

2-3

EDITORIAL

Ruptures d'approvisionnement et perspectives d'inflation

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

Zone euro : la reprise économique s'installe.

Chine : modération

Recul de la pandémie et progression de la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs

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 **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RUPTURES D'APPROVISIONNEMENT ET PERSPECTIVES D'INFLATION

Dans les pays où les restrictions à la mobilité sont levées, la demande croît brusquement, provoquant un déséquilibre par rapport à l'offre. Celle-ci met en effet plus de temps à réagir, surtout lorsque les chaînes de valeur sont longues et complexes. Ces derniers mois, les entreprises disent subir des retards de livraison et une hausse du prix des intrants. D'après les données historiques des États-Unis et de la zone euro, l'effet sur l'inflation devrait être limité et temporaire. Néanmoins, sur les marchés obligataires le point mort d'inflation a augmenté significativement. Cela reflète l'inquiétude croissante des investisseurs vis-à-vis d'une possible hausse surprenante de l'inflation. En cas de relâchement des pressions sur l'offre, dans les prochains mois, on devrait s'attendre donc à une baisse du point mort d'inflation.

Dans la plupart des récessions, la production diminue car la demande baisse. Il en va autrement de la récession actuelle induite par la pandémie. L'économie mondiale est, en effet, frappée par un choc de la demande et de l'offre. Lors du premier confinement, les restrictions de mobilité visant à maîtriser le risque sanitaire ont quasiment arrêté net la production dans de nombreux secteurs et entraîné un recul de la demande. Ce dernier a été dû, dans une large mesure, à l'effet de ces restrictions, et non à des contraintes financières.

Globalement, le revenu des ménages a assez bien résisté grâce aux mesures de chômage partiel ou de transfert de revenu, adoptées par les différents gouvernements. L'incertitude concernant les perspectives économiques a également influencé le comportement des ménages, les conduisant à constituer une épargne de précaution. Confrontées à une chute de leur chiffre d'affaires et à des besoins considérables de trésorerie, les entreprises ont dû revoir leurs commandes à la baisse afin de réduire les besoins en fonds de roulement au minimum et d'éviter une accumulation de stocks indésirables. C'est ainsi qu'une fois les restrictions levées, la demande repart à la hausse avec la libération de la demande contenue. Cela provoque un déséquilibre par rapport à l'offre, celle-ci mettant plus de temps à réagir, surtout lorsque les chaînes de valeur sont longues et complexes. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises vont révéler des retards de livraison plus importants mais aussi une hausse des coûts des intrants. En théorie, cela devrait avoir un impact temporaire sur l'inflation.

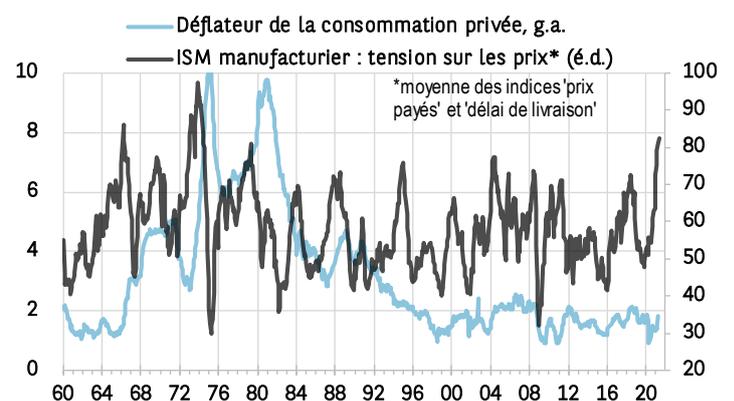
À en juger par des déclarations récentes, c'est aussi l'opinion des banquiers centraux. Ainsi, selon Philip Lane, le chef économiste de la BCE, « *il n'existe presque aucun lien entre les hausses de prix lors d'une reprise économique et la dynamique d'inflation* »¹. Lael Brainard, membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale ne dit pas autre chose quand elle déclare que « *plusieurs raisons peuvent expliquer une hausse de l'inflation en cours de reprise largement transitoire* »².

La croissance fulgurante de la demande ralentira tandis que l'offre augmentera, portée par l'accélération de la production et

l'augmentation des recrutements. De plus, le risque semble faible que le pic d'inflation initial déclenche des effets de second tour, conduisant à une inflation soutenue sur une plus longue durée, et ce, en raison du sous-emploi sur le marché du travail, du bon ancrage des anticipations d'inflation et des pressions concurrentielles.

Que nous enseignent les données historiques par rapport à cette théorie ? Le graphique 1 montre la relation aux États-Unis entre l'inflation sous-jacente et les pressions liées à l'offre. Ces dernières correspondent à la moyenne de l'indice des prix payés et de l'indice des délais de livraison fournisseurs, d'après l'enquête ISM (*Institute for Supply Management*) pour le secteur manufacturier. La hausse des prix payés et l'allongement des délais de livraison sont des signes caractéristiques de déséquilibres entre l'offre et la demande. Or, la relation entre l'indice des pressions liées à l'offre et l'inflation sous-jacente a évolué. Dans les années 1960 et 1970, l'augmentation des pressions avait tendance à aller de pair avec un accroissement

ÉTATS-UNIS : DÉFLATEUR DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET TENSION SUR LES PRIX (ISM)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, ISM, BNP PARIBAS

1 Source : ECB's Lane pushes back against talk of new era of inflation, Reuters, 20 mai 2021.

2 Source: Patience and Progress as the Economy Reopens and Recovers, Remarks by Lael Brainard, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, 11 mai 2021.

