

2-3

ÉDITORIAL

Réserve fédérale : une meilleure crédibilité

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

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

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-12

CALENDRIER

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

13

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RÉSERVE FÉDÉRALE : UNE MEILLEURE CRÉDIBILITÉ

Les membres du FOMC sont plus nombreux qu'avant à anticiper un relèvement des taux en 2022 et Jerome Powell a clairement indiqué, lors de sa conférence de presse, qu'une réduction progressive du programme d'achats de titres (« tapering ») serait mise en place si les circonstances l'exigent. Cependant, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans, après une remontée initiale, se sont négociés en deçà du niveau précédant la réunion du FOMC. Les points morts d'inflation ont également baissé. Les investisseurs obligataires semblent partager l'opinion de la Réserve fédérale selon laquelle le taux actuellement élevé de l'inflation sera temporaire. C'est ce qui explique également le repli du cours de l'or. La réaction négative des marchés actions reflète une augmentation de la prime de risque demandée et témoigne d'une certaine inquiétude quant à l'impact d'une politique monétaire moins accommodante sur les perspectives de croissance.

Vous avez de mauvaises nouvelles à annoncer ? Évitez de créer la surprise ! Telle est la leçon tirée par Ben Bernanke après avoir déclaré le 22 mai 2013 : « Si nous constatons une poursuite de l'amélioration et avons la certitude que celle-ci sera soutenue, nous pouvons à l'occasion des prochaines réunions (...) ralentir le rythme de nos achats [d'actifs] », déclenchant par la même occasion un bond des rendements des Treasuries, un repli des marchés actions et des sorties de capitaux sur les marchés émergents¹.

Les responsables de la Réserve fédérale ont retenu la leçon. Ils ont ainsi maintes fois rappelé dans leur communication, ces derniers mois, que toute discussion sur un changement de politique monétaire serait signalée suffisamment à l'avance pour éviter de perturber les marchés financiers lors de l'annonce de la décision. Cela a conduit les membres de la Fed à s'empêtrer dans des circonvolutions verbales, déclarant qu'ils n'avaient pas encore parlé du moment où ils commenceraient à parler de la réduction progressive du rythme des achats d'actifs. De plus, la *forward guidance* a beaucoup insisté sur le fait que l'orientation

de politique monétaire était fondée sur les résultats, ces derniers dépendant du comportement de l'inflation et du chômage.

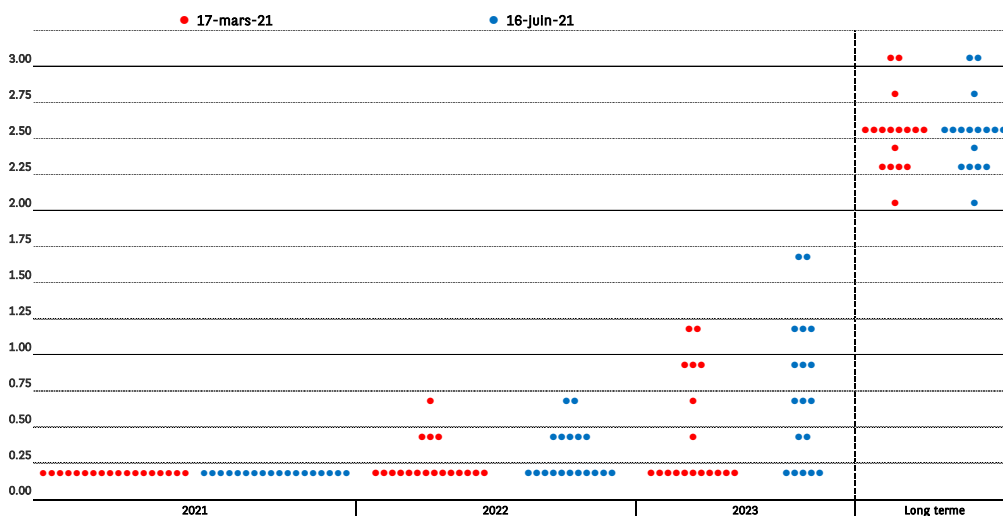
Comparés aux paroles, somme toute prudentes, de B. Bernanke (« ralentir le rythme »), les propos sans détours tenus par Jerome Powell lors de la conférence de presse, qui a suivi la dernière réunion du FOMC, ont pu surprendre : « nous ferons ce que nous pourrions pour éviter une réaction des marchés. Mais, in fine, lorsque nous aurons atteint notre objectif macroéconomique, nous réduirons progressivement [le montant de nos achats d'actifs] selon les besoins »². La réaction des marchés dont le sens a été conforme aux prévisions a été d'une ampleur modérée, en particulier si on la compare au coup de tonnerre provoqué par les commentaires de B. Bernanke en 2013.

Cette fois-ci, les investisseurs savaient pertinemment que la Fed allait probablement modifier son message. Le terme « message » renvoie ici à l'examen des projections économiques des membres du FOMC (« survey of economic projections » ou SEP), communément appelées les « dots ». Depuis le précédent examen en mars, la situation économique aux États-Unis ainsi que les perspectives se sont nettement améliorées, de sorte qu'une augmentation du nombre de membres du FOMC anticipant un durcissement des taux était quasiment inévitable.

1 Ben Bernanke, président de la Fed, a fait ce commentaire en réponse à la question d'un parlementaire lors d'une audition devant la Commission économique mixte du Congrès des États-Unis. Source : Key events for the Fed in 2013: the year of the 'taper tantrum', Reuters, 2019. "Mauvaise Nouvelle" du point de vue du marché étant donné qu'en moyenne, les investisseurs réagissent négativement à un possible resserrement. Cela montre qu'une bonne nouvelle pour la plupart (l'économie se redresse) ne l'est pas pour tous.

