

2-3

## ÉDITORIAL

Zone euro : orientation à la hausse des risques inflationnistes

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-10

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus : Chine, Royaume-Uni, mobilité et vaccination

11

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-15

## CALENDRIER

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

16

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ZONE EURO: ORIENTATION À LA HAUSSE DES RISQUES INFLATIONNISTES

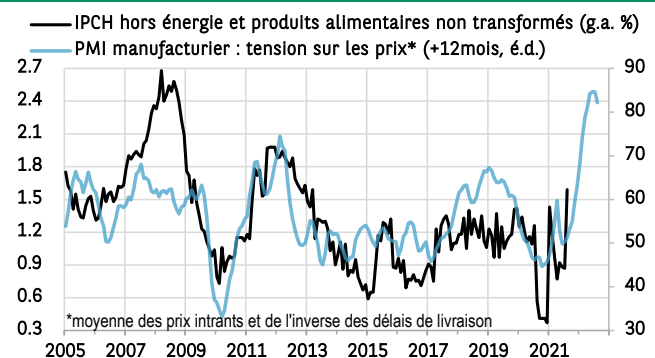
Malgré le relâchement récent des tensions élevées sur les prix dans l'industrie manufacturière de la zone euro, les analystes craignent une inflation durablement plus élevée que par le passé. La BCE semble de plus en plus partager ce point de vue, ce qui a son importance dans la perspective de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la hausse des prix des intrants auront-elles un effet durable sur l'inflation ? Cela dépendra de leur transmission au reste de l'économie. On peut s'attendre à ce qu'elle soit plus marquée sous l'effet conjugué d'une demande vigoureuse, de la faiblesse des stocks et de l'allongement des délais d'approvisionnement. C'est la situation qui prévaut actuellement dans les secteurs des biens de consommation durables, des biens intermédiaires et des biens d'équipement. Mais peut-être l'inflation surprendra-t-elle, après tout, à la hausse à court terme.

Les tensions sur les prix dans l'industrie manufacturière – moyenne des prix des intrants, des prix à la production et des délais de livraison des fournisseurs dans les enquêtes PMI – ont récemment faibli tout en se maintenant à un niveau élevé. D'après les données historiques, les hausses de cet indicateur s'accompagnent parfois d'une augmentation de l'inflation sous-jacente, comme en 2011-2012 (graphique 1) mais ce n'est pas toujours le cas, comme en 2017-2018. Malgré l'instabilité de cette corrélation, actuellement le niveau élevé des tensions sur les prix fait craindre aux analystes un risque d'inflation durablement plus élevée que par le passé. La Banque centrale européenne semble de plus en plus partager ce point de vue. Certes, malgré une révision à la hausse des projections d'inflation, Christine Lagarde s'est montrée assez neutre lors de la conférence de presse du 9 septembre dernier : l'inflation totale devrait reculer l'année prochaine mais le risque d'une hausse surprise n'est pas à écarter si certaines conditions sont réunies.

Dans ses dernières projections pour l'économie française, la Banque de France énonce très clairement ces risques. L'ampleur et la durée des effets de la hausse observée des prix des intrants industriels « constituent un aléa haussier pour notre projection d'inflation ». Tout en notant que les prix des intrants semblent s'être stabilisés pour le moment, une hausse de ces derniers reste envisageable au regard des contraintes pesant sur les approvisionnements. « [Dans ce contexte], conjugué aux tensions sur les recrutements, des hausses de salaires plus importantes que prévu sont possibles<sup>1</sup>. Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a récemment évoqué trois facteurs qui méritent une attention particulière : des perturbations prolongées des chaînes d'approvisionnement, des réformes de grande ampleur et des changements structurels conduisant à une trajectoire de croissance plus soutenue et un optimisme accru des consommateurs – ajoutant : « nous veillons avec le plus grand soin à ce que les hypothèses sous-jacentes aux projections ne sous-estiment pas la possibilité d'une hausse de l'inflation dans les années à venir<sup>2</sup>. Selon Martins Kazaks, gouverneur de la banque centrale de Lettonie, « sauf mauvaise surprise liée à l'épidémie de Covid, il existe un risque haussier des perspectives d'inflation à moyen terme<sup>3</sup>. Enfin, le Financial Times souligne que, selon le scénario de référence interne à moyen terme (dont l'horizon de projection est de cinq ans), établi par les services de la BCE, l'inflation atteindrait 2 % peu après la fin de l'horizon (qui s'étale sur trois ans) des projections publiées par la BCE<sup>4</sup>.

Les responsables de la BCE insistent, semble-t-il, un peu plus qu'auparavant sur le risque haussier d'inflation, une évolution qui a son importance dans la perspective de la réunion du Conseil des gouverneurs en décembre prochain. À cette occasion, en effet, l'institution de Francfort publiera ses projections mises à jour – qui pourraient influencer les anticipations de taux directeurs – tandis que le Conseil devrait se prononcer sur l'avenir du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Dans ce contexte, les données économiques seront plus que jamais examinées de près, en particulier, celles relatives aux goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et aux prix des intrants. Auront-ils un effet durable sur l'inflation ? Cela dépendra en grande partie de leur transmission au reste de l'économie, autrement dit dans quelle mesure provoqueront-ils une hausse des prix à la production et, *in fine*, des prix à la consommation ? L'allongement des délais de livraison a tendance à entraîner une augmentation des prix des intrants tandis que la faiblesse des niveaux de stocks, conjuguée à une forte demande, se traduira probablement par une faible élasticité-prix de la demande, ce qui donnera l'occasion aux producteurs de relever leurs prix à la production en réaction à la hausse des prix des intrants. On peut donc s'attendre à une transmission plus forte dans un contexte de demande vigoureuse, de stocks faibles et d'allongement des délais

### ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, IHS MARKIT, BNP PARIBAS

1 Banque de France, *Projections macroéconomiques*, 13 septembre 2021.

2 *New narratives on monetary policy – the spectre of inflation*, Discours prononcé par Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, 14th Baden-Baden Entrepreneurs' Talk, Francfort-sur-le-Main, 13 septembre 2021.

3 *ECB's Kazaks Sees Prospect of Faster Inflation Than Forecast*, Bloomberg, 17 septembre 2021.