D'après la théorie et les données historiques, les problèmes d'approvisionnement ne devraient avoir qu'un effet limité et temporaire sur l'inflation. Il existe néanmoins une corrélation étroite avec le point mort d'inflation.



de l'inflation sous-jacente. Le changement s'est opéré au cours des années 1980, en raison d'une forte tendance désinflationniste qui a dominé les variations cycliques de l'inflation. Depuis les années 1990, les pics de tensions sur les prix dans le secteur manufacturier ont eu un impact limité sur l'inflation sous-jacente. Cela tient probablement au bon ancrage des anticipations d'inflation mais aussi aux pressions concurrentielles, les entreprises hésitant à relever leurs prix de crainte de perdre des parts de marché. Concernant la zone euro, les séries temporelles sont plus courtes – le recueil des données a commencé en 1997 – mais, comme aux États-Unis, la transmission des tensions sur les prix, d'après les enquêtes auprès des chefs d'entreprises, à l'inflation sous-jacente est limitée.

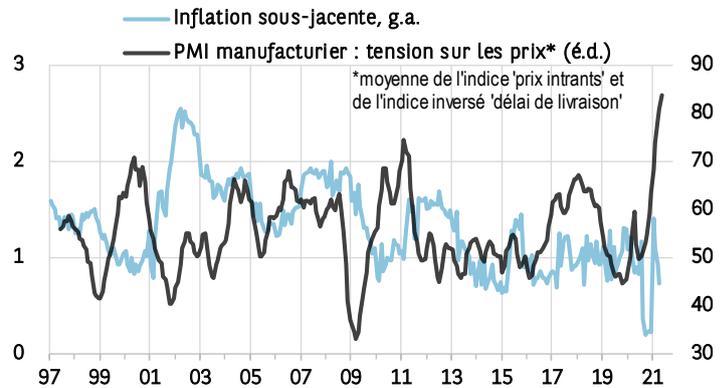
Dans ces conditions, on peut s'interroger sur les raisons pour lesquelles les marchés obligataires se sont montrés si nerveux ces derniers mois. Aux États-Unis, depuis l'effondrement des rendements nominaux l'année dernière, les points morts d'inflation (BEI pour *breakeven inflation*) à 10 ans – soit l'écart de rendement entre le bon du Trésor américain à 10 ans et celui indexé sur l'inflation de même échéance – ont progressé d'environ 150 points de base. Cela représente l'essentiel de l'augmentation des rendements des obligations nominales – les rendements réels n'ont guère varié – et reflète la hausse des anticipations d'inflation des investisseurs. En Allemagne, depuis le point bas des rendements des obligations nominales au printemps 2020, le taux des BEI a augmenté d'environ 100 points de base, soit une hausse supérieure à celle des rendements nominaux, impliquant que les rendements réels ont en fait baissé. À l'évidence, les marchés obligataires semblent plus nerveux que les banquiers centraux à propos des perspectives d'inflation. Une des interprétations possibles serait que pour les investisseurs la relation entre les mesures des tensions inflationnistes tirées des enquêtes et l'inflation observée est susceptible de changer, l'accroissement des tensions sur les prix pouvant engendrer une inflation supérieure à celle des décennies précédentes. Une autre explication serait la focalisation des investisseurs sur l'inflation à brève échéance. Leur inquiétude concernant une hausse de l'inflation à court terme fait grimper les points morts d'inflation, même pour les obligations à échéance plus éloignée. Afin de permettre une analyse plus approfondie, les graphiques 3 et 4 présentent une perspective à plus long terme pour les États-Unis et la zone euro³.

Nous pouvons en tirer trois conclusions. Premièrement, il existe une relation positive étroite entre les pressions sur les prix tirées des enquêtes et les points morts d'inflation. Deuxièmement, la relation existe, quel que soit le niveau des pressions inflationnistes. Troisièmement, lorsque les tensions sur les prix diminuent, les points morts d'inflation se replient. Ce dernier point est particulièrement important pour l'évolution des rendements obligataires dans les prochains mois. Si, comme le prévoit la Réserve fédérale et la BCE, les goulets d'étranglement se résorbent – avec une diminution des tensions inflationnistes dans les enquêtes auprès des chefs d'entreprises – on peut s'attendre à une baisse des points morts d'inflation, conforme à l'expérience historique. Les rendements nominaux vont-ils reculer pour autant ? Cela dépend de l'évolution des rendements obligataires réels et, par conséquent, des perspectives de croissance.

William De Vijlder

³ Le graphique 4 montre les données PMI pour la zone euro. On préfère utiliser le rendement du Bund plutôt que le rendement obligataire moyen pondéré du PIB car ce dernier pourrait être faussé par les fluctuations de l'évaluation du risque souverain.

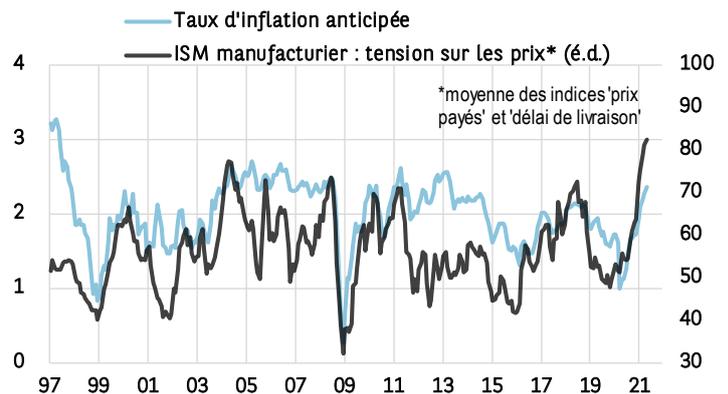
ZONE EURO : INFLATION SOUS-JACENTE ET TENSION SUR LES PRIX (PMI)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, IHS MARKIT, BNP PARIBAS

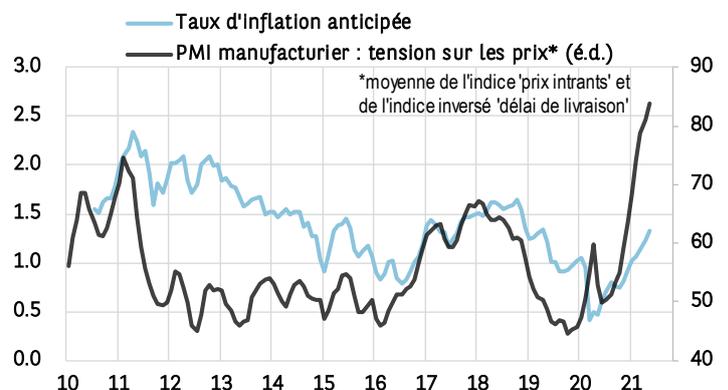
ÉTATS-UNIS : POINT MORT D'INFLATION À 10 ANS ET TENSION SUR LES PRIX (ISM)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, ISM, BNP PARIBAS

