

2-3

ÉDITORIAL

Marché du travail de la zone euro : aspects conjoncturels des goulets d'étranglement

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays :

10

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-14

CALENDRIER

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

15

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

MARCHÉ DU TRAVAIL DE LA ZONE EURO: ASPECTS CONJONCTURELS DES GOULETS D'ÉTRANGLEMENT

Dans la zone euro, les enquêtes auprès des entreprises font ressortir des pénuries records de personnel. Elles constituent un frein pour la croissance économique et laissent entrevoir une augmentation plus rapide des salaires et une hausse de l'inflation. À ce jour, la progression des salaires reste modérée mais, compte tenu de sa relation historique avec les goulets d'étranglement sur le marché du travail, une accélération semble probable. Malgré les difficultés des entreprises à pourvoir les postes vacants, le sous-emploi reste supérieur aux niveaux pré-pandémie. Cette situation devrait s'améliorer dans les prochains mois. Toutefois, pour alléger les tensions sur le marché du travail, les intentions d'embauche des entreprises seront déterminantes. Or, d'après des enquêtes récentes, celles-ci devraient rester élevées.

Dans la zone euro, la vigueur de la reprise après la récession provoquée par la pandémie a rapidement conduit à la réapparition des goulets d'étranglement sur le marché du travail. Les enquêtes auprès des entreprises font état de pénuries de personnel inédites (graphique 1). D'un point de vue conjoncturel, cette situation pose deux problèmes¹. Premièrement, elle constitue un obstacle pour la croissance. Ainsi, le solde d'opinions des entreprises industrielles de la zone euro déclarant que « [le manque] de main d'œuvre » est un facteur limitant leur production atteint 23%. Par ailleurs, celui citant la « pénurie de matières premières » est deux fois plus élevé (51 %, un record). Dans les services, la tendance est la même. En particulier, dans l'hôtellerie, les entreprises peinent à recruter depuis la fin du confinement, et dans le secteur de la santé où la pénurie de personnel a mené à la fermeture de certains services. Deuxièmement, cette insuffisance de personnel laisse envisager une croissance plus rapide des salaires qui, à son tour, pourrait entraîner une remontée de l'inflation. Une telle évolution devrait, jusqu'à un certain point, être une bonne nouvelle. Son maintien dans la durée permettrait à la BCE de normaliser sa politique monétaire en mettant fin aux achats nets de son programme d'achats d'actifs et, *in fine*, en relevant ses taux directeurs.

Bien sûr, cela dépend aussi de la transmission de la croissance des salaires à la hausse des prix à la consommation. En 2017-2018, alors que le cycle économique de la zone euro atteignait son pic conjoncturel, cette transmission avait été plutôt limitée. La normalisation de la politique monétaire est, pour le moment, une perspective lointaine puisque la progression des salaires négociés² reste modérée. « Au

1 Nous aborderons, dans un prochain numéro d'EcoWeek, les conséquences structurelles des goulets d'étranglement sur le marché du travail.

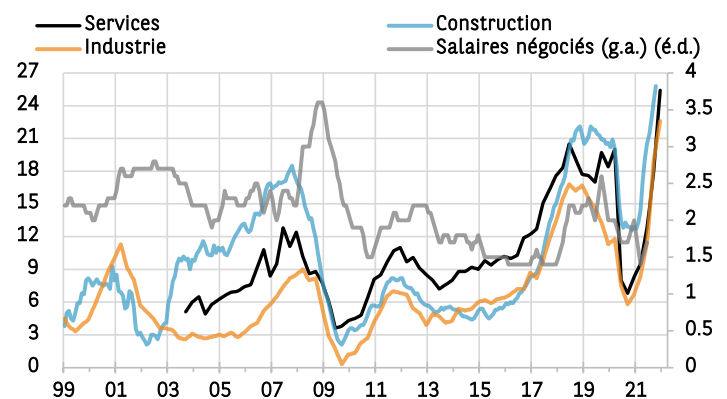
2 D'après les données collectées par la BCE, il s'agit là d'un indicateur plus fiable des évolutions salariales. Les indicateurs traditionnels de la progression des salaires, comme la croissance de la rémunération par salarié ou la croissance de la rémunération par heure travaillée, ont été fortement influencés par des mesures telles que les programmes de maintien dans l'emploi pour atténuer l'impact de la pandémie (source : BCE, bulletin économique, vol. 7, novembre 2021). Cependant, cet indicateur est expérimental car il se fonde sur des sources non harmonisées. Sa qualité, quoique suffisamment fiable, est légèrement inférieure à celle d'autres statistiques de la BCE (source : BCE).

deuxième trimestre de cette année, les salaires négociés dans la zone euro ont augmenté à un taux inférieur à 2 %, plus modérément qu'avant la récession due à la pandémie de Covid-19, à taux de chômage comparable »³. Selon la Commission européenne, la pandémie pourrait avoir entraîné une baisse du nombre de nouveaux accords salariaux. Néanmoins, l'augmentation limitée des salaires peut également être due au décalage des conventions salariales, qui suivent avec un certain retard les évolutions sur le marché du travail. Au vu de la relation historique (graphique 1), on peut donc logiquement s'attendre à un rebond de la croissance salariale dans les prochains trimestres.

Les évolutions récentes de l'inflation pourraient alimenter les revendications salariales mais la principale question est de savoir si les pénuries de main-d'œuvre resteront élevées. Cela dépend des intentions d'embauche des entreprises et des perspectives en termes

3 Commission européenne, Prévisions de l'automne, novembre 2021.

ZONE EURO : PÉNURIE DE MAIN-D'ŒUVRE ET CROISSANCE DES SALAIRES NÉGOCIÉS



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BCE, BNP PARIBAS



Malgré les difficultés des entreprises à pourvoir les postes vacants, le sous-emploi est resté supérieur aux niveaux pré-pandémie. Cette situation devrait s'améliorer dans les prochains mois. Toutefois, pour alléger les tensions sur le marché du travail, les intentions d'embauche des entreprises seront déterminantes.

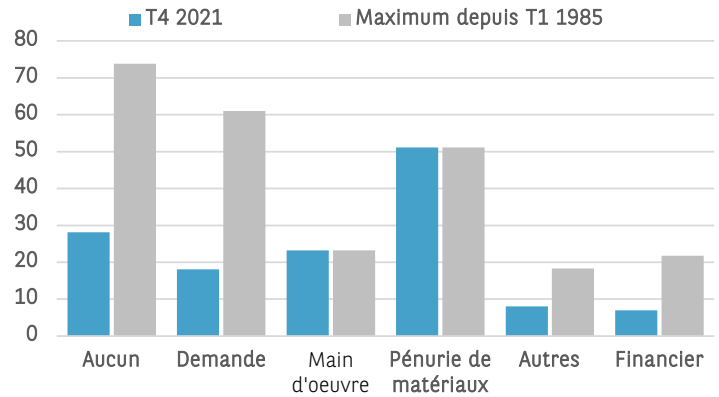


de demande finale de l'économie – la situation reste sur ce point favorable à en juger par le niveau record des anticipations d'embauche de l'industrie européenne et les services – mais aussi de la facilité avec laquelle les emplois vacants pourront être pourvus.