4 *Unpublished inflation estimate raises prospect of earlier rate rise*, *Financial Times*, 17 septembre 2021. L'article précise que ces commentaires sont ceux de Philip Lane, écono-

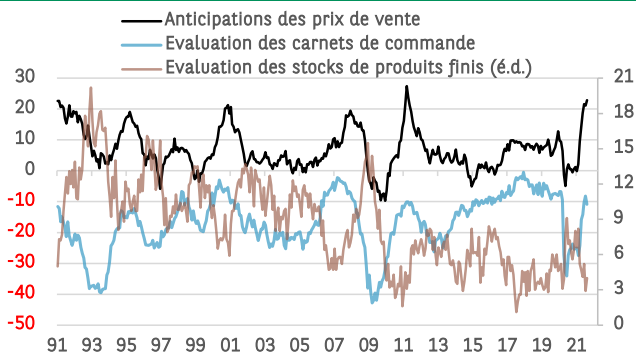
miste en chef de la BCE, dans un entretien téléphonique avec des économistes allemands, même si, selon Reuters, la BCE « a contesté cette information, la qualifiant d'inexacte » (Philip lance, de la BCE, révèle dans un entretien privé que l'objectif d'inflation pourrait être atteint en 2025, Reuters, 17 septembre).



d'approvisionnement. C'est la situation que rencontrent actuellement en zone euro les secteurs des biens de consommation durables, des biens intermédiaires et des biens d'équipement (graphiques 2-7). Mais peut-être l'inflation surprendra-t-elle, après tout, à la hausse à court terme.

William De Vijlder

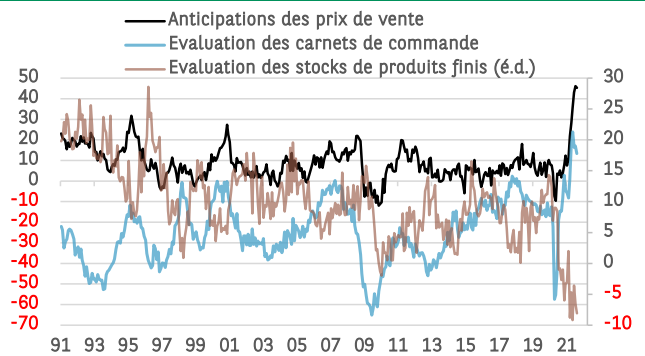
**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : BIENS DE CONSOMMATION**



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

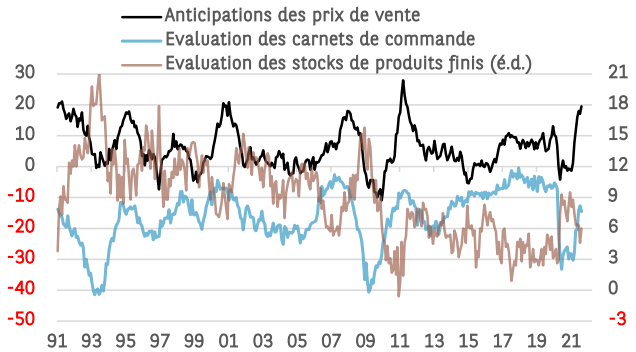
**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : BIENS DE CONSOMMATION DURABLES**



GRAPHIQUE 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

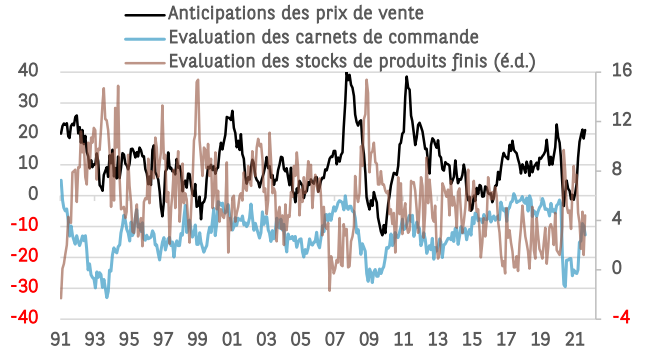
**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : BIENS DE CONSOMMATION NON DURABLES**



GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

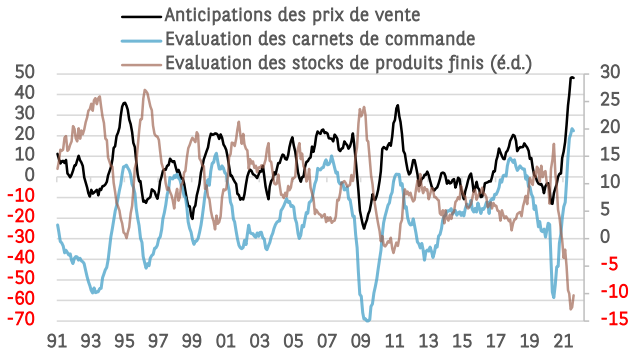
**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : ALIMENTATION ET BOISSONS**



GRAPHIQUE 5

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

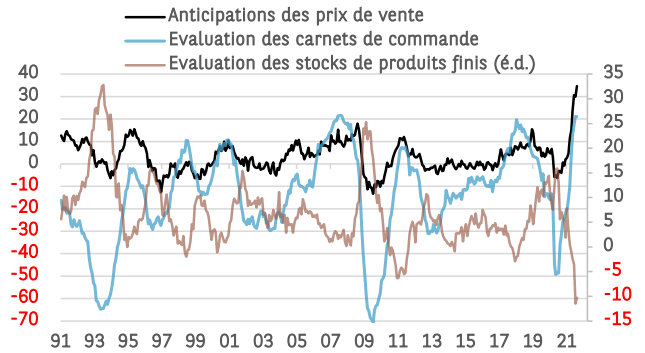
**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : BIENS INTERMÉDIAIRES**



GRAPHIQUE 6

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

**ENQUÊTE SUR L'INDUSTRIE : BIENS D'INVESTISSEMENT**



GRAPHIQUE 7

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-9-21 au 17-9-21

↘ CAC 40	6 664	▶ 6 570	-1.4 %
↘ S&P 500	4 459	▶ 4 433	-0.6 %
↘ Volatilité (VIX)	21.0	▶ 20.8	-0.1 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.55	-0.4 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	0.12	▶ 0.12	+0.8 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.08	▶ -0.02	+5.9 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.33	▶ -0.28	+5.4 pb
↗ US Tr. 10a (%)	1.34	▶ 1.37	+2.9 pb
↗ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.17	-0.8 %
↘ Or (once, \$)	1 794	▶ 1 754	-2.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	73.0	▶ 75.8	+3.8 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	01/01	0.00	01/01
Eonia	-0.48	-0.47	26/01	-0.50	01/01
Euribor 3m	-0.55	-0.53	07/05	-0.56	06/01
Euribor 12m	-0.49	-0.47	20/04	-0.52	02/02
\$ FED	0.25	0.25	01/01	0.25	01/01
Libor 3m	0.12	0.24	13/01	0.11	09/09
Libor 12m	0.22	0.34	01/01	0.22	06/09
£ Bque Angl	0.10	0.10	01/01	0.10	01/01
Libor 3m	0.07	0.09	24/03	0.03	01/01
Libor 12m	0.26	0.26	16/09	0.07	11/01
Au 17-9-21					
			Moy. 5-7a	-0.26	-0.03
			Bund 2a	-0.72	-0.64
			Bund 10a	-0.28	-0.11
			OAT 10a	-0.02	0.23
			Corp. BBB	0.61	0.79
			Treas. 2a	0.23	0.26
			Treas. 10a	1.37	1.75
			High Yield	4.63	4.87
			Gilt. 2a	0.16	0.17
			Gilt. 10a	0.85	0.93
Au 17-9-21					

