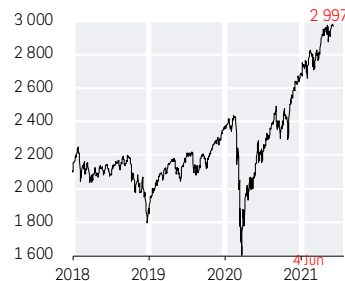
S&P500



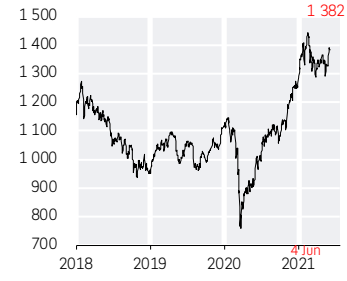
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



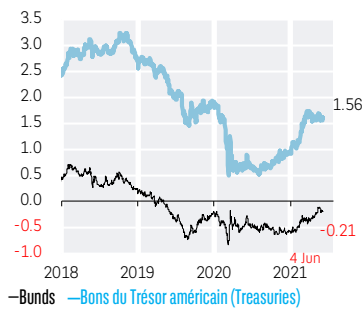
MSCI MONDE (USD)



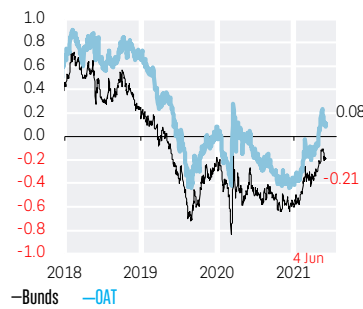
MSCI ÉMERGENTS (USD)



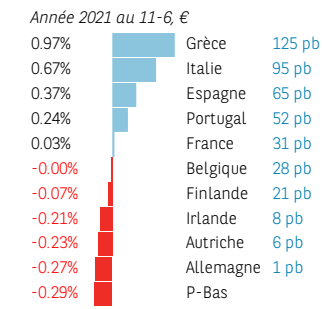
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



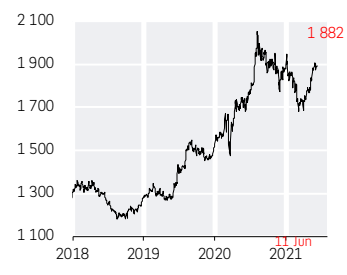
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : UNE DYNAMIQUE TOUJOURS AUSSI FORTE

Les indicateurs relatifs au commerce international restent très dynamiques. Même si les dernières données du CPB¹ portent uniquement sur mars, le volume des échanges mondiaux (exportations et importations combinées) a augmenté à nouveau significativement (+2,2%). La hausse trimestrielle au T1 2021 a atteint ainsi 3,5%, ce qui constitue un rythme de croissance soutenu et équivalent à celui enregistré au trimestre précédent. Cela dit, la croissance des exportations au T1 2021 est principalement venue de Chine (+14,4% t/t) et de l'Asie émergente (+6,2%). Du fait d'une situation sanitaire encore difficile cet hiver, la dynamique des exportations était restée encore fragile en zone euro (+0,4% au T1), en Amérique latine (+0,6%), en Afrique et au Moyen-Orient (+1,7%), aux États-Unis (-0,1%) et a fortiori au Royaume-Uni (-15,2%). L'économie britannique a également pâti des premiers effets du Brexit, qui se sont notamment traduits en janvier par une chute brutale (bien qu'en grande partie temporaire) de ses exportations de biens à destination de l'Union européenne.

Il est difficile d'estimer à partir de quand cette remontée très vigoureuse, des échanges commerciaux va commencer à s'estomper. Les enquêtes d'opinion suggèrent que cette hausse se poursuivra tout au long de l'été au moins. L'indice global PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (ci-dessous) a continué de s'améliorer au mois de mai, pour atteindre son meilleur niveau depuis 11 ans. Les nouvelles commandes à l'exportation de Taiwan – qui constituent elles aussi un bon indicateur sur l'état de la demande mondiale – ont également progressé en avril.

Par ailleurs, les goulets d'étranglement, dus à un fort déséquilibre entre l'offre et la demande de biens, ont – s'ils ne s'intensifient pas – peu de chance de se résorber de façon significative à court terme, ce qui pourrait maintenir les prix des matières premières et le coût du transport à des niveaux historiquement élevés. Comme le montre le graphique ci-dessous, l'indice des prix du transport maritime par containers en provenance de Chine – et vers le reste du monde – a bondi de près de 12% au cours du mois de mai.

Guillaume Derrien

¹ Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques.

