

2-3

ÉDITORIAL

Marché des *Treasuries* : prudence !

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

Chine : rééquilibrage difficile
Royaume-Uni : sous la menace du Delta
La mobilité reste favorable malgré la progression rapide de la pandémie

10

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-13

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.

MARCHÉ DES TREASURIES: PRUDENCE!

Le repli significatif des rendements des obligations d'État américaines par rapport au pic atteint à la fin mars laisse perplexe au vu des prévisions de croissance et des données récentes sur l'inflation. Ce recul semble indiquer que les investisseurs se rangent à l'avis de la Fed, selon laquelle l'inflation va baisser. Il reflète également le ralentissement des données de ces dernières semaines, laissant supposer que les marchés accordent plus d'importance à la variation du taux de croissance qu'à son niveau. La sensibilité des rendements obligataires aux données économiques évolue par cycles. Comme par le passé, une politique monétaire américaine moins accommodante pourrait venir renforcer cette sensibilité car ces données façonneront les anticipations de politique [monétaire] plus restrictive ou non. Auparavant, elle pourrait être accrue par une inflation durablement supérieure à l'objectif du FOMC en 2022.

Depuis son pic de 1,74 % à la fin mars, le rendement de l'obligation d'État américaine à 10 ans a reculé d'environ 40 points de base. Un tel mouvement peut paraître *a priori* contre-intuitif compte tenu des perspectives de croissance – le consensus de Bloomberg table sur une croissance du PIB réel supérieure au potentiel sur l'ensemble de la période de prévision allant jusqu'à fin 2022 – et des chiffres élevés de l'inflation ces derniers mois. Les dernières données sur la hausse des prix à la consommation ont surpris par leur vigueur, entraînant une remontée des rendements des *Treasuries*. La réaction a été plus prononcée pour la partie courte et intermédiaire de la courbe que pour les échéances éloignées (graphique 1), signe que le marché anticipait la possibilité d'un début de normalisation de la politique monétaire américaine plus tôt que prévu. Dès le lendemain, cependant, les rendements repartaient en sens inverse à la suite des commentaires accommodants de Jerome Powell dans son rapport semestriel devant le Congrès.

Les investisseurs obligataires partagent, semble-t-il, son avis sur le caractère transitoire des tensions inflationnistes. Peut-être les opérateurs du marché se rassurent-ils à l'idée que le dernier chiffre mensuel de l'inflation est essentiellement le fait des secteurs sensibles à la crise Covid-19 (habillement, automobile, voyage, loisirs, hôtellerie). Les propos du président de la Réserve fédérale, selon lequel il n'y aurait pas de hausse majeure de l'inflation parce que la banque centrale ne le tolérerait pas, n'ont pas perturbé le marché, comme si celui-ci jugeait très improbable que la Fed soit obligée de prendre des mesures énergiques. Une telle sérénité à l'égard des perspectives d'inflation pourrait expliquer l'absence de hausse des rendements cette année. Cependant, concernant la baisse des taux longs et des points morts d'inflation – qui mesurent les anticipations d'inflation, en repli de 20 points de base depuis le sommet atteint au printemps – la cause est à chercher ailleurs.

L'une des explications possibles est que, compte tenu des niveaux élevés atteints, les investisseurs s'attendent à une diminution très prochaine des pressions sur les approvisionnements – telles que reflétées par l'évaluation des prix des intrants et des retards de livraison dans les enquêtes ISM et PMI. D'après les données historiques, il existe une corrélation étroite entre ces pressions et les points morts d'inflation. Autre cause possible : les inquiétudes grandissantes concernant les nouvelles contaminations, qui pourraient représenter un frein à la croissance. Enfin, le repli des rendements obligataires pourrait signifier que le ralentissement de la croissance a déjà commencé. L'évaluation de la dynamique de croissance au cours d'un trimestre donné est un exercice difficile : la multitude de données régulièrement publiées est telle que l'arbre finit par cacher la forêt.

Le *nowcast* hebdomadaire de la Réserve fédérale de New York relatif à la croissance du PIB réel du trimestre en cours offre une solution intéressante¹. D'après le graphique 2, le *nowcast* s'inscrit en retrait depuis quelques mois – indiquant un fléchissement de la croissance –, une évolution qui s'est accompagnée d'une baisse des rendements obligataires. La relation entre les rendements des *Treasuries* à 10 ans

1 Un *nowcast* est une estimation en temps réel de la croissance du PIB réel, basée sur un large éventail de données économiques. Les données d'entrée du modèle sont pondérées en fonction de leur degré d'actualité et de leur qualité. Pour une description de la méthodologie, voir : *Liberty Street Economics, Just Released: Introducing the New York Fed Staff Nowcast*, 12 avril 2016.

INTRAJOURNALIER



GRAPHIQUE 1

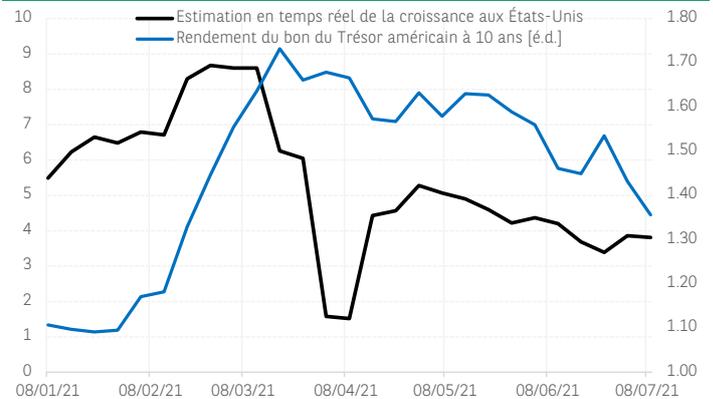
SOURCES : BLOOMBERG (15/07/2021), BNP PARIBAS

et le *nowcast* de la croissance du PIB varie avec le temps. Comme l'indique le graphique 3, d'après une régression sur fenêtre mobile de 5 ans entre les rendements obligataires et le *nowcast*, le coefficient bêta de régression a connu, depuis 2007, trois cycles avec des pics en 2009, 2014 et début 2020, suivis à chaque fois de baisses significatives. Autrement dit, la façon dont une variation donnée du *nowcast* entraîne une variation des rendements obligataires dépend de l'environnement économique².