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.17	1.23	le 06/01
GBP	0.85	0.91	le 06/01
CHF	1.09	1.11	le 04/03
JPY	129.07	133.97	le 28/05
AUD	1.61	1.64	le 20/08
CNY	7.57	8.00	le 01/01
BRL	6.24	6.95	le 03/03
RUB	85.44	92.47	le 20/04
INR	86.25	90.39	le 23/04
Au 17-9-21			

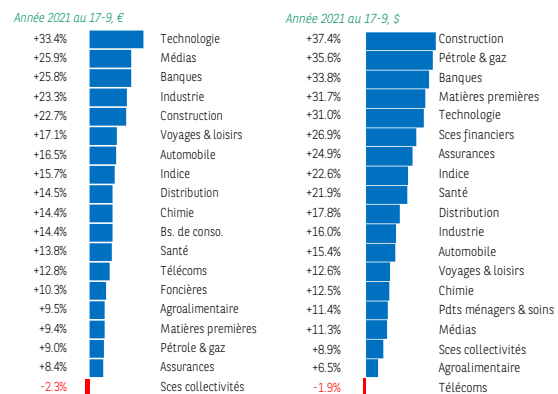
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	75.8	77.2	le 05/07	51.2
Or (once)	1 754	1 947	le 05/01	1 682
Métaux, LMEX	4 312	4 429	le 10/09	3 415
Cuivre (tonne)	9 307	10 449	le 11/05	7 749
Blé (tonne)	238	2.9	le 07/05	223
Mais (tonne)	201	2.9	le 07/05	188
Au 17-9-21				

## INDICES ACTIONS

Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>			
MSCI Monde	3 097	3 170	le 06/09
<b>Amérique du Nord</b>			
S&P500	4 433	4 537	le 02/09
<b>Europe</b>			
EuroStoxx50	4 131	4 246	le 06/09
CAC 40	6 570	6 896	le 13/08
DAX 30	15 490	15 977	le 13/08
IBEX 35	8 761	9 281	le 14/06
FTSE100	6 964	7 220	le 11/08
<b>Asie Pacifique</b>			
MSCI, loc.	1 184	1 196	le 14/09
Nikkei	30 500	30 670	le 14/09
<b>Emergents</b>			
MSCI Emergents (\$)	1 279	1 445	le 17/02
Chine	91	130	le 17/02
Inde	860	865	le 16/09
Bésil	1 646	2 098	le 24/06
Russie	826	838	le 15/09
Au 17-9-21			

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

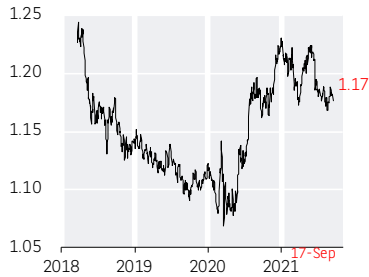


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

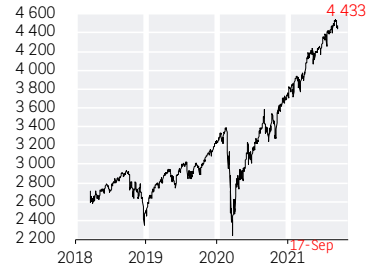
## EURO-DOLLAR



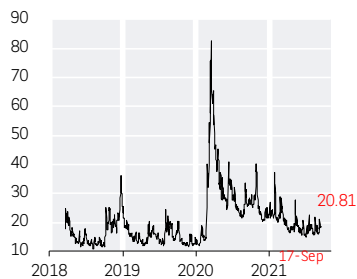
## EUROSTOXX50



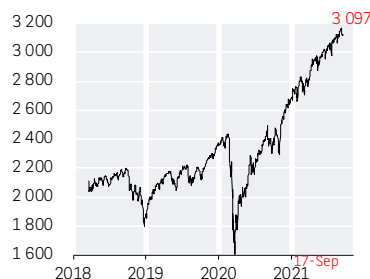
## S&P500



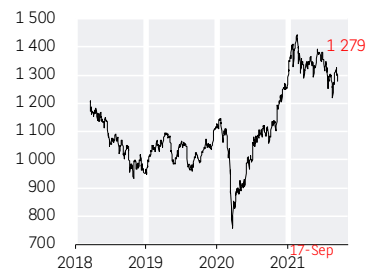
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



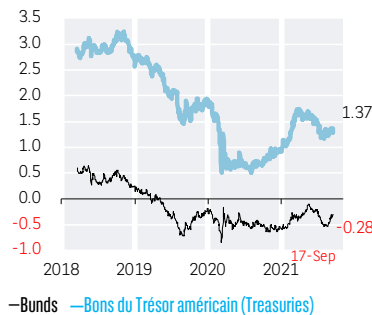
## MSCI MONDE (USD)



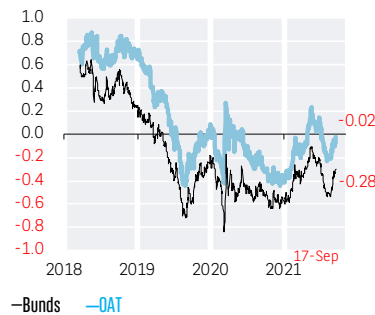
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

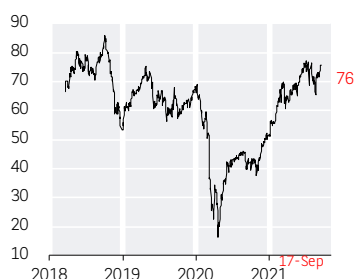


## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 17-9, €

0.99%	Grèce	131 pb
0.72%	Italie	104 pb
0.36%	Espagne	68 pb
0.25%	Portugal	57 pb
-0.02%	France	30 pb
-0.05%	Belgique	27 pb
-0.12%	Finlande	19 pb
-0.25%	Autriche	7 pb
-0.27%	Irlande	5 pb
-0.28%	Allemagne	4 pb
-0.32%	P-Bas	

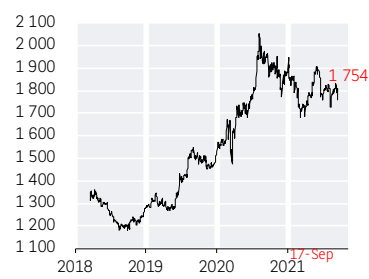
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## CHINE : NOUVEAU COUP DUR POUR LA CONSOMMATION PRIVÉE

L'économie chinoise a affiché un ralentissement marqué pendant l'été. Les restrictions de mobilité, réintroduites en réponse à la résurgence épidémique et à la menace du variant delta de la Covid-19, ont porté un nouveau coup dur à la consommation privée. La hausse des volumes de ventes au détail est tombée à 6,4% en g.a. en juillet puis à 0,9% en août, contre 11,9% en moyenne au T2 2021.

