

2

ÉDITORIAL

Prévisions d'inflation : « Faites-nous confiance ! », tel est le message des banques centrales

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-9

BAROMÈTRE

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

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.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS D'INFLATION: « FAITES-NOUS CONFIANCE ! », TEL EST LE MESSAGE DES BANQUES CENTRALES

Une confiance accrue dans la qualité des prévisions économiques d'une banque centrale améliore la transmission monétaire et, par conséquent, l'efficacité de la politique monétaire. Dans l'environnement actuel de montée des tensions inflationnistes, la conviction des opérateurs du marché de la supériorité des banques centrales en matière de prévisions devrait limiter la hausse des anticipations d'inflation. La recherche permet néanmoins d'en douter. Même si les projections de la Réserve fédérale ont tendance à comporter moins d'erreurs que celles du secteur privé, l'écart s'est réduit depuis les années 1990. Dans la zone euro, les erreurs des prévisions d'inflation, fournies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, sont comparables à celles de l'enquête de la BCE réalisée auprès des prévisionnistes professionnels.

Une confiance forte dans la qualité des prévisions économiques d'une banque centrale est gage d'amélioration de la transmission monétaire et, par conséquent, de l'efficacité de la politique monétaire. Ces prévisions permettent de piloter les anticipations des ménages et des entreprises, mais aussi d'influencer l'évaluation des perspectives économiques par les prévisionnistes du secteur privé. Cette influence peut être directe — les prévisions de la banque centrale servent de référence aux prévisions privées — ou indirecte. Ainsi, les changements observés dans la communication des banques centrales, ou les décisions de politique monétaire inattendues, peuvent être interprétées comme le signal d'une modification de leur évaluation des perspectives. Un relèvement non anticipé des taux peut ainsi entraîner une révision à la hausse des prévisions de croissance du secteur privé, ce qui, de prime abord, semble contre-intuitif¹.

Ces questions revêtent une importance particulière dans le contexte actuel, compte tenu de l'accroissement des tensions inflationnistes, comme en témoignent les enquêtes auprès des chefs d'entreprises dans un grand nombre de pays. Ces évolutions ont entraîné une hausse des anticipations d'inflation dans les marchés obligataires. Le message de la Réserve fédérale et de la BCE est, pour leur part, le suivant : la hausse de l'inflation, due à des ruptures d'approvisionnement, devrait être provisoire. La confiance des opérateurs du marché dans la supériorité des compétences des banques centrales, en matière de prévision, devrait limiter l'accroissement des anticipations d'inflation. Que nous enseignent les données historiques sur ce point? D'après une analyse effectuée par la BCE², les erreurs des projections macroéconomiques portant sur l'inflation dans la zone euro, établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE, égalent celles de l'enquête des prévisionnistes professionnels (EPP), mais sont inférieures à celles des autres institutions³. Cependant « tous les prévisionnistes ont sous-estimé la hausse de l'IPC de 2010 à 2012, ainsi qu'en 2017 et en 2018, mais l'inflation a surpris tout le monde à la baisse de 2013 à 2016 ». Aux États-Unis, avant les réunions du FOMC, les équipes du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale établissent un ensemble complet de prévisions, basées sur des modèles

économétriques, sur des évaluations subjectives et une « suggestion de trajectoire » pour la politique monétaire. Ces prévisions sont rendues publiques cinq ans plus tard⁴. Une analyse⁵ de l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des ménages (« Core PCE »), couvrant la période 1997-2008, montre que, pour des horizons de prévision à plus d'un an, la performance de ces projections a tendance à être inférieure à celle de méthodes alternatives simples, basées sur le comportement historique de l'inflation ou sur l'hypothèse que l'inflation suit un mouvement aléatoire⁶.

Un document de travail de la BCE⁷ conclut que, pour la période 1968-2006, les projections de la Réserve fédérale concernant l'inflation et la croissance de la production sont de meilleure qualité que celles du secteur privé. Cependant, « la performance relative des prévisions n'est pas [...] bonne en cas de chocs macroéconomiques majeurs comme la Grande modération et les chocs pétroliers ». La pandémie de Covid-19 constituant un choc massif, cette remarque pourrait se révéler très pertinente dans l'environnement actuel. D'autres auteurs considèrent que la supériorité des prévisions de la Fed concernant l'inflation a nettement diminué depuis 1994, même si elle subsiste⁸. Pour conclure, peut-être faut-il voir, derrière l'insistance mise par la Fed et la BCE sur le caractère temporaire de la hausse de l'inflation due aux déséquilibres de l'offre et de la demande, le message suivant : « Faites-nous confiance, nous savons ce que nous faisons ! ». Au vu de l'étude comparant la qualité prédictive des projections des banques centrales et celles du secteur privé, les opérateurs du marché vont probablement pêcher par excès de prudence, ce dont témoigne la remontée des rendements obligataires nominaux.

William De Vijlder

1 Ces questions sont analysées dans Pascal Paul, *Does the Fed Know More about the Economy?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2019-11.

2 La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière, Bulletin économique de la BCE, n° 8/2019.

3 Les projections des services de l'Eurosystème et de la BCE ont été comparées aux chiffres de l'EPP, de la Commission européenne, du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

4 *Economic Forecasting: Comparing the Fed with the Private Sector*, Federal Reserve of St Louis, *Regional Economist*, 3^e trimestre 2019. Les prévisions sont regroupées dans le Tealbook, préalablement désigné par « Greenbook ».

5 Chang, Andrew C. and Tyler J. Hanson (2015). *The Accuracy of Forecasts Prepared for the Federal Open Market Committee*, Finance and Economics Discussion Series 2015-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.062>.

6 Cette approche repose sur l'hypothèse que la meilleure estimation de l'inflation de la période suivante est le taux d'inflation de la période actuelle.

7 BCE, *Does the Federal Reserve staff still beat private forecasters?*, document de travail n°1635, février 2014.

8 Edward N. Gamber and Julie K. Smith, *Are the Fed's inflation forecasts still superior to the private sector's?*, *Journal of Macroeconomics*, juin 2009.