Pour le moment, le sous-emploi reste élevé. D'après Eurostat, la sous-utilisation de la main-d'œuvre dans l'UE s'élevait à 14,5 % de la population active élargie au deuxième trimestre de cette année, contre 13 % environ avant la pandémie⁴. Pour la Commission européenne, il existe plusieurs raisons à la coexistence du sous-emploi et des pénuries de main-d'œuvre. Les taux de vacance d'emplois ont tendance à réagir plus rapidement à une reprise du cycle économique. Les mesures de soutien liées à la pandémie ont pu avoir pour effet temporaire une moindre incitation à rechercher un emploi. De plus, certaines personnes peuvent se montrer réticentes à retourner travailler en raison du risque sanitaire. On peut s'attendre à ce que l'impact de ces facteurs diminue dans les prochains mois, facilitant ainsi le pourvoi des emplois vacants et une baisse du taux de chômage. L'autre explication possible est que le « déséquilibre structurel du marché du travail pourrait être en train de s'aggraver sous l'effet de la réallocation sectorielle de la main-d'œuvre et de l'accélération des changements de la demande relative de qualifications, déclenchée par le choc de la Covid-19 »⁵. Cela pourrait donner lieu à des pressions salariales propres à certains secteurs plutôt qu'à l'échelle de l'économie dans son ensemble.

William De Vijlder

FACTEURS LIMITANT LA PRODUCTION INDUSTRIELLE DANS LA ZONE EURO



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

⁴ « L'indicateur de sous-emploi d'Eurostat fournit une définition plus large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre que le taux de chômage. Au-delà des chômeurs, il inclut également les personnes en sous-emploi (personnes à temps partiel, souhaitant travailler plus) et deux catégories de personnes inactives : celles qui sont disponibles, mais ne recherchent pas un emploi et celles qui recherchent un emploi, mais sont non disponibles. La taille de ces groupes est exprimée en pourcentage de la « population active élargie », qui comprend les chômeurs, les personnes employées et les deux catégories de personnes inactives susmentionnées. (source : Commission européenne, Prévisions de l'automne, novembre 2021).

⁵ Commission européenne, Prévisions de l'automne, novembre 2021.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 5-11-21 au 12-11-21

➔ CAC 40	7 041	▶ 7 091	+0.7 %	
➔ S&P 500	4 698	▶ 4 683	-0.3 %	
➔ Volatilité (VIX)	16.5	▶ 16.3	-0.2 pb	
➔ Euribor 3m (%)	-0.57	▶ -0.56	+0.5 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	0.14	▶ 0.16	+1.2 pb	
➔ OAT 10a (%)	0.00	▶ 0.03	+2.9 pb	
➔ Bund 10a (%)	-0.28	▶ -0.25	+2.6 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	1.45	▶ 1.57	+11.2 pb	
➔ Euro vs dollar	1.16	▶ 1.14	-1.0 %	
➔ Or (once, \$)	1 810	▶ 1 862	+2.9 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	82.9	▶ 82.9	-0.1 %	

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	-0.14	0.03	le 29/10	-0.46	le 04/01
Eonia	-0.49	-0.47	le 26/01	-0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.78	-0.58	le 29/10	-0.78	le 12/11
Euribor 3m	-0.56	-0.53	le 07/05	-0.57	le 03/11	Bund 10a	-0.25	-0.09	le 22/10	-0.60	le 04/01
Euribor 12m	-0.47	-0.44	le 01/11	-0.52	le 02/02	OAT 10a	0.03	0.23	le 17/05	-0.41	le 04/01
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.72	0.86	le 01/11	0.43	le 05/08
Libor 3m	0.16	0.24	le 13/01	0.11	le 09/09	Treas. 2a	0.49	0.51	le 11/11	0.11	le 05/02
Libor 12m	0.40	0.40	le 12/11	0.22	le 06/09	Treas. 10a	1.57	1.75	le 31/03	0.91	le 01/01
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01	High Yield	5.13	5.16	le 02/11	4.52	le 29/06
Libor 3m	0.11	0.25	le 28/10	0.03	le 01/01	£ Gilt. 2a	0.53	0.70	le 03/11	-0.08	le 04/01
Libor 12m	0.67	0.85	le 28/10	0.07	le 11/01	£ Gilt. 10a	0.91	1.20	le 21/10	0.21	le 04/01

Au 12-11-21

Au 12-11-21

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21		+bas 21		2021	
USD	1.14	1.23	le 06/01	1.14	le 12/11	-6.5%	
GBP	0.85	0.91	le 06/01	0.84	le 26/10	-4.6%	
CHF	1.05	1.11	le 04/03	1.05	le 04/11	-2.5%	
JPY	130.42	133.97	le 28/05	125.22	le 18/01	+3.2%	
AUD	1.56	1.64	le 20/08	1.53	le 18/03	-1.4%	
CNY	7.31	8.00	le 01/01	7.31	le 12/11	-8.6%	
BRL	6.21	6.95	le 03/03	5.88	le 24/06	-2.3%	
RUB	83.43	92.47	le 20/04	80.71	le 26/10	-7.8%	
INR	85.19	90.39	le 23/04	85.19	le 12/11	-4.7%	

Au 12-11-21

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21		+bas 21		2021		2021(€)	
Pétrole, Brent	82.9	86.5	le 26/10	51.2	le 04/01	+59.7%	+70.8%		
Or (once)	1 862	1 947	le 05/01	1 682	le 08/03	-1.9%	+4.9%		
Métaux, LMEX	4 381	4 763	le 15/10	3 415	le 01/01	+28.3%	+37.2%		
Cuivre (tonne)	9 841	11 300	le 18/10	7 749	le 01/01	+27.0%	+35.8%		
Blé (tonne)	238	2.9	le 07/05	223	le 10/09	-3.9%	+2.8%		
Mais (tonne)	221	2.9	le 07/05	188	le 04/01	+17.3%	+25.4%		