ZONE EURO : POINT MORT D'INFLATION À 10 ANS ET TENSION SUR LES PRIX (PMI)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : REFINITIV, IHS MARKIT, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 21-5-21 au 24-5-21

▲ CAC 40	6 386	▶	6 408	+0.3 %
▲ S&P 500	4 156	▶	4 197	+1.0 %
▼ Volatilité (VIX)	20.2	▶	18.4	-1.8 pb
▲ Euribor 3m (%)	-0.54	▶	-0.54	+0.1 pb
▼ Libor 3m (%)	0.15	▶	0.15	+0.0 pb
▼ OAT 10a (%)	0.18	▶	0.17	-1.2 pb
▼ Bund 10a (%)	-0.13	▶	-0.14	-1.4 pb
▼ US Tr. 10a (%)	1.63	▶	1.61	-2.1 pb
▲ Euro vs dollar	1.22	▶	1.22	+0.3 %
▲ Or (once, \$)	1 875	▶	1 885	+0.5 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	66.5	▶	66.5	+0.0 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	€ Moy. 5-7a	-0.09	-0.03
Eonia	-0.48	-0.47	Bund 2a	-0.66	-0.65
Euribor 3m	-0.54	-0.53	Bund 10a	-0.14	-0.11
Euribor 12m	-0.48	-0.47	OAT 10a	0.17	0.23
\$ FED	0.25	0.25	Corp. BBB	0.76	0.79
Libor 3m	0.15	0.24	\$ Treas. 2a	0.15	0.17
Libor 12m	0.26	0.34	Treas. 10a	1.61	1.75
£ Bque Angl.	0.10	0.10	High Yield	4.64	4.87
Libor 3m	0.08	0.09	€ Gilt. 2a	0.04	0.13
Libor 12m	0.16	0.17	Gilt. 10a	0.84	0.93

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.22	1.23	06/01
GBP	0.86	0.91	06/01
CHF	1.10	1.11	04/03
JPY	132.88	133.05	18/05
AUD	1.58	1.60	04/01
CNY	7.86	8.00	01/01
BRL	6.49	6.95	03/03
RUB	89.80	92.47	20/04
INR	89.16	90.39	23/04

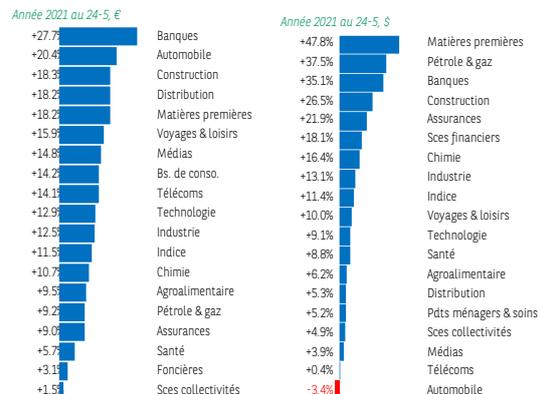
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	66.5	69.7	11/03	+28.2%
Or (once)	1 885	1 947	05/01	-0.7%
Métaux, LME	4 200	4 402	11/05	+23.0%
Cuivre (tonne)	9 929	10 449	11/05	+28.1%
Blé (tonne)	248	2.9	07/05	+0.4%
Mais (tonne)	263	2.9	07/05	+39.7%

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 966	2 979	07/05	+10.3%
Amérique du Nord				
S&P500	4 197	4 233	07/05	+11.7%
Europe				
EuroStoxx50	4 036	4 036	24/05	+13.6%
CAC 40	6 408	6 408	24/05	+15.4%
DAX 30	15 438	15 460	16/04	+12.5%
IBEX 35	9 206	9 206	24/05	+14.0%
FTSE100	7 052	7 130	07/05	+9.1%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 113	1 137	18/03	+6.5%
Nikkei	28 365	30 468	16/02	+3.4%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 327	1 445	17/02	+2.7%
Chine	106	130	17/02	-2.6%
Inde	740	740	21/05	+9.4%
Bésil	1 875	1 941	14/01	+2.3%
Russie	741	745	18/05	+10.1%

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

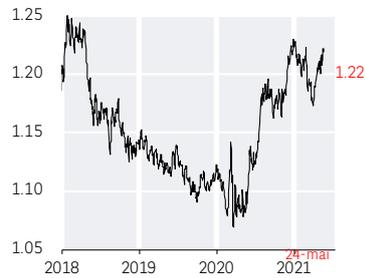


SOURCE : THOMSON REUTERS

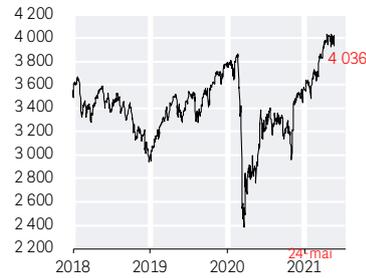


REVUE DES MARCHÉS

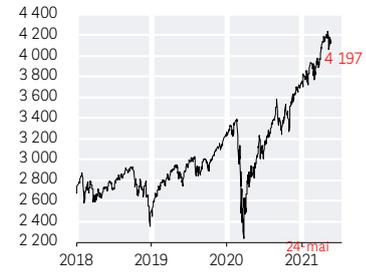
EURO-DOLLAR



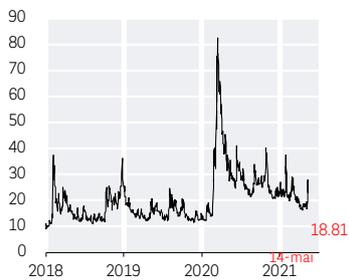
EUROSTOXX50



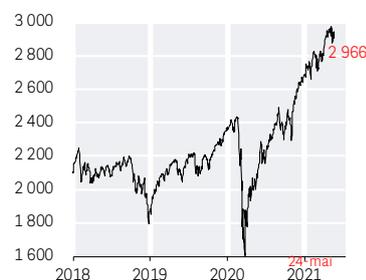
S&P500



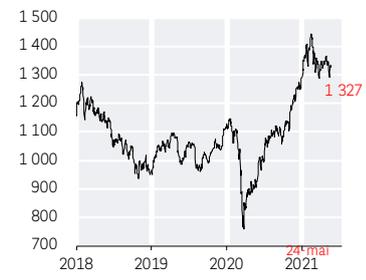
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