La confiance des opérateurs du marché dans la qualité supérieure des prévisions des banques centrales devrait limiter l'augmentation des anticipations d'inflation. La recherche jette, néanmoins, le doute sur le bien-fondé d'une telle confiance.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 21-5-21 au 28-5-21

➔ CAC 40	6 386	▶ 6 484	+1.5 %
➔ S&P 500	4 156	▶ 4 204	+1.2 %
➔ Volatilité (VIX)	20.2	▶ 16.8	-3.4 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	+0.0 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.15	▶ 0.13	-1.2 pb
➔ OAT 10a (%)	0.18	▶ 0.11	-7.5 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.13	▶ -0.18	-5.7 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.63	▶ 1.59	-3.8 pb
➔ Euro vs dollar	1.22	▶ 1.22	-0.1 %
➔ Or (once, \$)	1 875	▶ 1 895	+1.1 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	66.5	▶ 69.7	+4.8 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01	€ Moy. 5-7a -0.15 -0.03 le 19/05 -0.46 le 04/01
Eonia	-0.48	-0.47 le 26/01 -0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.67 -0.65 le 25/02 -0.75 le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.53 le 07/05 -0.56	le 06/01	Bund 10a	-0.18 -0.11 le 20/05 -0.60 le 04/01
Euribor 12m	-0.48	-0.47 le 20/04 -0.52	le 02/02	OAT 10a	0.11 0.23 le 17/05 -0.41 le 04/01
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01 0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.72 0.79 le 20/05 0.50 le 08/01
Libor 3m	0.13	0.24 le 13/01 0.13	le 27/05	\$ Treas. 2a	0.14 0.17 le 05/04 0.11 le 05/02
Libor 12m	0.25	0.34 le 01/01 0.25	le 27/05	Treas. 10a	1.59 1.75 le 31/03 0.91 le 01/01
£ Bque Angl.	0.10	0.10 le 01/01 0.10	le 01/01	High Yield	4.59 4.87 le 09/03 4.59 le 28/05
Libor 3m	0.08	0.09 le 24/03 0.03	le 01/01	£ Gilt. 2a	0.07 0.13 le 26/02 -0.08 le 04/01
Libor 12m	0.16	0.17 le 13/05 0.07	le 11/01	Gilt. 10a	0.84 0.93 le 13/05 0.21 le 04/01

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.22	1.23 le 06/01 1.17 le 30/03	-0.4%
GBP	0.86	0.91 le 06/01 0.85 le 05/04	-4.0%
CHF	1.10	1.11 le 04/03 1.08 le 18/01	+1.4%
JPY	133.97	133.97 le 28/05 125.22 le 18/01	+6.0%
AUD	1.58	1.60 le 04/01 1.53 le 18/03	-0.3%
CNY	7.75	8.00 le 01/01 7.69 le 25/03	-3.1%
BRL	6.36	6.95 le 03/03 6.32 le 07/05	+0.1%
RUB	89.24	92.47 le 20/04 86.53 le 16/03	-1.4%
INR	88.25	90.39 le 23/04 85.30 le 27/03	-1.3%

Au 28-5-21

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	69.7	le 11/03 51.2 le 04/01	+34.3%	+34.9%
Or (once)	1 895	1 947 le 05/01 1 682 le 08/03	-0.1%	+0.3%
Métaux, LME	4 350	4 402 le 11/05 3 415 le 01/01	+27.4%	+28.0%
Cuivre (tonne)	###	### le 11/05 7 749 le 01/01	+32.3%	+32.8%
Blé (tonne)	249	2.9 le 07/05 231 le 30/03	+0.6%	+1.0%
Maïs (tonne)	262	2.9 le 07/05 188 le 04/01	+39.0%	+39.7%

Au 28-5-21

Variations

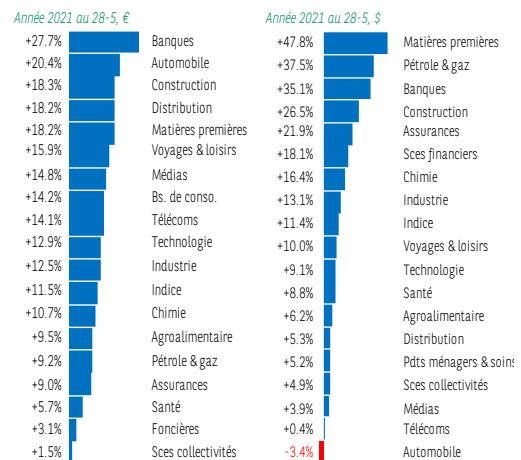
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 979	2 979 le 07/05	2 662 le 29/01	+10.8%
Amérique du Nord				
S&P500	4 204	4 233 le 07/05	3 701 le 04/01	+11.9%
Europe				
EuroStoxx50	4 071	4 071 le 28/05	3 481 le 29/01	+14.6%
CAC 40	6 484	6 484 le 28/05	5 399 le 29/01	+16.8%
DAX 30	15 520	15 520 le 28/05	13 433 le 29/01	+13.1%
IBEX 35	9 225	9 225 le 28/05	7 758 le 29/01	+14.3%
FTSE100	7 023	7 130 le 07/05	6 407 le 29/01	+8.7%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 136	1 137 le 18/03	1 044 le 06/01	+8.8%
Nikkei	29 149	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+6.2%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 361	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+5.4%
Chine	108	130 le 17/02	102 le 13/05	-0.2%
Inde	756	756 le 28/05	659 le 29/01	+11.0%
Brésil	1 929	1 941 le 14/01	1 561 le 09/03	+3.3%
Russie	759	759 le 27/05	647 le 01/02	+12.5%