2 Source : Réserve fédérale, transcription de la conférence de presse du président, Jerome Powell, 16 juin 2021.

ÉVALUATIONS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE APPROPRIÉE PAR LES MEMBRES DU FOMC : POINT MÉDIAN DE LA FOURCHETTE CIBLE OU DU TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX. NOMBRE DE MEMBRES DU FOMC ET PROJECTION MÉDIANE DE LA FOURCHETTE CIBLE OU DU TAUX CIBLE.



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

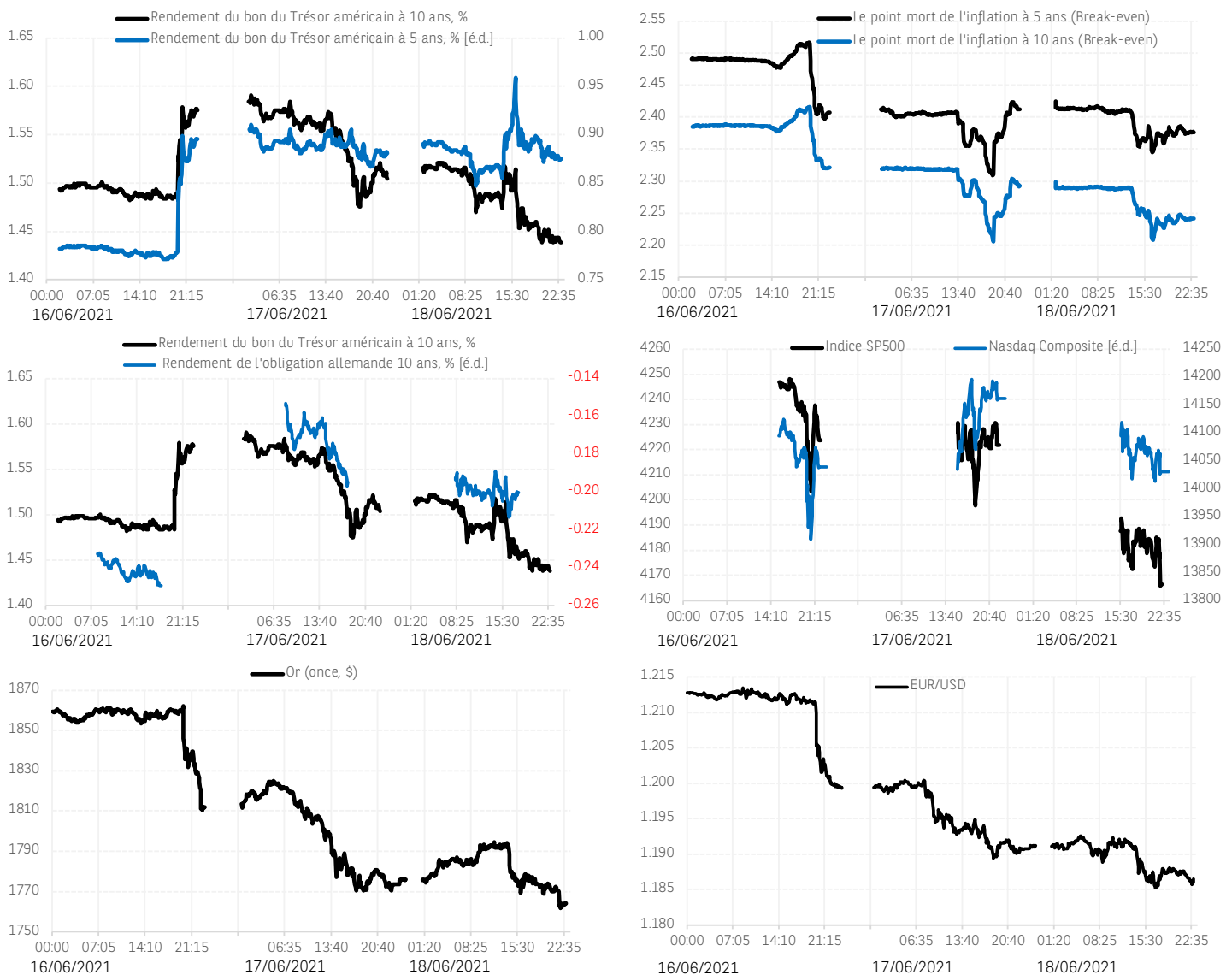


C'est ce qu'a confirmé le dernier SEP, dont sept membres sur dix-huit intègrent dans leurs projections au moins un relèvement de taux en 2022, contre quatre auparavant (graphique 1). Ce léger durcissement du message a, dans une certaine mesure, renforcé la crédibilité du FOMC, dont les membres ont envoyé un signal indiquant qu'ils n'hésiteraient pas à donner un tour de vis si les circonstances l'exigent. C'était aussi le sens des propos de J. Powell lors de sa conférence de presse. En conséquence, la courbe des *Treasuries* s'est aplatie, la remontée du rendement à 5 ans des obligations d'État américaines reflétant l'anticipation d'un premier relèvement des taux plus tôt que prévu, tandis que l'augmentation plus limitée du taux à 10 ans – suivie d'un repli – montre que, selon le marché, la maîtrise de l'inflation ne nécessitera pas un resserrement cumulé trop important. C'est peut-être là la principale conclusion de la dernière réunion du FOMC : la baisse

des points morts d'inflation (BEI pour *break-even inflation*) suggère que les investisseurs obligataires partagent l'opinion de la Fed selon laquelle le taux actuellement élevé de l'inflation sera un phénomène temporaire. C'est aussi ce qui explique le repli du cours de l'or. Sachant que les rendements à 10 ans se négocient, à présent, en deçà du niveau précédant la réunion du FOMC, la baisse des marchés actions reflète une augmentation de la prime de risque demandée et témoigne d'une certaine inquiétude quant à l'impact d'une politique monétaire moins accommodante sur les perspectives de croissance. L'ampleur du raffermissement du dollar face à l'euro constitue une autre évolution marquante, dont la BCE se félicitera dans la mesure où elle se traduira par un assouplissement des conditions financières dans la zone euro.