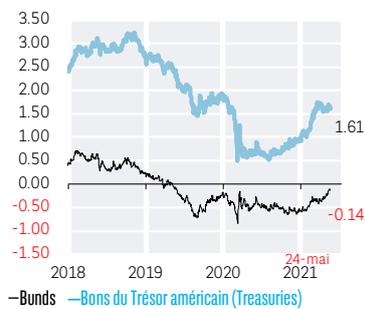
MSCI MONDE (USD)



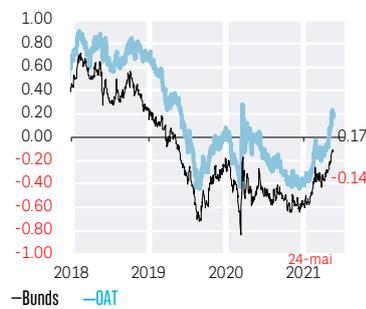
MSCI ÉMERGENTS (USD)



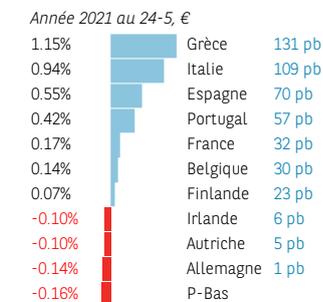
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



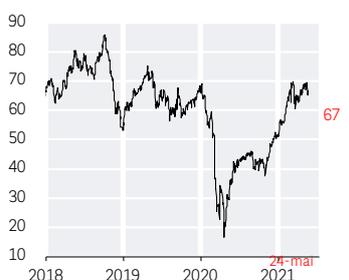
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



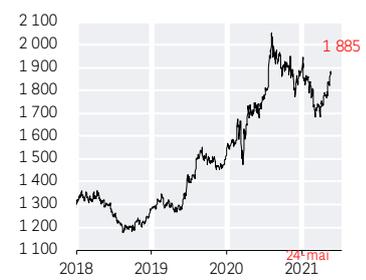
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTALUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ZONE EURO : LA REPRISE ÉCONOMIQUE S'INSTALLE

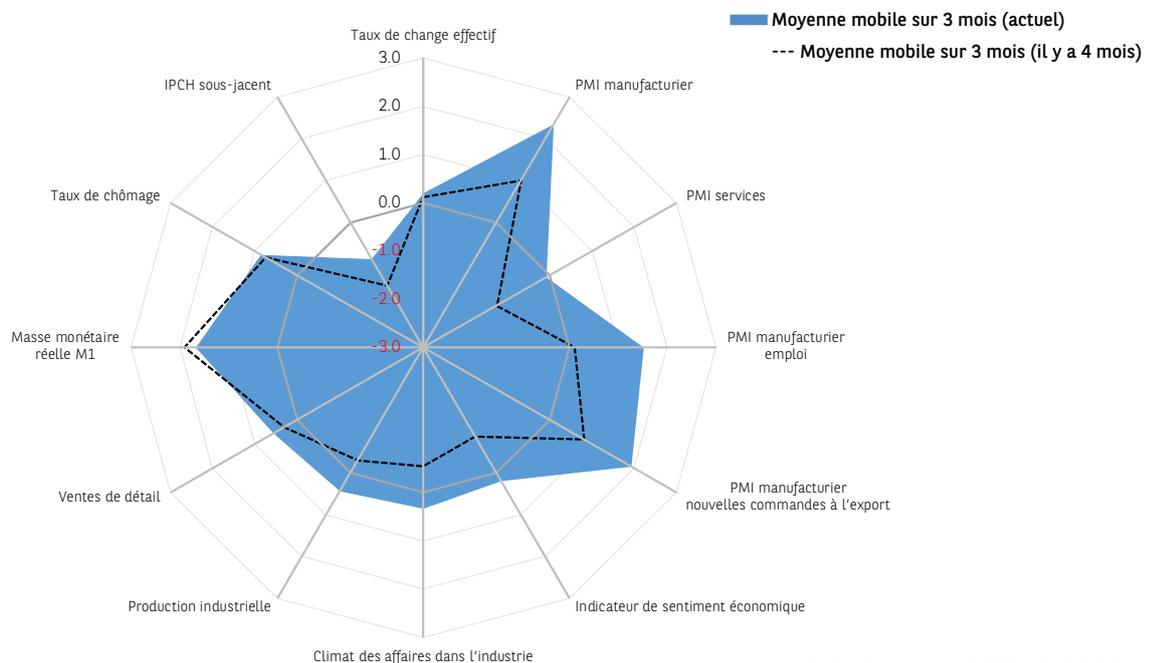
Depuis le début de la pandémie de Covid-19 et la mise en place de restrictions sanitaires, nous insistons sur le fait que seul le déploiement rapide et large d'un vaccin permettra un retour à la normale des économies. C'est ce que nous observons aujourd'hui dans la majorité des pays européens. Jusqu'ici, environ 32% de la population de l'Union européenne a reçu une première dose de vaccin. Cette part est proche de la proportion française (31,5%) et inférieure à celles de l'Allemagne (38%), de l'Espagne et de l'Italie (33%). Si la couverture vaccinale en Europe reste en deçà de celle observée aux États-Unis (près de la moitié de la population a reçu une première dose), et de surcroît au Royaume-Uni (plus de 50%), les campagnes se sont accélérées depuis le mois d'avril sur le vieux continent.