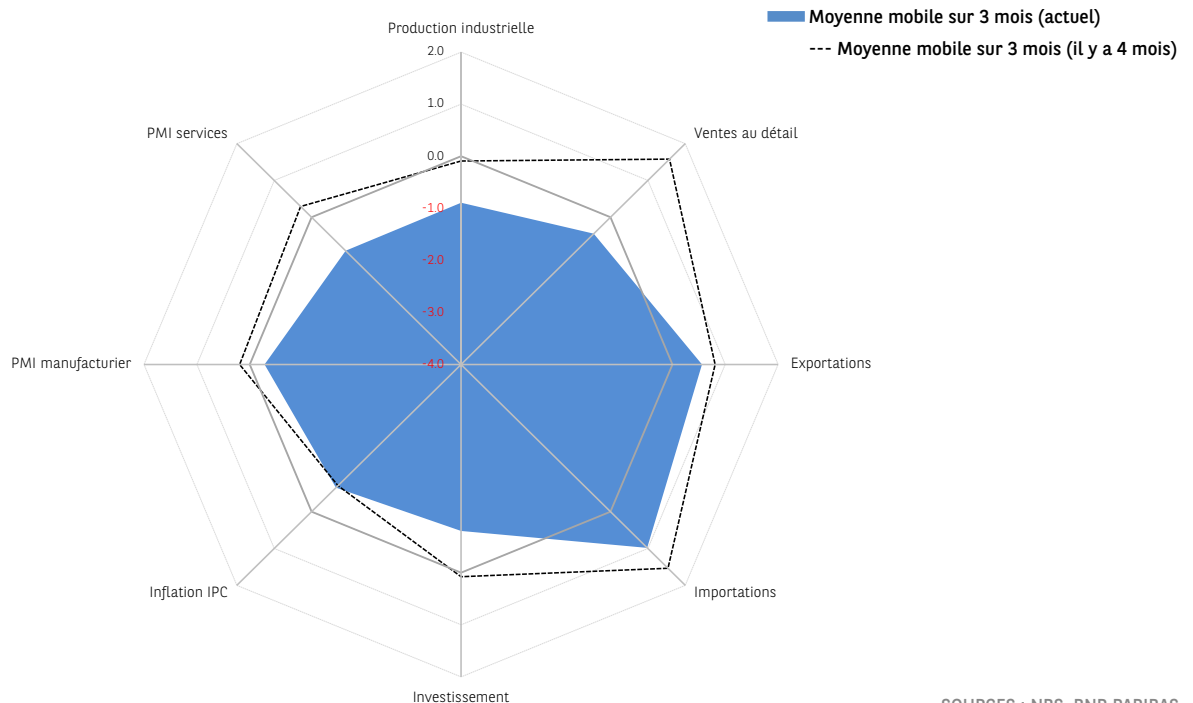
L'activité dans les services a fortement souffert de ces nouvelles mesures de confinement, mais elle a également subi les effets du resserrement macro-prudentiel sur le marché immobilier et du durcissement réglementaire dans des secteurs tels que le numérique ou les jeux vidéo. D'autres facteurs ont pesé sur l'activité. En particulier, le resserrement des conditions de crédit et de la politique budgétaire au premier semestre ont contribué au ralentissement de l'investissement dans l'immobilier et, surtout, dans les projets d'infrastructure.

Par ailleurs, les contraintes d'approvisionnement ont pénalisé le secteur industriel. La croissance de la production industrielle n'a toutefois que modérément ralenti, passant de 9% en g.a. au T1 2021 à 6,4% en juillet et 5,3% en août. Elle reste notamment portée par la performance toujours solide des exportations de marchandises (encore +25% en g.a. en valeur en août). Autre élément plus favorable, l'investissement dans le secteur manufacturier reste dynamique ; sa croissance sur les huit premiers mois de 2021 a atteint 16% en g.a. en valeur, contre 19,2% au S1 2021. Les entreprises sont notamment encouragées par la forte croissance de leurs profits et un taux d'utilisation des capacités de production historiquement élevé (il a atteint 78,4% au T2 2021).

À court terme, la consommation des ménages et l'activité dans les services devraient se redresser grâce à la levée de la plupart des restrictions de mobilité et, dans une moindre mesure, aux progrès de la campagne de vaccination (plus de 70% de la population ayant dorénavant reçu deux injections). L'inflation toujours très faible des prix à la consommation (+0,8% en g.a. en août) devrait aussi encourager la demande des ménages. En outre, les autorités devraient renforcer leur soutien monétaire et budgétaire à la demande intérieure, principalement via des mesures très ciblées d'assouplissement du crédit et le rebond de l'investissement public. Le cap du durcissement réglementaire dans le secteur immobilier ou internet devrait être maintenu.

**Christine Peltier**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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