L'orientation de la politique monétaire apparaît naturellement comme un facteur conditionnant la corrélation entre les rendements des *Treasuries* et le *nowcast* de la croissance du PIB. Concernant, en particulier, la taille du bilan de la Réserve fédérale, le graphique montre que sa stabilisation (arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif) s'est accompagnée d'une relation plus étroite entre les données économiques et les rendements obligataires. On a observé la même évolution, par la suite, avec le début de la réduction du bilan de la Fed (« resserrement quantitatif ») et pendant le cycle de resserrement qui a débuté à la fin de 2015 et qui a conduit à un pic des *Fed Funds* en décembre 2018. Ces résultats présentent un intérêt particulier dans les circonstances actuelles : il faut s'attendre à ce qu'une politique monétaire moins accommodante

² Il est intéressant de noter que, comme l'illustre le graphique, le coefficient bêta a été très faible au cours des derniers mois. Ce résultat dépend de la fenêtre choisie pour la régression. Une fenêtre de longue durée – ce qui est le cas ici – implique un niveau de lissage élevé. Cela peut entraîner une sous-estimation de l'intensité de la corrélation sur des intervalles plus courts (comme le montre le graphique 2).

NOWCAST & RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR AMÉRICAIN



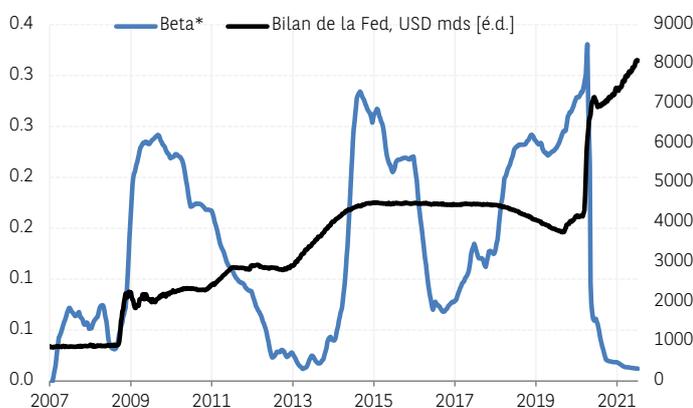
GRAPHIQUE 2

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK, BNP PARIBAS

renforce la sensibilité des rendements obligataires aux données économiques car ces données façonneront les anticipations relatives à une politique plus restrictive ou non. Auparavant cette sensibilité devrait s'accroître en cas de maintien de l'inflation au-dessus de l'objectif du FOMC en 2022.

William De Vijlder

BÊTA, BILAN DE LA FED & CIBLE DES TAUX FÉDÉRAUX



*Coefficient Bêta de régression sur fenêtre mobile de 5 ans entre les rendements obligataires et le *nowcast*

SOURCES : RÉSERVES FÉDÉRALES DE ST. LOUIS ET DE NEW YORK, BNP PARIBAS

GRAPHIQUE 3

” Une politique monétaire américaine moins accommodante pourrait renforcer la sensibilité des rendements obligataires aux données économiques car ces données façonneront les anticipations relatives à une politique plus restrictive ou non. Auparavant, elle pourrait être accrue par une inflation durablement supérieure à l'objectif du FOMC en 2022.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 9-7-21 au 15-7-21

↘ CAC 40	6 529	▶	6 493	-0.6 %		
↘ S&P 500	4 370	▶	4 360	-0.2 %		
↗ Volatilité (VIX)	16.2	▶	17.0	+0.8 pb		
↘ Euribor 3m (%)	-0.54	▶	-0.55	-0.5 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	0.13	▶	0.13	+0.5 pb		
↘ OAT 10a (%)	-0.01	▶	-0.06	-4.6 pb		
↘ Bund 10a (%)	-0.34	▶	-0.38	-3.9 pb		
↘ US Tr. 10a (%)	1.36	▶	1.30	-5.9 pb		
↘ Euro vs dollar	1.19	▶	1.18	-0.4 %		
↗ Or (once, \$)	1 808	▶	1 823	+0.8 %		
↘ Pétrole (Brent, \$)	75.6	▶	73.6	-2.7 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.29	-0.03 le 19/05
Eonia	-0.48	-0.47 le 26/01	Bund 2a	-0.68	-0.64 le 23/06
Euribor 3m	-0.55	-0.53 le 07/05	Bund 10a	-0.38	-0.11 le 20/05
Euribor 12m	-0.49	-0.47 le 20/04	OAT 10a	-0.06	0.23 le 17/05
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.56	0.79 le 20/05
Libor 3m	0.13	0.13 le 13/01	\$ Treas. 2a	0.22	0.26 le 01/07
Libor 12m	0.24	0.34 le 01/01	Treas. 10a	1.30	1.75 le 31/03
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	High Yield	4.56	4.87 le 09/03
Libor 3m	0.08	0.09 le 24/03	£ Gilt. 2a	0.15	0.15 le 15/07
Libor 12m	0.18	0.18 le 24/06	Gilt. 10a	0.69	0.93 le 13/05

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.18 le 06/01	1.17 le 30/03	-3.4%
GBP	0.85 le 06/01	0.85 le 05/04	-4.8%
CHF	1.08 le 04/03	1.08 le 18/01	+0.3%
JPY	133.97 le 28/05	125.22 le 18/01	+2.9%
AUD	1.59 le 04/01	1.53 le 18/03	+0.2%
CNY	7.64 le 01/01	7.63 le 07/07	-4.6%
BRL	6.03 le 03/03	5.88 le 24/06	-5.0%
RUB	87.69 le 20/04	86.04 le 18/06	-3.1%
INR	88.10 le 23/04	85.30 le 27/03	-1.5%

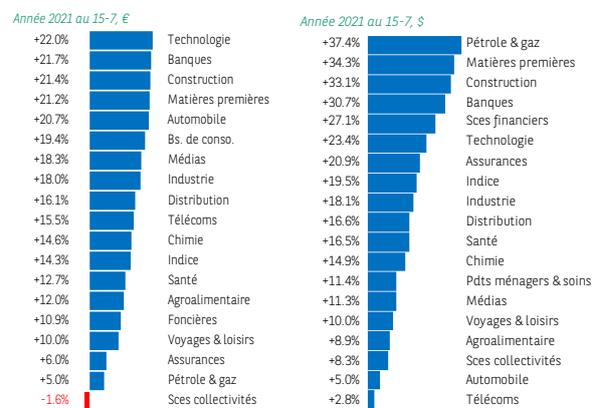
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	73.6 le 05/07	51.2 le 04/01	+41.8%	+46.8%
Or (once)	1 823 le 05/01	1 682 le 08/03	-3.9%	-0.5%
Métaux, LME	4 195 le 11/05	3 415 le 01/01	+22.9%	+27.2%
Cuivre (tonne)	9 452 le 11/05	7 749 le 01/01	+22.0%	+26.3%
Blé (tonne)	242 le 07/05	224 le 09/07	-2.1%	+1.4%
Mais (tonne)	253 le 07/05	188 le 04/01	+34.2%	+39.0%