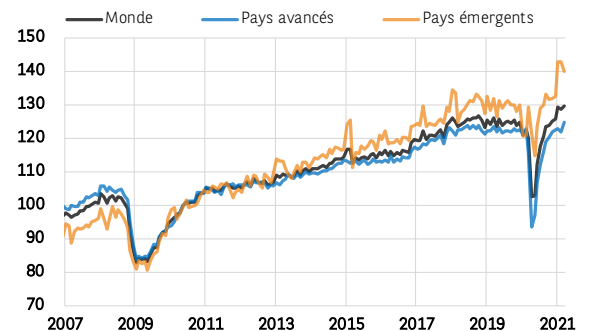
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

Indice du volume des échanges mondiaux (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

Indice des exportations en volume (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

Indice PMI manufacturier global, nouvelles commandes à l'exportation



Source: Markit, BNP Paribas

Indice du coût du fret maritime par containers en provenance de Chine



Source: Shanghai Shipping Exchange, BNP Paribas



ÉTATS-UNIS : L'INFLATION HORS DES CLOUDS

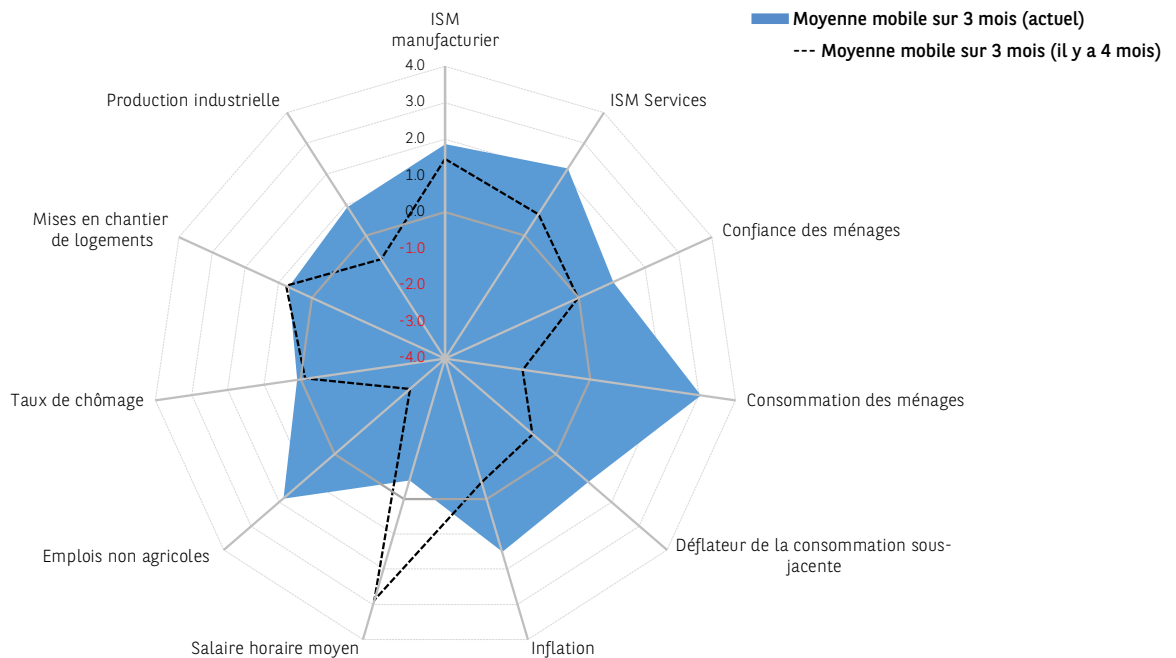
Notre baromètre de cette semaine témoigne d'un phénomène de plus en plus commenté aux États-Unis, à savoir la nette remontée de l'inflation qui accompagne le recul de l'épidémie de Covid-19. Certains, comme le président de la Réserve fédérale Jérôme Powell, minimisent l'incident ; d'autres, comme l'ancien secrétaire au Trésor Lawrence Summers ou l'économiste Nouriel Roubini y voient la possibilité d'un changement de régime. De fait, à 5% sur un an en mai, la hausse des prix à la consommation est la plus rapide jamais enregistrée depuis treize ans ; comme lors des pics précédents, elle reflète l'alourdissement de la facture énergétique (+28,5% sur un an), mais pas seulement. Mesurée à 3,8% en mai, l'inflation dite « sous-jacente » (qui exclut l'énergie et l'alimentation) accélère aussi, sous la pression de la demande. L'épargne en partie forcée de 2020 - près de 3 000 milliards de dollars économisés par les ménages, le double d'une année « normale » - comble l'appétit de consommation de 2021 pour les véhicules d'occasion, les services de transport, l'habillement, etc.