Cette accélération s'observe dans les dernières données économiques dont nous disposons. Comme indiqué sur le graphique, l'amélioration conjoncturelle en zone euro est nette ces trois derniers mois. En particulier, l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index, PMI*), qui offre une image relativement fidèle de l'état de santé de l'économie, poursuit sa hausse dans le secteur manufacturier et atteint désormais un niveau nettement supérieur à sa moyenne sur longue période. Le PMI manufacturier s'est stabilisé à un niveau élevé en mai 2021, à 62,8. Cet indice est largement porté par la composante

« nouvelles commandes à l'export » qui continue de bénéficier de la vigueur des échanges mondiaux. En effet, le commerce mondial de biens est repassé cet hiver au-dessus de son niveau d'avant la pandémie, effaçant ainsi en un semestre la chute enregistrée au T1 2020. Cette bonne performance reflète en grande partie le redémarrage précoce de l'activité chinoise, de ses exportations et de ses importations. Autre point notable, alors que des craintes de voir augmenter le chômage dans la zone euro existent, la composante « emploi » s'améliore également. Le PMI dans le secteur des services, particulièrement affecté par les mesures sanitaires, est repassé en avril au-dessus de 50 (indiquant une expansion) et progresse nettement en mai à 55,1. Il s'agit du niveau le plus élevé depuis mi-2018. Cette bonne nouvelle s'inscrit dans l'amélioration sensible de la confiance des consommateurs de la zone euro dont l'indice retrouve ces niveaux d'avant-Covid. Le maintien de conditions de financement favorables grâce à l'action de la BCE, et dans l'hypothèse d'une politique budgétaire soucieuse de ne pas retirer trop brutalement les mesures de soutien, pourrait conduire la zone euro à effacer les pertes plus rapidement qu'anticipé il y a seulement quelques mois.

Louis Boisset

ZONE EURO : 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 +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

7

CHINE : MODÉRATION

D'après les derniers indices PMI et chiffres d'activité, le dynamisme de l'économie chinoise est resté solide au début du T2 2021, tiré notamment par le secteur exportateur. En revanche, le marché intérieur a légèrement perdu en vigueur en avril. Son activité devrait toutefois se renforcer de nouveau à court terme.

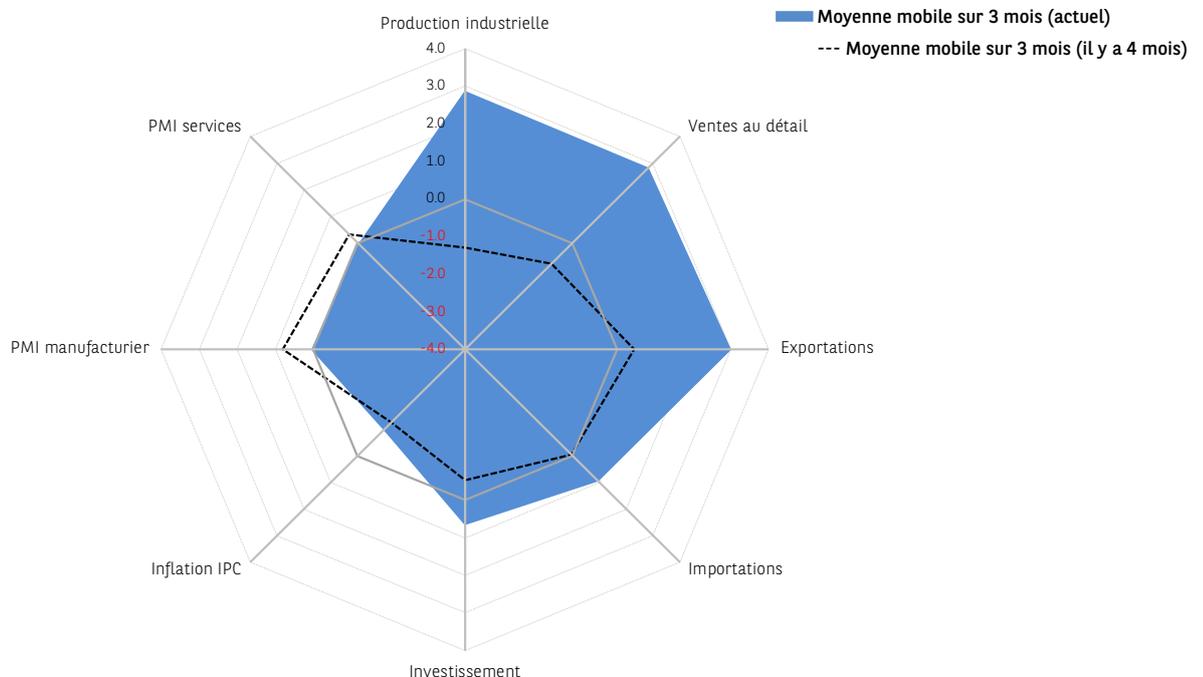
Les PMI sont en léger recul, depuis le début de 2021 par rapport au dernier trimestre 2020, mais restent à des niveaux d'expansion de l'activité, autant dans le secteur manufacturier (le PMI publié par Markit était à 51,9 en avril) que dans les services (56,3). Au contraire, notre baromètre semble indiquer que le redressement de l'économie s'est renforcé sur la période février-avril 2021 par rapport aux trois mois précédents (élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés), pour la production industrielle ainsi que pour les différentes composantes de la demande. Cependant, la lecture du baromètre reste biaisée : les taux de croissance de l'activité depuis le début de l'année, mesurés en glissement annuel, continuent d'être anormalement élevés en raison d'effets de base toujours importants entre les premiers mois de 2020 (période de confinement) et les premiers mois de 2021. Si l'on corrige de ces effets de base, le redressement de l'activité sur le marché intérieur semble en réalité avoir perdu un peu de vigueur au mois d'avril.