William De Vijlder

RÉACTION DU MARCHÉ À LA RÉUNION DU FOMC ET À LA CONFERENCE DE PRESSE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 11-6-21 au 18-6-21

▼ CAC 40	6 601	▶ 6 569	-0.5 %		
▼ S&P 500	4 247	▶ 4 166	-1.9 %		
↗ Volatilité (VIX)	15.7	▶ 20.7	+5.1 pb		
↗ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.54	+0.4 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	0.12	▶ 0.13	+1.6 pb		
↗ OAT 10a (%)	0.03	▶ 0.08	+5.4 pb		
↗ Bund 10a (%)	-0.27	▶ -0.25	+1.7 pb		
▼ US Tr. 10a (%)	1.46	▶ 1.45	-1.2 pb		
▼ Euro vs dollar	1.21	▶ 1.19	-2.1 %		
▼ Or (once, \$)	1 882	▶ 1 776	-5.6 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	72.9	▶ 73.2	+0.4 %		

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	-0.18 -0.03 le 19/05 -0.46 le 04/01
Eonia	-0.48 -0.47 le 26/01	-0.50 le 01/01	0.00 le 01/01	Bund 2a	-0.66 -0.65 le 25/02 -0.75 le 01/01
Euribor 3m	-0.54 -0.53 le 07/05	-0.56 le 06/01	0.00 le 06/01	Bund 10a	-0.25 -0.11 le 20/05 -0.60 le 04/01
Euribor 12m	-0.49 -0.47 le 20/04	-0.52 le 02/02	0.00 le 02/02	OAT 10a	0.08 0.23 le 17/05 -0.41 le 04/01
\$ FED	0.25 0.25 le 01/01	0.25 le 01/01	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.68 0.79 le 20/05 0.50 le 08/01
Libor 3m	0.13 0.24 le 13/01	0.12 le 14/06	0.12 le 14/06	\$ Treas. 2a	0.25 0.25 le 18/06 0.11 le 05/02
Libor 12m	0.25 0.34 le 01/01	0.23 le 15/06	0.23 le 15/06	Treas. 10a	1.45 1.75 le 31/03 0.91 le 01/01
£ Bque Angl	0.10 0.10 le 01/01	0.10 le 01/01	0.10 le 01/01	High Yield	4.57 4.87 le 09/03 4.54 le 14/06
Libor 3m	0.08 0.09 le 24/03	0.03 le 11/01	0.03 le 11/01	£ Gilt. 2a	0.13 0.13 le 26/02 -0.08 le 04/01
Libor 12m	0.17 0.17 le 17/06	0.07 le 11/01	0.07 le 11/01	Gilt. 10a	0.79 0.93 le 13/05 0.21 le 04/01

Au 18-6-21

Au 18-6-21

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.19	1.23 le 06/01	1.17 le 30/03	-3.1%
GBP	0.86	0.91 le 06/01	0.85 le 05/04	-4.1%
CHF	1.09	1.11 le 04/03	1.08 le 18/01	+1.2%
JPY	130.70	133.97 le 28/05	125.22 le 18/01	+3.5%
AUD	1.58	1.60 le 04/01	1.53 le 18/03	-0.1%
CNY	7.64	8.00 le 01/01	7.64 le 18/06	-4.6%
BRL	5.97	6.95 le 03/03	5.97 le 18/06	-6.1%
RUB	86.04	92.47 le 20/04	86.04 le 18/06	-4.9%
INR	87.57	90.39 le 23/04	85.30 le 27/03	-2.1%

Au 18-6-21

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	73.2	74.4 le 16/06	51.2 le 04/01	+41.0%	+45.5%
Or (once)	1 776	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-6.4%	-3.4%
Métaux, LME	4 053	4 402 le 11/05	3 415 le 01/01	+18.7%	+22.5%
Cuivre (tonne)	9 120	10 449 le 11/05	7 749 le 01/01	+17.7%	+21.5%
Blé (tonne)	250	2.9 le 07/05	231 le 30/03	+1.2%	+4.4%
Maïs (tonne)	259	2.9 le 07/05	188 le 04/01	+37.4%	+41.8%