Au 28-5-21

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

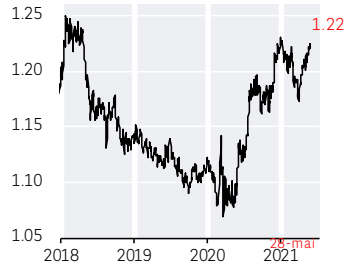


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

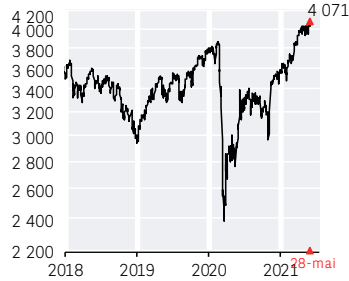


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



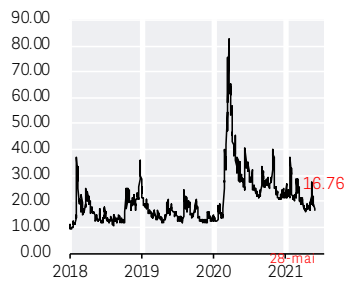
EUROSTOXX50



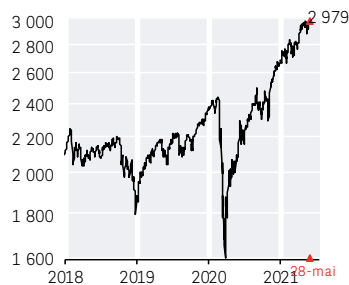
S&P500



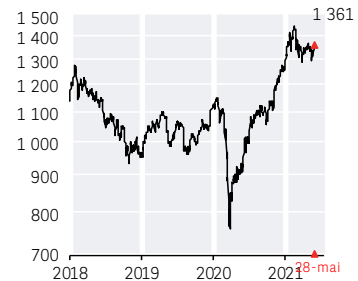
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



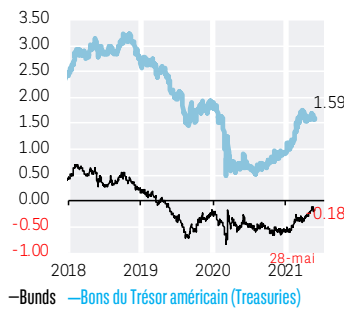
MSCI MONDE (USD)



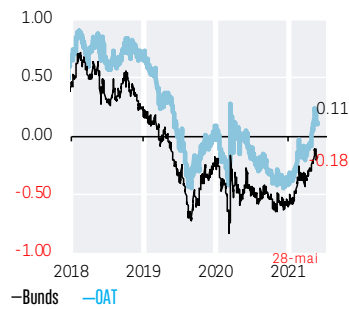
MSCI ÉMERGENTS (USD)



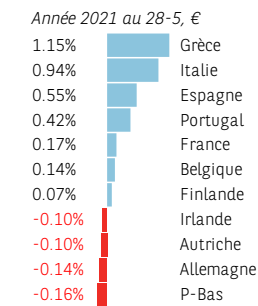
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



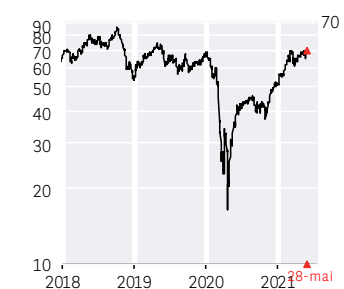
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LME, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ALLEMAGNE : PROPAGATION RAPIDE DE LA VAGUE D'OPTIMISME

Notre Baromètre pour le mois de mai révèle un lent redressement de l'économie après le ralentissement brutal provoqué par la pandémie de coronavirus. La zone en bleu du graphique, qui représente la situation au cours des trois derniers mois, est clairement en train de s'élargir par rapport à celle du trimestre précédent (zone délimitée par la ligne en pointillés). Contrairement aux mois antérieurs, la reprise ne se limite plus à l'industrie manufacturière et à la construction, mais elle s'étend à présent aux services. Cela recoupe les résultats du tracker de l'OCDE pour le suivi de la croissance hebdomadaire du PIB, qui se sont sensiblement améliorés ces dernières semaines.

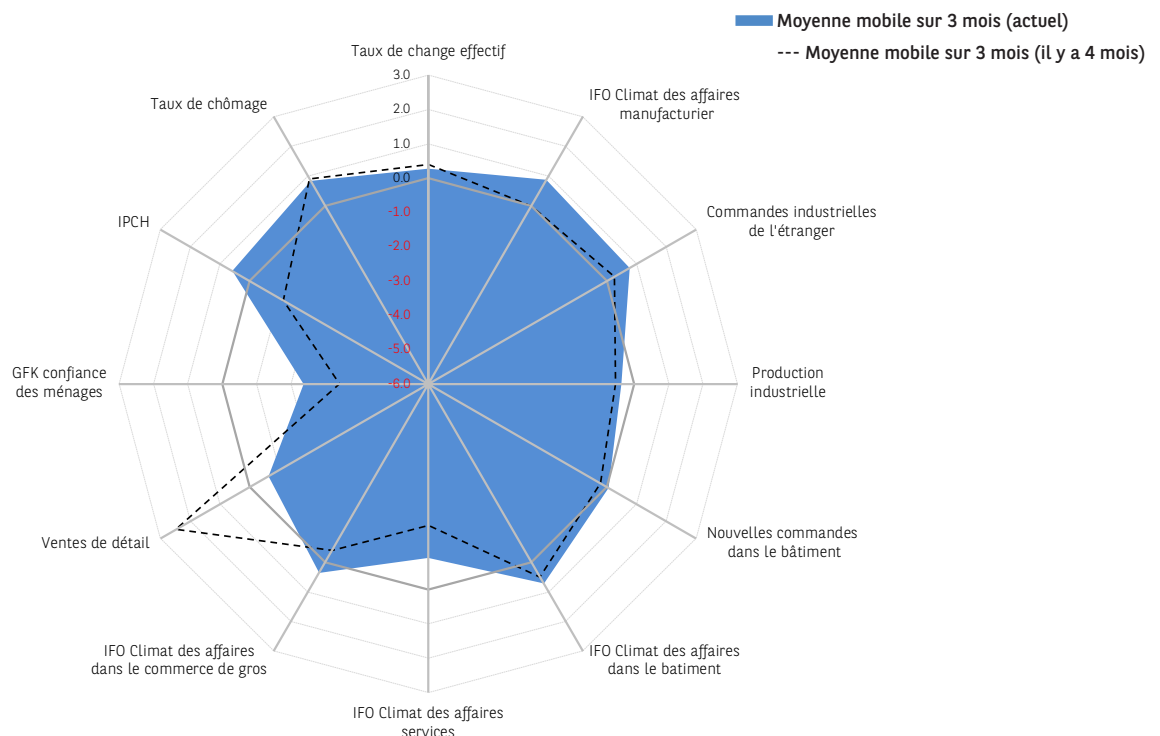
L'embellie est confirmée par la dernière enquête IFO, qui montre une augmentation de l'indice global du climat des affaires à 99,2 en mai, un plus haut depuis mai 2019. La progression enregistrée par l'industrie manufacturière et la construction reste modeste. La production a fortement rebondi dans les secteurs des produits chimiques et pharmaceutiques, des équipements électriques et des machines-outils. En revanche, elle reste bien en deçà du niveau d'avant-crise dans l'important secteur des équipements de transport, en partie en raison des pénuries de microprocesseurs. L'activité de construction a également été freinée par les pénuries de matériaux.