À ce stade, difficile de conclure à autre chose qu'une poussée transitoire de l'inflation. Les effets de « second tour », par lesquels les salaires répondent au choc et alimentent la hausse des prix, ne sont pas encore réellement décelables. Sur ce terrain, mieux vaut choisir le bon indicateur. La référence à l'indice des revenus horaires moyens (*average hourly earnings*), en fort rebond, est peu pertinente dans la mesure où ce dernier minore actuellement le poids des secteurs faiblement rémunérés, les plus affectés par la Covid. L'*employment cost index*, disponible sur une base trimestrielle et non soumis au même biais de structure, affiche une progression stable, voire légèrement ralentie (2,7% sur un an au premier trimestre de 2021 pour la partie salaires et traitements, contre 3,1% au premier trimestre de 2020).

Notons enfin qu'après un mois de mars exceptionnel, marqué par la réouverture des lieux publics et l'annonce de la distribution des chèques « Biden », la fièvre acheteuse des Américains se calme un peu. Les ventes au détail ont reculé en avril comme en mai probablement, mais on constate une correction du marché automobile. Autre signe de normalisation, les indicateurs de mobilité fournis par le moteur de recherche Google se rapprochent de leur niveau d'avant-crise. C'est en particulier le cas des déplacements dans les espaces commerciaux, logiquement bien corrélés à la consommation.

Jean-Luc Proutat

ÉTATS-UNIS : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

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

MOBILITÉ : VERS UN QUASI-RETOUR À LA NORMALE DANS BEAUCOUP DE PAYS

La tendance baissière de l'épidémie se poursuit au nouveau mondial pour la cinquième semaine consécutive. 2,8 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été enregistrés pendant la semaine du 2 au 8 juin, soit -16% par rapport à la semaine précédente. Cette baisse concerne l'ensemble des régions. Seul le continent africain connaît une hausse du nombre de cas, depuis la première semaine de mai, de 18% (graphique 1). Par ailleurs, 2,3 milliards de doses de vaccin contre le Covid-19 ont été administrées dans le monde depuis le T4 2020, début des campagnes de vaccination, soit une dose au moins pour près de 12% de la population (graphique 2). Au Royaume-Uni, 60% de la population a reçu au moins une dose, tandis que les États-Unis ont dépassé le seuil symbolique des 50%. Dans l'Union européenne, la proportion a atteint 42%.

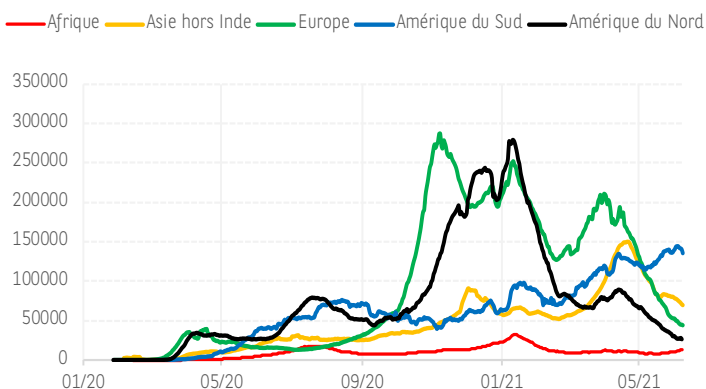
L'accélération de la vaccination a permis la réouverture progressive de l'économie. La fréquentation des commerces et des lieux de loisirs poursuit sa dynamique dans les principaux pays avancés, s'approchant d'un quasi-retour à la normale durant la semaine du 28 mai au 8 juin. Elle a ainsi progressé respectivement de 20 points, 16 points et 10 points (et atteint -9,6%, -2,3% et -7,7%), en Allemagne, en Belgique et au Royaume-Uni (en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence*). Elle a augmenté aussi durant la même semaine en France (6,4 points) et en Italie (6,7 points), passant respectivement de -16,9% à -10,6% et de -12,1% à -5,4%, alors qu'elle est restée stable aux États-Unis (autour de -4,3%) (graphique 3).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB continue de fléchir en France, en Italie, en Espagne, en Belgique et au Japon. En Allemagne, on note une récente baisse après un court rebond. Aux États-Unis, l'indicateur s'est amélioré après une dynamique baissière, tandis qu'il continue de progresser au Royaume-Uni (graphique 3). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. Notons toutefois que ces calculs pourraient refléter en partie un effet de base.

Tarik Rharrab

* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google.