Au 18-6-21

Variations

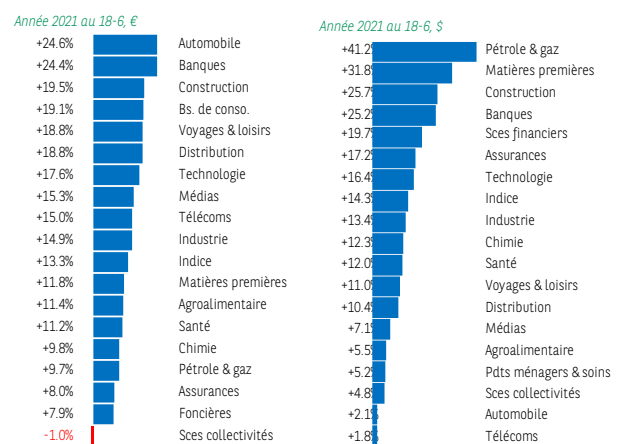
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 954	3 020 le 14/06	2 662 le 29/01	+9.8%
Amérique du Nord				
S&P500	4 166	4 255 le 14/06	3 701 le 04/01	+10.9%
Europe				
EuroStoxx50	4 083	4 158 le 17/06	3 481 le 29/01	+14.9%
CAC 40	6 569	6 666 le 17/06	5 399 le 29/01	+18.3%
DAX 30	15 448	15 730 le 15/06	13 433 le 29/01	+12.6%
IBEX 35	9 031	9 281 le 14/06	7 758 le 29/01	+11.9%
FTSE100	7 017	7 185 le 16/06	6 407 le 29/01	+8.6%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 138	1 150 le 15/06	1 044 le 06/01	+9.0%
Nikkei	28 964	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+5.5%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 361	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+5.4%
Chine	107	130 le 17/02	102 le 13/05	-1.1%
Inde	759	776 le 11/06	659 le 29/01	+13.6%
Brésil	2 039	2 071 le 07/06	1 561 le 09/03	+5.3%
Russie	781	799 le 14/06	647 le 01/02	+14.9%

Au 18-6-21

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

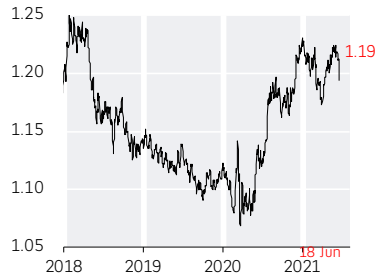


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

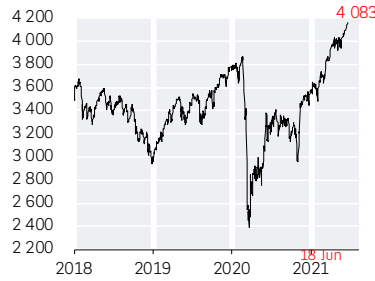


REVUE DES MARCHÉS

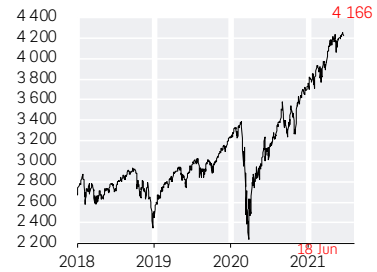
EURO-DOLLAR



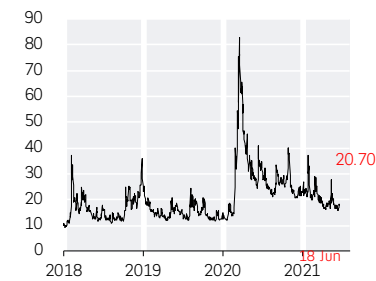
EUROSTOXX50



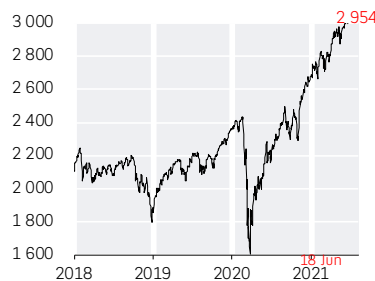
S&P500



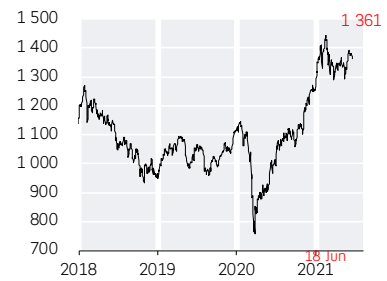
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



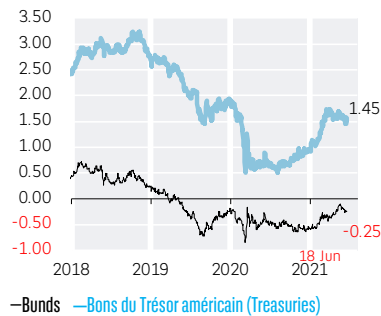
MSCI MONDE (USD)



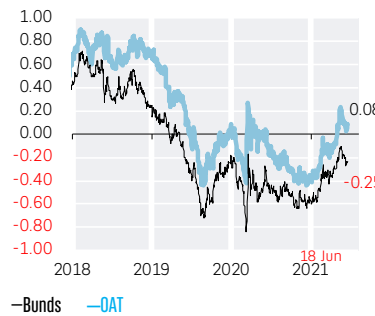
MSCI ÉMERGENTS (USD)



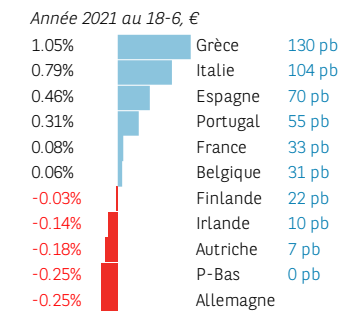
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



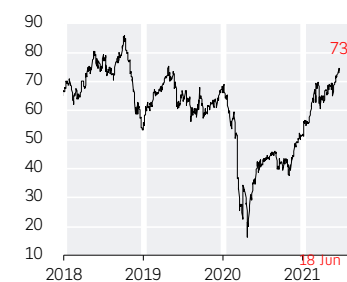
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