Au 12-11-21

Variations

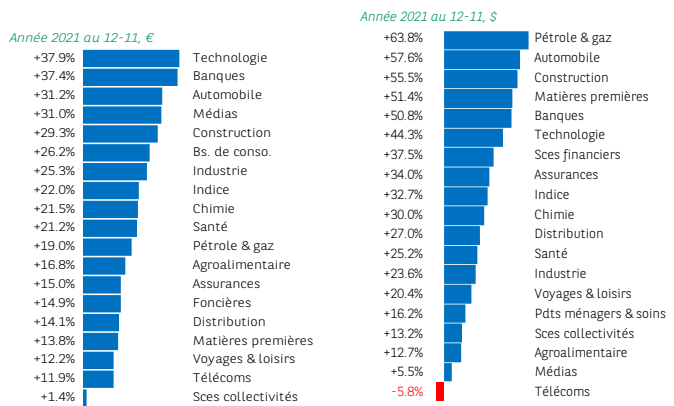
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21		+bas 21		2021	
Monde							
MSCI Monde	3 224	3 238	le 08/11	2 662	le 29/01	+19.8%	
Amérique du Nord							
S&P500	4 683	4 702	le 08/11	3 701	le 04/01	+24.7%	
Europe							
EuroStoxx50	4 370	4 370	le 12/11	3 481	le 29/01	+23.0%	
CAC 40	7 091	7 091	le 12/11	5 399	le 29/01	+27.7%	
DAX 30	16 094	16 094	le 12/11	13 433	le 29/01	+17.3%	
IBEX 35	9 081	9 281	le 14/06	7 758	le 29/01	+12.5%	
FTSE100	7 348	7 384	le 11/11	6 407	le 29/01	+13.7%	
Asie Pacifique							
MSCI, loc.	1 166	1 196	le 14/09	1 044	le 06/01	+11.7%	
Nikkei	29 610	30 670	le 14/09	27 013	le 20/08	+7.9%	
Emergents							
MSCI Emergents (\$)	1 285	1 445	le 17/02	1 221	le 20/08	-0.4%	
Chine	93	130	le 17/02	87	le 06/10	-14.1%	
Inde	877	877	le 12/11	659	le 29/01	+32.3%	
Brésil	1 508	2 098	le 24/06	1 428	le 29/10	-16.1%	
Russie	846	914	le 25/10	647	le 01/02	+24.9%	

Au 12-11-21

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

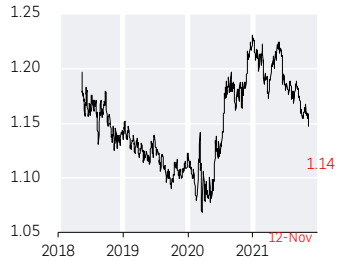


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

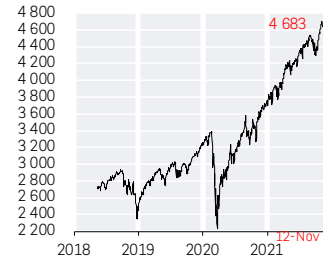
EURO-DOLLAR



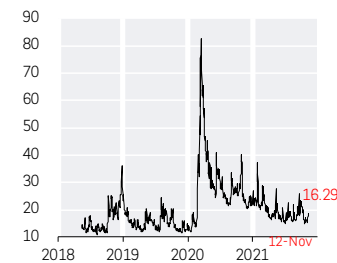
EUROSTOXX50



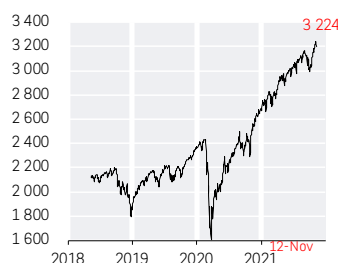
S&P500



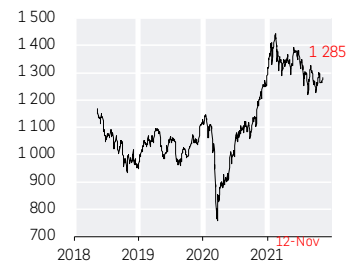
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



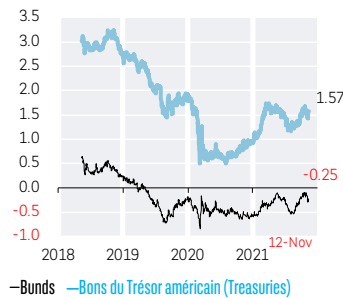
MSCI MONDE (USD)



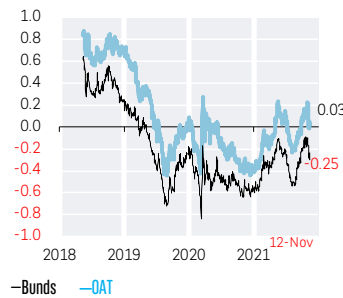
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

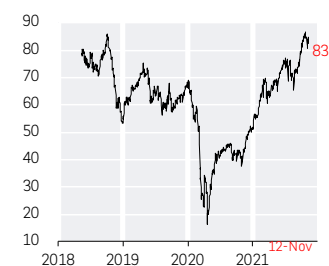


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 12-11, €

1.43%	Grèce	170 pb
0.91%	Italie	118 pb
0.47%	Espagne	74 pb
0.38%	Portugal	66 pb
0.03%	France	30 pb
-0.02%	Belgique	26 pb
-0.06%	Finlande	22 pb
-0.16%	Irlande	11 pb
-0.22%	Autriche	6 pb
-0.25%	Allemagne	2 pb
-0.28%	P-Bas	

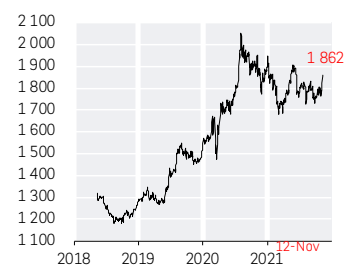
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



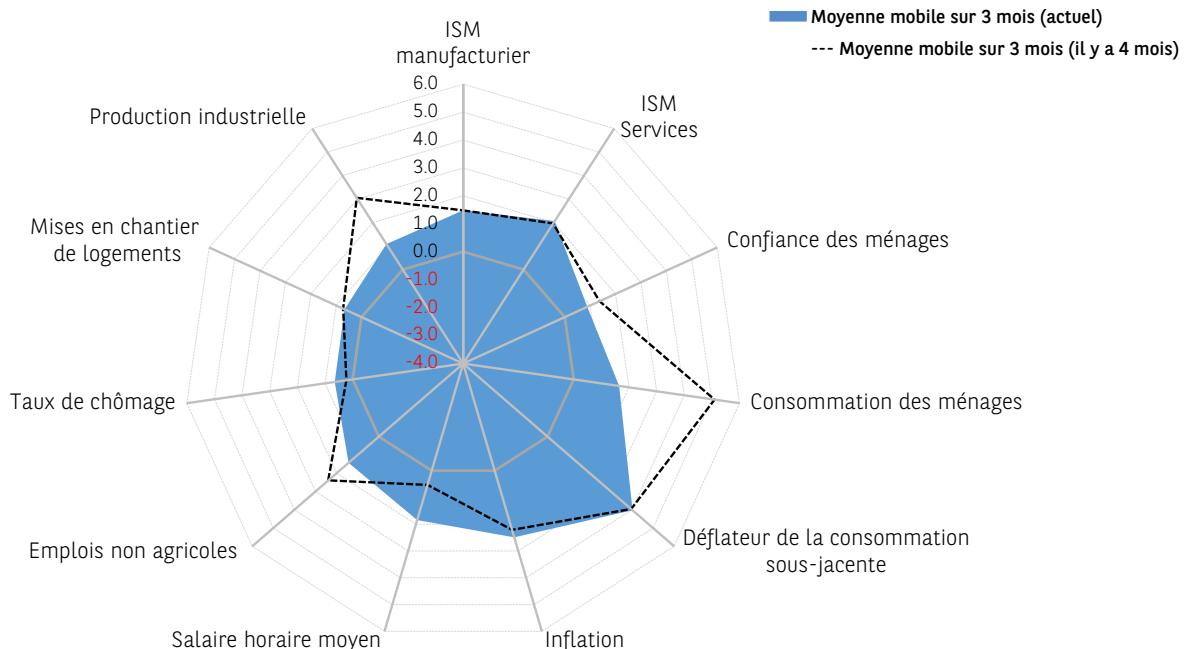
ÉTATS-UNIS : L'INFLATION AU-DESSUS DE 6%

