

## 2-3

### ÉDITORIAL

Télétravail et innovation :  
la sérendipité est-elle menacée ?

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-9

### BAROMÈTRE

France : le confinement d'avril a eu  
un impact négatif limité sur l'activité  
économique globale

Espagne : l'horizon se dégage

Covid-19 : baisse du nombre de  
nouveaux cas dans le monde

## 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.

## TÉLÉTRAVAIL ET INNOVATION: LA SÉRENDIPITÉ EST-ELLE MENACÉE?

Le télétravail devrait avoir un effet positif sur le niveau de productivité mais permettra-t-il d'en augmenter la croissance ? La réponse réside en grande partie dans l'innovation. Les interactions jouent un rôle-clé dans l'émergence d'idées nouvelles et le partage d'informations. Si les interactions formelles reposent sur un éventail d'outils informatiques, l'organisation des interactions informelles constitue un défi. Pour maintenir la sérendipité, essentielle à la culture de l'innovation, entre équipes et au sein de celles-ci, il faudra combiner télétravail et travail sur site.

D'après des enquêtes récentes, les entreprises s'attendent à un impact positif du télétravail sur la productivité<sup>1</sup> de leurs salariés. Si ces anticipations se confirmaient, la question qui se poserait serait de savoir si cela entraînerait une augmentation du niveau de productivité ou de son taux de croissance. La première possibilité semble la plus probable car il est difficile d'imaginer pourquoi le télétravail entraînerait un accroissement de la productivité année après année.

S'agissant du taux de croissance de la productivité, l'innovation joue un rôle important. Une innovation désigne « un produit ou un processus (ou une combinaison des deux), nouveau ou amélioré, qui diffère sensiblement des produits ou processus précédents d'une unité, et mis à la disposition d'utilisateurs potentiels (produit) ou mis en œuvre par l'unité (processus) »<sup>2</sup>. Les récentes innovations ont permis de faciliter le travail depuis le domicile en rendant disponibles les technologies nécessaires. Il existe également de bonnes raisons de penser « que la Covid-19 entraîne une réorientation des évolutions techniques de manière à améliorer l'interactivité à distance » tandis que d'autres études montrent que « l'étendue du télétravail s'ajuste aux innovations favorisant ce mode de fonctionnement ». En d'autres termes, il existe une étonnante influence réciproque entre les deux, l'innovation technologique jouant un rôle de facilitateur et le télétravail agissant comme un facteur d'incitation. L'innovation a aussi changé la manière de travailler de nombreuses professions. Ainsi, dans certains pays, les changements réglementaires ont permis aux professionnels de santé d'effectuer des consultations virtuelles<sup>3</sup>.

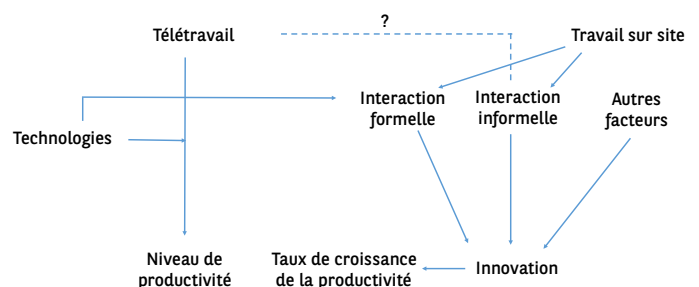
Certes, l'innovation a facilité le télétravail, mais toute la question est de savoir si ce dernier aura une influence positive ou négative sur la capacité d'innovation. La réponse à cette question revêt une grande importance au niveau microéconomique, en raison de son impact sur la

progression de la productivité à long terme et sur la compétitivité des entreprises individuelles, mais aussi au niveau macroéconomique, par le biais de l'activité économique et de la croissance.

L'innovation au sein des entreprises dépend de nombreux facteurs. Une étude approfondie de la littérature<sup>4</sup> a permis d'en identifier vingt, dont trois sont le plus fréquemment cités. Premièrement, la collaboration, qui désigne la communication ouverte et la libre circulation de l'information. Deuxièmement, le management de l'innovation reposant sur un bon équilibre entre la formalisation et l'approche informelle, le travail en groupes transversaux et en individuel. Troisièmement, la gestion des connaissances grâce à l'utilisation optimisée du « capital de connaissances » de l'entreprise pour encourager l'innovation.

4 *Innovation Enablers for Innovation Teams – A Review*, Mikael Johnsson, *Journal of Innovation Management*, vol. 5, nr 3, 2017, pp. 75-121. L'auteur a analysé 211 articles universitaires. Les vingt facteurs sont les suivants : le climat, la culture, l'économie, le management, la stratégie, le timing, la collaboration, l'éducation, les ressources humaines, le besoin, les processus, la prise de conscience, les capacités, l'implication, l'autonomisation, l'entrepreneuriat / intrapreneuriat, les incitations, les connaissances, la gestion des connaissances, l'état d'esprit.

### TÉLÉTRAVAIL, PRODUCTIVITÉ ET INNOVATION



SOURCE : BNP PARIBAS

1 *Télétravail et productivité*, EcoWeek, BNP Paribas, 3 mai 2021.

2 OCDE/Eurostat (2018), Manuel d'Oslo 2018 : *Lignes directrices pour le recueil, la communication et l'utilisation des données sur l'innovation*, 4<sup>e</sup> édition - *Mesurer les activités scientifiques, technologiques et d'innovation*, Editions OCDE, Paris/Eurostat, Luxembourg. <https://doi.org/10.1787/9789264304604-en>

3 Source (y compris des citations) : *Why Working From Home Will Stick*, Jose Maria Barrero, Nicholas Bloom and Steven J. Davis, document NBER n° 28731, avril 2021. Les auteurs citent une étude montrant que les nouvelles demandes de brevets qui font évoluer les technologies liées au télétravail ont plus que doublé entre janvier et septembre 2020

Un modèle hybride conjuguant le travail à distance et le travail sur site semble être le plus indiqué pour éviter une perte de sérendipité entre les équipes et au sein de ces dernières, et favoriser ainsi une culture de l'innovation.