Comme attendu, le taux de croissance de l'industrie, qui a rebondi rapidement et fortement dès le T2 2020, se normalise progressivement : il est passé de 35,1% en g.a. sur les deux premiers mois de 2021 à 9,8% en avril (à comparer au taux de 5,7% de 2019). En revanche, la croissance du secteur des services et de la consommation privée s'est redressée beaucoup plus tardivement l'an dernier, puis a ralenti en janvier-février 2021 (notamment sous l'effet des nouvelles restrictions de déplacement à la suite d'une hausse des contaminations au Covid-19) pour à nouveau rebondir au mois de mars. La poursuite de ce rebond était attendue. Or, la croissance des services et des ventes au détail a fléchi légèrement en avril. Un résultat surprenant étant donné la levée des restrictions sur les déplacements depuis mars et le solide rebond du revenu disponible des ménages.

Cette performance souligne la fragilité du redressement de la demande des ménages depuis l'an dernier. Cependant, la consommation privée et l'activité dans les services devraient à nouveau se renforcer à très court terme : les conditions sur le marché du travail continuent de s'améliorer (le taux de chômage urbain est descendu à 5,1% en avril, soit son niveau du T4 2019) et le risque sanitaire se réduit (mais néanmoins reste élevé) grâce au contrôle rapide des nouveaux cas de Covid-19 et à l'accélération de la campagne de vaccination.

Christine Peltier

CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCE: 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 +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.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECU DE LA PANDÉMIE ET PROGRESSION DE LA FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET DES LIEUX DE LOISIRS

L'épidémie de Covid-19 continue de ralentir dans le monde. Selon l'université Johns-Hopkins, 4,4 millions de nouveaux cas ont été enregistrés entre le 12 et le 18 mai, soit une baisse de -16,2% par rapport à la semaine précédente. L'Europe enregistre la plus importante baisse (-23,1%), suivie de l'Asie (-19,2%) où elle est également visible en Inde (-20%). En Amérique du Nord, on enregistre aussi un recul du nombre de cas

(-13,3%). En revanche, en Amérique du Sud, on observe une hausse de 8,7% (graphique 1). Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde, notamment dans l'Union européenne où l'on enregistre une forte accélération, 33% de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin, et dont tous les pays membres ont dépassé le seuil symbolique de 30%.

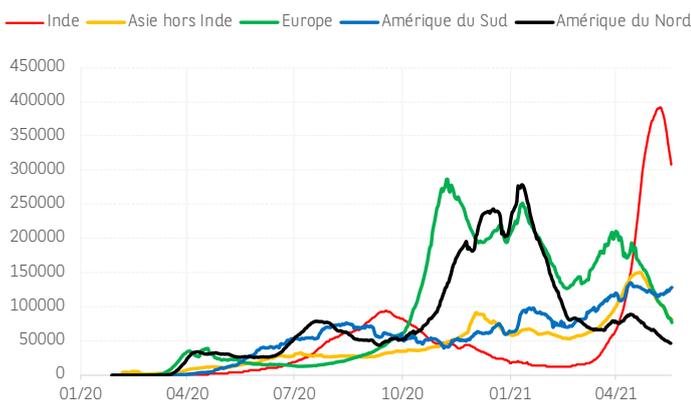
Avec l'assouplissement progressif des mesures sanitaires, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs a continué de s'améliorer dans les principaux pays avancés. C'est en Belgique que l'on enregistre la plus forte progression durant la semaine du 7 au 14 mai, soit une hausse de 17,1 points par rapport à la semaine précédente ; la fréquentation passe ainsi de -28% à -10,9% (moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence*). Au cours de cette même semaine, la fréquentation s'est améliorée en Allemagne (9 points) après une baisse la semaine précédente. En Italie et en France, elle continue de progresser également, avec une hausse de 4,3 points et 2 points respectivement. En revanche, elle a fortement chuté au Japon (-11 points), passant ainsi de -8% à -19% (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, au Royaume-Uni, on note une récente amélioration de l'indicateur, tandis qu'il poursuit sa progression en Belgique (graphique 3). Il y a lieu d'être prudent dans l'interprétation de cet indicateur, réalisé à partir de données issues de Google Trends (requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que sur l'incertitude), en raison d'un effet de base (comparaison avec le début de la pandémie il y a un an).

Tarik Rharrab

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

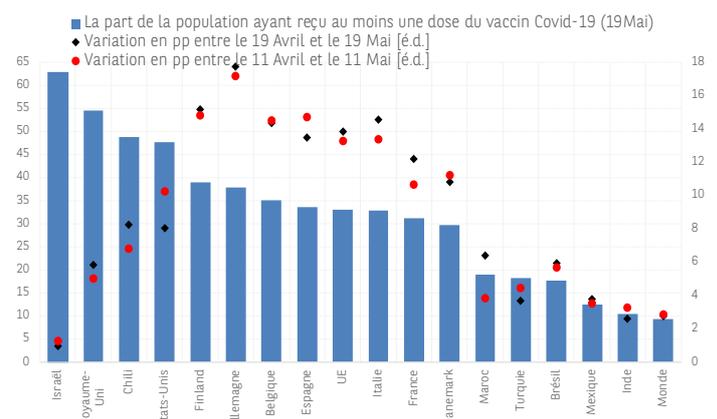
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (19/05/2021), BNP PARIBAS