C'est un dérapage transitoire... qui dure ! En octobre, l'inflation américaine a été mesurée à 6,2% sur un an, son plus haut niveau depuis trente-et-un ans. Si, comme les mois précédents, l'alourdissement de la facture énergétique est en cause (il explique 30% du chiffre), l'accélération de la hausse des prix est un phénomène qui s'étend aux États-Unis. Elle rattrape les loyers, dont le renchérissement atteint déjà 3,5% sur un an et va, à coup sûr, s'accroître. L'envolée du prix des logements (+20% sur un an dans les vingt principales villes des États-Unis, un record depuis 2004) provoque en effet une révision en hausse des baux appliqués aux nouveaux locataires ou « imputés » aux propriétaires, que le Bureau des statistiques du travail (BLS) n'intègre que très progressivement dans l'indice des prix (à raison d'un relevé tous les six mois pour 1/6^e du parc). Conséquence, la fièvre immobilière n'a pas fini de déteindre sur les chiffres l'inflation, d'autant plus sûrement que les loyers pèsent lourd dans l'indice des prix (33%).

Ici, la Réserve fédérale (Fed) a un rôle à jouer. Alors que sa politique n'est guère efficace pour répondre à la pénurie mondiale de composants ou aux tensions qui affectent les cours du brut, elle conditionne en revanche grandement l'évolution du marché immobilier. Son caractère ultra-accommodant a déjà poussé le taux réel des emprunts hypothécaires en territoire négatif, ce qui ne s'était jamais vu jusqu'ici ; proche de USD 900 milliards annuels au deuxième trimestre, la distribution de crédits à l'habitat explose et se rapproche des records de 2006. Alors que la situation de l'emploi s'améliore (près de 6 millions de postes ont été créés depuis le début de l'année, dont 531 000 en octobre, qui a vu le taux de chômage baisser à 4,6%) le temps de la normalisation monétaire est venu. Elle passera dans un premier temps par une réduction des rachats nets d'actifs de la Fed qui, de USD 120 milliards par mois jusqu'en octobre 2021, tomberont progressivement à zéro en juin 2022. Le bilan de l'Institution devrait alors se stabiliser aux alentours de USD 9 000 milliards, soit 40% du PIB.

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



BAROMÈTRE

COVID-19 : VERS UNE CINQUIÈME VAGUE EN EUROPE

Le nombre de nouveaux cas hebdomadaires de Covid-19 en Europe continue d'augmenter pour la septième semaine consécutive, avec 1,7 million nouvelles contaminations entre le 3 et le 9 novembre (graphique 1). La Russie comptabilise le nombre le plus important (280 455). Suivent le Royaume-Uni (236 899, en baisse par rapport à la semaine dernière), l'Allemagne (194 577), l'Ukraine (151 796), la Pologne (90 506), les Pays-Bas (76 623), puis la Belgique et la France avec près de 60 000 nouveaux cas. En parallèle, la couverture vaccinale progresse de plus en plus lentement, mais continue de s'étendre. À ce jour, 7,34 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde, ce qui porte à 51,2% la part de la population mondiale ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la Covid-19 (graphique 2).

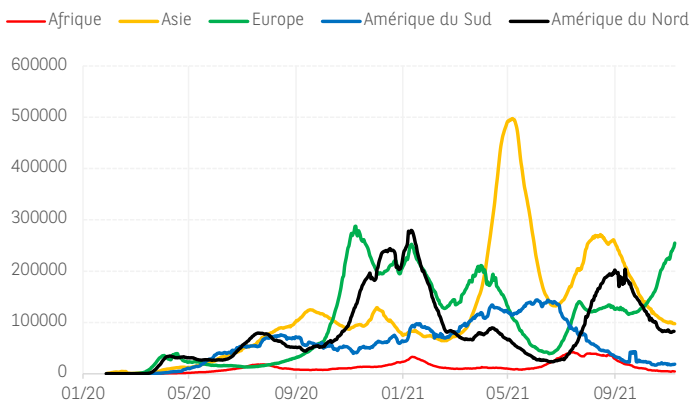
Dans le même temps, en Allemagne et en Italie et, dans une moindre mesure, en France, en Espagne et au Royaume-Uni, la tendance de la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs est légèrement baissière, une évolution à mettre possiblement sur le compte de la situation sanitaire en Allemagne notamment. La Belgique se distingue par une situation relativement stable sur la période récente. Aux États-Unis, la tendance continue de se stabiliser, alors qu'au Japon, elle poursuit sa dynamique favorable en s'approchant davantage de son niveau pré-pandémique (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB, par rapport à son niveau d'il y a deux ans, continue de s'améliorer en France et au Japon. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la légère baisse constatée cette dernière semaine fait suite à une tendance haussière, tandis que l'inflexion est un peu plus nette en Allemagne, Espagne et Italie. En Belgique, c'est une image de stabilisation qui se dessine (graphique 3, courbe noire). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'OCDE calcule cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découlerait d'une comparaison avec les données pour 2020.

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.

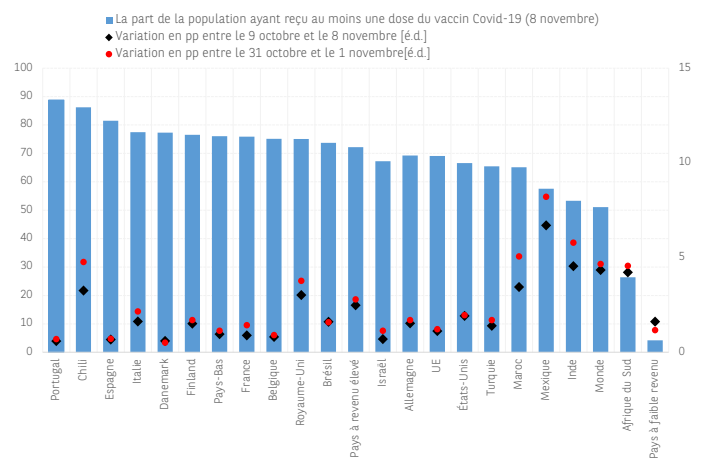
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (10/11/2021), BNP PARIBAS