Dans ce contexte, le télétravail présente des défis mais aussi des opportunités. S'agissant de ces dernières, l'utilisation extensive de la visioconférence facilite l'accès à une information spécialisée. Un ensemble d'outils informatiques permet, en outre, d'organiser facilement l'interaction formelle entre les personnes – une condition essentielle à la production d'idées et à l'échange d'informations – même si l'efficacité du processus dépend de l'outil utilisé. La recherche révèle que la communication via le chat réduit la créativité des équipes alors qu'il n'existe « aucune différence significative en termes de performance de groupe entre la communication en visioconférence et en face à face »<sup>5</sup>.

Les interactions en ligne engendrent également une « perte d'efficacité, les salariés partageant des 'connaissances secondaires' – entendre des connaissances cruciales pour un public restreint mais vraisemblablement de second ordre pour d'autres destinataires »<sup>6</sup>. Plus important encore, le télétravail complique les contacts et les entretiens informels ou non planifiés, qui sont essentiels pour générer des idées et stimuler la réflexion. Pour s'assurer du maintien de la sérendipité entre les équipes et au sein de ces dernières – et encourager ainsi une culture de l'innovation – il semble que le plus indiqué soit un modèle hybride : des collaborateurs partiellement en télétravail – en raison du gain d'efficacité et de productivité que permet ce mode de fonctionnement – et sur site le reste du temps. La présence sur site devrait être organisée pour réunir les mêmes jours les personnes ayant besoin de se rencontrer et de discuter pour partager des idées<sup>7</sup>.

**William De Vijlder**

<sup>5</sup> *Innovation and Communication Media in Virtual Teams – An Experimental Study*, Nicola Grözinger, Bernd Irlenbusch, Katharina Laske, Marina Schröder, IZA Institute of Labour Economics, DP No. 13218, mai 2020.

<sup>6</sup> *Safeguarding Serendipitous Creativity During the COVID-19 Pandemic*, Shiko Ben-Menaheh and Zeynep Erden, *California Management Review*, Volume 63, numéro 2, hiver 2021.

<sup>7</sup> C'est également la conclusion d'une enquête auprès de chefs d'entreprises, mentionnée dans *Why Working From Home Will Stick*, Jose Maria Barrero, Nicholas Bloom and Steven J. Davis, document NBER n° 28731, avril 2021.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 7-5-21 au 14-5-21

↘ CAC 40	6 386	▶ 6 385	-0.0 %	
↘ S&P 500	4 233	▶ 4 174	-1.4 %	
↗ Volatilité (VIX)	16.7	▶ 18.8	+2.1 pb	
↘ Euribor 3m (%)	-0.53	▶ -0.55	-2.0 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	0.16	▶ 0.16	-0.4 pb	
↗ OAT 10a (%)	0.09	▶ 0.21	+11.8 pb	
↗ Bund 10a (%)	-0.22	▶ -0.12	+9.6 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	1.58	▶ 1.63	+5.1 pb	
↘ Euro vs dollar	1.21	▶ 1.21	-0.1 %	
↗ Or (once, \$)	1 835	▶ 1 837	+0.1 %	
↘ Pétrole (Brent, \$)	68.4	▶ 67.1	-1.8 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 21	+bas 21	Rendements (%)		+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.07
Eonia	-0.48	-0.47	le 28/01	-0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.65
Euribor 3m	-0.55	-0.53	le 07/05	-0.58	le 06/01	Bund 10a	-0.12
Euribor 12m	-0.48	-0.47	le 20/04	-0.52	le 02/02	OAT 10a	0.21
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.75
Libor 3m	0.16	0.16	le 13/01	0.15	le 12/05	\$ Treas. 2a	0.15
Libor 12m	0.26	0.34	le 01/01	0.26	le 12/05	Treas. 10a	1.63
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01	High Yield	4.66
Libor 3m	0.08	0.09	le 24/03	0.03	le 01/01	£ Gilt. 2a	0.08
Libor 12m	0.17	0.17	le 13/05	0.07	le 11/01	Gilt. 10a	0.89

Au 14-5-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021		
USD	1.21	1.23	le 06/01	1.17	le 30/03	-0.8%
GBP	0.86	0.91	le 06/01	0.85	le 05/04	-3.8%
CHF	1.10	1.11	le 04/03	1.08	le 18/01	+1.3%
JPY	132.78	132.78	le 14/05	125.22	le 18/01	+5.1%
AUD	1.56	1.60	le 04/01	1.53	le 18/03	-1.5%
CNY	7.81	8.00	le 01/01	7.69	le 25/03	-2.4%
BRL	6.39	6.95	le 03/03	6.32	le 07/05	+0.5%
RUB	89.79	92.47	le 20/04	86.53	le 16/03	-0.8%
INR	88.92	90.39	le 23/04	85.30	le 27/03	-0.5%

Au 14-5-21 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)	
Pétrole, Brent	67.1	69.7	le 11/03	51.2	le 04/01	+29.3%
Or (once)	1 837	1 947	le 05/01	1 682	le 08/03	-3.2%
Métaux, LME	4 312	4 402	le 11/05	3 415	le 01/01	+26.3%
Cuivre (tonne)	10 215	10 449	le 11/05	7 749	le 01/01	+31.8%
Blé (tonne)	267	2.9	le 07/05	231	le 30/03	+8.0%
Mais (tonne)	257	2.9	le 07/05	188	le 04/01	+36.5%