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



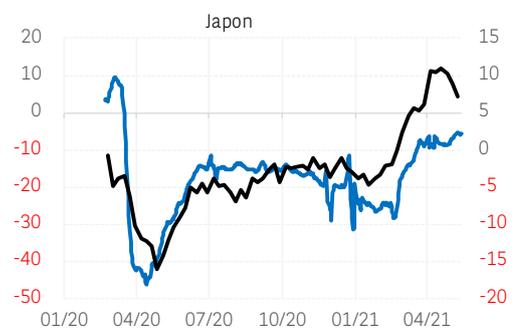
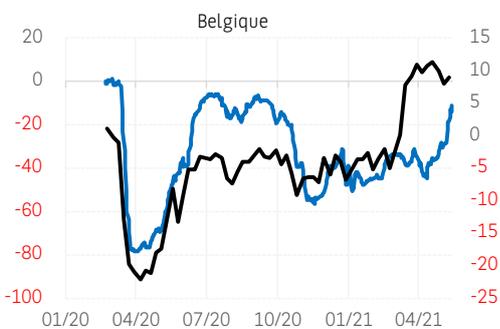
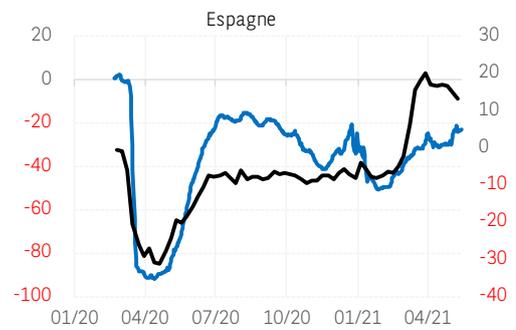
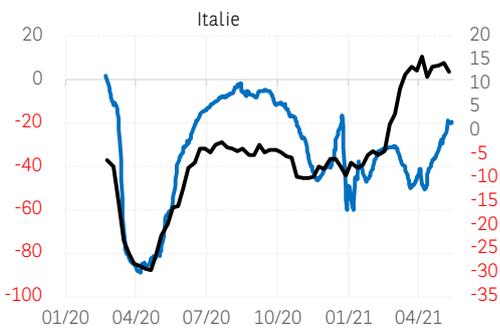
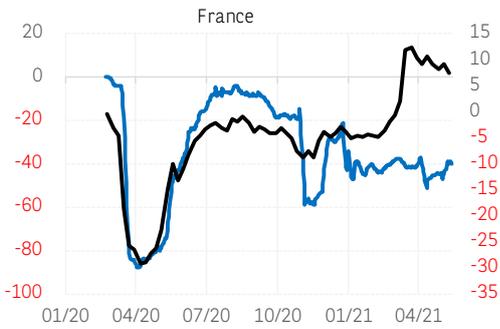
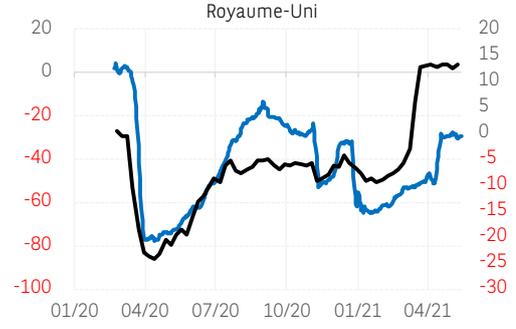
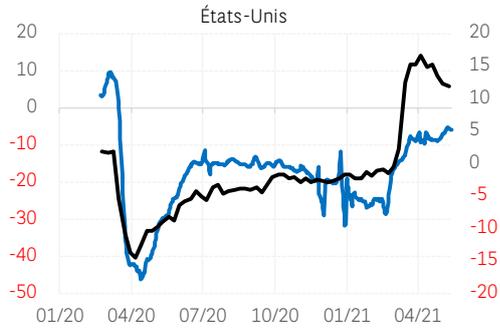
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 20/05/2021), 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 (19/05/2021), GOOGLE (19/05/2021), 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, 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