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



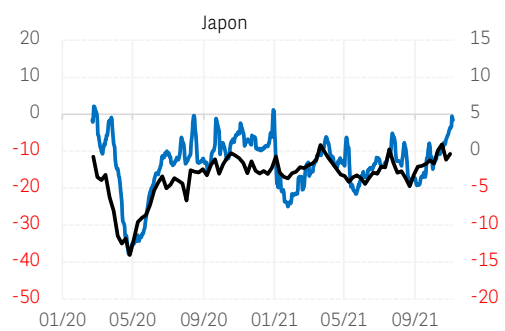
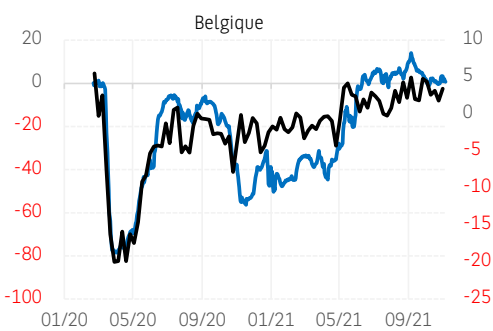
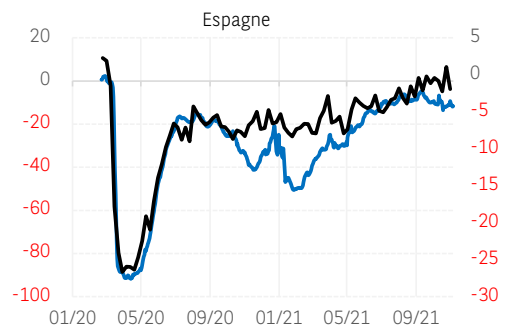
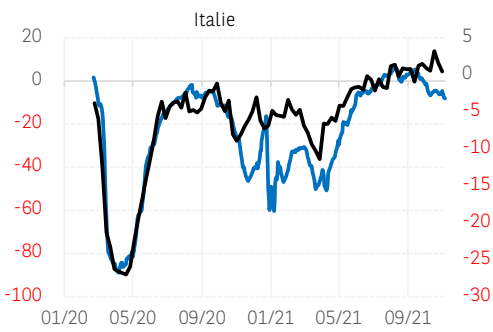
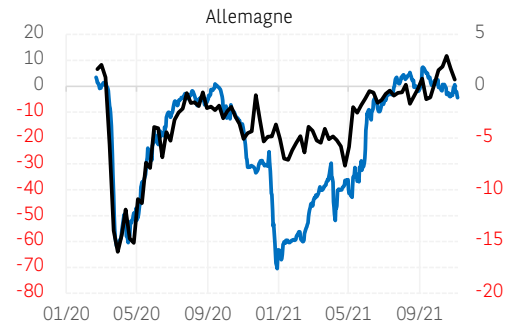
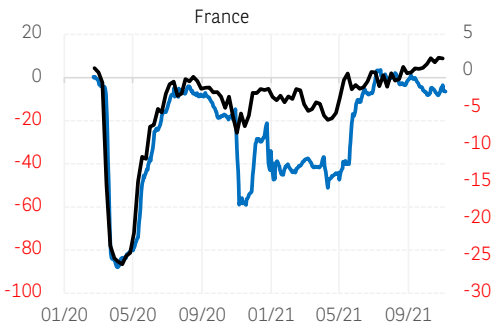
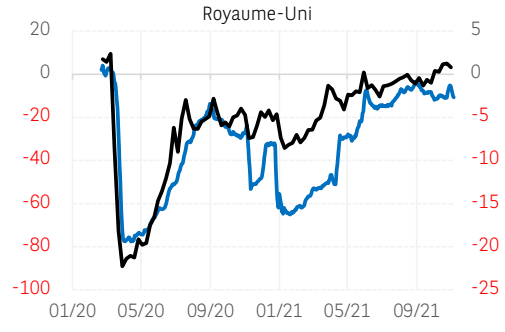
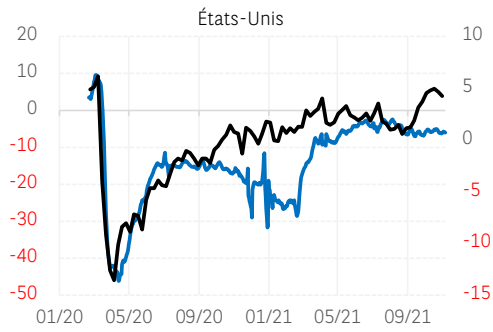
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 09/11/2021), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

— 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 sur 2 ans du PIB [é.d.]

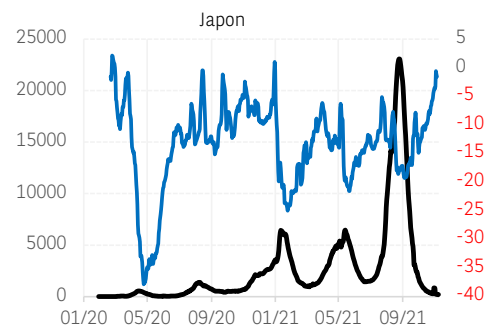
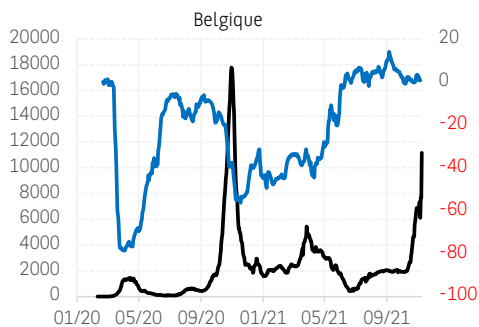
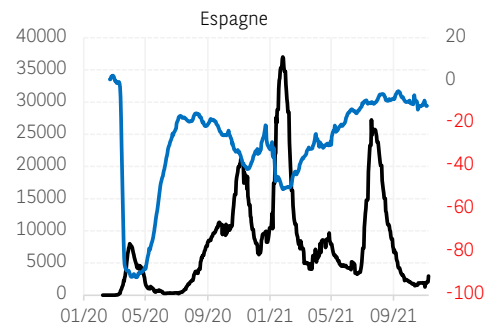
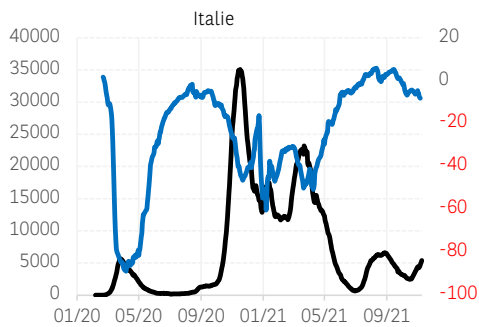
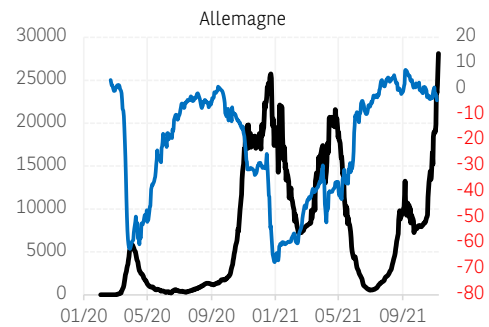
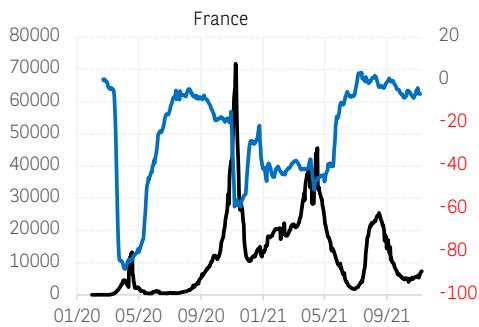
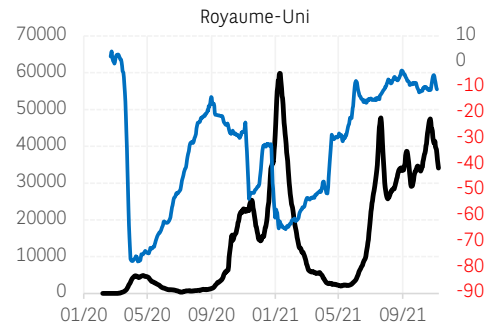
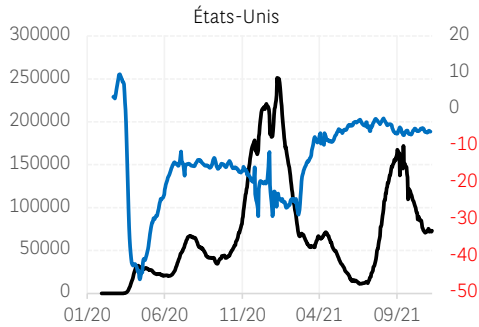