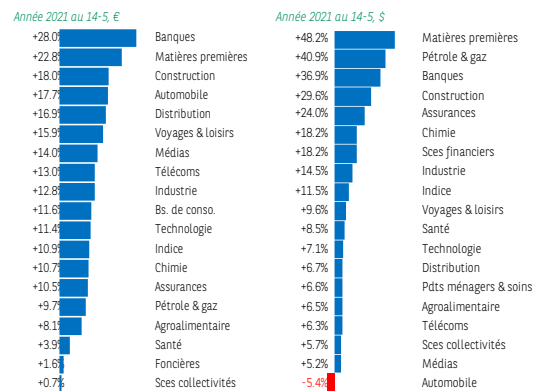
Au 14-5-21 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021		
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 939	2 979	le 07/05	2 662	le 29/01	+9.2%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 174	4 233	le 07/05	3 701	le 04/01	+11.1%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 017	4 034	le 07/05	3 481	le 29/01	+13.1%
CAC 40	6 385	6 386	le 10/05	5 399	le 29/01	+15.0%
DAX 30	15 417	15 460	le 16/04	13 433	le 29/01	+12.4%
IBEX 35	9 146	9 146	le 14/05	7 758	le 29/01	+13.3%
FTSE100	7 044	7 130	le 07/05	6 407	le 29/01	+9.0%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 099	1 137	le 18/03	1 044	le 06/01	+5.2%
Nikkei	28 084	30 468	le 16/02	27 056	le 06/01	+2.3%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 308	1 445	le 17/02	1 288	le 25/03	+1.3%
Chine	104	130	le 17/02	102	le 13/05	-4.5%
Inde	715	736	le 03/03	659	le 29/01	+6.2%
Bésil	1 864	1 941	le 14/01	1 561	le 09/03	+0.6%
Russie	732	743	le 07/05	647	le 01/02	+9.5%

Au 14-5-21 Variations

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

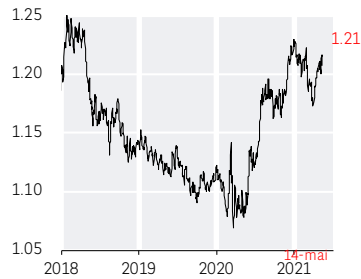


SOURCE : THOMSON REUTERS

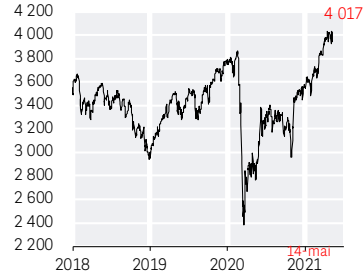


# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



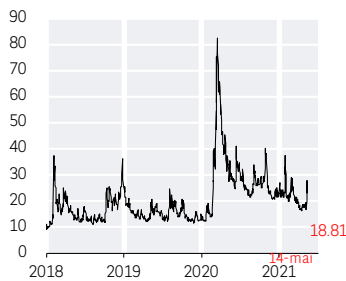
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



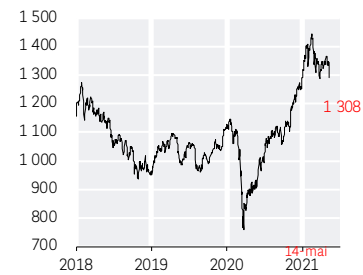
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



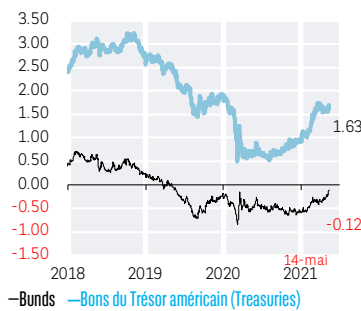
**MSCI MONDE (USD)**



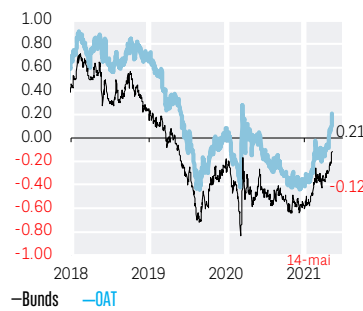
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



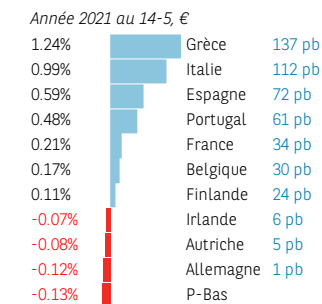
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



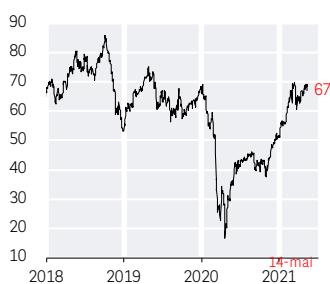
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



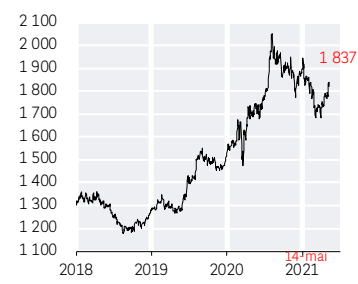
**PETROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## FRANCE : LE CONFINEMENT D'AVRIL A EU UN IMPACT NÉGATIF LIMITÉ SUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE GLOBALE

Notre baromètre fait état d'une nette amélioration de la situation conjoncturelle française ces derniers mois par rapport aux trois mois précédents : la zone en bleu déborde en effet largement celle en pointillés au niveau des indicateurs d'activité. L'amélioration repose toutefois sur un effet de base très favorable. En mars 2021, les dépenses de consommation des ménages en biens ont reculé de 1,1% m/m. Mais le mois de mars 2020 ayant été déprimé par le début du premier confinement (chute des dépenses de 16,7% m/m), en variation sur un an, elles bondissent de 18,7%. De même, la faible hausse mensuelle de la production (0,8% m/m) se transforme en un bond de 13,7% sur un an. Pour les exportations, ces chiffres sont de +2,6% m/m et +12,7% a/a.