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	3 044	3 068 le 12/07	2 662 le 29/01	+13.1%
Amérique du Nord				
S&P500	4 360	4 385 le 12/07	3 701 le 04/01	+16.1%
Europe				
EuroStoxx50	4 056	4 158 le 17/06	3 481 le 29/01	+14.2%
CAC 40	6 493	6 666 le 17/06	5 399 le 29/01	+17.0%
DAX 30	15 630	15 791 le 12/07	13 433 le 29/01	+13.9%
IBEX 35	8 527	9 281 le 14/06	7 758 le 29/01	+5.6%
FTSE100	7 012	7 185 le 16/06	6 407 le 29/01	+8.5%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 132	1 150 le 15/06	1 044 le 06/01	+8.4%
Nikkei	28 279	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+3.0%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 348	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+4.4%
Chine	105	130 le 17/02	101 le 08/07	-3.2%
Inde	761	776 le 11/06	659 le 29/01	+15.0%
Brésil	2 002	2 098 le 24/06	1 561 le 09/03	+4.9%
Russie	765	799 le 14/06	647 le 01/02	+14.7%

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

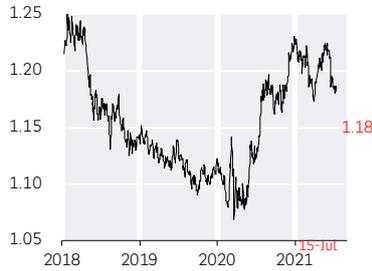


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

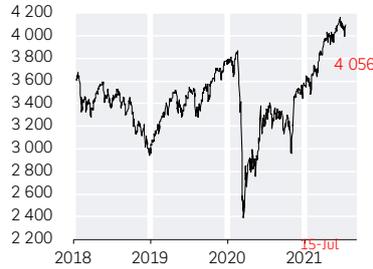


REVUE DES MARCHÉS

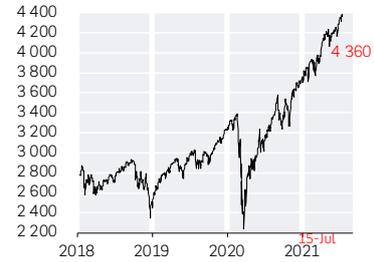
EURO-DOLLAR



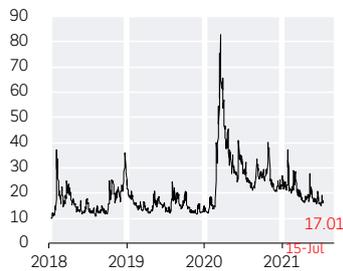
EUROSTOXX50



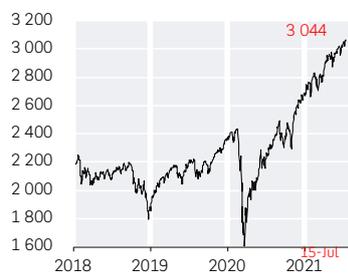
S&P500



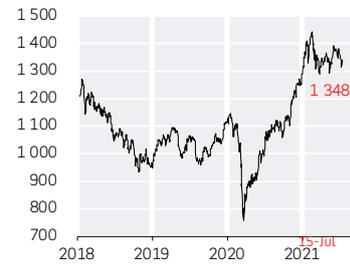
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



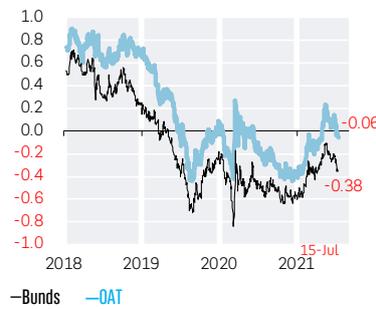
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

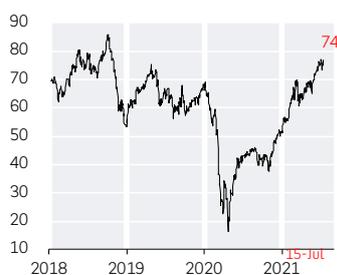


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

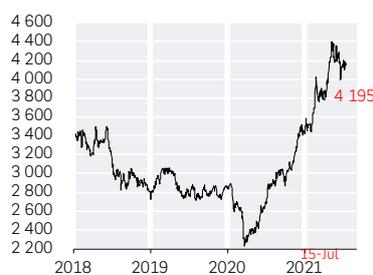
Année 2021 au 15-7, €

0.95%	Grèce	132 pb
0.73%	Italie	110 pb
0.31%	Espagne	68 pb
0.14%	Portugal	51 pb
-0.06%	France	31 pb
-0.10%	Belgique	27 pb
-0.17%	Finlande	20 pb
-0.29%	Irlande	9 pb
-0.29%	Autriche	8 pb
-0.37%	P-Bas	0 pb
-0.38%	Allemagne	

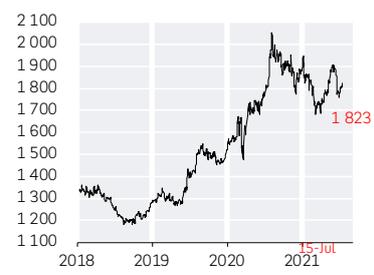
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE : RÉÉQUILBRAGE DIFFICILE