Les perspectives se sont améliorées dans les services, le taux d'incidence ayant régulièrement diminué. L'optimisme est, en particulier, de retour dans les secteurs de l'hôtellerie et du tourisme. Les ventes au détail au T1 2021 sont restées bien inférieures à celles du trimestre précédent en raison des restrictions liées au confinement et de la fin de la baisse du taux de TVA en janvier. Cependant, à terme, les anticipations se sont sensiblement améliorées, portées par l'espoir d'une réouverture plus large de l'économie prochainement.

De plus, les consommateurs se sentent mieux. Selon l'institut de recherche GfK, leur sentiment a progressé en mai et on prévoit une nouvelle amélioration en juin, les anticipations relatives à l'économie et au revenu étant en hausse. Un certain scepticisme demeure, néanmoins, parmi les consommateurs. Estimant peut-être que la situation actuelle en est au même point qu'il y a exactement un an, nombre d'entre eux préfèrent attendre avant de faire des achats. La propension à dépenser a accusé une légère baisse en mai, après trois hausses consécutives.

Raymond Van Der Putten

ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +3. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ITALIE : L'EMBELLIE CONJONCTURELLE ET SANITAIRE SE POURSUIT

La conjoncture économique en Italie continue de s'améliorer, comme le montre la progression de notre baromètre. L'activité industrielle – déjà en hausse significative cet hiver – se renforce au printemps : l'indice PMI pour le secteur a atteint en avril son meilleur niveau historique, avec 60,7. L'indice manufacturier pour « les nouvelles commandes à l'exportation » se maintient à un niveau très élevé (60,2), soutenu par le redressement marqué des échanges mondiaux. Le secteur des services marchands reste néanmoins très perturbé – le PMI n'est toujours pas repassé en avril au-dessus du seuil de 50 – mais devrait rapidement reprendre des couleurs, grâce au repli marqué de l'épidémie dans le pays et la poursuite de la levée des restrictions, prévue jusqu'au 21 juin. Depuis le 24 mai, toutes les régions italiennes sont repassées sous le seuil indiquant un risque épidémique modéré (zone orange), alors que le nombre de contaminations journalières à l'échelle nationale est retombé sous la barre des 70 cas pour 100 000 habitants.

L'incertitude se porte désormais davantage sur la saison touristique qui s'ouvre. L'enjeu est de taille pour l'Italie, comme pour les autres pays européens dont l'économie dépend fortement de ce secteur. Le tourisme en Italie générait, avant la pandémie, plus de 4 millions d'emplois

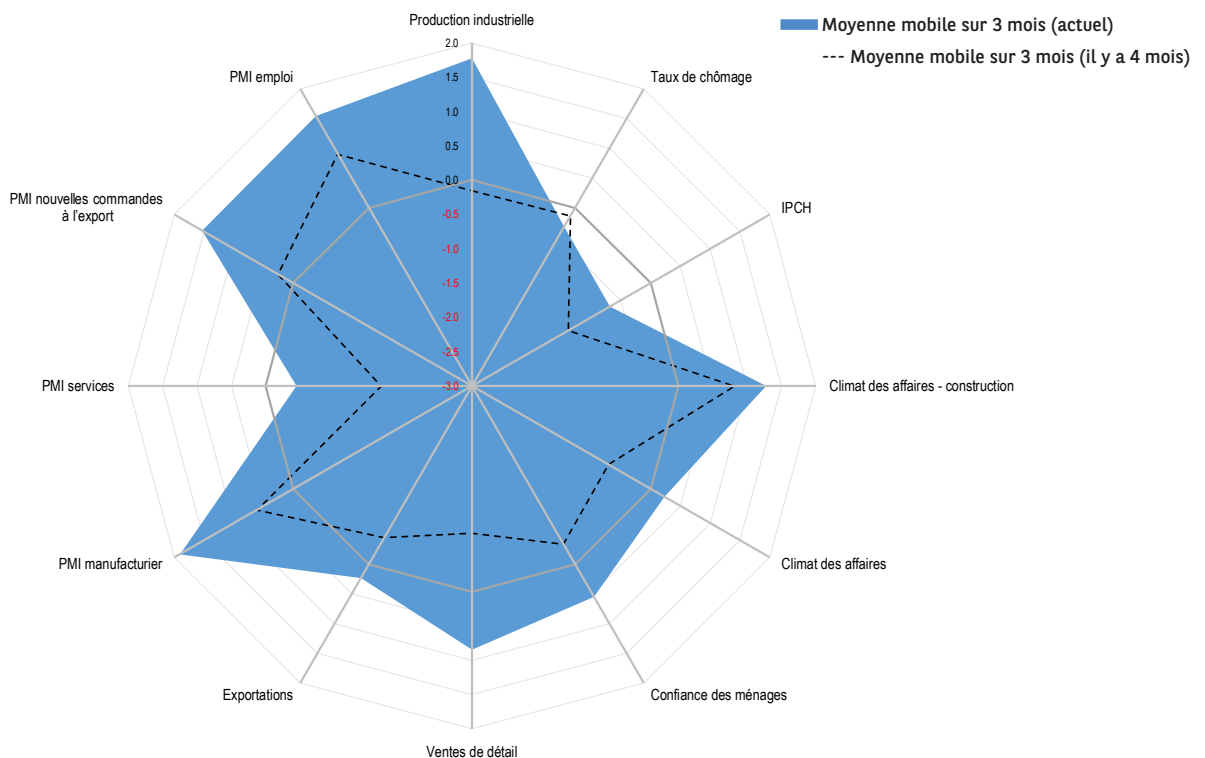
directs et indirects (source : Eurostat). Son redémarrage permettra de tirer la consommation privée vers le haut. Les ventes de détail au T1 2021 sont en effet restées bien en dessous des niveaux enregistrés au cours des mois précédant la Covid-19. Cela dit, la consommation de biens durables rebondit plus fortement. Les ventes automobiles ont enregistré une nouvelle progression en avril, atteignant ainsi leur plus haut niveau depuis deux ans¹.