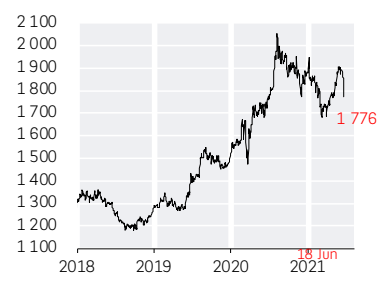
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE : NORMALISATION DES TAUX DE CROISSANCE

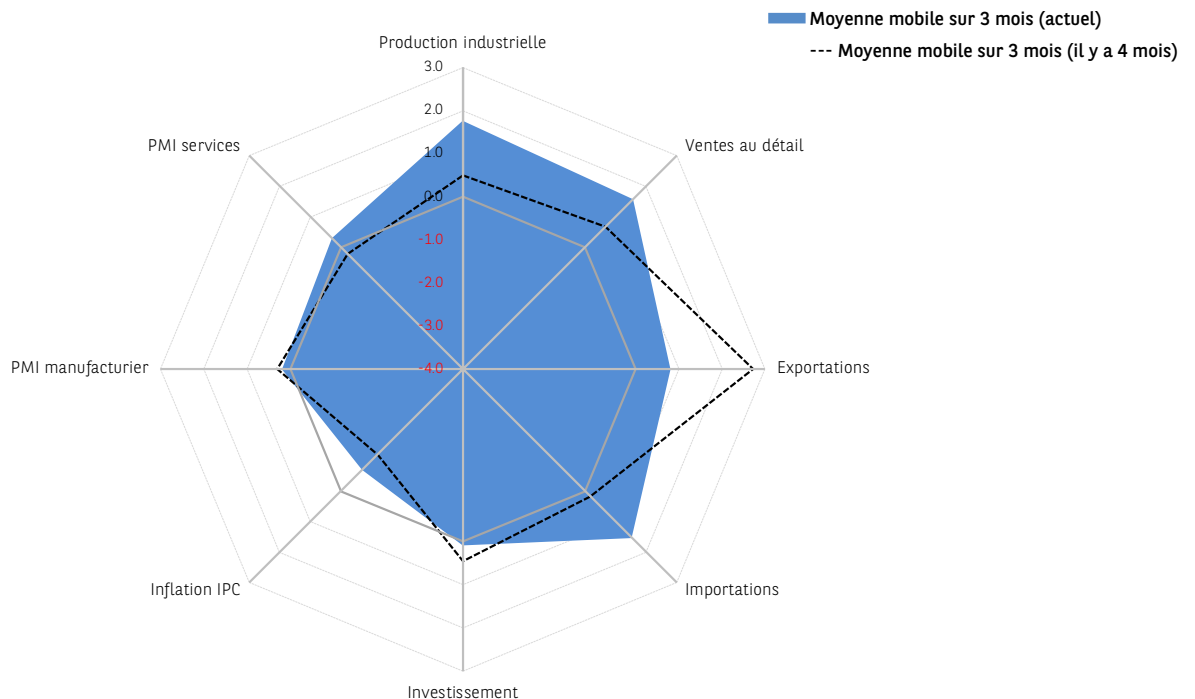
Les chiffres de croissance de la production industrielle continuent de se normaliser (+8,8% en glissement annuel en mai) après leur très fort rebond post-Covid19. Il en est de même pour la performance des exportations qui reste toutefois solide (+27,6% en g.a. en valeur). Le redressement de l'activité dans les services et la consommation privée se poursuit, mais il se révèle toujours beaucoup plus fragile. Les volumes des ventes au détail ont ainsi augmenté de 10,1% en g.a. en mai, soit une performance inférieure aux attentes qui s'explique en partie par une légère baisse des ventes automobiles. Les ménages, en particulier ceux à plus faibles revenus, restent prudents en dépit de l'accélération de la campagne de vaccination et de l'amélioration des conditions sur le marché du travail.

L'inflation des prix à la consommation accélère depuis trois mois (+1,3% en g.a. en mai), après avoir ralenti tout au long de 2020 et encore début 2021. Elle devrait toutefois rester modérée cette année. La forte hausse des prix des matières premières industrielles et de l'indice des prix à la production (+9% en g.a. en mai) est le principal facteur alimentant les pressions inflationnistes. Néanmoins, la corrélation entre inflation des prix à la production et inflation des prix à la consommation est limitée. La hausse des prix alimentaires (+0,3%) devrait rester faible encore quelques mois après leur flambée aux S2 2019 et S1 2020. En outre, l'inflation sous-jacente n'augmente que légèrement (+0,9%) et devrait rester inférieure en 2021 à son niveau d'avant-crise (elle était de 1,6% en 2019), contenue par la reprise fragile de la demande privée et de l'activité dans les services.

Face à une reprise économique moins vigoureuse, à des pressions modérées sur les prix à la consommation et à l'appréciation quasi-continue du yuan depuis un an (de près de 7% en termes effectifs nominaux et de 10% contre le dollar US), les autorités devraient poursuivre un resserrement monétaire très prudent à court terme. Comme au cours des derniers mois, les taux d'intérêt directeurs devraient rester stables et la liquidité domestique être maintenue à des niveaux suffisants pour ne fragiliser ni les entreprises (très endettées), ni les institutions financières (qui font face à la hausse des risques de crédit). En revanche, le resserrement des conditions de crédit devrait continuer, principalement via des mesures réglementaires et prudentielles, afin de ralentir la hausse de l'endettement domestique et combattre les risques d'instabilité financière. La croissance du total des crédits à l'économie (« *social financing* ») est déjà passée de 13,7% en g.a. en octobre 2020 à 11% en mai 2021.

Christine Peltier

CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +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.