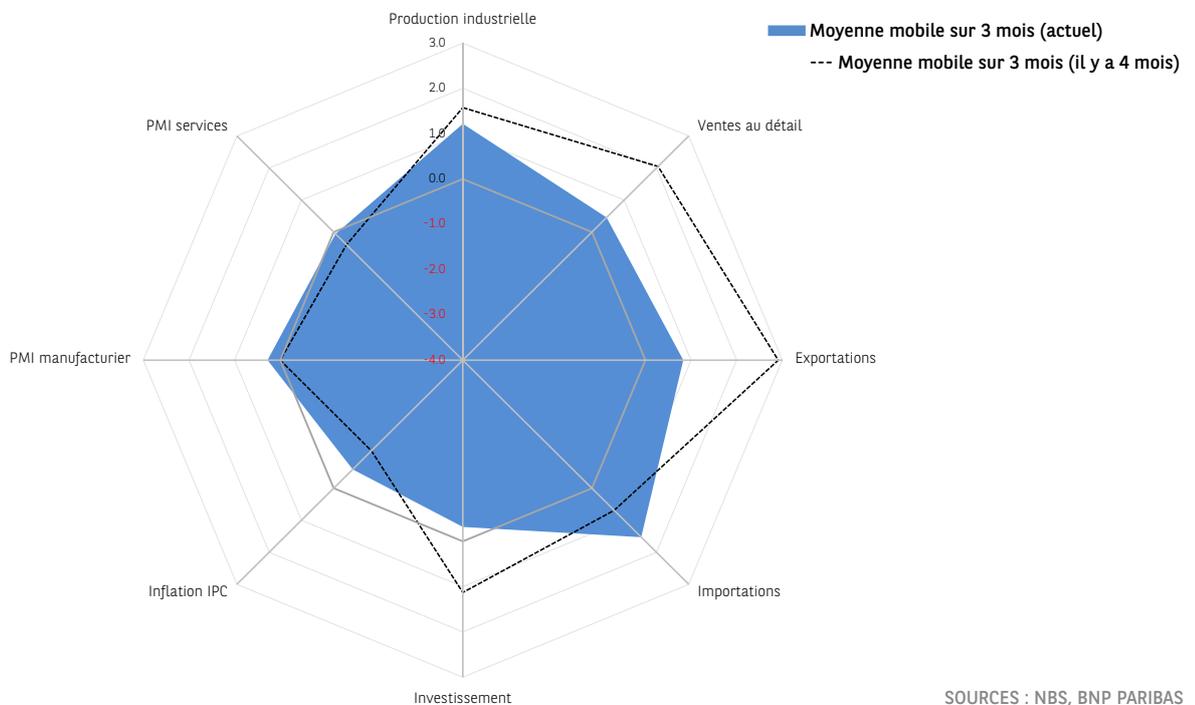
La croissance économique a atteint 7,9% en glissement annuel (g.a.) au T2 2021, contre 18,3% au T1 2021. Cette normalisation – qui concerne les taux de croissance de l'activité de tous les secteurs et de toutes les composantes de la demande – était largement anticipée étant donné les effets de base beaucoup moins favorables constatés depuis le printemps. Elle explique la contraction de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés sur notre baromètre. En glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières, la croissance du PIB réel est passée de 0,4% au T1 2021 à 1,3% au T2 (données du Bureau statistique chinois), un léger rebond qui relativise le dynamisme de l'activité. En effet, le redressement de l'activité dans les services et de la consommation privée se poursuit mais reste fragile. Le secteur des services a néanmoins retrouvé un taux de croissance supérieur à celui de l'industrie depuis le mois de mars. L'activité dans les services a ainsi progressé de 8% en g.a. au T2 2021 (contre 15,6% au T1) ; dans l'industrie, elle a progressé de 7% en g.a. au T2 (contre 24,4% au T1).

Au cours des dernières semaines, les autorités se sont montrées plus prudentes dans la normalisation (i.e. le resserrement) de la politique économique, reconnaissant que la base du redressement de l'activité depuis un an reste déséquilibrée. Sur le plan monétaire, elles viennent même de réduire les coefficients de réserves obligatoires de 50 points de base pour l'ensemble des institutions financières (la baisse, effective au 15 juillet, est la première depuis quinze mois). Cette mesure vise à maintenir des niveaux de liquidité domestique suffisamment confortables pour encourager une baisse des coûts de financement et soutenir, en particulier, le redressement des PME et des microentreprises. Par conséquent, la croissance des crédits totaux à l'économie, qui a ralenti depuis le mois d'octobre 2020, pourrait se stabiliser à très court terme, tirée par les prêts bancaires.

Sur le plan budgétaire, la priorité est donnée à l'ajustement des comptes publics tout en maintenant les aides aux entreprises les plus fragiles. La modération des dépenses publiques s'est ainsi principalement traduite par un ralentissement marqué de l'investissement dans les infrastructures au cours des derniers mois. Au contraire, l'investissement manufacturier, qui a redémarré tardivement l'an dernier, semble enfin jouer le rôle de moteur de l'investissement intérieur. Il devrait continuer de se redresser au S2 2021, stimulé par le dynamisme des exportations (qui ont augmenté de 30% en g.a. au T2 2021), par des taux d'utilisation des capacités de production très élevés et l'amélioration des profits des entreprises.

Christine Peltier

CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +3. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