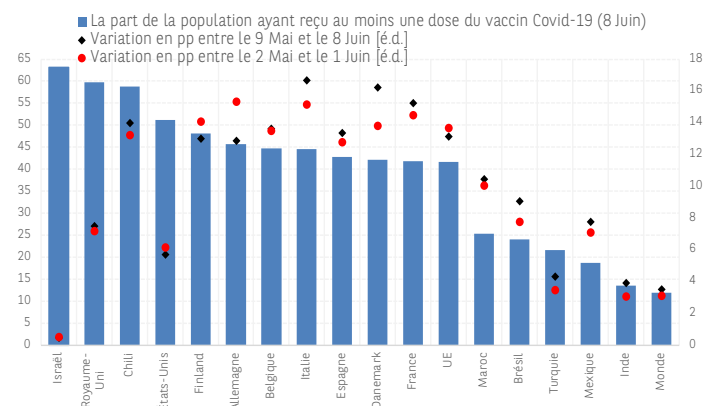
**NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)**



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (10/06/2021), BNP PARIBAS

PART DE LA POPULATION AYANT REÇU AU MOINS UNE DOSE DE VACCIN



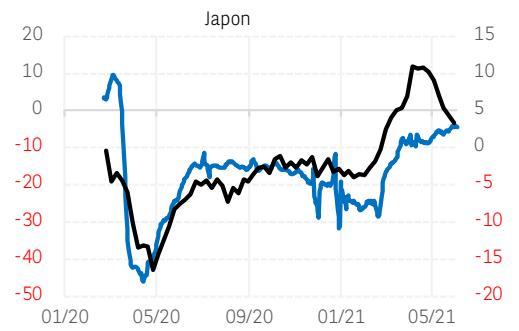
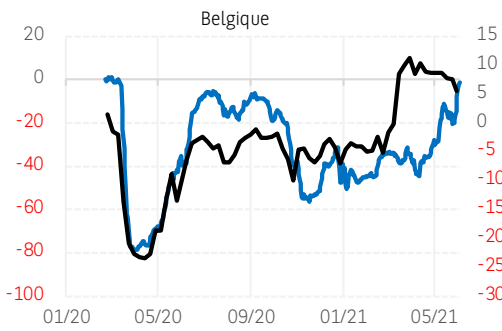
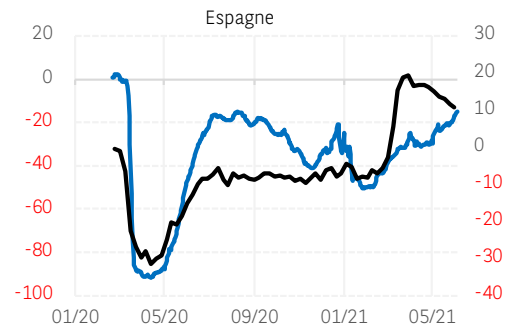
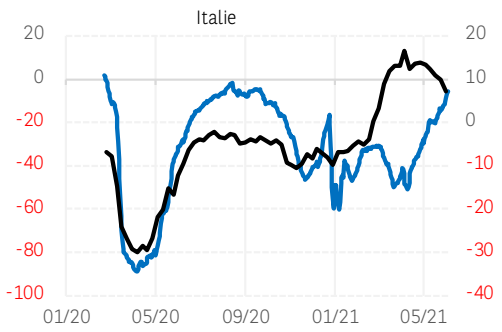
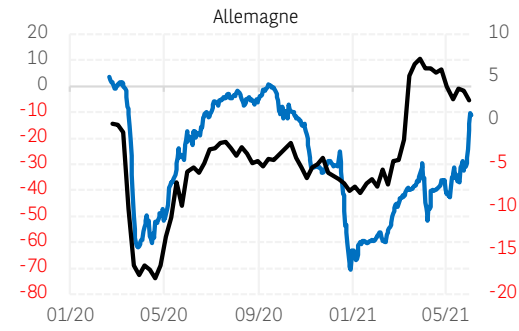
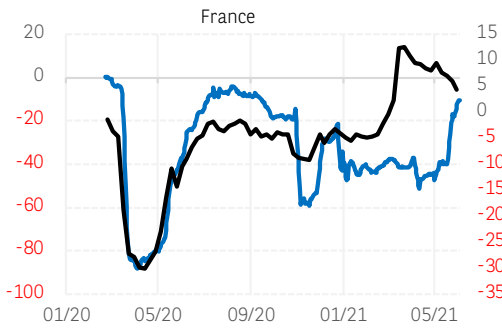
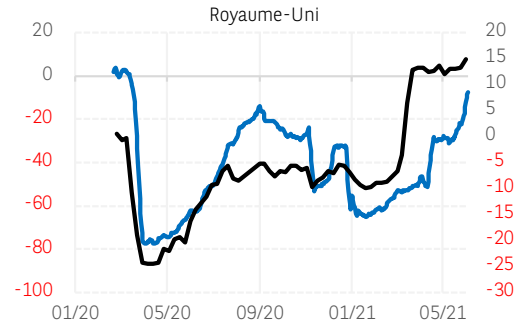
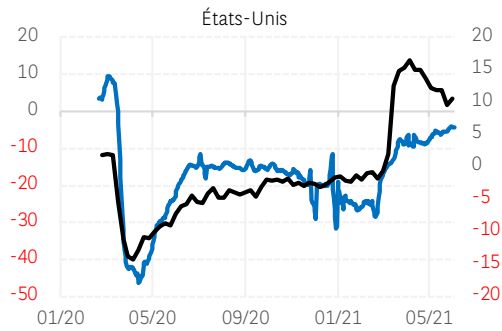
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 10/06/2021), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE (G.A.)

— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB [é.d.]



SOURCES : OCDE (10/06/2021), GOOGLE (08/06/2021), BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

Après avoir limité ses pertes en 2020, l'économie des États-Unis récupère vite, à la faveur d'une campagne vaccinale qui va bon train et laisse espérer une immunité collective contre la Covid-19 dans le courant de l'été. Elle bénéficie aussi d'un soutien budgétaire exceptionnel, du double de celui apporté au sortir de la crise financière de 2008. Résultat, le PIB des États-Unis connaîtrait une croissance proche de 7% en 2021, de quoi l'amener rapidement au-dessus de son niveau d'avant-crise. Le déficit d'emplois toujours important lié à la pandémie serait peu à peu résorbé, ce qui autoriserait une baisse rapide du taux de chômage, attendu sous la barre des 5% à l'horizon du second semestre. Les anticipations d'inflation, qui ont beaucoup remonté, ne devraient pas fléchir, d'autant que la hausse des prix s'anime ; pour quelques mois, elle va se situer nettement au-dessus de la cible de 2% fixée par la Réserve fédérale, qui ne devrait toutefois pas dévier de sa ligne accommodante.

CHINE

Après une contraction sans précédent au T1 2020, l'activité a enregistré un rebond en V à partir du T2. La croissance restera solide en 2021, toujours tirée par la production industrielle et les exportations. Alors que l'investissement manufacturier devrait se renforcer, les projets dans les infrastructures et le secteur immobilier devraient ralentir. Le redressement de l'activité dans les services et de la consommation privée a été plus tardif et plus lent, mais devrait gagner en vigueur en 2021. Les autorités vont réduire très progressivement les mesures de soutien budgétaire et poursuivre le resserrement prudent de la politique de crédit, initié depuis le T4 2020 en vue de stabiliser l'endettement domestique en pourcentage du PIB et contenir les risques dans le système financier.

ZONE EURO

Après avoir enregistré une récession historique en 2020 (-6,8% en moyenne annuelle), l'économie de la zone euro rebondirait sensiblement en 2021 (+4,2%). En 2022, le redressement se poursuivrait et l'activité croîtrait de 5%. Au total, la perte d'activité causée par la crise pandémique pourrait être effacée plus rapidement que précédemment anticipé, soit autour de mi-2022. La recrudescence de l'épidémie dans la plupart des États membres et des nouvelles restrictions sanitaires mises en place pèsent évidemment sur la dynamique de rattrapage et les incertitudes restent élevées. Toutefois, l'accélération attendue des campagnes de vaccination dans les États membres de la zone euro éclaircit sensiblement l'horizon économique. De plus, les politiques budgétaire et monétaire continueront de soutenir l'activité. La Banque centrale européenne a, à ce titre, annoncé la hausse du rythme de ses rachats d'actifs, permettant de maintenir des conditions de financements favorables dans la zone euro. Dans les mois à venir, l'un des enjeux principaux sera de restaurer pleinement la confiance des agents économiques, en particulier celle des consommateurs, moteur essentiel à une reprise soutenue et pérenne.