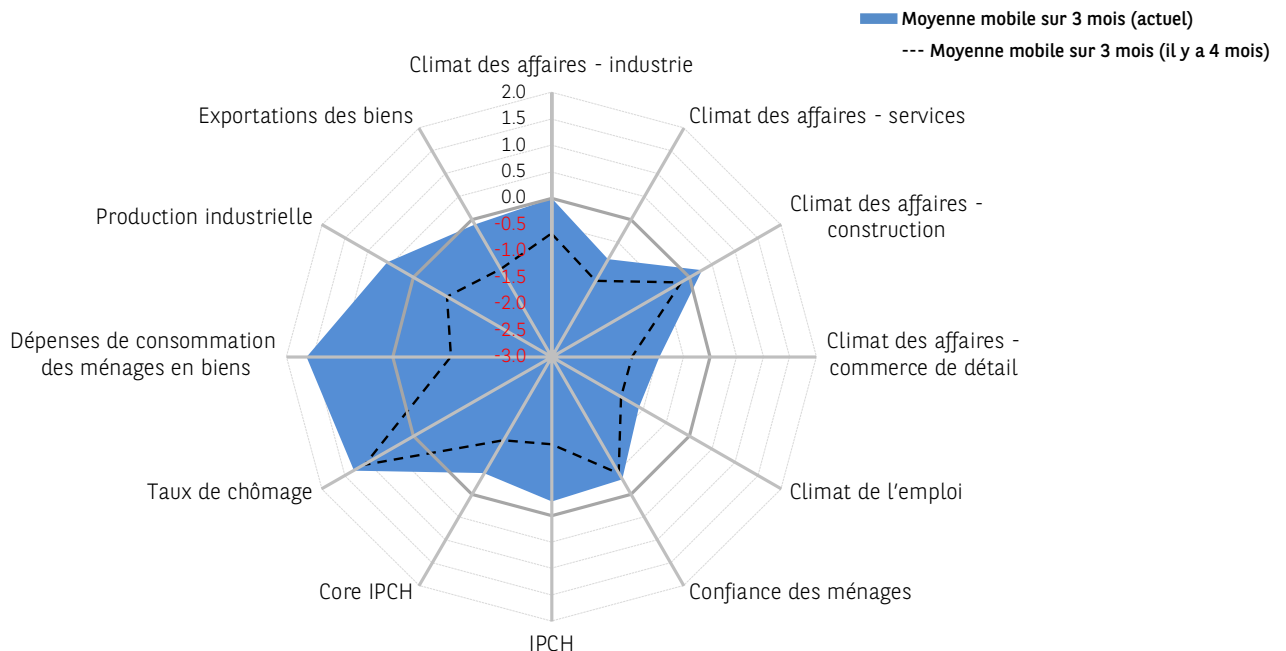
En avril 2021, l'effet de base devrait être encore favorable, malgré le nouveau confinement. Sa dureté est moindre que le premier, en avril 2020, et comparable au deuxième, en novembre. Surtout, il n'y a pas la soudaineté du choc qui a frappé l'économie au printemps dernier. L'économie a, depuis, fait preuve d'une grande capacité d'adaptation. Les mesures d'urgence ont été efficaces pour amortir le choc et en limiter les séquelles. Aujourd'hui, l'arrêt ou le fonctionnement au ralenti de l'activité ne concernent que les secteurs les plus directement affectés par les restrictions sanitaires (contre un arrêt quasi-généralisé

au printemps 2020). L'industrie et la construction ne sont pas autant « empêchées » et l'industrie profite en plus du redémarrage mondial. Enfin, la campagne de vaccination permet d'entrevoir la lumière au bout du tunnel.

Le tout contribue à un impact négatif plus limité qu'anticipé du confinement d'avril sur l'activité. D'après les dernières estimations de la Banque de France, la perte de PIB atteindrait 6% par rapport au niveau d'avant-crise (contre 7% initialement estimé, la même perte qu'en novembre) et elle se réduirait à 4% en mai. De même, la rechute attendue, en avril, des enquêtes sur le climat des affaires n'a pas eu lieu ou de manière très limitée pour celles de l'INSEE. À ces résultats encourageants s'ajoute la nouvelle bonne surprise de l'emploi salarié privé au T1, en hausse de 0,3% t/t. L'impression mitigée laissée par notre baromètre du mois dernier, marqué par les mouvements de yo-yo de la conjoncture, est remplacée aujourd'hui par un sentiment plus positif, porté par les signes accrus de résilience de l'économie. Notre prévision d'une croissance tout juste positive au T2, partagée par l'INSEE, est confortée et le risque d'un chiffre négatif s'éloigne.

**Hélène Baudchon**

### FRANCE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

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



## ESPAGNE : L'HORIZON SE DÉGAGE

Après les chiffres d'activité maussades au T1 – pour rappel le PIB réel s'est de nouveau contracté, de 0,5% t/t – le deuxième trimestre devrait voir le début de la reprise tant attendue en Espagne.

Sur le plan sanitaire, tout d'abord, la campagne de vaccination continue d'accélérer, la barre des 500 000 injections quotidiennes ayant été franchie pour la première fois le 30 avril, tandis que le nombre de contaminations à la Covid-19 est repassé sous le seuil des 200 cas pour 100 000 habitants (moyenne journalière sur 7 jours). L'état d'urgence sanitaire a officiellement pris fin le 9 mai. Désormais, les régions autonomes décideront des mesures de restriction, ce qui offrira davantage de flexibilité et devrait aider l'activité économique à mieux se relancer.