BAROMÈTRE

MOBILITÉ : UNE DYNAMIQUE FAVORABLE QUI SE POURSUIT SUR FOND DE RECUL DE LA PANDÉMIE

Du 8 au 14 juin, le nombre de nouveaux cas de Covid-19 a continué de baisser dans le monde, passant de 2,9 millions à 2,64 millions, soit une baisse de -9%. Cette décrue se poursuit pour la 6e semaine consécutive. L'Amérique du Nord et l'Europe ont enregistré une baisse de -7,7% et de -6% respectivement, suivis de l'Asie hors Inde (-2%) et de l'Amérique du Sud (-1%). En revanche, le nombre de nouveaux cas a continué d'augmenter en Afrique, passant de 90 mille à 126 mille, soit une hausse de 40% (graphique 1). Sur le front de la vaccination, plus de 1,6 milliard de personnes dans le monde ont reçu au moins une dose de vaccin contre le Covid-19, soit 21% de la population. Plusieurs pays membres de l'Union européenne ont dépassé ou se sont approchés du seuil symbolique des 50%, ce qui porte à 45% la part de la population ayant reçu au moins une dose dans l'UE. Quant aux États-Unis (52%), le seuil des 50% y a été dépassé depuis plus d'une semaine (graphique 2).

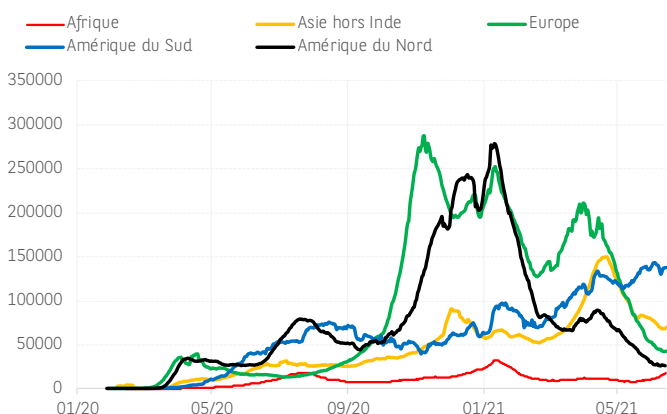
Dans le contexte d'assouplissement des mesures sanitaires et de réouverture des commerces, la dynamique de la fréquentation des commerces et des lieux des loisirs se poursuit dans la plupart des pays développés. En Belgique, on enregistre un retour à la normale ces derniers jours (+2,1 % en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence*), alors que dans les autres pays on s'en approche : États-Unis (-3,4%), Italie (-5,7%), France (-7,1%), Allemagne (-9,5%) et Espagne (-13,4%). En revanche, au Royaume-Uni la fréquentation a baissé durant la semaine écoulée, passant de -7,7% à -13,4%. Le pays a repoussé de quatre semaines la levée des dernières restrictions sanitaires, espérant ainsi contenir la poussée du variant Delta (graphique 3).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance (en glissement annuel du PIB) continue de fléchir dans la plupart des principaux pays développés. Toutefois, en France et en Allemagne on note une récente amélioration après une dynamique baissière. Cet indicateur est réalisé par l'OCDE 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). Il pourrait néanmoins refléter en partie un effet de base (graphique 3).

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.

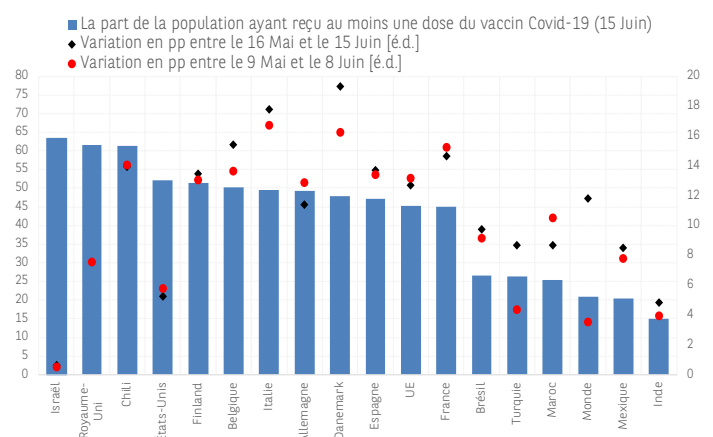
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (15/06/2021), BNP PARIBAS