Enfin, l'inflation remonte en Italie plus modérément qu'ailleurs en Europe. L'indice des prix à la consommation (IPC) s'établissait à 0,96% en avril tandis que l'inflation sous-jacente (hors énergie et aliments non-transformés) se repliait à 0,29%. Néanmoins, les entreprises italiennes n'échappent pas à la hausse mondiale des coûts de fabrication, qui se répercute pour le moment essentiellement sur l'indice des prix à la production. Mais cette augmentation devrait s'observer davantage sur l'IPC au cours du printemps et de l'été.

Guillaume Derrien

1 Données ajustées des variations saisonnières.

ITALIE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

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

ROYAUME-UNI : ENTRE SOULAGEMENT ET CRISPATION

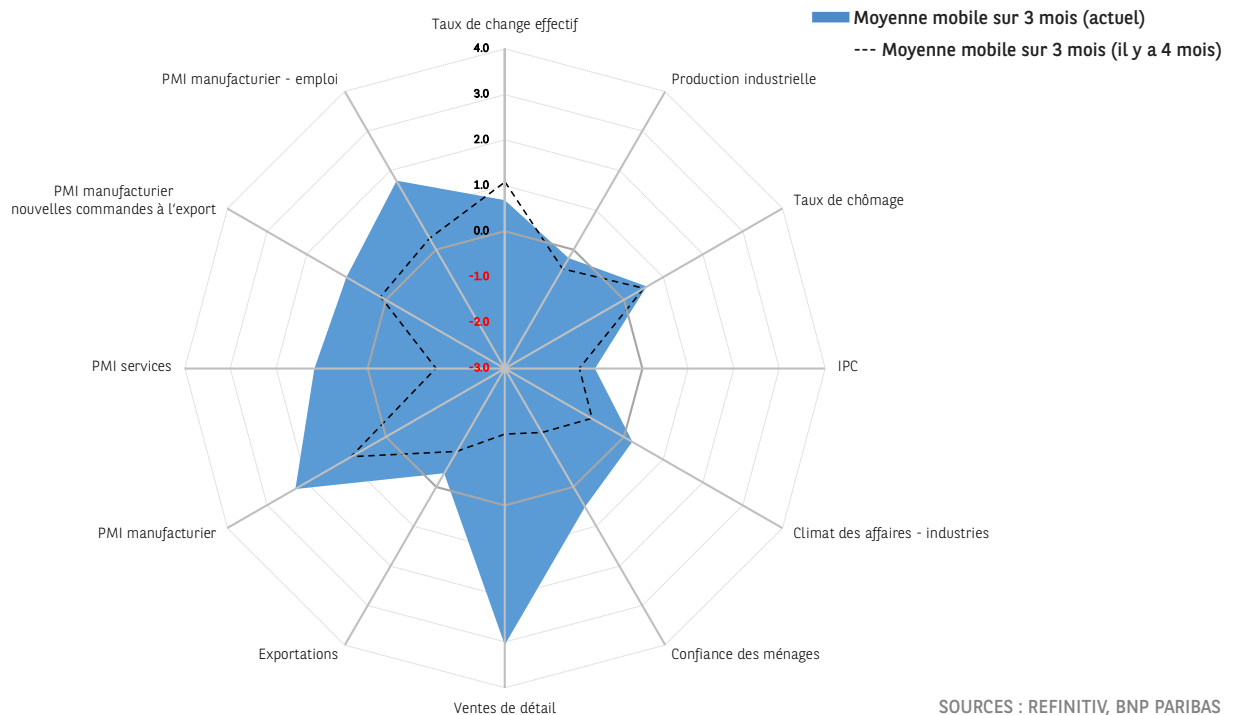
Désormais vaccinée à plus de 55%, la population britannique a cessé de succomber à la Covid-19. Le bilan se stabilise donc à 128 000 morts pour 67 millions d'habitants, ce qui place le Royaume-Uni parmi les pays les plus endeuillés de la planète. Subissant la double peine du Brexit et de la crise sanitaire, l'économie a particulièrement souffert. En 2020, sa contraction a atteint 9,8%, la pire performance des pays du G7 et un record depuis 1920. Au premier trimestre de 2021, le PIB a encore baissé de 1,5%, du fait des restrictions imposées par la seconde vague épidémique et en dépit d'un fort soutien budgétaire (sur un an, la consommation publique est en hausse de près de 5%). Fait remarquable, les exportations ont lourdement chuté (-7,5% au premier trimestre) alors qu'elles résistaient partout ailleurs, notamment dans l'Union européenne (UE).

Les premières conséquences du Brexit, fussent-elles atténuées par des accords de libre-échange, se font donc sentir. Pénalisé par la réintroduction de contrôles aux frontières, au demeurant mal appliqués, le volume du commerce avec l'UE (la moyenne des exportations et importations) est au plus bas depuis vingt ans. La suite dépendra de la capacité de Londres et de Bruxelles à transcrire en actes ce dont ils sont convenus. Pour l'heure, la situation ne pousse pas à l'optimisme.