SOURCES : OCDE (09/11/2021), GOOGLE (09/11/2021), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET LOISIRS

— Nouveaux cas confirmés quotidiens de COVID-19 (moyenne mobile sur 7 jours)
 — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*) (é.d.)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (09/11/2021), GOOGLE (/11/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

En très fort rebond jusqu'au printemps, l'économie américaine a retrouvé son niveau pré-pandémique et devait afficher un taux de croissance d'environ 6% en 2021. La deuxième partie de l'année s'annonce toutefois moins dynamique. Alors que la campagne de vaccination s'essouffle, la propagation du variant « delta » fait remonter le nombre des infections et des décès. Les enquêtes de conjoncture sont moins euphoriques. Les taux de croissance envisagés restent cependant supérieurs au potentiel et autoriseraient une résorption graduelle du déficit d'emplois liés à la pandémie, le taux de chômage étant attendu proche de la barre des 5% à l'horizon de la fin du second semestre. Compte tenu des tensions sur les approvisionnements et les prix des matières premières, l'inflation, actuellement proche de 5%, ne devrait pas fléchir immédiatement, sa décélération étant plutôt envisagée pour fin 2021, début 2022.

CHINE

Le rebond post-Covid19 de la production industrielle et des exportations a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance se sont normalisés. Le ralentissement de l'activité a cependant été plus marqué que prévu pendant l'été, et généralisé à l'ensemble des secteurs. Aux effets du resserrement prudent de la politique budgétaire et des conditions de crédit se sont ajoutés ceux du durcissement réglementaire dans des secteurs tels que l'immobilier et le numérique ainsi que des contraintes d'approvisionnement dans l'industrie et des nouvelles restrictions imposées face à la résurgence épidémique. À court terme, la campagne vaccinale devrait continuer d'accélérer, et les autorités devraient renforcer leur soutien monétaire et budgétaire à la demande intérieure tout en maintenant le cap du durcissement réglementaire.

ZONE EURO

Après son rebond vigoureux au T2 2021, la croissance maintiendrait le rythme au T3 (+2,2% t/t). Les diverses contraintes pesant sur l'offre amputent la croissance au T3 et au T4 de quelques dixièmes par rapport à la prévision de juin, dixièmes qui seraient progressivement récupérés en 2022. En profil trimestriel, la croissance irait légèrement décroissant l'année prochaine. Elle resterait surtout nettement supérieure à son rythme tendanciel, soutenue par l'important stimulus monétaire et budgétaire, le déblocage de l'épargne forcée accumulée et les besoins d'investissement, au point qu'en moyenne annuelle elle serait légèrement plus élevée qu'en 2021 (5,2% après 5%), ce qui distingue la zone euro des États-Unis et du Royaume-Uni. La situation sanitaire reste un aléa baissier important. Les signes d'altération de la confiance des entreprises et de leurs marges seront également à surveiller. Quant à l'inflation, la majeure partie de sa hausse en 2021 est temporaire. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 (frôlant 4% en glissement annuel), avant de refluer en 2022. Elle s'établirait toutefois à un niveau plus élevé qu'avant-crise, sous l'effet du renforcement de la croissance et des efforts de « reflation » de la politique monétaire. Nos prévisions d'inflation se situent au-dessus de celles de la BCE.

FRANCE

Avec un acquis de croissance au T2 2021 qui s'élève à près de 5%, la prévision d'une croissance de 6% sur l'ensemble de l'année a de solides chances d'être atteinte, voire légèrement dépassée. Les perspectives pour le T3 et le T4 s'annoncent cependant un peu moins positives qu'à l'approche de l'été. Les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants viennent en effet freiner le redémarrage de manière un peu plus significative qu'attendu. Le retour à la normale de l'activité dans les secteurs du tourisme, de l'hébergement-restauration, de la culture, des divertissements, du commerce, des transports reste également freiné par la situation sanitaire. En 2022, ces différents freins devraient disparaître mais le soutien de l'effet mécanique de rattrapage du niveau d'avant-crise ira aussi en se dissipant. La croissance se normaliserait mais resterait forte, soutenue par l'impulsion budgétaire.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a commencé son *tapering* sans que cela n'annonce un changement d'orientation de la politique de taux. Nous prévoyons néanmoins une augmentation des taux fédéraux au 2nd semestre de 2022 en réponse à la baisse attendue du taux de chômage. Dans ce contexte, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans devraient augmenter cette année et au 1^{er} semestre 2022, avant de fluctuer sans tendance claire. Par ailleurs, les rendements devraient culminer moins haut qu'au cours des précédents cycles.

Dans la zone euro, la BCE maintiendra sa politique très accommodante centrée sur les achats d'actifs et la *forward guidance*, en vue de générer une remontée durable de l'inflation vers son objectif. Les conclusions de la revue stratégique confirment clairement cette orientation. Nous prévoyons l'arrêt fin mars 2022 des achats nets d'actifs dans le cadre du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) une fois la phase aigüe de la pandémie passée. À cette occasion, les volumes mensuels au titre du programme traditionnel d'achats d'ac-

tifs devraient être augmentés afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Les rendements du Bund à 10 ans devraient se tendre jusqu'au premier semestre 2022 au vu de la croissance du PIB, de l'environnement inflationniste, mais aussi des rendements américains. Le Bund devrait ensuite fluctuer sans tendance claire.