FRANCE

Contrairement à ce que laissait entrevoir, fin 2020, la découverte des vaccins, à savoir la fin du *stop-and-go* sur l'activité, on reste, début 2021, du fait de l'apparition des variants et de lenteurs dans la vaccination, sur une trajectoire de sortie de crise par à-coups. La capacité de rebond de l'économie, la possibilité d'un rebond vigoureux ne sont pas, en tant que telles, remises en cause ; c'est le timing du rebond qui est reporté. Il est désormais attendu au S2 2021, à la faveur de l'accélération de la vaccination et du soutien du *policy-mix*. Sur l'ensemble de 2021, la croissance s'élèverait à 6,1% en moyenne. Il s'agit d'une prévision plutôt optimiste, un demi-point au-dessus du consensus de mars 2021. En 2022, la croissance resterait forte (4,4%). Selon notre scénario, le PIB français dépasserait son niveau d'avant-crise au T1 2022. L'inflation reprendrait aussi des couleurs, sous l'effet de facteurs temporaires (prix des matières premières) mais aussi sous l'influence plus durable du jeu de l'offre (contrainte) et de la demande (en hausse) et des efforts de « reflation » de la politique monétaire.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, le *statu quo* monétaire va persister pendant un bon moment : le FOMC souhaite que l'inflation dépasse le seuil de 2% pour compenser une hausse des prix restée trop longtemps en dessous de cet objectif. Son orientation prospective basée sur les résultats est très claire : le rythme actuel d'achat d'actifs sera maintenu « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi maximum et d'inflation. Le FOMC indiquera bien à l'avance le moment où l'économie sera sur une trajectoire justifiant un changement de politique monétaire. Il y aura, selon ses prévisions, une augmentation de l'inflation d'ici quelques mois, mais elle sera temporaire et limitée. Les rendements des Treasuries devraient continuer à évoluer à la hausse sous l'effet de la relance budgétaire et de la perspective d'une forte accélération de la croissance économique.

Dans la zone euro, la BCE va conserver une politique très accommodante, centrée sur ses achats d'actifs et l'orientation prospective (*forward guidance*), dans le but de faire remonter l'inflation. Le programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) devrait durer au moins

jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Toutefois, les rendements obligataires devraient évoluer à la hausse sous l'effet de l'accélération de la croissance dans la zone euro, de la réduction de l'incertitude et de l'effet d'entraînement lié à la poussée des rendements des emprunts d'État américains. Cela devrait également conduire à un léger élargissement des spreads souverains dans la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, y compris sa stratégie de contrôle de la courbe de taux, même si la fourchette de fluctuation de cette dernière a été récemment élargie à +/- 25 pb autour de 0%. Dans les limites de cette fourchette, les rendements du JGB devraient remonter, dans le sillage de la tendance mondiale.

Nous prévoyons un léger affaiblissement du dollar US face à l'euro, sous l'effet de forces opposées : une croissance plus forte aux États-Unis que dans la zone euro mais de faibles différentiels de taux d'intérêt sur la partie courte de la courbe et un dollar qui, aux niveaux actuels, est cher par rapport à sa juste valeur. Le yen ne devrait guère bouger face au dollar, mais il devrait se replier face à l'euro.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2019	2020	2021 e	2022 e	2019	2020	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.5	6.9	4.7	1.8	1.2	2.5	2.2
Japon	0.3	-4.8	3.0	2.3	0.5	0.0	-0.3	0.0
Royaume-Uni	1.5	-10.2	6.1	6.0	1.8	0.9	1.4	2.1
Zone euro	1.3	-6.8	4.2	5.0	1.2	0.3	1.7	1.4
Allemagne	0.6	-5.3	3.0	4.8	1.4	0.4	2.1	1.5
France	1.5	-8.2	6.1	4.4	1.3	0.5	1.4	1.0
Italie	0.3	-8.9	5.0	3.9	0.6	-0.1	1.5	1.4
Espagne	2.0	-10.8	5.9	5.6	0.8	-0.3	1.3	1.2
Chine	6.1	2.3	9.2	5.3	2.9	2.5	1.8	2.8
Inde*	4.2	-7.2	12.5	4.1	4.8	6.2	4.9	4.6
Brésil	1.1	-4.1	2.5	3.0	3.7	3.2	6.5	4.0
Russie	1.3	-4.5	4.0	3.0	4.3	3.4	5.1	4.0

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.75	2.00	2.10	2.20	2.20	2.50
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	-0.10	0.20	0.20	0.20
	OAT 10a	-0.11	0.00	0.15	0.50	0.50	0.50
	BTP 10 ans	0.63	0.70	0.90	1.35	1.35	1.30
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.45	0.60	0.95	0.95	1.00
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Japon	Gilt 10a	0.88	1.00	1.10	1.20	1.20	1.30
	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.12	0.18	0.23	0.23	0.28

Taux de change		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
USD	EUR / USD	1.18	1.18	1.20	1.23	1.23	1.18
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114
	GBP / USD	1.38	1.39	1.43	1.46	1.46	1.42
EUR	EUR / GBP	0.85	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83
	EUR / JPY	130	131	133	137	137	135