Cette embellie sur le front de la Covid-19 s'est très logiquement répercutée sur la confiance des entreprises et celle des ménages, qui ont poursuivi leur net redressement en avril, comme le montre notre baromètre. L'indice composite PMI a, par exemple, bondi en avril (+5,1 points à 55,2), porté par un net regain d'optimisme dans les services (+6,5 points à 54,6). Une amélioration des enquêtes d'opinion qui doit encore se matérialiser dans les chiffres de l'emploi : selon l'office pour l'emploi espagnol (SEPE), le nombre de travailleurs inscrits

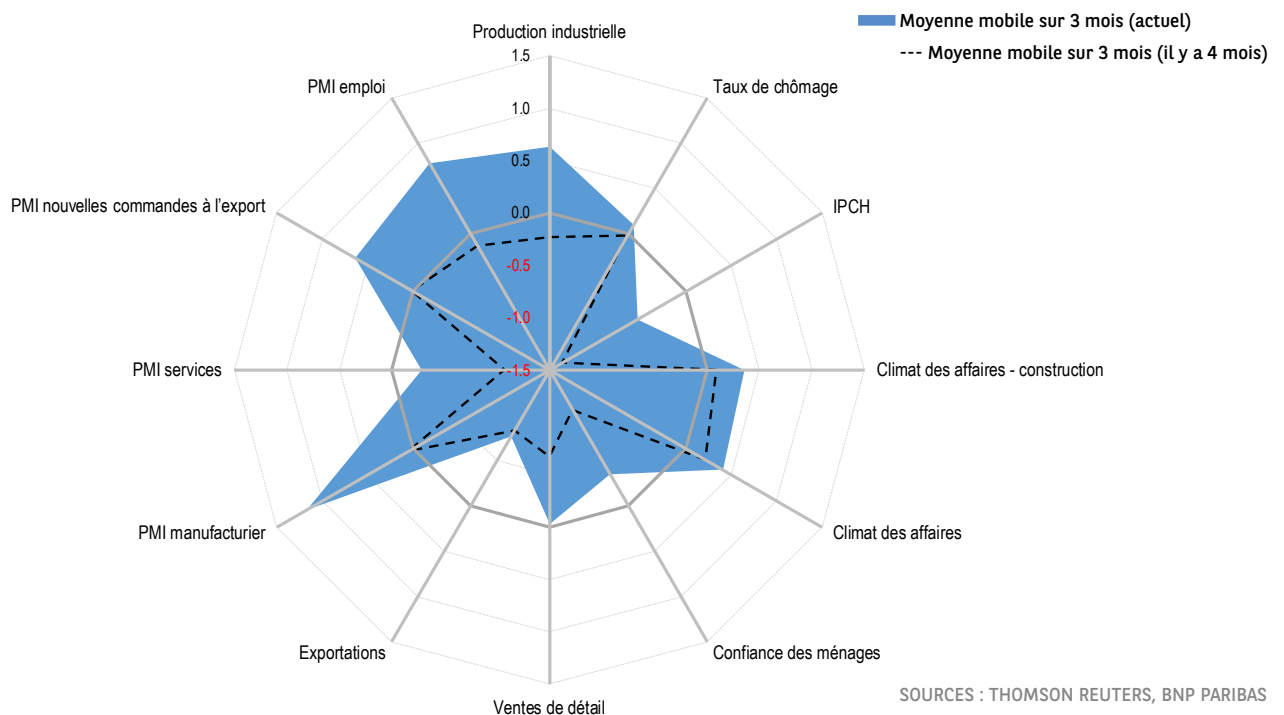
à la sécurité sociale est en léger repli en avril (-9 800 ou -0,1%)<sup>1</sup> pour le troisième mois consécutif. Le taux de chômage (15,3% en mars) est en baisse lente mais progressive depuis le pic d'août 2020 (16,7%).

Le repli d'activité enregistré cet hiver a conduit le gouvernement à revoir ses prévisions de croissance à la baisse et, à l'inverse, celui du déficit public à la hausse. Dans son programme de stabilité, fourni le 7 mai à la Commission européenne, l'exécutif espagnol table désormais sur un rebond du PIB réel de 6,5% en 2021, et un retour au niveau d'activité antérieur à la crise du coronavirus au plus tôt fin 2022. Le ratio de déficit public sur PIB pour 2021 a été révisé à la hausse, à 8,4% désormais. Ces prévisions restent encore très fortement suspendues à la saison touristique à venir qui pourrait connaître, avec l'accélération des campagnes de vaccination en Europe et la mise en place très prochaine d'un passeport sanitaire européen, une reprise d'activité meilleure qu'espéré il y a encore quelques semaines.

**Guillaume Derrien**

1 Les données sont ajustées des variations saisonnières.

### ESPAGNE : 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 -1,5 et +1,5. 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.



## COVID-19 : BAISSÉ DU NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DANS LE MONDE

Selon les dernières données de l'université Johns-Hopkins, 5,5 millions de cas de Covid-19 ont été enregistrés entre le 4 et le 10 mai dans le monde, soit une baisse de -12,5% par rapport à la semaine précédente. Cette baisse s'observe en Europe (-16,5%), en Asie hors Inde (-14,5%) et sur l'ensemble du continent américain (-6,3%). En revanche, en Inde, on enregistre une légère augmentation de 2,4% sur la même période, suivie d'un faible recul (graphique 1). Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde. Cette accélération s'observe notamment dans l'Union européenne, 29 % de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin (graphique 2).

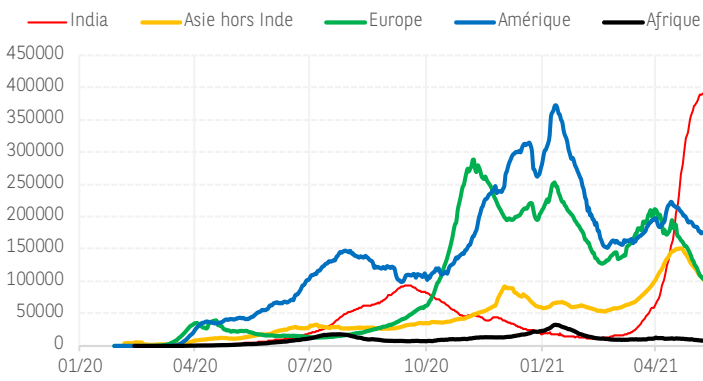
Avec l'assouplissement des mesures sanitaires, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs a continué de s'améliorer durant la semaine du 30 avril au 7 mai dans les principaux pays avancés. Seule l'Allemagne enregistre une baisse de -6,8 points, passant ainsi de -36,1% à -42,9% (moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence\*). Au cours de cette semaine, la fréquentation en Belgique, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni a été la plus élevée depuis le début de l'année (graphique 3). Par ailleurs, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB, établi par l'OCDE, continue de fléchir dans les principaux pays avancés, alors qu'il s'est redressé au Japon et en Italie après une courte baisse (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.