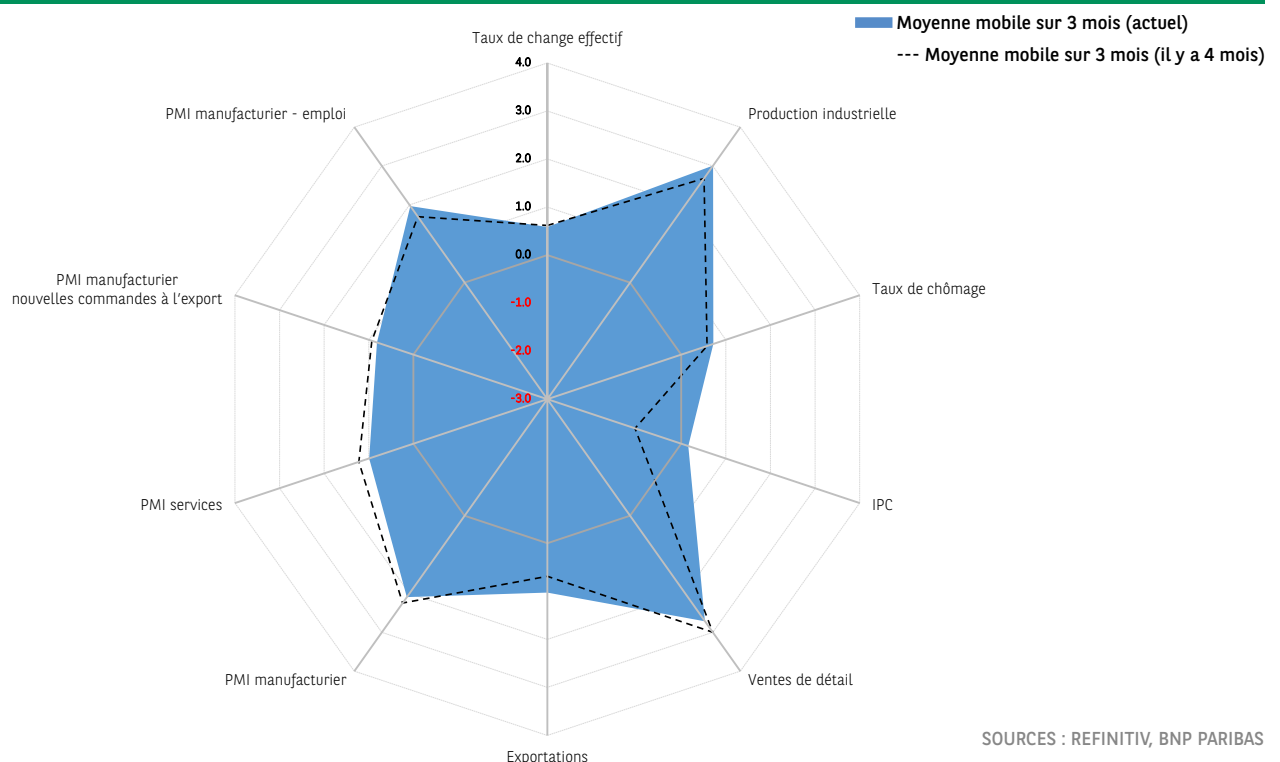
## ROYAUME-UNI : POUSSÉE INFLATIONNISTE

Depuis le 21 juillet, « jour de liberté » pour les Britanniques signifiant la levée des dernières barrières sanitaires contre la Covid-19, bars, pubs, restaurants et autres lieux récréatifs font le plein. Longtemps bridé, l'appétit de consommation est tel, que l'offre peine à y répondre ; dans l'hôtellerie-restauration, le personnel disponible fait défaut, les vacances de postes battent des records. En août, ces tensions se sont répercutées sur les prix, en forte hausse. Mesurée à 3,2% sur un an - son plus haut niveau depuis 2012 - l'inflation a largement dépassé les attentes, de même que la limite officielle de 2% fixée par la Banque d'Angleterre. Son gouverneur, Andrew Bailey, est formellement tenu de justifier le dépassement auprès du gouvernement, et de se prononcer quant à son caractère pérenne. Or, selon toute vraisemblance, la remontée des prix va s'accroître. Les chiffres de septembre intégreront la hausse de TVA (de 5,5% à 12,5%) appliquée au tourisme et à l'hébergement, ceux d'octobre le relèvement des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité. Fin 2021, l'inflation pourrait atteindre, voire dépasser, 4%.

La Banque d'Angleterre serait alors incitée à agir. La stabilisation à GBP 895 mds de livres de la taille de son bilan - pratiquement doublée pendant la crise - s'accompagnerait d'une « indication prospective » plus précise quant à la remontée de son taux directeur, actuellement fixé à 0,10%. Reste une condition à ce resserrement : la pleine récupération de l'économie, non acquise à ce jour. Alors que l'activité tourne à 96% de son niveau pré-pandémique, les derniers mètres pourraient être plus difficiles à franchir. À partir de septembre, la consommation se verra retirer quelques béquilles, telles que les aides gouvernementales au chômage partiel. En rognant le pouvoir d'achat des ménages, le rebond de l'inflation pourrait aussi compliquer le rattrapage.

Jean-Luc Proutat

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

## LES INDICATEURS ÉPIDÉMIOLOGIQUES TOUJOURS EN BAISSÉ

Entre le jeudi 9 septembre et le mercredi 15 septembre, 4,9 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été enregistrés dans le monde, soit une baisse de -8% par rapport à la semaine précédente. Il s'agit de la troisième semaine consécutive au cours de laquelle un recul des nouvelles infections est noté dans le monde. Un repli qui concerne l'ensemble des régions (graphique 1). Le nombre de décès est également en diminution pour la troisième semaine consécutive, enregistrant une baisse de 3% par rapport à la semaine précédente. En parallèle, les campagnes de vaccination se poursuivent un peu partout dans le monde (graphique 2). À ce jour, 43% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin contre le Covid-19 et 5,9 milliards de doses ont été administrées dans le monde.

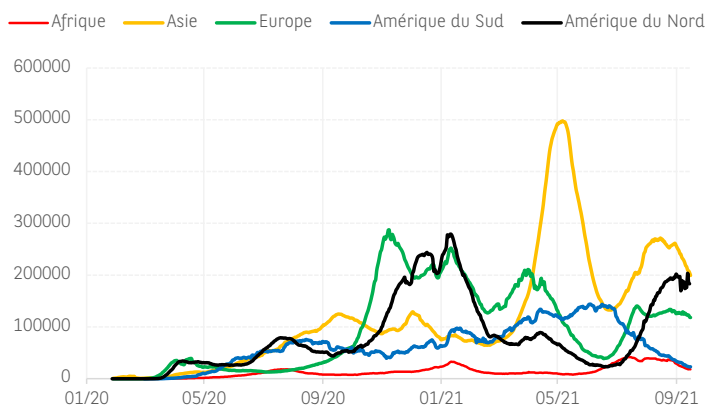
Du côté des commerces et des lieux de loisirs, la fréquentation se situe toujours à son niveau pré-pandémique en Allemagne, en Belgique, en France et en Italie, alors qu'elle reste sous son niveau pré-Covid en Espagne, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni (graphique 3).

Enfin, on enregistre récemment un fléchissement de l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB par rapport à son niveau d'il y a deux ans en France, en Belgique et en Italie, tandis qu'il continue de baisser aux États-Unis et au Royaume-Uni. En revanche, il continue de s'améliorer au Japon et en Allemagne, et a rebondi en Espagne après une courte baisse (graphique 3). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. 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.