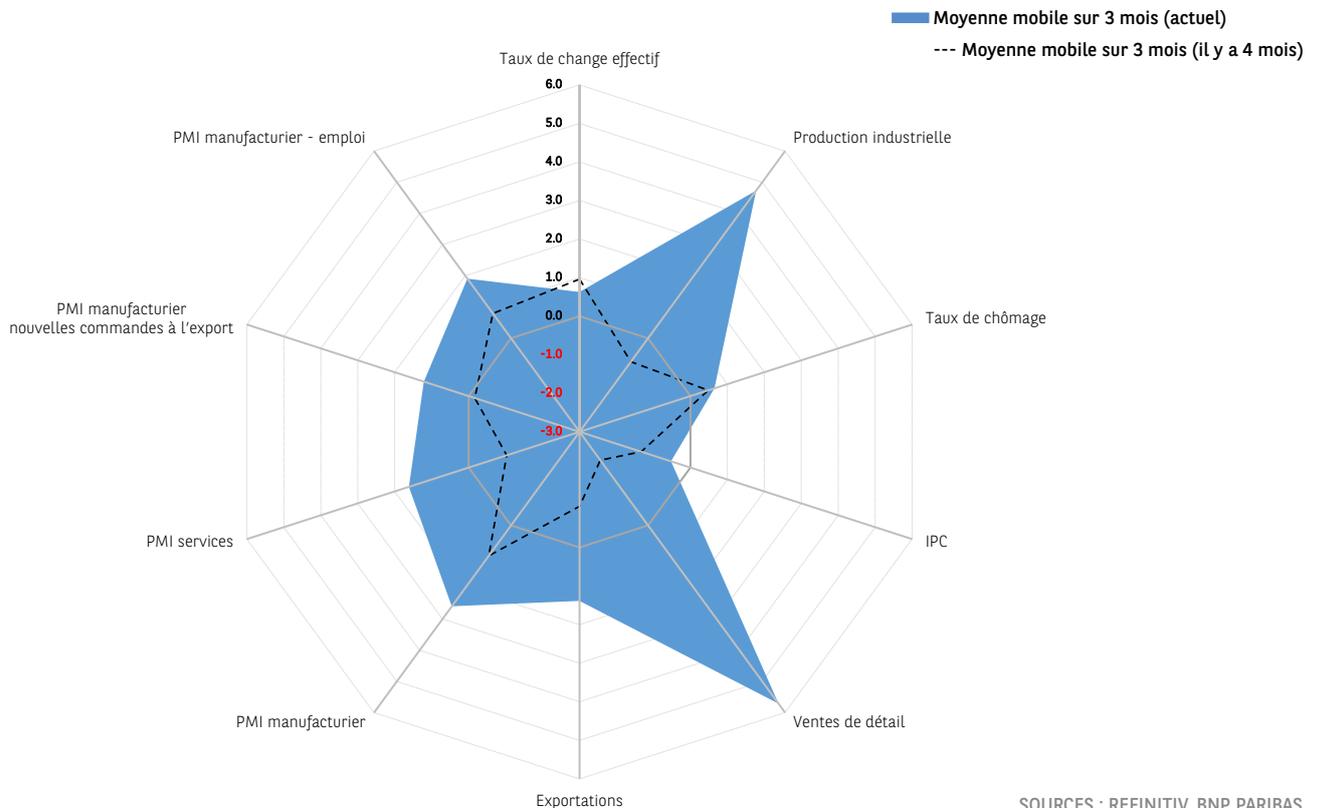
ROYAUME-UNI : SOUS LA MENACE DU DELTA

Avec près de 35 000 contaminations quotidiennes recensées la semaine dernière, la Covid-19 gagne à nouveau du terrain au Royaume-Uni. En cause, le variant « indien », rebaptisé Delta, 40% à 60% plus transmissible que son prédécesseur « anglais » (rebaptisé Alpha). Signe néanmoins encourageant et preuve de l'efficacité du vaccin, l'augmentation des formes graves apparaît nettement atténuée au regard des vagues antérieures. D'après les statistiques du National Health Service, le taux de conversion en hospitalisations des cas d'incidence pourrait avoir été divisé par quatre, dans une population désormais majoritairement vaccinée (51% des Britanniques ont reçu deux doses). Face à cette situation, à mi-chemin entre la flambée épidémique et l'immunité collective, le gouvernement a finalement décidé de laisser faire. De manière un peu contradictoire, chacun est désormais « invité » à appliquer des mesures qui ne s'imposent plus légalement, tels les jauges de personnel en entreprise, le port du masque dans les transports publics ou l'exigence du « pass sanitaire ». La suite est à écrire mais, de l'aveu même du premier ministre, Boris Johnson, elle pourrait se traduire par une envolée des contaminations, jusqu'à 100 000 cas par jour. Fût-elle freinée, la courbe des décès, qui s'était stabilisée sous la barre des 130 000 victimes, remonterait inévitablement.

Ne plus entraver l'économie au moment où celle-ci redémarre, quitte à composer avec le principe du « quoi qu'il en coûte ». De fait, tous les indices de la conjoncture britannique témoignent d'un très fort rebond de l'activité au deuxième trimestre de 2021, qui verrait le PIB progresser de 4% à 5% par rapport au trimestre précédent et revenir à 95% de son niveau pré-pandémique. Bien visible sur notre « baromètre », l'explosion des ventes au détail, qui a accompagné la levée des restrictions sanitaires, promet des chiffres de consommation privée particulièrement élevés.

Jean-Luc Proutat

ROYAUME-UNI : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 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.

LA MOBILITÉ RESTE FAVORABLE MALGRÉ LA PROGRESSION RAPIDE DE LA PANDÉMIE

La hausse du nombre de nouveaux cas de Covid-19 se poursuit dans le monde. Elle est due au variant Delta présent dans plus de 110 pays et bien plus contagieux que les autres variants. On a dépassé quotidiennement le demi-million de contaminés les 13 et 14 juillet. Ainsi, le nombre de nouveaux cas dans le monde sur les sept derniers jours est passé à 3,3 millions, soit une hausse de 14% par rapport à la semaine précédente.

En Amérique du Nord et en Europe, la pandémie progresse à nouveau rapidement avec respectivement 942 189 et 756 195 nouveaux cas enregistrés sur les sept derniers jours (+49% et +36 % par rapport à la semaine précédente, cf. graphique 1). Avec 1,3 million de nouveaux cas (+19%), l'Asie représente à elle seule près de 40% des nouvelles contaminations, la plupart ayant été diagnostiquées en Indonésie et en Inde. Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser, avec 26% de personnes ayant reçu au moins une dose dans le monde (graphique 2).

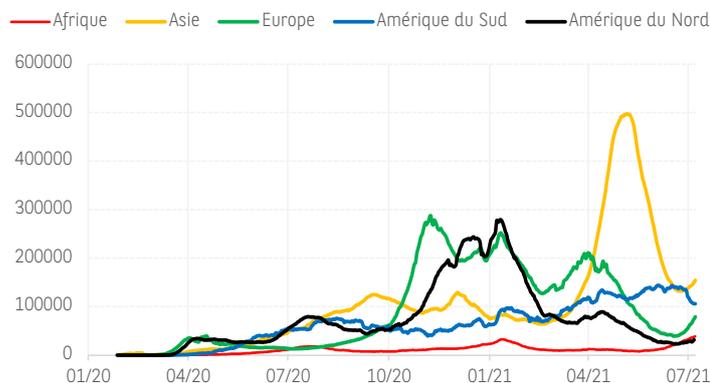
Malgré la situation sanitaire, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs reste élevée dans les pays développés. En France, elle a retrouvé son niveau pré-pandémie (4%), rejoignant ainsi la Belgique (6,6%) qui l'a atteinte depuis plusieurs semaines (graphique 3). En revanche, elle reste toujours sous son niveau pré-Covid dans les autres pays (Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis, Japon et Royaume-Uni) mais se rapproche d'un quasi-retour à la normale.

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB continue de fléchir dans les principaux pays avancés, alors qu'il s'est redressé aux États-Unis (graphique 3). Il y a lieu d'être prudent dans l'interprétation de cet indicateur, réalisé à partir de données issues de Google Trends (requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que sur l'incertitude), en raison d'un effet de base (comparaison avec le début de la pandémie il y a un an).

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.