Devenu ministre du Brexit après en avoir négocié les termes, l'Anglais David Frost demande un réexamen du protocole nord-irlandais inscrit dans l'Accord de retrait, ce à quoi la Commission européenne, par la voix de sa président Ursula Von Der Leyen, se refuse. Les licences de pêche accordées par le Royaume-Uni se trouvent assorties de clauses « non prévues » qui en limitent de facto le nombre ainsi que la portée. Majoritairement hostiles au Brexit, les chefs d'entreprise britanniques n'applaudissent pas moins le recul de l'épidémie et de la levée progressive des entraves qui l'accompagne. Aussi notre baromètre de cette semaine témoigne-t-il d'une très nette amélioration du climat des affaires dans le courant du printemps. En mai, les indices des directeurs d'achat battent même des records, dans les services comme dans le secteur manufacturier. Avec l'amélioration des rapports de mobilité fournis par Google, ils anticipent une bonne reprise d'activité au deuxième trimestre.

Jean-Luc Proutat

ROYAUME-UNI : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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

HAUSSE DE LA MOBILITÉ ET ACCÉLÉRATION DES CAMPAGNES DE VACCINATION EN EUROPE

La tendance baissière des indicateurs de la pandémie de Covid-19 se poursuit. Cette dynamique concerne de nombreuses régions dans le monde. Avec 262 267 nouveaux cas, l'Amérique du Nord a enregistré la plus forte baisse (-20%) entre le 19 et le 25 mai, suivie de l'Europe avec 440 181 cas (-19%). En revanche, l'Asie, à l'exception de l'Inde, et l'Amérique du Sud ont enregistré une hausse de respectivement 2,5% et 9% (graphique 1). Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde. Avec l'élargissement de la campagne dans l'Union européenne, plusieurs pays membres ont dépassé ou s'approchent du seuil symbolique de 40% de la population ayant reçu au moins une dose (graphique 2).

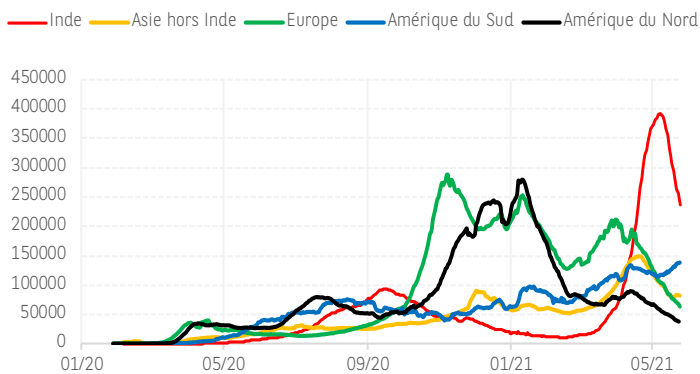
Avec la baisse des cas de Covid-19 et la progression de la vaccination, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs continue d'augmenter en Europe. Seule la Belgique a enregistré une baisse au cours de la semaine écoulée. Cependant, elle reste la plus élevée en Europe. Aux États-Unis, la fréquentation s'approche d'un quasi-retour à la normale. En revanche, elle continue de chuter au Japon, atteignant -22% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence* (graphique 3).

Enfin, 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. Toutefois, en Allemagne, on note une récente amélioration de l'indicateur, tandis qu'il se stabilise en Belgique (graphique 3). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. Notons toutefois que ces calculs pourraient refléter en partie un effet de base.

Tarik Rharrab

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

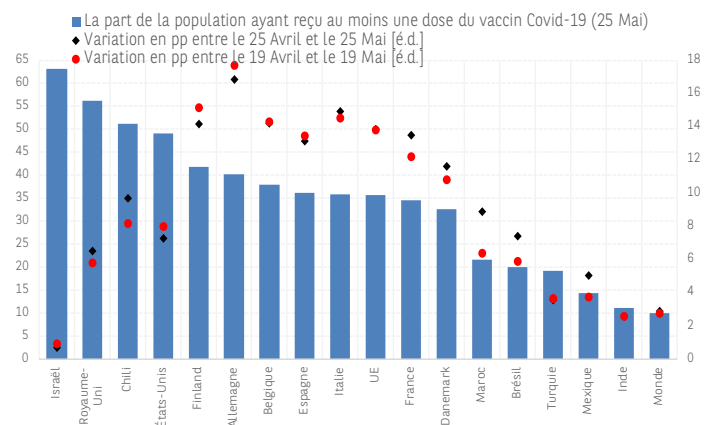
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (26/05/2021), BNP PARIBAS