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



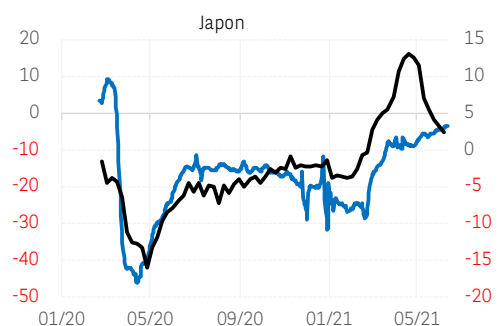
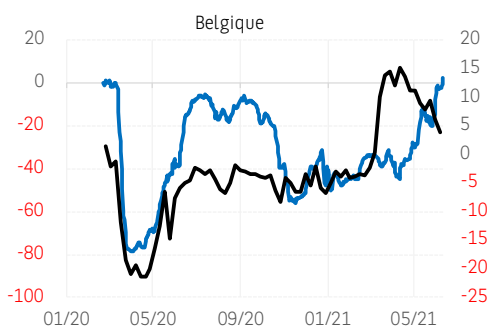
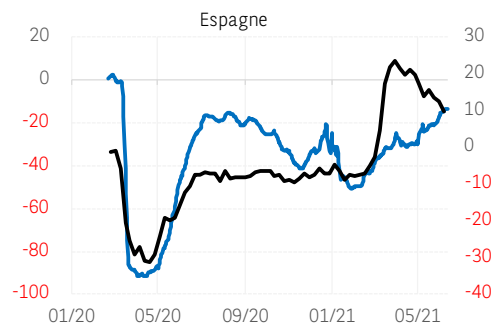
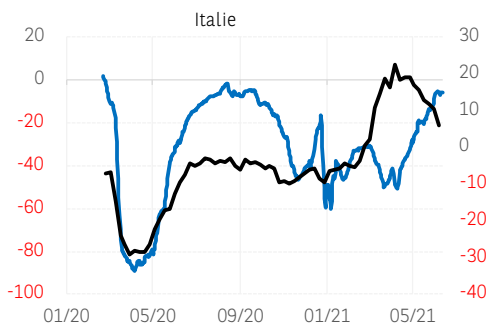
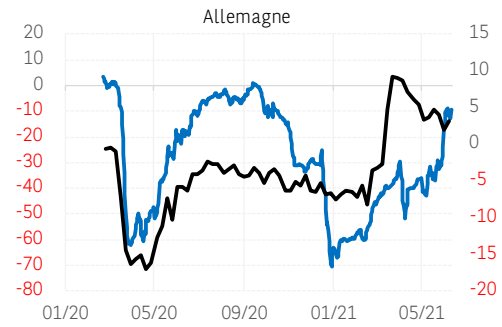
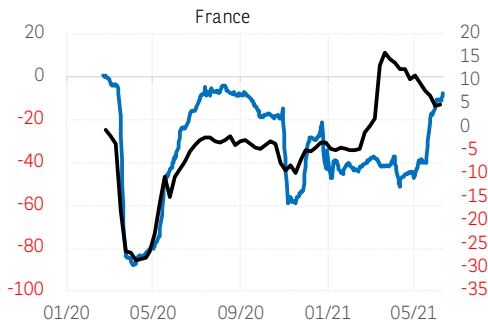
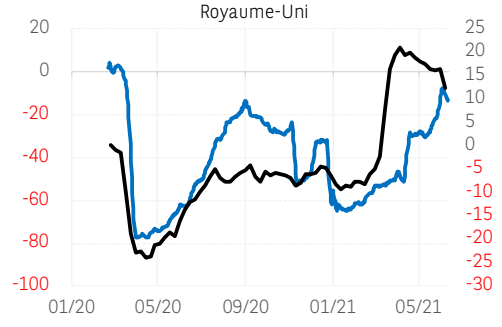
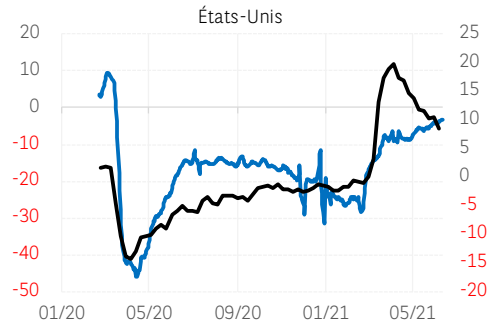
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 16/06/2021), 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 (10/06/2021), GOOGLE (08/06/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

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, 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^{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
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