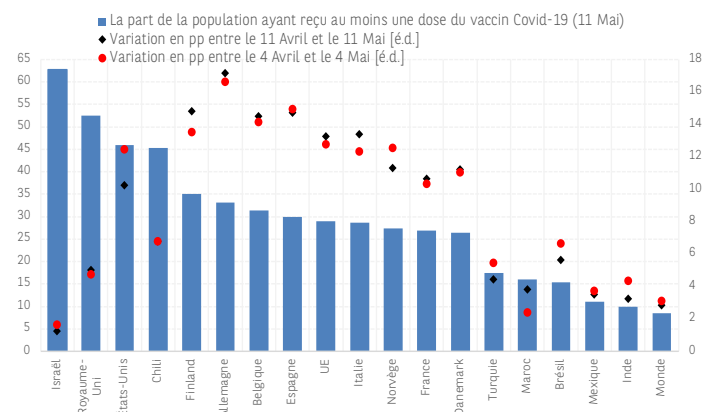
### NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (12/05/2021), BNP PARIBAS

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



GRAPHIQUE 2

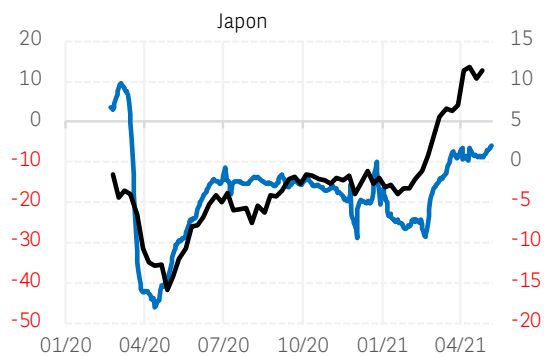
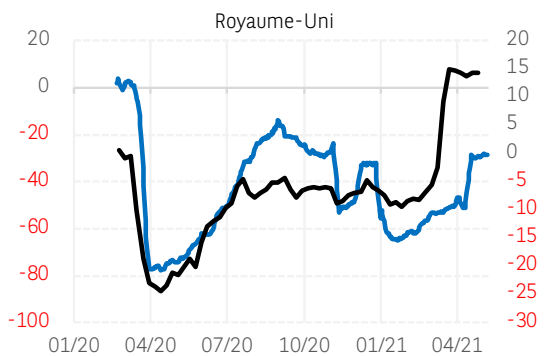
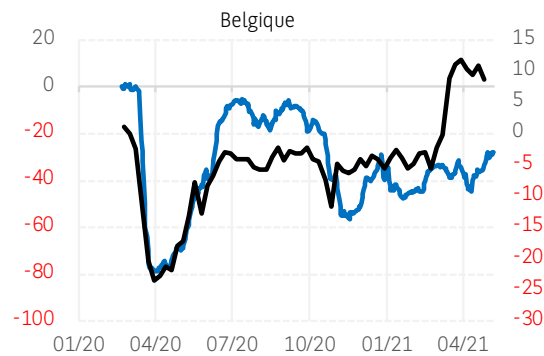
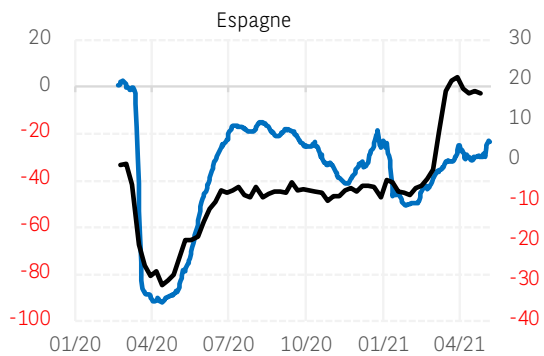
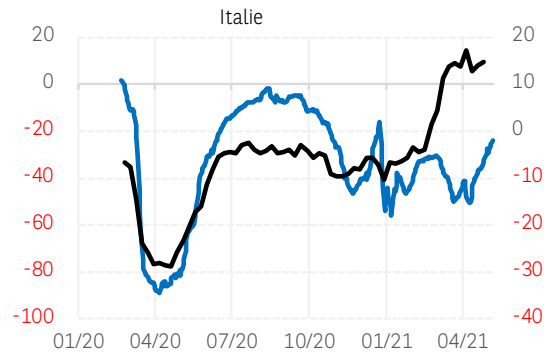
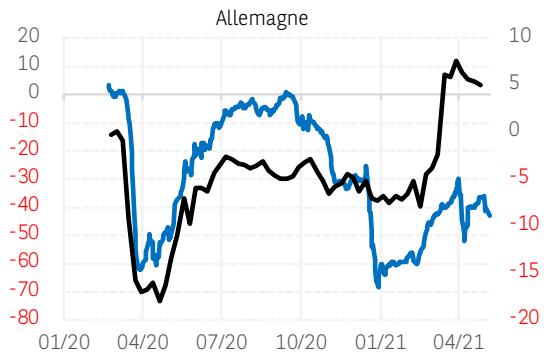
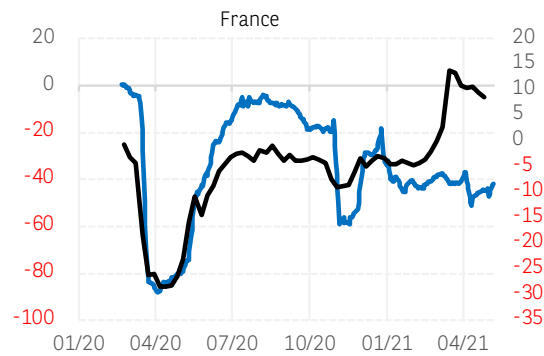
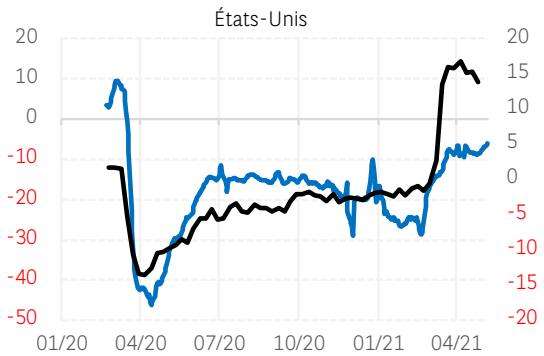
SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 12/05/2021), BNP PARIBAS