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



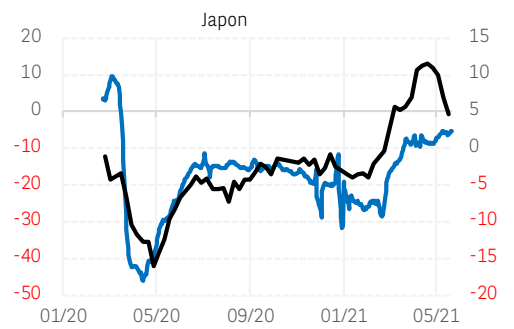
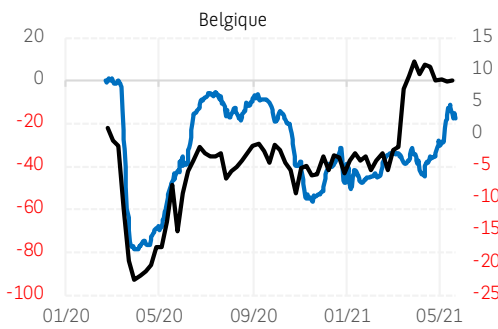
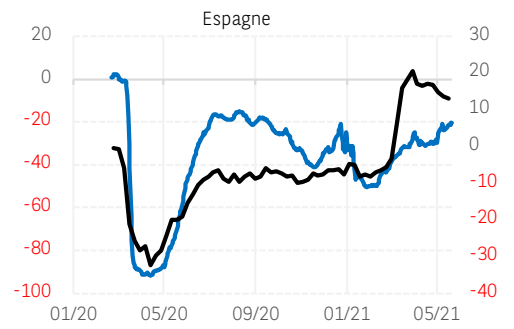
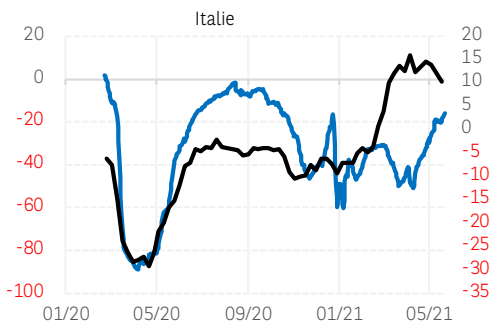
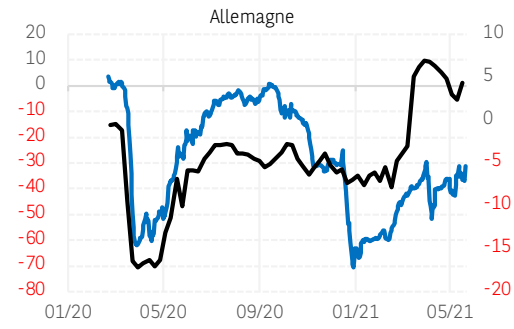
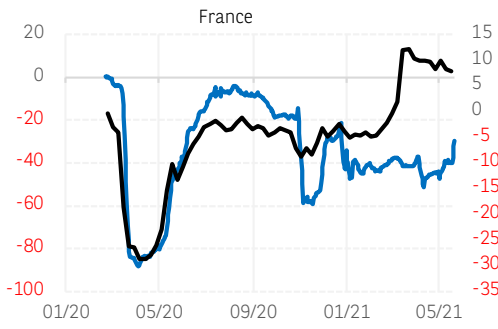
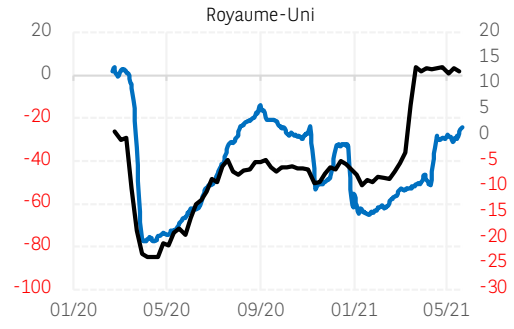
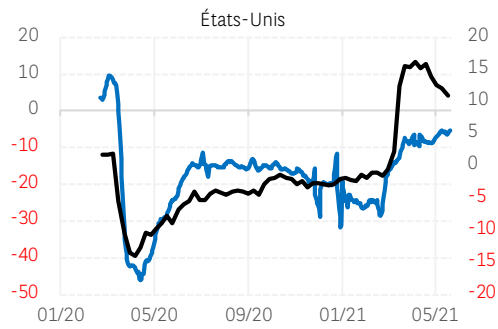
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 26/05/2021), 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 (26/05/2021), GOOGLE (24/05/2021), 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 & CHANGES

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

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

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

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

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

CROISSANCE ET INFLATION

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

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

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

Le climat des affaires en Allemagne s'est fortement amélioré en mai grâce à une meilleure évaluation de l'environnement actuel, et en particulier grâce à l'ampleur inattendue de l'amélioration de la composante « attentes ». La confiance des consommateurs s'est également redressée, mais moins qu'escompté. En France, la confiance des entreprises en mai a connu une très forte hausse, bien au-delà des attentes. Cette amélioration est généralisée et s'accompagne d'une hausse des intentions d'embauche. La confiance des consommateurs est également à la hausse. Par ailleurs, les dépenses de consommation en avril ont enregistré une forte baisse en raison du troisième confinement introduit au début du mois. A la suite d'une révision basée sur un ensemble de données plus étendu, le PIB se révèle en légère baisse au premier trimestre alors que, dans l'estimation précédente, une augmentation de 0,4% avait été enregistrée. La révision à la baisse s'est concentrée sur le secteur de la construction. La confiance économique dans la zone euro s'est grandement améliorée en mai – bien plus qu'escompté – grâce au bond de la confiance dans le secteur des services. Aux États-Unis, les revenus personnels ont baissé moins que prévu en avril par rapport au mois précédent, période où ils avaient été dopés par le programme de soutien de l'administration Biden. Le sentiment de l'Université du Michigan n'a guère évolué et les prévisions d'inflation pour l'année à venir sont restées stables.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
25/05/2021	Allemagne	PIB t/t	T1	-1,70%	-1,80%	-1,70%
25/05/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Avr.	--	120,80%	120,80%
25/05/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Mai	101,0	102,9	99,2
25/05/2021	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Mai	95,5	95,7	94,2
25/05/2021	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Mai	98,0	99,2	96,6
25/05/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Avr.	-7,00%	-5,90%	7,40%
25/05/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Mai	118,8	117,2	117,5
25/05/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Mai	--	144,3	131,9
25/05/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Mai	--	99,1	107,9
26/05/2021	Japon	Ventes en supermarchés g.a.	Avr.	--	6,00%	1,30%
26/05/2021	France	Confiance des entreprises	Mai	98,0	108,0	96,0
26/05/2021	France	Confiance dans l'industrie	Mai	105,0	107,0	104,0
26/05/2021	France	Confiance des consommateurs	Mai	97,0	97,0	95,0
27/05/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Jun	-5,2	-7,0	-8,6
27/05/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Avr.	1,00%	2,30%	1,60%
27/05/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	6,50%	6,40%	6,40%
27/05/2021	États-Unis	Demandes initiales à l'assurance chômage	Mai	425k	406k	444k
27/05/21-02/06/21	Allemagne	Ventes de détail m/m	Avr.	#N/A	#N/A	#N/A
28/05/2021	Japon	Taux de chômage	Avr.	2,70%	2,80%	2,60%
28/05/2021	Japon	IPC hors produits frais	May	-0,20%	-0,20%	-0,20%
28/05/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Avr.	-4,00%	-8,30%	-0,30%
28/05/2021	France	IPC harmonisé m/m	Mai	0,30%	0,40%	0,20%
28/05/2021	France	PIB t/t	T1	0,40%	-0,10%	0,40%
28/05/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	-5,1	-5,1
28/05/2021	Zone euro	Confiance économique	Mai	112,3	114,5	110,5
28/05/2021	Zone euro	Confiance industrielle	Mai	11,5	11,5	10,9
28/05/2021	Zone euro	Confiance des services	Mai	6,3	11,3	2,2
28/05/2021	États-Unis	Revenus personnels	Apr	-14,20%	-13,10%	20,90%
28/05/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Apr	0,50%	0,50%	4,70%
28/05/2021	États-Unis	Variation du déflateur m/m	Apr	0,60%	0,70%	0,40%
28/05/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	83,0	82,9	82,8
28/05/2021	États-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Mai	--	89,4	90,8
28/05/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mai	--	78,8	77,6
28/05/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mai	--	4,60%	4,60%
28/05/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mai	--	3,00%	3,10%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