Les *spreads* souverains pourraient s'élargir quelque peu au quatrième trimestre de cette année et au début de 2022 du fait de l'incertitude liée aux élections. L'écartement devrait être limité compte tenu des achats actuels de la BCE et de la perspective d'une augmentation du programme d'achat (APP) après l'arrêt du PEPP.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, tout en laissant monter le rendement du JGB à 10 ans, au vu de l'augmentation mondiale des rendements, vers la limite supérieure de sa fourchette cible de 0 à 25 pb.

Nous anticipons un raffermissement du dollar face à l'euro, porté par l'élargissement des différentiels de taux longs et la divergence croissante de politique entre la Réserve fédérale et la BCE. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen en raison de la divergence entre la Réserve fédérale et la Banque du Japon.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021 e	2022 e	2023 e	2021 e	2022 e	2023 e
États-Unis	6.0	5.3	3.3	4.2	2.8	2.4
Japon	2.1	2.4	1.6	-0.2	0.3	0.5
Royaume-Uni	7.0	6.3	2.1	2.3	3.3	2.0
Zone euro	5.0	5.2	2.3	2.4	2.1	1.7
Allemagne	2.8	5.3	2.4	3.0	2.4	1.9
France	6.3	4.3	2.1	2.0	1.9	1.6
Italie	6.3	5.1	2.8	1.9	2.2	1.4
Espagne	6.1	6.4	3.4	2.6	2.2	1.4
Chine	7.8	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Bésil	5.0	1.5	2.0	7.8	6.3	3.6
Russie	4.5	3.3	2.6	6.0	5.0	4.1

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, %		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.50	1.25
	Treas. 10a	1.70	1.90	2.00	1.90
	Z. euro				
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	
Bund 10a	-0.10	0.00	-0.10	0.10	
OAT 10a	0.40	0.40	0.20	0.40	
BTP 10 ans	1.10	1.10	1.00	1.20	
BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90	
R-Uni					
Taux BoE	0.10	0.30	0.50	0.80	
Gilt 10a	0.90	1.10	1.10	1.20	
Japon					
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
JGB 10a	0.10	0.20	0.20	0.20	

Taux de change		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
USD	EUR / USD	1.15	1.13	1.12	1.10
	USD / JPY	111	112	114	116
	GBP / USD	1.37	1.36	1.37	1.38
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.82	0.80
	EUR / JPY	128	127	128	128

Pétrole		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Fin de période					
Pétrole	USD/baril	87	80	80	85

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

Le Japon a connu une amélioration en octobre par rapport au mois précédent : l'évaluation de la situation actuelle dans le cadre de l'Enquête EcoWatchers a été bien meilleure que prévu, tout comme les perspectives. La croissance des commandes de machines-outils s'est accélérée. En Allemagne, l'enquête ZEW a enregistré une amélioration forte et inattendue des perspectives et une baisse plus importante que prévu de l'évaluation de la situation actuelle. La même enquête a montré une amélioration des attentes pour la zone euro. Les prévisions de la Commission européenne pour cet automne étaient à la hausse en matière de croissance et de perspectives du marché du travail ; à noter néanmoins, des vents contraires qui se renforcent en raison des ruptures d'approvisionnement, des prix élevés de l'énergie, des goulets d'étranglement sur le marché du travail et des « blocages sporadiques liés à une pandémie ». L'indice du sentiment industriel de la Banque de France s'est redressé en octobre, le consensus ayant anticipé un statu quo. L'inflation chinoise a fortement augmenté en octobre par rapport à l'année dernière, l'inflation IPP atteignant 13,5 % (contre 10,7 % le mois précédent). Aux États-Unis, le moral des petites entreprises s'est amélioré et l'inflation des IPP s'est stabilisée, tandis que l'inflation des prix à la consommation a atteint 6,2 % et l'inflation sous-jacente 4,6 %. Les offres d'emploi ont légèrement reculé en septembre par rapport au mois précédent. Le sentiment de l'Université du Michigan a fortement déçu et les anticipations d'inflation n'ont guère changé. Au Royaume-Uni, la croissance du troisième trimestre est légèrement inférieure au consensus en raison de chiffres décevants de la consommation privée et de la formation brute de capital fixe.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
09/11/2021	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Oct.	48.5	55.5	42.1
09/11/2021	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Oct.	57.0	57.5	56.6
09/11/2021	Allemagne	Enquête sur les perspectives (ZEW)	Nov.	20.0	31.7	22.3
09/11/2021	Allemagne	Enquête sur la situation actuelle (ZEW)	Nov.	18.3	12.5	21.6
09/11/2021	Zone euro	Enquête sur les perspectives (ZEW)	Nov.	--	25.9	21
09/11/2021	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Oct.	99.5	98.2	99.1
09/11/2021	Etats-Unis	IPP demande finale g.a.	Oct.	8.6%	8.6%	8.60%
09/11/2021	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie g.a.	Oct.	6.8%	6.8%	6.80%
10/11/2021	China	IPC g.a.	Oct.	1.4%	1.5%	0.70%
10/11/2021	China	IPP g.a.	Oct.	12.3%	13.5%	10.70%
10/11/2021	Japan	Commandes de machines outils g.a.	Oct.	--	81.5%	71.90%
10/11/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Oct.	0.5%	0.5%	0.50%
10/11/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Oct.	4.6%	4.6%	4.60%
10/11/2021	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance-chômage	Nov.	260k	267k	--
10/11/2021	Etats-Unis	IPC g.a.	Oct.	5.9%	6.2%	5.40%
10/11/2021	Etats-Unis	IPC hors aliments et énergie g.a.	Oct.	4.3%	4.6%	4.00%
10/11/2021	France	Sentiment dans l'industrie (Banque de France)	Oct.	100.0	102.0	100

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
11/11/2021	Etats-Unis	PIB t/t	T3	1.5%	1.3%	5.50%
11/11/2021	Etats-Unis	Consommation privée t/t	T3Q	3.1%	2.0%	7.20%
11/11/2021	Etats-Unis	Dépenses du gouvernement t/t	T3Q	0.7%	0.9%	8.10%
11/11/2021	Etats-Unis	Formation brute de capital fixe t/t	T3Q	2.4%	0.8%	0.80%
11/11/2021	Etats-Unis	Exportations t/t	T3Q	-1.5%	-1.9%	6.20%
11/11/2021	Etats-Unis	Importations t/t	T3Q	3.4%	2.5%	2.40%
11/11/2021	Etats-Unis	Investissement total des entreprises t/t	T3Q	3.5%	0.4%	4.50%
11/11/2021	Zone euro	Bulletin économique (BCE)				
11/11/2021	Zone euro	Prévisions économiques (Commission européenne)				
11/11/2021	Zone euro	Production industrielle SA m/m	Sept.	-0.5%	-0.2%	-1.60%
12/11/2021	Etats-Unis	Offres d'emploi (Jolts)	Sept.	10300k	10438k	10439k
12/11/2021	Etats-Unis	Sentiment (Université du Michigan)	Nov.	72.5	66.8	71.7
12/11/2021	Etats-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Nov.	77.2	73.2	77.7
12/11/2021	Etats-Unis	Perspectives (Université du Michigan)	Nov.	68.8	62.8	67.9
12/11/2021	Etats-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Nov.	4.9	4.9	4.80
12/11/2021	Etats-Unis	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	Nov.	--	2.9	2.90