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 (12/05/2021), GOOGLE (12/05/2021), BNP PARIBAS

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

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

## TAUX &amp; CHANGES

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

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

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

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

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

## CROISSANCE ET INFLATION

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

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<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, %		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.75	2.00	2.10	2.20	2.20	2.50
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	-0.10	0.20	0.20	0.20
	OAT 10a	-0.11	0.00	0.15	0.50	0.50	0.50
	BTP 10 ans	0.63	0.70	0.90	1.35	1.35	1.30
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.45	0.60	0.95	0.95	1.00
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Japon	Gilt 10a	0.88	1.00	1.10	1.20	1.20	1.30
	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.12	0.18	0.23	0.23	0.28

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

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

11

## DERNIERS INDICATEURS

L'indice du climat industriel de la Banque de France s'est amélioré, dépassant les attentes. La composante « attentes » de l'enquête ZEW a enregistré un redressement considérable en Allemagne et dans la zone euro. Au Royaume-Uni, en mars, l'estimation mensuelle de la croissance réelle du PIB a augmenté plus que prévu. La Commission européenne a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour l'UE. Au Japon, les résultats de l'enquête Eco Watchers d'avril se sont dégradés bien plus que prévu. La plupart des données économiques aux États-Unis accusent un fléchissement par rapport au relevé précédent. Les ventes de détail ont considérablement déçu et, contre toute attente, le sentiment des ménages de l'Université du Michigan est en baisse. L'inflation sous-jacente et les anticipations d'inflation à un an sont nettement à la hausse.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
10/05/2021	France	Climat industriel de la Banque de France	Avril	106	107	105
11/05/2021	Chine	IPC g.a.	Avril	1.00%	0.90%	0.40%
11/05/2021	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Mai	72	84.4	70.7
11/05/2021	Allemagne	Conjoncture (enquête ZEW)	Mai	-41.6	-40.1	-48.8
11/05/2021	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Mai	--	84	66.3
11/05/2021	États-Unis	Optimiste des petites entreprises (NFIB)	Avril	100.8	99.8	98.2
11/05/2021	États-Unis	Opportunités d'emploi (JOLTS)	Mars	7500k	8123k	7367k
12/05/2021	Japon	Indicateur économique avancé	Mars	102.9	103.2	98.7
12/05/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T1	-1.60%	-1.50%	1.30%
12/05/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Mars	0.015	0.021	0.004
12/05/2021	Zone euro	Prévisions économiques de la Commission européenne				
12/05/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Mars	0.80%	0.10%	-1.00%
12/05/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Avril	0.30%	0.90%	0.30%
13/05/2021	Japon	Conjoncture (Enquête Eco Watchers)	Avril	47	39.1	49
13/05/2021	Japon	Perspectives (Enquête Eco Watchers)	Avril	43.5	41.7	49.8
13/05/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Avril	0.40%	0.70%	0.70%
13/05/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	490k	473k	498k
14/05/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Avril	-0.20%	-1.50%	6.90%
14/05/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Avril	0.90%	0.70%	1.40%
14/05/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité de production	Avril	75.00%	74.90%	74.40%
14/05/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	90	82.8	88.3
14/05/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mai	99.8	90.8	97.2
14/05/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mai	84.5	77.6	82.7
14/05/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mai	3.50%	4.60%	3.40%
14/05/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mai	--	3.10%	2.70%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine très chargée nous attend, avec comme toujours à cette période du mois, de nombreuses données sur la Chine ainsi que les PMI « flash » pour plusieurs pays. Le Japon publiera les informations relatives à son PIB du premier trimestre ainsi que des données sur le volume des exportations, les commandes de machines et l'inflation. Dans la zone euro, les chiffres de l'emploi seront publiés ainsi que des données sur l'inflation, la confiance des consommateurs et une actualisation de l'estimation de la croissance du PIB au premier trimestre. Le Royaume-Uni communiquera des statistiques relatives au marché du travail, à l'inflation et aux carnets de commandes. Aux États-Unis, nous connaissons les chiffres de l'activité sur le marché immobilier et dans le secteur du bâtiment. La Réserve fédérale de Philadelphie communiquera les résultats de son enquête auprès des entreprises et nous connaissons les chiffres hebdomadaires des demandes initiales à l'assurance chômage. Les analystes liront avec grand intérêt les minutes de la réunion du FOMC qui vont être publiées.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
17/05/2021	Chine	Prix logements neufs m/m	Avril	--	0,41%
17/05/2021	Chine	Production industrielle cumul annuel, g.a.	Avril	21,10%	24,50%
17/05/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Avril	20,00%	25,60%
17/05/2021	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel, g.a.	Avril	20,00%	25,60%
17/05/2021	Chine	Taux de chômage	Avril	5,20%	5,30%
17/05/2021	Chine	Ventes au détail cumul annuel, g.a.	Avril	31,70%	33,90%
17/05/2021	États-Unis	Indice NAHB marché de l'immobilier	Mai	83	83
18/05/2021	Japon	PIB t/t	T1	-1,10%	2,80%
18/05/2021	Japon	PIB annualisé t/t	T1	-4,60%	11,70%
18/05/2021	Japon	PIB consommation privée t/t	T1	-1,90%	2,20%
18/05/2021	Japon	PIB dépense des entreprises t/t	T1	0,80%	4,30%
18/05/2021	Japon	Contribution des stocks (% du PIB)	T1	0,20%	-0,60%
18/05/2021	Japon	Contribution des exportations nettes (% PIB)	T1	-0,20%	1,10%
18/05/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage (BIT)	Mars	--	4,90%
18/05/2021	Royaume-Uni	Evolution dans l'emploi 3m/3m	Mars	--	-73k
18/05/2021	Zone euro	Emploi t/t	T1	--	0,30%
18/05/2021	Zone euro	PIB t/t	1Q	--	-0,60%
18/05/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	T1	0,60%	2,70%
18/05/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Avril	-1,70%	19,40%
18/05/21-24/05/21	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Mai	--	-8
18/05/21-24/05/21	Royaume-Uni	Evolution des prix de ventes (CBI)	Mai	--	27
19/05/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Avril	--	1,10%
19/05/2021	Royaume-Uni	Sortie IPP (NSA) m/m	Avril	--	0,50%
19/05/2021	Royaume-Uni	Entrée IPP (NSA) m/m	Avri.	--	1,30%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
19/05/2021	Zone euro	Immatriculations nouveaux véhicules (EU27)	Avril	--	87,30%
19/05/2021	Zone euro	IPC g,a,	Avril	--	1,30%
19/05/2021	Zone euro	IPC m/m	Avril	--	0,60%
19/05/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g,a,	Avril	--	0,80%
19/05/2021	États-Unis	Demandes de crédit (MBA)	14 mai	--	2,10%
19/05/2021	États-Unis	Minutes réunion du FOMC	28 avril	--	--
20/05/2021	Japan	Exportations g,a,	Avril	--	16,10%
20/05/2021	Japan	Commande de machines m/m	Mars	--	-8,50%
20/05/2021	États-Unis	Climat des affaires (Fed de Philadelphie)	Mai	43,2	50,2
20/05/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	15 mai	--	--
21/05/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	--	-15
21/05/2021	Japon	IPC hors énergie et alimentation g,a,	Avril	--	0,30%
21/05/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mai	--	53,6
21/05/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mai	--	49,5
21/05/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mai	--	51
21/05/2021	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto & carburant m/m	Avril	--	4,90%
21/05/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	58,9
21/05/2021	France	PMI des services (Markit)	Mai	--	50,3
21/05/2021	France	PMI composite (Markit)	Mai	--	51,6
21/05/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mai	--	66,2
21/05/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mai	--	49,9
21/05/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mai	--	55,8
21/05/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	62,9
21/05/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mai	--	50,5
21/05/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mai	--	53,8
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	60,9
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mai	--	61
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mai	--	60,7
21/05/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mai	62	60,5
21/05/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Mai	65	64,7
21/05/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mai	--	63,5
21/05/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	-8,1