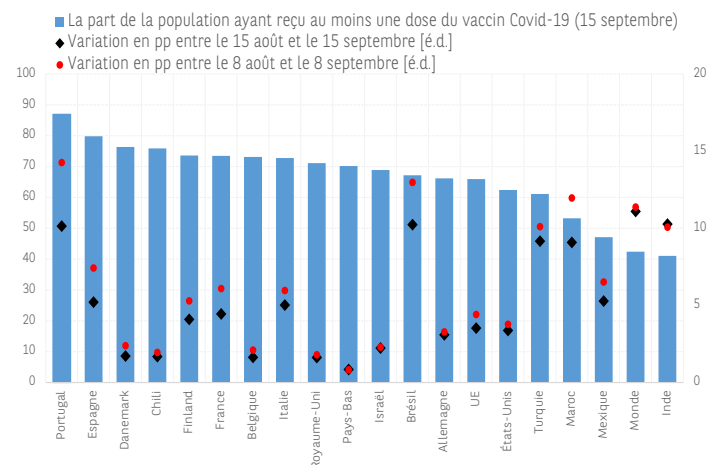
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR  
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (16/09/2021), BNP PARIBAS

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



GRAPHIQUE 2

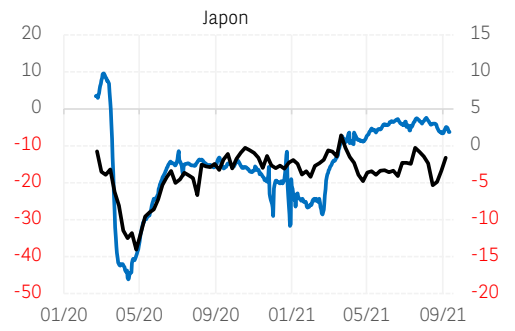
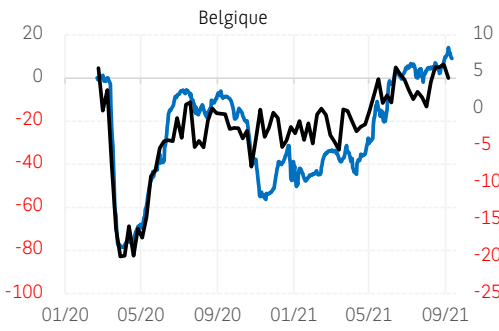
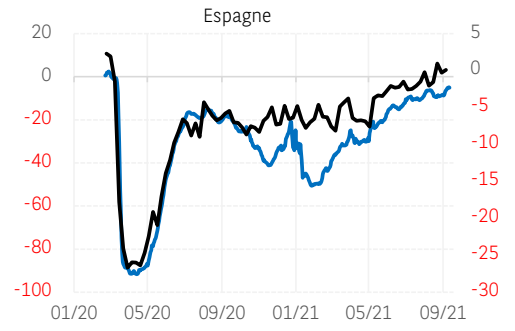
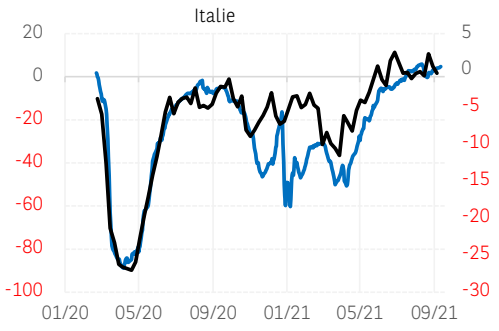
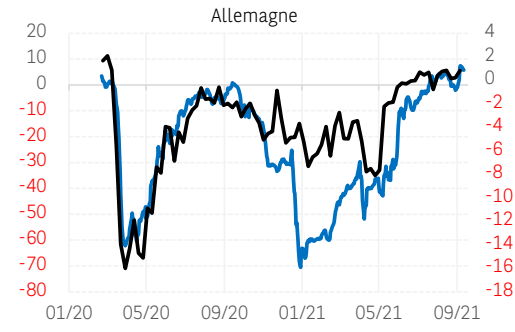
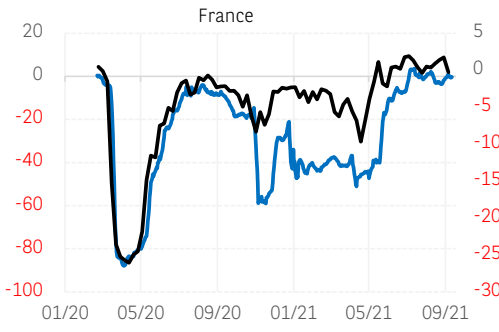
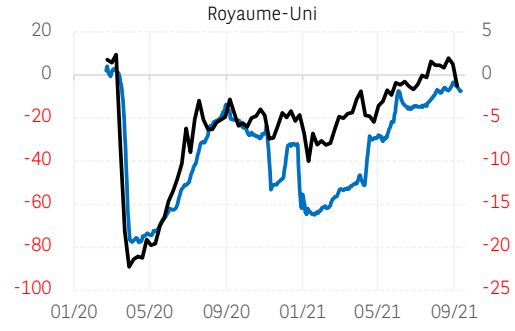
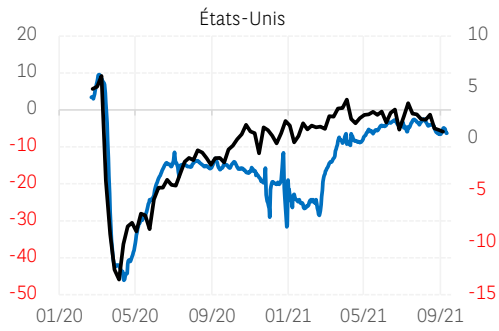
SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 16/09/2021), BNP PARIBAS