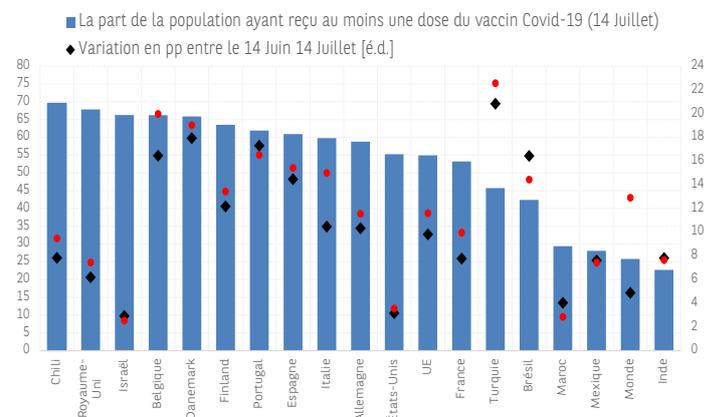
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (16/07/2021), BNP PARIBAS

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



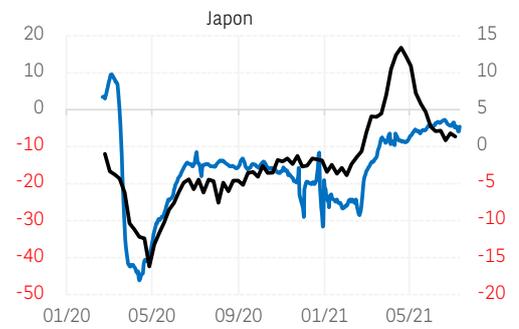
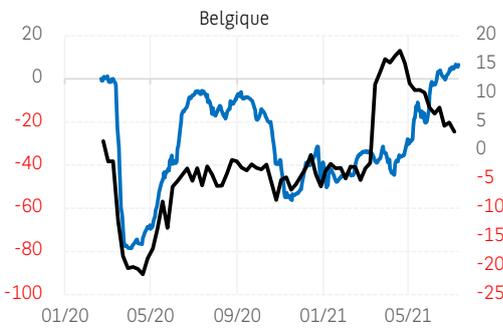
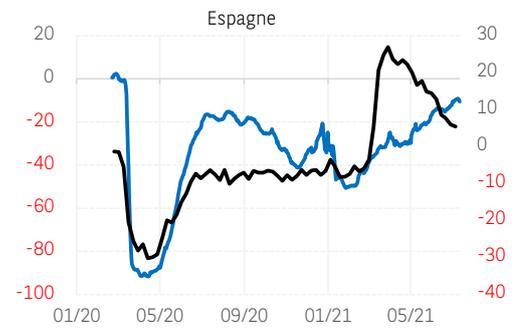
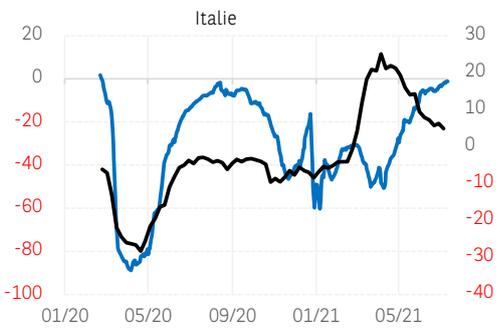
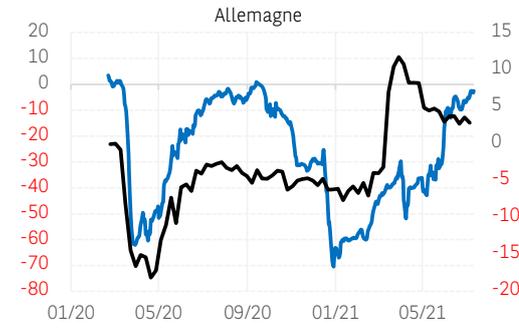
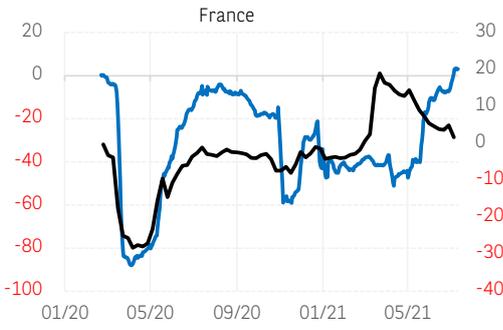
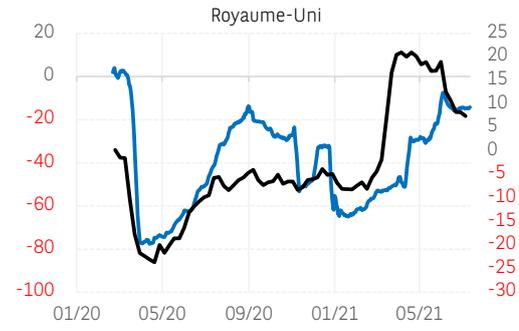
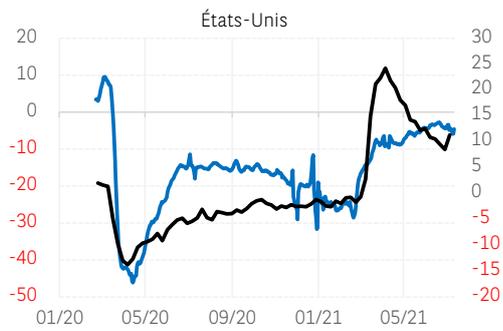
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 16/07/2021), 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 (15/07/2021), GOOGLE (15/07/2021), 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 proche de 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.

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 vont se normaliser au cours des prochains trimestres. L'investissement manufacturier pourrait encore se renforcer, alors que les projets dans les infrastructures publiques et le secteur immobilier devraient ralentir. Le redressement de l'activité dans les services et de la consommation privée, qui manquait encore de vigueur au S1 2021, devrait pouvoir profiter de l'accélération de la campagne vaccinale. Face à une reprise économique moins rapide, à des pressions modérées sur les prix à la consommation et à l'appréciation quasi-continue du yuan depuis un an, les autorités devraient poursuivre un resserrement monétaire très prudent à court terme. Le soutien budgétaire à l'activité est également réduit progressivement.

ZONE EURO

Après avoir enregistré une récession historique en 2020 (-6,8% en moyenne annuelle), l'économie de la zone euro a sensiblement rebondi début 2021. Sur l'ensemble de l'année, la croissance devrait être de +4,8% puis +5,2% en 2022. Au total, la perte d'activité causée par la crise pandémique pourrait être effacée plus rapidement que précédemment anticipé, soit à la fin de cette année. L'accélération des campagnes de vaccination dans la plupart des États membres de la zone euro et la levée progressive des restrictions sanitaires offrent des perspectives positives aux agents économiques, notamment aux consommateurs dont la confiance remonte rapidement. De plus, les politiques budgétaire et monétaire continueront de soutenir l'activité. La remontée de l'inflation ne devrait être que temporaire.