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

<a href="#">EcoTV - mai 2021</a>	EcoTV	12_mai 2021
<a href="#">Reprise en France : déjà freinée avant même d'avoir démarré ?</a>	Graphique de la Semaine	12_mai 2021
<a href="#">États-Unis : quels enseignements tirer de la grande inflation des années 1970 ?</a>	EcoWeek	10_mai 2021
<a href="#">Italie : pourquoi le pays attire de nouveau toutes les attentions</a>	EcoTVWeek	7 mai 2021
<a href="#">Marché du travail français : perspectives 2021</a>	EcoFlash	6 mai 2021
<a href="#">Europe centrale : un retour probable au pib d'avant-covid dès 2021</a>	Graphique de la Semaine	5 mai 2021
<a href="#">EcoWeek 21.17 - Édition du 3 mai 2021</a>	EcoWeek	3 mai 2021
<a href="#">États-Unis : à propos du plan d'investissements "Biden"</a>	EcoFlash	30 avril 2021
<a href="#">Zone euro : Le soutien budgétaire va se poursuivre</a>	EcoTVWeek	30 avril 2021
<a href="#">Covid-19 et zombification : définitions, description, explications, répercussions, solutions</a>	Podcast	29 avril 2021
<a href="#">Les entreprises françaises ont abordé la pandémie avec une structure financière renforcée</a>	Graphique de la Semaine	28 avril 2021
<a href="#">EcoWeek 21.16 - Édition du 26 avril 2021</a>	EcoWeek	26 avril 2021
<a href="#">Israël : Une situation économique contrastée, mais des perspectives positives</a>	EcoTVWeek	23 avril 2021
<a href="#">Les exportations japonaises bénéficient du redémarrage économique mondial et rebondissent nettement en mars 2021</a>	Graphique de la Semaine	21 avril 2021
<a href="#">Zone Euro : La hausse de l'inflation pourrait n'être que temporaire</a>	EcoFlash	19 avril 2021
<a href="#">EcoWeek 21.15 - Édition du 19 avril 2021</a>	EcoWeek	19 avril 2021
<a href="#">Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents</a>	EcoEmerging	16 avril 2021
<a href="#">Pays émergents : courses de vitesse</a>	EcoTVWeek	16 avril 2021
<a href="#">Le régime de change sous pression</a>	Graphique de la Semaine	14 avril 2021
<a href="#">EcoWeek 21.14 - Édition du 12 avril 2021</a>	EcoWeek	12 avril 2021
<a href="#">Édition d'avril 2021</a>	EcoTV	9 avril 2021
<a href="#">Perspectives économiques : le suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine</a>	EcoPerspectives	8 avril 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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@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