**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.]

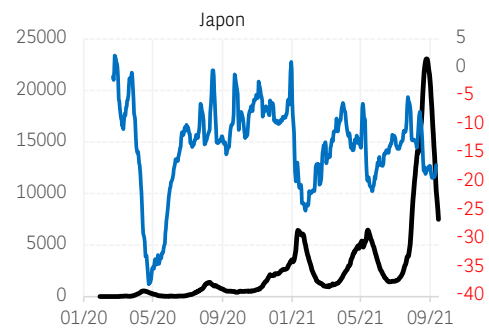
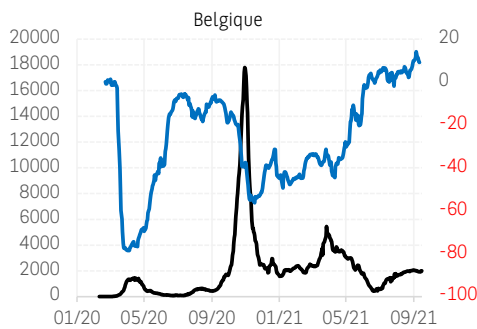
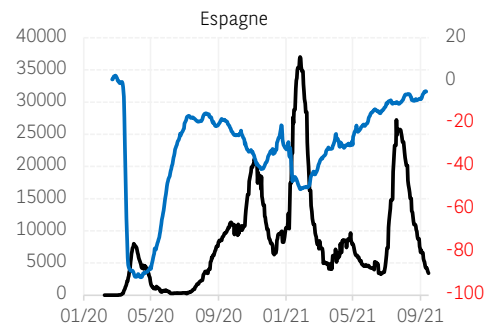
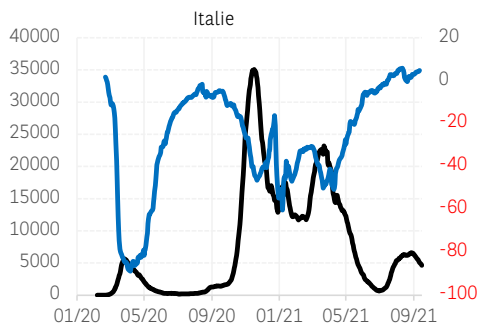
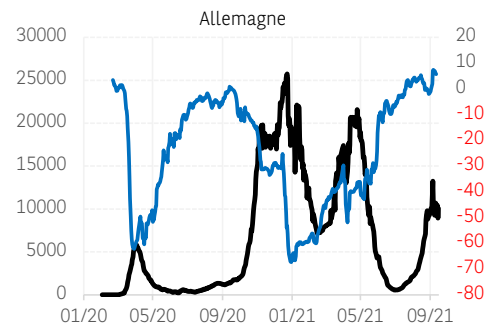
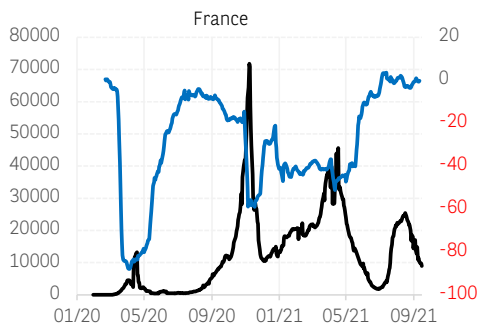
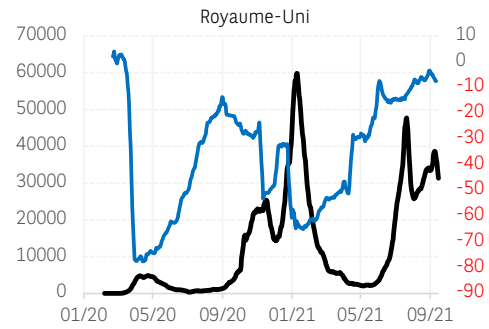
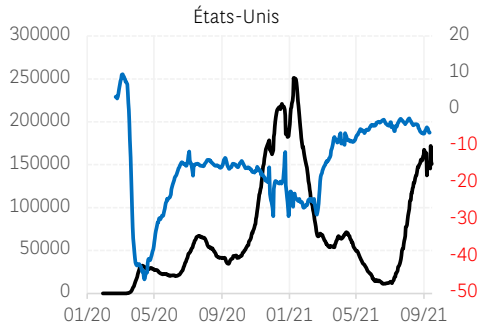


SOURCES : OCDE (16/09/2021), GOOGLE (16/09/2021), BNP PARIBAS



**NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCES 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 (16/09/2021), GOOGLE (16/09/2021), BNP PARIBAS



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

## 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 &amp; CHANGES

Aux États-Unis, d'après les derniers signaux envoyés par le FOMC, le programme d'achats de titres devrait diminuer (« tapering ») sans que cela n'annonce un changement d'orientation de la politique de taux. Nous prévoyons néanmoins une augmentation des taux fédéraux au 2<sup>nd</sup> 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<sup>er</sup> 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	8.2	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Brésil	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<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

## Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
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
R-Uni	BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90
	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

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
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

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	74	72	73	80

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

12

## DERNIERS INDICATEURS

En France, le climat industriel a légèrement fléchi en août et la croissance des salaires au deuxième trimestre est restée stable. Au Royaume-Uni, le taux de chômage a légèrement baissé en juillet et l'emploi a augmenté de façon significative, mais moins que prévu. L'inflation sous-jacente a bondi en août pour atteindre 3,1 %, dépassant les prévisions du consensus. Le rythme d'augmentation des prix des logements a ralenti pour s'établir à 8,5% - un chiffre qui reste élevé -, ce qui représente un ralentissement beaucoup plus important qu'anticipé. En Chine, les données du mois d'août ont dressé un tableau mitigé. La croissance des ventes au détail a ralenti de façon très significative pour se fixer à 2,5 % alors que le consensus tablait sur un chiffre de 7,0 %. La croissance de la production industrielle a également ralenti se révélant inférieure aux attentes. Les investissements en immobilisations et en biens immobiliers ont également ralenti, mais à un degré moindre. Le taux de chômage est resté stable à 5,1 %. Le chiffre définitif de l'inflation dans la zone euro pour le mois d'août n'a pas varié par rapport à la publication préliminaire, avec un taux d'inflation globale à 3,0 % et un taux d'inflation sous-jacente à 1,6 %. La croissance des exportations japonaises au mois d'août a chuté par rapport au mois précédent, bien en deçà des prévisions. Aux États-Unis, l'inflation globale annuelle n'a guère bougé en août, bien que la variation mensuelle ait été inférieure à celle de juillet et en deçà des prévisions. Cela vaut également pour l'inflation sous-jacente, dont la variation mensuelle est passée de 0,3% (le mois précédent) à 0,1 %. La production industrielle a ralenti en août. Le nombre global de ventes au détail s'est amélioré en août, dépassant les attentes, tandis que le chiffre hors ventes de voitures et d'essence affichait une baisse inattendue. Le sentiment de l'Université du Michigan s'est légèrement amélioré, mais moins qu'escompté.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
13/09/2021	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Août	105,0	104,0	105,0
14/09/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Juil.	4,6%	4,6%	4,7%
14/09/2021	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi 3/3 mois	Juil.	199k	183k	95k
14/09/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Août	99,0	100,1	99,7
14/09/2021	États-Unis	IPC m/m	Août	0,4%	0,3%	0,5%
14/09/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Août	0,3%	0,1%	0,3%
14/09/2021	États-Unis	IPC g.a.	Août	5,3%	5,3%	5,4%
14/09/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Août	4,2%	4,0%	4,3%
15/09/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Août	7,0%	2,5%	8,5%
15/09/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Août	5,8%	5,3%	6,4%
15/09/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Août	9,0%	8,9%	10,3%
15/09/2021	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel g.a.	Août	11,3%	10,9%	12,7%
15/09/2021	Chine	Taux de chômage	Août	5,1%	5,1%	5,1%
15/09/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Août	2,9%	3,1%	1,8%
15/09/2021	France	IPC harmonisé m/m	Août	0,7%	0,7%	0,7%
15/09/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Août	2,4%	2,4%	2,4%
15/09/2021	Royaume-Uni	Prix immobiliers g.a.	Juil.	12,5%	8,0%	13,1%
15/09/2021	Eurozone	Coût du travail g.a.	T2	--	-0,1%	1,3%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
15/09/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Août	0,5%	0,4%	0,8%
15/09/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité	Août	76,4%	76,4%	76,2%
16/09/2021	Japon	Exportations g.a.	Août	34,1%	26,2%	37,0%
16/09/2021	Japon	Importations g.a.	Août	40,0%	44,7%	28,5%
16/09/2021	Zone euro	Immatriculations nouveaux véhicules (EU27)	Août	--	-19,1%	-23,2%
16/09/2021	États-Unis	Ventes de détail avancées m/m	Août	-0,7%	0,7%	-1,8%
16/09/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	322k	332k	312k
16/09/2021	États-Unis	Perspectives économiques (Fed de Philadelphie)	Sept.	19,0	30,7	19,4
16/09/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Août	0,0%	2,5%	-1,9%
17/09/2021	Royaume-Uni	Ventes de détails hors auto et carburant m/m	Août	0,8%	-1,2%	-3,2%
17/09/2021	France	Salaires t/t	T2	0,3%	0,3%	0,3%
17/09/2021	Zone euro	IPC g.a.	Août	3,0%	3,0%	3,0%
17/09/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Août	1,6%	1,6%	1,6%
17/09/2021	Zone euro	IPC m/m	Août	0,4%	0,4%	0,4%
17/09/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	72,0	71,0	70,3
17/09/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	--	77,1	78,5
17/09/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Sept.	--	67,1	65,1
17/09/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Sept.	4,7%	4,7%	4,6%
17/09/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Sept.	--	2,9%	2,9%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