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

Comme habituellement à cette époque de l'année, de nombreuses données sont attendues pour la Chine. Le Japon publiera les chiffres du PIB pour le T3 2021 ainsi que ceux du commerce international et de l'inflation. Aux Etats-Unis, paraîtront plusieurs enquêtes des banques régionales de la Réserve fédérale ainsi que les chiffres des ventes de détail, des inscriptions à l'assurance chômage et ceux du marché immobilier. Au Royaume-Uni, nous connaissons les données de l'emploi, de la confiance des consommateurs, des ventes de détail, de l'inflation et l'estimation des carnets de commande. En France, nous aurons les chiffres de l'inflation et du chômage, et pour la zone euro les chiffres de l'inflation et une mise à jour du PIB pour le T3 2021.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
09-15/11/2021	Chine	Financement agrégé CNY	Oct.	1700.0b	2900.0b
09-15/11/2021	Chine	Nouveaux prêts en yuan	Oct.	800.0b	1660.0b
15/11/2021	Japon	PIB consommation privée t/t	T3	-0.50%	0.90%
15/11/2021	Japon	PIB T/T	T3	-0.20%	0.50%
15/11/2021	Japon	PIB dépenses des entreprises	T3	-0.50%	2.30%
15/11/2021	Japon	Contribution des stocks (% du PIB)	T3	0.10%	-0.30%
15/11/2021	Japon	Exportations nettes (part du PIB)	T3	0.00%	-0.30%
15/11/2021	Chine	Prix des nouveaux logements	Oct.	--	-0.08%
15/11/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Oct.	3.60%	4.40%
15/11/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Oct.	3.00%	3.10%
15/11/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Oct.	6.20%	7.30%
15/11/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Oct.	8.00%	8.80%
15/11/2021	Chine	Taux de chômage	Oct.	4.90%	4.90%
15/11/2021	États-Unis	Indice manufacturier (Empire)	Nov.	20	19.8
16/11/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Sept.	--	4.50%
11/16/2021	Royaume-Uni	Évolution dans l'emploi 3m/3m	Sept.	--	235k
11/16/2021	France	IPC harmonisé m/m	Oct.	--	0.50%
11/16/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Oct.	--	3.20%
11/16/2021	Zone euro	Emploi t/t	T3	--	0.70%
11/16/2021	Zone euro	Emploi g.a.	T3	--	1.80%
11/16/2021	Zone euro	PIB t/t	T3	--	2.20%
11/16/2021	États-Unis	Ventes de détails avancées	Oct.	0.80%	0.70%
11/16/2021	États-Unis	Ventes de détails (Control Group)	Oct.	--	0.80%
11/16/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité	Oct.	75.90%	75.20%

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
11/16/2021	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Nov.	81	80
17/11/2021	Japon	Exportations g.a.	Oct.	--	13.00%
17/11/2021	Japon	Importations g.a.	Oct.	--	38.60%
17/11/2021	Japon	Commandes de machines	Sept.	--	-2.40%
17/11/2021	Royaume-Uni	IPC g.a.	Oct.	--	3.10%
17/11/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Oct.	--	2.90%
17/11/2021	Royaume-Uni	Indice prix de détails	Oct.	--	308.6
17/11/2021	Royaume-Uni	Prix à la production (NSA) g.a.	Oct.	--	6.70%
17/11/2021	Royaume-Uni	Prix des intrants (NSA) g.a.	Oct.	--	11.40%
17/11/2021	Royaume-Uni	Prix des logements g.a.	Sept.	--	10.60%
17/11/2021	Zone euro	IPC g.a.	Oct.	--	3.40%
17/11/2021	Zone euro	IPC m/m	Oct.	--	0.80%
17/11/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Oct.	--	2.10%
17/11/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Oct.	2.80%	-7.70%
17/11/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Oct.	1.60%	-1.60%
18/11/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Oct.	--	-23.10%
18/11/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Nov.	--	--
18/11/2021	États-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Nov.	21	23.8
18/11/2021	États-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Nov.	--	31
18-24/11/2021	Royaume-Uni	Évolutions des commandes globales (CBI)	Nov.	--	9
18-24/11/2021	Royaume-Uni	Évolutions des prix de vente (CBI)	Nov.	--	59
19/11/2021	Japon	IPC g.a.	Oct.	--	0.20%
19/11/2021	Japon	IPC hors produits frais g.a.	Oct.	--	0.10%
19/11/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov.	--	-17
19/11/2021	France	Taux de chômage (BIT)	T3	--	8.00%
19/11/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors auto et carburant m/m	Oct.	--	-0.60%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

Chine : un moteur à l'arrêt	EcoTVWeek	12 novembre 2021
Pologne : l'affaiblissement des exportations, reflet des pénuries dans l'industrie	Graphique de la Semaine	10 novembre 2021
Zone Euro : l'augmentation du taux de rémunération des dépôts, les marchés et la BCE	EcoWeek	8 novembre 2021
Durcissement monétaire dans les pays émergents	EcoTVWeek	5 novembre 2021
Zone euro : stabilisation de l'encours des prêts garantis par l'État (PGE)	Graphique de la Semaine	3 novembre 2021
Le marathon de la réforme de la gouvernance économique de l'Union européenne	EcoWeek	29 octobre 2021
Commerce international : les perturbations des échanges restent fortes	EcoTVWeek	29 octobre 2021
France's 2022 budget: automatic deficit reduction	EcoFlash	27 octobre 2021
Dépense en énergie : quel poids dans la consommation des ménages européens ?	Graphique de la Semaine	27 octobre 2021
Le marathon de la réforme de la gouvernance économique de l'Union européenne	EcoWeek	25 octobre 2021
France, budget 2022 : réduction mécanique du déficit	EcoFlash	22 octobre 2021
À propos de la hausse des prix de l'énergie	EcoTVWeek	22 octobre 2021
Tensions inflationnistes dans les pays émergents	Graphique de la Semaine	20 octobre 2021
Global : Risques associés à une inflation transitoire mais élevée	EcoWeek	18 octobre 2021
Inquiétudes sur la répartition des risques	EcoTVWeek	15 octobre 2021
États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques	Chart of the Week	13 octobre 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	12 octobre 2021
Global : Market timing, borne zéro et assouplissement quantitatif	EcoWeek	11 octobre 2021
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	8 octobre 2021
Inde : consolidation en cours	EcoTVWeek	8 octobre 2021
Zone euro : l'inflation au plus haut depuis 2008	Graphique de la semaine	6 octobre 2021
Global : La mauvaise inflation brouille les perspectives économiques	EcoWeek	4 octobre 2021
Dégradation des finances publiques en Colombie : Pourquoi et doit-on s'en inquiéter ?	EcoTVWeek	1 octobre 2021



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Responsable – France, zone euro

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@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 - Climat, retraites, croissance long terme

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

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

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

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@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 foi 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