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, la contraction du PIB au T1 a été moins sévère que prévu. Par ailleurs, la composante « perspectives » de l'enquête Eco Watchers s'est améliorée. Le consensus tablait sur une nouvelle baisse. Le PIB du T1 de la zone euro a fléchi moins que prévu. La croissance de la formation brute de capital fixe a été révisée à la baisse tandis que les dépenses des ménages sont en moindre diminution. La baisse de l'emploi au T1 s'est révélée identique à celle du trimestre précédent. Sans surprise, la BCE a maintenu sa politique avec un message toutefois plus positif qu'auparavant, les risques étant désormais jugés équilibrés. En France, l'emploi au T1 a progressé plus que prévu. Les prix à la consommation en Chine ont augmenté moins qu'escompté mais les prix à la production accusent une plus forte hausse que prévu. Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises n'a guère évolué en mai et les offres d'emploi ont augmenté considérablement en avril, dépassant largement les prévisions. L'inflation a atteint 5,0% en mai avec une inflation sous-jacente à 3,8%. Même si la variation mensuelle de l'inflation sous-jacente est passée de 0,9 % en avril à 0,7 %, ce chiffre demeure élevé. Le sentiment de l'Université du Michigan s'est amélioré, tout particulièrement la composante « attentes ». Les anticipations d'inflation à un an ont baissé de façon inattendue et les anticipations à long terme ont également reculé.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
07/06/2021	Japon	Indicateur avancé CI	Avril	102.9	103.0	102.5
08/06/2021	Japon	PIB t/t	T1	-1.20%	-1.00%	-1.30%
08/06/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (situation actuelle)	Mai	34.0	38.1	39.1
08/06/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (perspectives)	Mai	38.0	47.6	41.7
08/06/2021	Zone euro	Capital fixe brut	T1	1.00%	0.20%	1.60%
08/06/2021	Zone euro	Consommation des ménages t/t	T1	-2.30%	-2.30%	-3.00%
08/06/2021	Zone euro	Dépenses gouvernementales t/t	T1	0.30%	0.00%	0.40%
08/06/2021	Allemagne	Enquête ZEW (attentes)	Juin	86.0	79.8	84.4
08/06/2021	Allemagne	Enquête ZEW (conjoncture)	Juin	-28.0	-9.1	-40.1
08/06/2021	Zone euro	Emploi t/t	T1	--	-0.30%	-0.30%
08/06/2021	Zone euro	PIB t/t	T1	-0.60%	-0.30%	-0.60%
08/06/2021	Zone euro	Enquête ZEW (attentes)	Juin	--	81.3	84.0
08/06/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Mai	101.0	99.6	99.8
08/06/2021	États-Unis	Offres d'emploi (JOLTS)	Avril	8200k	9286k	8123k
09/06/2021	Chine	IPC g.a.	Mai	1.60%	1.30%	0.90%
09/06/2021	Chine	IPP g.a.	Mai	8.50%	9.00%	6.80%
09-15/06/21	Chine	Financement agrégé CNY	Mai	2001.2b	1920.0b	1850.0b
10/06/2021	France	Emploi dans le secteur privé	T1	0.30%	0.50%	0.30%
10/06/2021	France	Emplois	T1	0.20%	0.30%	-0.10%
10/06/2021	France	Production industrielle m/m	Avril	0.60%	-0.10%	0.80%
10/06/2021	Zone euro	Taux de facilité de dépôt de la BCE	Juin	-0.50%	-0.50%	-0.50%
10/06/2021	États-Unis	IPC m/m	Mai	0.50%	0.60%	0.80%
10/06/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Mai	0.50%	0.70%	0.90%
10/06/2021	États-Unis	IPC g.a.	Mai	4.70%	5.00%	4.20%
10/06/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Mai	3.50%	3.80%	3.00%
10/06/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	370k	376k	385k
11/06/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Avril	2.40%	2.30%	2.10%
11/06/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juin	84.2	86.4	82.9
11/06/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Juin	91.3	90.6	89.4
11/06/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Juin	78.7	83.8	78.8
11/06/2021	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Juin	4.70%	4.00%	4.60%
11/06/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans	Juin	--	2.80%	3.00%
11/06/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel 3m/3m	Avril	1.60%	1.50%	-1.50%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du FOMC aux États-Unis constituera le moment fort de cette semaine. Lors de la conférence de presse qui se tiendra à l'issue de la réunion, on peut s'attendre à de nombreuses questions : la Réserve fédérale est-elle toujours convaincue que l'accélération de l'inflation ne sera que passagère ? A-t-il été question de réduire le rythme des achats d'actifs ? Une réunion de politique monétaire se tiendra également à la Banque du Japon. Comme toujours à cette période du mois, la Chine publiera un grand nombre de données, même si un effet de base important, dû à l'impact de la pandémie sur la production et la demande, fausse la comparaison d'une année sur l'autre. Des données sur l'inflation seront publiées pour l'Allemagne, la France, la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis. La Banque de France communiquera son indice du sentiment industriel. Aux États-Unis, nous prendrons connaissance des chiffres de la vente de détail et de quelques données sur le marché du logement.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
14/06/2021	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Mai	108	107
15/06/2021	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi 3m/3m	Avr.	--	84k
15/06/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Mai	--	2,40%
15/06/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Mai	--	1,80%
15/06/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Mai	0,60%	-1,50%
15/06/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Mai	4,90%	4,10%
15/06/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité de production	Mai	75,10%	74,90%
15/06/2021	États-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	Juin	83	83
16/06/2021	Japon	Commandes de machines-outils	Avr.	2,50%	3,70%
16/06/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Mai	14,00%	17,70%
16/06/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Mai	9,20%	9,80%
16/06/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Mai	17,00%	19,90%
16/06/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Mai	19,60%	21,60%
16/06/2021	Chine	Taux de chômage	Mai	5,10%	5,10%
16/06/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Mai	--	1,30%
16/06/2021	Royaume-Uni	Sortie IPP (NSA) m/m	Mai	--	3,90%
16/06/2021	Royaume-Uni	PPI Input NSA MoM	Mai	--	9,90%
16/06/2021	Royaume-Uni	Prix des maisons g.a.	Avr.	--	10,20%
16/06/2021	Zone euro	Coût du travail g.a.	T1	--	3,00%
16/06/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Mai	-0,20%	0,30%
16/06/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Mai	5,20%	-9,50%
16/06/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Juin	0,25%	0,25%
17/06/2021	Chine	Prix des nouveaux logements m/m	Mai	--	0,48%
17/06/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Mai	--	218,60%
17/06/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mai	--	0,90%
17/06/2021	États-Unis	Perspectives économiques (Fed de Philadelphie)	Juin	30	31,5
17/06/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	--	--
18/06/2021	Japon	IPC national hors produits frais g.a.	Mai	0,00%	-0,10%
18/06/2021	Royaume-Uni	Vente de détail hors	Mai	--	9,00%
18/06/2021	France	Salaires t/t	T1	--	0,50%
18/06/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Juin	--	-0,10%
18/06/2021	Japon	Cible de rendement à 10 ans, BoJ	Juin	--	0,00%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