## INDICATEURS À SUIVRE

Le moment fort de cette semaine sera la réunion du FOMC qui sera suivie d'une conférence de presse. La grande interrogation étant de savoir s'il sera question de tapering. Des réunions se tiendront également à la Banque d'Angleterre (un durcissement du message est-il à prévoir ?) et à la Banque du Japon. Des données importantes seront publiées pour le mois de septembre : PMI flash dans plusieurs pays, sentiment IFO des entreprises en Allemagne, confiance des affaires en France, confiance des consommateurs dans la zone euro et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, plusieurs indicateurs relatifs au marché du logement seront publiés : indice NAHB, permis de construire, mises en chantier, ventes de maisons neuves. L'OCDE publiera ses Perspectives économiques intermédiaires et la BCE, son bulletin.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
18-24/09/21	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Sept.	--	18
18-24/09/21	Royaume-Uni	Evolution des prix de ventes (CBI)	Sept.	--	43
20/09/2021	États-Unis	Indice NAHB du marché de l'immobilier	Sept.	73	75
21/09/2021	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE			
21/09/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Août	-2,20%	2,60%
21/09/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Août	0,70%	-7,00%
22/09/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-5,3
22/09/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Sept.	0,25%	0,25%
22/09/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Sept.	--	-0,10%
23/09/2021	France	Climat des affaires	Sept.	--	110
23/09/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	57,5
23/09/2021	France	PMI des services (Markit)	Sept.	--	56,3
23/09/2021	France	PMI composite (Markit)	Sept.	--	55,9
23/09/2021	Allemagne	Pmi manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	62,6
23/09/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Sept.	--	60,8
23/09/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	--	60
23/09/2021	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
23/09/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	61,4
23/09/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Sept.	--	59
23/09/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	--	59
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	60,3
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Sept.	--	55
23/09/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	--	54,8

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
23/09/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre)	Sept.	0,10%	0,10%
23/09/2021	États-Unis	Demandes initiales à l'assurance chômage	Sept.	--	--
23/09/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	61,1
23/09/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Sept.	--	55,1
23/09/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Sept.	--	55,4
24/09/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Sept.	--	-8
24/09/2021	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Août	--	-0,60%
24/09/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	52,7
24/09/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	42,9
24/09/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	45,5
24/09/2021	Japon	Ventes en grands magasins	Août	--	8,00%
24/09/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Sept.	--	97,5
24/09/2021	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Sept.	--	101,4
24/09/2021	Allemagne	Climat des affaires IFO	Sept.	--	99,4
24/09/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs	Août	0,80%	1,00%

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

16

<a href="#">France : deuxième étape de la stratégie de sortie de crise</a>	EcoTVWeek	17 septembre 2021
<a href="#">Grèce : une reprise d'activité plus solide qu'espéré</a>	Graphique de la semaine	15 septembre 2021
<a href="#">Zone Euro : BCE : une orientation accommodante dont on ne voit pas la fin</a>	EcoWeek	13 septembre 2021
<a href="#">Croissance turque : ne pas abuser des bonnes choses</a>	EcoTVWeek	10 septembre 2021
<a href="#">Édition de septembre</a>	Le Petit Atlas de l'économie française	9 septembre 2021
<a href="#">Zambie : un répit pour une économie surendettée</a>	Graphique de la Semaine	8 septembre 2021
<a href="#">Global : La Réserve fédérale adapte sa forward guidance : la BCE va-t-elle lui emboîter le pas?</a>	EcoWeek	6 septembre 2021
<a href="#">Le message rassurant de Jerome Powell</a>	EcoTVWeek	3 septembre 2021
<a href="#">États-Unis : un nouvel outil de gestion pour juguler les tensions sur les taux monétaires</a>	Graphique de la Semaine	1er septembre 2021
<a href="#">Global : La croissance économique atteint sa vitesse limite</a>	EcoWeek	30 août 2021
<a href="#">Marché du travail français : les signes de retour à meilleure fortune sont-ils déjà là ?</a>	Graphique de la Semaine	25 août 2021
<a href="#">Arabie Saoudite : des perspectives positives à court terme</a>	EcoTVWeek	30 juillet 2021
<a href="#">Amérique latine : croissance potentielle et cycle des matières premières</a>	Graphique de la Semaine	28 juillet 2021
<a href="#">Inflation aux États-Unis : toujours plus inconfortable</a>	EcoWeek	26 juillet 2021
<a href="#">Perspectives économiques pour le second semestre : ce n'est pas terminé</a>	EcoTVWeek	22 juillet 2021
<a href="#">Rattrapage économique dans les pays avancés : les enseignements du passé</a>	Conjoncture	21 juillet 2021
<a href="#">Inde : au pied du mur</a>	Conjoncture	21 juillet 2021
<a href="#">Recul des banques britanniques dans le classement <i>The Banker</i> depuis l'annonce du Brexit</a>	Graphique de la Semaine	21 juillet 2021
<a href="#">Marché des <i>treasuries</i> : prudence !</a>	EcoWeek	19 juillet 2021
<a href="#">Vaccination, redémarrage économique, Jeux Olympiques : le Japon envoie des signaux mitigés</a>	EcoTVWeek	16 juillet 2021
<a href="#">États-Unis : Le timide retour des disparus de la crise</a>	Graphique de la Semaine	15 juillet 2021
<a href="#">Édition du 3ème 2021 - Pays Émergents : Reprise toujours fragile</a>	EcoEmerging	13 juillet 2021
<a href="#">Zone Euro : Revue stratégique de la BCE : « Nous vous avons entendu et vous avons écouté »</a>	EcoWeek	13 juillet 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change