Un calendrier très chargé cette semaine avec la publication, dans de nombreux pays, des indices PMI manufacturiers, composites et des services ainsi que la publication du rapport sur le marché du travail aux États-Unis. À noter également, la publication des chiffres de l'inflation (prix à la consommation et à la production) et des ventes au détail. L'OCDE fera paraître ses Perspectives Économiques et la Réserve fédérale son Livre beige.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
31/05/2021	Japon	Ventes de détail m/m	Avr.	--	1.20%
31/05/2021	Chine	PMI non manufacturier	Mai	55.4	54.9
31/05/2021	Chine	PMI manufacturier	Mai	51.2	51.1
31/05/2021	Chine	PMI composite	Mai	--	53.8
31/05/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Mai	--	34.7
31/05/2021	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE			
01/06/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mai	--	52.5
01/06/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Mai	52	51.9
01/06/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	59.2
01/06/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mai	--	64
01/06/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	62.8
01/06/2021	Royaume Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	66.1
01/06/2021	Zone euro	Taux de chômage	Avr.	--	8.10%
01/06/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mai	--	0.70%
01/06/2021	Zone euro	IPC m/m	Mai	--	0.60%
01/06/2021	Zone euro	IPC (estimation g.a.)	Mai	--	1.60%
01/06/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mai	--	61.5
01/06/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Mai	61	60.7
01/06/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Mai	--	89.6
01/06/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Mai	--	64.3
01/06/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Mai	--	55.1
02/06/2021	Zone euro	IPP m/m	Avr.	--	1.10%
02/06/2021	Zone euro	IPP g.a.	Avr.	--	4.30%
02/06/2021	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/06/2021	Japon	PMI des services (Jibun)	Mai	--	45.7
03/06/2021	Japon	PMI composite (Jibun)	Mai	--	48.1
03/06/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Mai	--	54.7
03/06/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Mai	55.6	56.3
03/06/2021	France	PMI des services (Markit)	Mai	--	56.6
03/06/2021	France	PMI composite (Markit)	Mai	--	57
03/06/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mai	--	52.8
03/06/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mai	--	56.2
03/06/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mai	--	55.1
03/06/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mai	--	56.9
03/06/2021	Royaume Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mai	--	61.8
03/06/2021	Royaume Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mai	--	62
03/06/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	--	--
03/06/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Mai	--	70.1
03/06/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mai	--	68.1
03/06/2021	États-Unis	ISM des services	Mai	62.5	62.7
04/06/2021	Zone euro	Ventes au détail m/m	Avr.	--	2.70%
04/06/2021	États-Unis	Evolution des emplois non-agricoles	Mai	620k	266k
04/06/2021	États-Unis	Taux de chômage	Mai	5.90%	6.10%
04/06/2021	États-Unis	Salaire horaire moyen m/m	Mai	0.20%	0.70%
04/06/2021	États-Unis	Salaire horaire moyen g.a	Mai	1.20%	0.30%
04/06/2021	États-Unis	Salaire hebdomadaire moyen (toutes catégories d'emploi)	Mai	34.9	35
04/06/2021	États-Unis	Taux d'activité	Mai	--	61.70%
04/06/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Mai	--	10.40%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

Zone euro : une possibilité de surprise positive sur le marché du travail	EcoTVWeek	28 mai 2021
Marché obligataire chinois : la participation des investisseurs étrangers	Graphique de la Semaine	26 mai 2021
Ruptures d'approvisionnement et perspectives d'inflation	EcoWeek	25 mai 2021
Zone euro : est-on trop pessimiste concernant l'impact économique de la pandémie ?	EcoFlash	21 mai 2021
France : début de reprise et stratégie de sortie de crise	EcoTVWeek	21 mai 2021
Global : Commerce international : les échanges de biens vers de nouveaux sommets	EcoFlash	19 mai 2021
France : moindre répercussion du taux de la bce sur la rémunération des dépôts à vue des SNF	Graphique de la Semaine	19 mai 2021
Global : Télétravail et innovation : la sérendipité est-elle menacée ?	EcoWeek	17 mai 2021
EcoTV - mai 2021	EcoTV	12 mai 2021
Reprise en France : déjà freinée avant même d'avoir démarré ?	Graphique de la Semaine	12 mai 2021
États-Unis : quels enseignements tirer de la grande inflation des années 1970 ?	EcoWeek	10 mai 2021
Italie : pourquoi le pays attire de nouveau toutes les attentions	EcoTVWeek	7 mai 2021
Marché du travail français : perspectives 2021	EcoFlash	6 mai 2021
Europe centrale : un retour probable au pib d'avant-covid dès 2021	Graphique de la Semaine	5 mai 2021
EcoWeek 21.17 - Édition du 3 mai 2021	EcoWeek	3 mai 2021
États-Unis : à propos du plan d'investissements "Biden"	EcoFlash	30 avril 2021
Zone euro : Le soutien budgétaire va se poursuivre	EcoTVWeek	30 avril 2021
Covid-19 et zombification : définitions, description, explications, répercussions, solutions	Podcast	29 avril 2021
Les entreprises françaises ont abordé la pandémie avec une structure financière renforcée	Graphique de la Semaine	28 avril 2021
EcoWeek 21.16 - Édition du 26 avril 2021	EcoWeek	26 avril 2021
Israël : Une situation économique contrastée, mais des perspectives positives	EcoTVWeek	23 avril 2021
Les exportations japonaises bénéficient du redémarrage économique mondial et rebondissent nettement en mars 2021	Graphique de la Semaine	21 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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change