EcoTV - juin 2021	EcoTV	10 juin 2021
France : une majorité des PGE des TPE/PME résulteraient de comportements de précaution	Graphique de la Semaine	9 June 2021
La BCE sous pression	EcoWeek	7 June 2021
Espagne : l'encours des prêts a augmenté en 2020 pour la première fois depuis 2008	EcoTVWeek	4 juin 2021
Zone euro : les finances publiques éprouvées par la crise	EcoFlash	3 juin 2021
Suède : vers un vif rebond de la croissance	Graphique de la Semaine	2 juin 2021
Prévisions d'inflation : «Faites-nous confiance», tel est le message des banques centrales	EcoWeek	31 mai 2021
Zone euro : une possibilité de surprise positive sur le marché du travail	EcoTVWeek	28 mai 2021
Marché obligataire chinois : la participation des investisseurs étrangers	Graphique de la Semaine	26 mai 2021
Ruptures d'approvisionnement et perspectives d'inflation	EcoWeek	25 mai 2021
Zone euro : est-on trop pessimiste concernant l'impact économique de la pandémie ?	EcoFlash	21 mai 2021
France : début de reprise et stratégie de sortie de crise	EcoTVWeek	21 mai 2021
Global : Commerce international : les échanges de biens vers de nouveaux sommets	EcoFlash	19 mai 2021
France : moindre répercussion du taux de la bce sur la rémunération des dépôts à vue des SNF	Graphique de la Semaine	19 mai 2021
Global : Télétravail et innovation : la sérendipité est-elle menacée ?	EcoWeek	17 mai 2021
EcoTV - mai 2021	EcoTV	12_mai 2021
Reprise en France : déjà freinée avant même d'avoir démarré ?	Graphique de la Semaine	12_mai 2021
États-Unis : quels enseignements tirer de la grande inflation des années 1970 ?	EcoWeek	10_mai 2021
Italie : pourquoi le pays attire de nouveau toutes les attentions	EcoTVWeek	7 mai 2021
Marché du travail français : perspectives 2021	EcoFlash	6 mai 2021
Europe centrale : un retour probable au pib d'avant-covid dès 2021	Graphique de la Semaine	5 mai 2021
EcoWeek 21.17 - Édition du 3 mai 2021	EcoWeek	3 mai 2021



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



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 loi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche et d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change