FRANCE

Au regard des enquêtes sur le climat des affaires en mai et juin, l'économie est en train de rebondir plus vigoureusement que prévu au sortir du troisième confinement. Nous avons rehaussé notre prévision de croissance au T2, d'un chiffre frôlant le zéro à frôlant 1% t/t. Au T3, le rebond mécanique porterait la croissance à environ 3% t/t qui refluerait ensuite tout en restant élevée, soutenue par l'impulsion budgétaire. Le revers de la médaille du redressement vigoureux de la demande est la mise sous tension de l'offre, moins réactive. Les contraintes d'approvisionnement, la hausse des prix des intrants, les difficultés de recrutement qui en découlent sont autant de points de friction à surveiller qui pourraient freiner la reprise. En 2021, la croissance s'élèverait à 6% en moyenne (une prévision optimiste, un demi-point au-dessus du consensus de juin 2021) et elle resterait forte en 2022 (4,6%). Selon notre scénario, le PIB dépasserait son niveau d'avant-crise au T1 2022. Quant à l'inflation, la majeure partie de sa hausse récente est temporaire. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 2021, avant de baisser en 2022. Elle s'établirait toutefois à un niveau plus élevé qu'avant-crise, à la suite du renforcement de la croissance et les efforts de « reflation » de la politique monétaire portant aussi leurs fruits.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, les perspectives relatives à l'inflation et à l'emploi ainsi que les derniers signaux envoyés par le FOMC indiquent que la banque centrale donnera plus de précisions, en septembre, sur ses intentions de diminution des achats d'actifs. Nous tablons sur un début de réduction progressive du programme d'achats de titres (« tapering ») en janvier de l'année prochaine. D'après nos prévisions actuelles, la Fed procédera au premier relèvement des taux de ce cycle au début de 2023, soit plus tôt qu'initialement prévu. Les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans devraient augmenter cette année ainsi qu'en 2022, reflétant une hausse des rendements réels, sous l'effet, à partir du quatrième trimestre de cette année, d'une croissance plus faible, mais néanmoins toujours soutenue, et d'une politique monétaire moins accommodante. 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 ont clairement confirmé cette orientation. Compte tenu des évolutions attendues en termes de croissance et d'inflation, les achats nets dans le cadre du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) devraient cesser à la fin mars 2022, mais les volumes mensuels au titre

du programme traditionnel d'achats d'actifs devraient être augmentés à cette occasion afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Les rendements du Bund à 10 ans devraient se tendre jusqu'au premier semestre 2022 pour baisser ensuite sous l'effet du ralentissement des données économiques. Les *spreads* souverains devraient s'élargir quelque peu au quatrième trimestre de cette année du fait de l'incertitude liée aux élections et de la perspective d'un 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 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 rendement et la perspective d'un premier relèvement des taux par la Fed. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen.

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	3.9	2.7
Japon	0.3	-4.7	2.2	3.3	0.5	0.0	0.0	0.2
Royaume-Uni	1.5	-9.8	7.8	5.6	1.8	0.9	1.8	2.5
Zone euro	1.3	-6.7	4.8	5.2	1.2	0.3	2.1	1.8
Allemagne	0.6	-5.1	3.7	5.5	1.4	0.4	2.7	2.0
France	1.5	-8.0	6.0	4.6	1.3	0.5	1.8	1.3
Italie	0.3	-8.9	5.2	4.5	0.6	-0.1	1.5	1.9
Espagne	2.0	-10.8	6.0	6.3	0.8	-0.4	2.3	1.8
Chine	6.1	2.3	8.7	5.3	2.9	2.5	1.7	2.8
Inde*	4.2	-7.2	8.4	9.4	4.8	6.1	5.0	5.0
Bésil	1.1	-4.1	5.5	3.0	3.7	3.2	7.2	4.8
Russie	1.3	-4.5	4.5	3.0	4.3	3.4	5.8	4.3

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	1.54	1.70	1.90	1.90	2.20
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00
	OAT 10a	-0.11	0.14	0.35	0.55	0.55	0.30
	BTP 10 ans	0.63	0.84	1.10	1.40	1.40	1.10
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.49	0.70	0.90	0.90	0.80
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
Japon	Gilt 10a	0.88	0.81	0.90	1.10	1.10	1.30
	Taux BoJ	-0.04	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.05	0.12	0.20	0.20	0.23
Taux de change		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e*	T3e	T4e	2021e	2022e
USD	EUR / USD	1.18	1.20	1.18	1.17	1.17	1.14
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114
	GBP / USD	1.38	1.39	1.40	1.39	1.39	1.38
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.84	0.84	0.84	0.83
	EUR / JPY	130	132	131	130	130	130
Pétrole		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e*	T3e	T4e	2021e	2022e
Pétrole	USD/baril	64	76	80	78	78	70

*TAUX SPOT AU 25 JUIN

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, les commandes de machines de base ont enregistré une augmentation considérable en mai, dépassant très largement les attentes. L'inflation en Allemagne et en France s'est révélée conforme aux attentes, respectivement à 0,4% et 0,2% sur une base mensuelle. Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises est en hausse, au-delà des prévisions. L'inflation en glissement annuel des prix à la consommation et à la production est restée haute, se révélant plus élevée qu'escompté. L'inflation au Royaume-Uni s'est montrée également plus élevée que dans les prévisions du consensus. La croissance du PIB chinois au deuxième trimestre a été conforme aux attentes et les ventes de détail de juin ont été légèrement meilleures qu'attendu. Au Royaume-Uni, les données sur l'évolution de l'emploi se sont révélées médiocres, créant la déception.