10

DERNIERS INDICATEURS

Le sentiment industriel de la Banque de France est resté stable en mai (le consensus avait tablé sur une légère amélioration). Au Royaume-Uni, l'emploi sur la période février-avril a progressé mais moins qu'espéré. La hausse de l'inflation sous-jacente en mai a dépassé de loin les attentes. Les données relatives à la production et à la demande en Chine pour le mois de mai ont indiqué une croissance considérable d'une année sur l'autre – les données sont biaisées par les restrictions de l'an dernier liées à la pandémie – mais restent toutefois en dessous des chiffres d'avril et des prévisions. Le taux de chômage est en baisse. Aux États-Unis, les ventes de détail de mai (Control Group) ont moins baissé qu'au cours du mois précédent, mais légèrement plus que prévu. L'utilisation des capacités de production s'est en revanche améliorée. Les mises en chantier ont progressé en mai après avoir considérablement chuté en avril. Les permis de construire ont enregistré une baisse par rapport au mois précédent, bien plus qu'anticipé. Les données de demandes initiales d'assurance chômage se sont révélées médiocres, marquant une hausse inattendue. La Banque du Japon a prorogé son programme mis en place pour faire face à la pandémie (il devait initialement prendre fin en septembre). Elle a également créé la surprise en dévoilant un plan visant à stimuler le financement de la lutte contre le changement climatique. Enfin, le message de la réunion du FOMC a été clair, un nombre croissant de ses membres anticipant la première hausse des taux de ce cycle en 2023.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/06/2021	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Mai	108,0	107,0	106,0
15/06/2021	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi 3m/3m	Avr.	135k	113k	84k
15/06/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Mai	2,40%	2,40%	2,40%
15/06/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Mai	1,80%	1,80%	1,80%
15/06/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Mai	-0,50%	-0,70%	-0,40%
15/06/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Mai	4,80%	4,80%	4,10%
15/06/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité de production	Mai	75,10%	75,20%	74,60%
15/06/2021	États-Unis	Marché de l'immobilier (NAHB)	Juin	83,0	81,0	83,0
16/06/2021	Japon	Commandes de machines-outils	Avr.	2,50%	0,60%	3,70%
16/06/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Mai	14,00%	12,40%	17,70%
16/06/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Mai	9,20%	8,80%	9,80%
16/06/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Mai	17,00%	15,40%	19,90%
16/06/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Mai	19,50%	18,30%	21,60%
16/06/2021	Chine	Taux de chômage	Mai	5,10%	5,00%	5,10%
16/06/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Mai	1,50%	2,00%	1,30%
16/06/2021	Royaume-Uni	Sortie IPP (NSA) m/m	Mai	4,50%	4,60%	4,00%
16/06/2021	Royaume-Uni	PPI Input NSA MoM	Mai	10,60%	10,70%	10,00%
16/06/2021	Royaume-Uni	Prix des maisons g.a.	Avr.	12,20%	8,90%	9,90%
16/06/2021	Zone euro	Coût du travail g.a.	T1	--	1,50%	2,80%
16/06/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Mai	-0,20%	-3,00%	-1,30%
16/06/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Mai	3,90%	3,60%	-12,10%
16/06/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Juin	0,25%	0,25%	0,25%
17/06/2021	Chine	Prix des nouveaux logements m/m	Mai	--	0,52%	0,48%
17/06/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Mai	--	53,40%	218,60%
17/06/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mai	0,90%	1,00%	0,90%
17/06/2021	États-Unis	Perspectives économiques (Fed de Philadelphie)	Juin	31,0	30,7	31,5
17/06/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	360k	412k	375k
18/06/2021	Japon	IPC national hors produits frais g.a.	Mai	0,00%	0,10%	-0,10%
18/06/2021	Royaume-Uni	Vente de détail hors	Mai	1,40%	-2,10%	9,10%
18/06/2021	France	Salaires t/t	T1	--	0,60%	0,50%
18/06/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Juin	-0,10%	-0,10%	-0,10%
18/06/2021	Japon	Cible de rendement à 10 ans, BoJ	Juin	0,00%	0,00%	0,00%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, l'attention se portera sur les données du PMI « flash » publiées au Japon, en France, en Allemagne, dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis. En raison de la hausse de l'inflation, les conclusions de la réunion du Comité de Politique Monétaire de la Banque d'Angleterre seront très attendues. Les données d'enquête sur la confiance des consommateurs seront publiées dans la zone euro, le Royaume-Uni, l'Allemagne et les États-Unis (Université du Michigan). La France publiera son indice de confiance des entreprises et en Allemagne, l'IFO rendra public son indice du climat des affaires. Les États-Unis publieront une nouvelle actualisation de la croissance au premier trimestre ainsi que des données relatives aux revenus et dépenses personnels pour le mois de mai. Enfin, la BCE fera paraître son Bulletin économique.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
22/06/2021	Japon	Ventes nationales en grands magasins g.a.	Mai	--	167.00%
22/06/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Mai	--	140.70%
22/06/2021	Royaume-Uni	Évolution des commandes totales (CBI)	Juin	--	17
22/06/2021	Royaume-Uni	Évolution des prix de vente (CBI)	Juin	--	38
22/06/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	--	-5.1
23/06/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Juin	--	53
23/06/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Juin	--	46.5
23/06/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juin	--	48.8
23/06/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Juin	--	59.4
23/06/2021	France	PMI des services (Markit)	Juin	--	56.6
23/06/2021	France	PMI composite (Markit)	Juin	--	57
23/06/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juin	64.2	64.4
23/06/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Juin	55	52.8
23/06/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juin	--	56.2
23/06/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juin	--	63.1
23/06/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Juin	--	55.2
23/06/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juin	--	57.1
23/06/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Juin	--	65.6
23/06/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Juin	--	62.9
23/06/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juin	--	62.9
23/06/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Juin	61.5	62.1
23/06/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Juin	69.8	70.4
23/06/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Juin	--	68.7
24/06/2021	France	Confiance des entreprises	Juin	--	108

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
24/06/2021	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
24/06/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Juin	--	102.9
24/06/2021	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Juin	--	95.7
24/06/2021	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Juin	100	99.2
24/06/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Juin	--	0.10%
24/06/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mai	--	2.20%
24/06/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	6.40%	6.40%
24/06/2021	États-Unis	Demandes initiales à l'assurance chômage	Juin	--	--
25/06/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juin	--	-9
25/06/2021	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Juin	0.00%	-0.10%
25/06/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil.	-2	-7
25/06/2021	États-Unis	Revenus personnels	Mai	-2.90%	-13.10%
25/06/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Mai	0.30%	0.50%
25/06/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base m/m	Mai	0.60%	0.70%
25/06/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base g.a.	Mai	--	3.10%
25/06/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juin	86.8	86.4
25/06/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Juin	--	90.6
25/06/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Juin	--	83.8
25/06/2021	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Juin	--	4.00%
25/06/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans	Juin	--	2.80%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

France : un vent d'optimisme souffle sur la conjoncture	EcoTVWeek	18 juin 2021
Rebond de croissance au Chili	Graphique de la Semaine	16 juin 2021
Global : Vers une inflation durablement plus soutenue ? Interaction entre productivité, marges bénéficiaires et pouvoir de fixation des prix	EcoWeek	14 juin 2021
EcoTV - juin 2021	EcoTV	10 juin 2021
France : une majorité des PGE des TPE/PME résulteraient de comportements de précaution	Graphique de la Semaine	9 June 2021
La BCE sous pression	EcoWeek	7 June 2021
Espagne : l'encours des prêts a augmenté en 2020 pour la première fois depuis 2008	EcoTVWeek	4 juin 2021
Zone euro : les finances publiques éprouvées par la crise	EcoFlash	3 juin 2021
Suède : vers un vif rebond de la croissance	Graphique de la Semaine	2 juin 2021
Prévisions d'inflation : «Faites-nous confiance», tel est le message des banques centrales	EcoWeek	31 mai 2021
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



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

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

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche et d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt 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