Aux États-Unis, les perspectives économiques de la Réserve fédérale de Philadelphie ont marqué un fléchissement beaucoup plus important qu'anticipé. Les ventes de détail, en revanche, ont été meilleures que prévu et ont progressé de manière significative après leur chute du mois précédent. Les données de l'Université du Michigan ont déçu sur un plan global : les composantes « évaluation des conditions actuelles » et « attentes » ont toutes deux marqué une baisse alors que le consensus tablait sur une amélioration. En outre, les attentes d'inflation à un an ont évolué à la hausse, bien plus qu'escompté.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
12/07/2021	Japon	Commandes de machines m/m	Mai	2,4%	7,8%	0,6%
13/07/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Juin	0,4%	0,4%	0,4%
13/07/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Juin	2,1%	2,1%	2,1%
13/07/2021	France	IPC harmonisé m/m	Juin	0,2%	0,2%	0,2%
13/07/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Juin	1,9%	1,9%	1,9%
13/07/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Juin	99,5	102,5	99,6
13/07/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Juin	0,4%	0,9%	0,7%
13/07/2021	États-Unis	IPC g.a.	Juin	4,9%	5,4%	5,0%
13/07/2021	Chine	Exportations g.a.	Juin	23,0%	32,2%	27,9%
13/07/2021	Chine	Importations g.a.	Juin	29,5%	36,7%	51,1%
14/07/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Juin	2,0%	2,3%	2,0%
14/07/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Mai	-0,3%	-1,0%	0,6%
14/07/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Juin	5,1%	5,6%	4,8%
14/07/2021	États-Unis	Livre beige de la Fed				
15/07/2021	Chine	PIB t/t	T2	1,0%	1,3%	0,4%
15/07/2021	Chine	PIB g.a.	T2	8,0%	7,9%	18,3%
15/07/2021	Chine	PIB cumul annuel, g.a.	T2	12,7%	12,7%	18,3%
15/07/2021	Chine	Ventes de détail en cumul annuel, g.a.	Juin	22,8%	23,0%	25,7%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
15/07/2021	Chine	Investissement en cumul annuel, g.a.	Juin	12,0%	12,6%	15,4%
15/07/2021	Chine	Investissement immobilier en cumul annuel, g.a.	Juin	16,0%	15,0%	18,3%
15/07/2021	Chine	Taux de chômage	Juin	5,0%	5,0%	5,0%
15/07/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Mai	4,7%	4,8%	4,7%
15/07/2021	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Mai	91k	25k	113k
15/07/2021	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Juillet	28,0	21,9	30,7
15/07/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juillet	350k	360k	386k
16/07/2021	Zone euro	IPC g.a.	Juin	1,9%	1,9%	1,9%
16/07/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Juin	0,9%	0,9%	0,9%
16/07/2021	Zone euro	IPC m/m	Juin	0,3%	0,3%	0,3%
16/07/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Juin	0,4%	1,1%	-1,4%
16/07/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juillet	86,5	80,8	85,5
16/07/2021	États-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Juillet	91,0	84,5	88,6
16/07/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Juillet	85,0	78,4	83,5
16/07/2021	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Juillet	4,3%	4,8%	4,2%
16/07/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Juillet	--	2,9%	2,8%
16/07/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Juillet	-0,1%	-0,1%	-0,1%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine sera marquée par la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE : les marchés seront curieux de voir comment et dans quelle mesure les conclusions de la revue stratégique auront fait évoluer la « *Forward Guidance* » et la communication de la Banque centrale européenne. En outre, comme toujours à cette période du mois, les PMI « *flash* » seront publiés dans plusieurs pays. Ils permettront d'évaluer le climat des affaires pour le mois du juillet. Les résultats des enquêtes sur le climat des affaires en France et la confiance des consommateurs dans la zone euro et au Royaume-Uni seront également communiqués.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
20/07/2021	Japon	IPC hors aliments frais g.a.	Juin	0.10%	0.10%
20/07/2021	Allemagne	IPP m/m	Jun	--	1.50%
20/07/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Juin	0.60%	-3.00%
20/07/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Juin	1.20%	3.60%
21/07/2021	Japon	Ventes en supermarché g.a	Juin	--	2.90%
22/07/2021	France	Climat des affaires	Juil.	--	113
22/07/2021	Royaume-Uni	Optimisme des entreprises (CBI)	Juil.	35	38
22/07/2021	Zone euro	Taux de facilité des dépôts de la BCE	Juil.	--	-0.50%
22/07/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juil.	--	--
22/07/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juil.	--	-3.3
23/07/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil.	--	-9
23/07/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors auto et carburants m/m	Juil.	--	-2.10%
23/07/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	59
23/07/2021	France	PMI des services (Markit)	Juil.	--	57.8
23/07/2021	France	PMI composite (Markit)	Juil.	--	57.4
23/07/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juil.	--	65.1
23/07/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Juil.	--	57.5
23/07/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juil.	--	60.1
23/07/2021	Zone euro	Enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE			
23/07/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	63.4
23/07/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Juil.	--	58.3
23/07/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juil.	--	59.5
23/07/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	63.9
23/07/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Juil.	--	62.4
23/07/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juil.	--	62.2
23/07/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	62.1
23/07/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Juil.	--	64.6
23/07/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Juil.	--	63.7

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

Vaccination, redémarrage économique, Jeux Olympiques : le Japon envoie des signaux mitigés	EcoTVWeek	16 juillet 2021
États-Unis : Le timide retour des disparus de la crise	Graphique de la Semaine	15 juillet 2021
Édition du 3ème 2021 - Pays Émergents : Reprise toujours fragile	EcoEmerging	13 juillet 2021
Zone Euro : Revue stratégique de la BCE : « Nous vous avons entendu et vous avons écouté »	EcoWeek	13 juillet 2021
Pays émergents : une reprise encore fragile	EcoTVWeek	9 juillet 2021
La dette publique en Amérique centrale: une forte dépendance aux créanciers extérieurs	Graphique de la Semaine	8 juillet 2021
Édition de juillet	Le Petit Atlas de l'économie française	6 juillet 2021
Perspectives économiques : le suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	6 juillet 2021
Zone Euro : Chômage, confiance des consommateurs et dépenses des ménages	EcoWeek	5 juillet 2021
Europe centrale : le temps du resserrement économique	EcoTVWeek	2 juillet 2021
Union européenne : Covid-19 : un comparatif des mesures de soutien en Allemagne, France, Italie et Espagne	EcoFlash	1 ^{er} juillet 2021
Les dollars issus des accords de swap de la Fed en partie de retour sur le sol américain	Graphique de la Semaine	30 juin 2021
Le récit (infondé) de la stagflation en 2021	EcoWeek	28 juin 2021
Y a-t-il un risque de stagflation ?	EcoTVWeek	25 juin 2021
Les dessous de la création monétaire aux États-Unis	Conjoncture	24 juin 2021
Zone euro : une remontée de l'inflation centrée sur les prix de l'énergie	Graphique de la Semaine	23 juin 2021
États-Unis : Réserve fédérale : une meilleure crédibilité	EcoWeek	21 juin 2021
France : un vent d'optimisme souffle sur la conjoncture	EcoTVWeek	18 juin 2021
Rebond de croissance au Chili	Graphique de la Semaine	16 juin 2021
Vers une inflation durablement plus soutenue ? Interaction entre productivité, marges bénéficiaires et pouvoir de fixation des prix	EcoWeek	14 juin 2021
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



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 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