11

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, les données sur la production, les investissements et les ventes au détail restent fortement biaisées par un effet de base - comparaison avec les données d'il y a 12 mois quand la pandémie venait de commencer - bien qu'en avril, cet effet ait été moins perceptible qu'en mars. Les chiffres sont plus ou moins en ligne avec les attentes, sauf ceux des ventes au détail qui ont été plus faibles. Enfin, le taux de chômage a baissé plus fortement qu'attendu. Au Japon, la contraction du PIB au T1 a été plus marquée que l'estimation initiale du fait de la baisse des dépenses des entreprises (alors qu'elles étaient en hausse dans l'estimation initiale). De plus, les indices PMI se sont détériorés. Au Royaume-Uni, les indicateurs continuent de se redresser, pour la plupart au-delà des attentes : l'emploi augmente, la dynamique des commandes à l'export se renforce, les ventes au détail et la confiance des consommateurs se redressent. Le PMI manufacturier a bondi tandis que celui des services n'a pas atteint le niveau attendu. Dans la zone euro, l'emploi a légèrement baissé au T1 et l'inflation sous-jacente a reculé en avril. Le PMI manufacturier s'est redressé un peu plus qu'attendu, mais c'est surtout le fort rebond de celui des services qui a surpris. La confiance des consommateurs s'est améliorée. En France, les indices PMI ont aussi augmenté, en particulier celui des services. En Allemagne également mais l'inverse s'est produit pour le PMI manufacturier. Aux Etats-Unis, le nombre de permis de construire a crû moins vite et la baisse du nombre de nouvelles constructions d'habitations a été plus marquée qu'anticipé. La détérioration des perspectives économiques de la Fed de Philadelphie est également plus forte que le consensus. Enfin, le PMI manufacturier américain s'est fortement redressé mais la grosse surprise est venue des services dont l'indice s'est envolé.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
17/05/2021	Chine	Prix logements neufs m/m	Avril	--	0,48%	0,41%
17/05/2021	Chine	Production industrielle cumul annuel, g.a.	Avril	21,10%	20,30%	24,50%
17/05/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Avril	20,00%	19,90%	25,60%
17/05/2021	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel, g.a.	Avril	20,00%	21,60%	25,60%
17/05/2021	Chine	Taux de chômage	Avril	5,20%	5,10%	5,30%
17/05/2021	Chine	Ventes au détail cumul annuel, g.a.	Avril	31,90%	29,60%	33,90%
17/05/2021	États-Unis	Indice NAHB marché de l'immobilier	Mai	83	83	83
18/05/2021	Japon	PIB t/t	T1	-1,10%	-1,30%	2,80%
18/05/2021	Japon	PIB annualisé t/t	T1	-4,50%	-5,10%	11,60%
18/05/2021	Japon	PIB consommation privée t/t	T1	-1,90%	-1,40%	2,20%
18/05/2021	Japon	PIB dépense des entreprises t/t	T1	0,80%	-1,40%	4,30%
18/05/2021	Japon	Contribution des stocks (% du PIB)	T1	0,20%	0,30%	-0,50%
18/05/2021	Japon	Contribution des exportations nettes (% PIB)	T1	-0,20%	-0,20%	1,00%
18/05/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage (BIT)	Mars	4,90%	4,80%	4,90%
18/05/2021	Royaume-Uni	Evolution dans l'emploi 3m/3m	Mars	50k	84k	-73k
18/05/2021	Zone euro	Emploi t/t	T1	--	-0,30%	0,40%
18/05/2021	Zone euro	PIB t/t	1Q	-0,60%	-0,60%	-0,60%
18/05/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	T1	0,60%	0,30%	1,70%
18/05/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Avril	-2,00%	-9,50%	19,80%
18/05/21-24/05/21	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Mai	0,0	17,0	-8,0
18/05/21-24/05/21	Royaume-Uni	Evolution des prix de ventes (CBI)	Mai	--	38	27
19/05/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Avril	1,30%	1,30%	1,10%
19/05/2021	Royaume-Uni	Sortie IPP (NSA) m/m	Avril	0,40%	0,40%	0,80%
19/05/2021	Royaume-Uni	Entrée IPP (NSA) m/m	Avri.	1,00%	1,20%	1,90%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
19/05/2021	Zone euro	Immatriculations nouveaux véhicules (EU27)	Avril	--	218,60%	87,30%
19/05/2021	Zone euro	IPC g,a,	Avril	1,60%	1,60%	1,30%
19/05/2021	Zone euro	IPC m/m	Avril	0,60%	0,60%	0,60%
19/05/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g,a,	Avril	0,80%	0,70%	0,80%
19/05/2021	États-Unis	Demandes de crédit (MBA)	14 mai	--	1,20%	2,10%
19/05/2021	États-Unis	Minutes réunion du FOMC	28 avril			
20/05/2021	Japan	Exportations g,a,	Avril	30,80%	38,00%	16,10%
20/05/2021	Japan	Commande de machines m/m	Mars	5,00%	3,70%	-8,50%
20/05/2021	États-Unis	Climat des affaires (Fed de Philadelphie)	Mai	41,5	31,5	50,2
20/05/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	15 mai	450k	444k	478k
21/05/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	-12	-9	-15
21/05/2021	Japon	IPC hors énergie et alimentation g,a,	Avril	-0,10%	-0,20%	0,30%
21/05/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mai	--	52,5	53,6
21/05/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mai	--	45,7	49,5
21/05/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mai	--	48,1	51,0
21/05/2021	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto & carburant m/m	Avril	4,40%	9,00%	4,60%
21/05/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mai	58,5	59,2	58,9
21/05/2021	France	PMI des services (Markit)	Mai	53,0	56,6	50,3
21/05/2021	France	PMI composite (Markit)	Mai	53,7	57,0	51,6
21/05/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mai	65,9	64,0	66,2
21/05/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mai	52,0	52,8	49,9
21/05/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mai	57,1	56,2	55,8
21/05/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mai	62,5	62,8	62,9
21/05/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mai	52,5	55,1	50,5
21/05/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mai	55,1	56,9	53,8
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mai	60,8	66,1	60,9
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mai	62,2	61,8	61,0
21/05/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mai	61,9	62,0	60,7
21/05/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mai	60,2	61,5	60,5
21/05/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Mai	64,3	70,1	64,7
21/05/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mai	--	68,1	63,5
21/05/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	-6,5	-5,1	-8,1

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

Plusieurs actualisations de la croissance au premier trimestre seront publiées cette semaine, mais l'attention se concentrera sur les données d'enquêtes : climat des affaires IFO et confiance des consommateurs en Allemagne, confiance des entreprises et des consommateurs en France, confiance des consommateurs de l'Université du Michigan et du Conference Board aux États-Unis. La publication de l'indice du sentiment économique de la Commission européenne pour le mois de mai et ses sous-séries constituera l'élément marquant de la semaine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
25/05/2021	Allemagne	PIB t/t	T1	--	-1,70%
25/05/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Avr.	--	120,80%
25/05/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Mai	--	99,5
25/05/2021	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Mai	--	94,1
25/05/2021	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Mai	--	96,8
25/05/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Avr.	-6,00%	20,70%
25/05/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Mai	120	121,7
25/05/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Mai	--	139,6
25/05/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Mai	--	109,8
26/05/2021	Japon	Ventes en supermarchés g.a.	Avr.	--	1,30%
26/05/2021	France	Confiance des entreprises	Mai	--	95
26/05/2021	France	Confiance dans l'industrie	Mai	--	104
26/05/2021	France	Confiance des consommateurs	Mai	--	94
27/05/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Jun	--	-8,8
27/05/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Avr.	--	1,20%
27/05/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	6,40%	6,40%
27/05/2021	États-Unis	Demandes initiales à l'assurance chômage	Mai	--	--
27/05/21-02/06/21	Allemagne	Ventes de détail m/m	Avr.	--	7,70%
28/05/2021	Japon	Taux de chômage	Avr.	--	2,60%
28/05/2021	Japon	IPC hors produits frais	May	--	--
28/05/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Avr.	--	-1,10%
28/05/2021	France	IPC harmonisé m/m	Mai	--	0,20%
28/05/2021	France	PIB t/t	T1	--	0,40%
28/05/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	--
28/05/2021	Zone euro	Confiance économique	Mai	--	110,3
28/05/2021	Zone euro	Confiance industrielle	Mai	--	10,7
28/05/2021	Zone euro	Confiance des services	Mai	--	2,1
28/05/2021	États-Unis	Revenus personnels	Apr	-15,10%	21,10%
28/05/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Apr	0,40%	4,20%
28/05/2021	États-Unis	Variation du déflateur m/m	Apr	0,60%	0,40%
28/05/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	82,9	82,8
28/05/2021	États-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Mai	--	90,8
28/05/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mai	--	77,6
28/05/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mai	--	4,60%
28/05/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mai	--	3,10%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

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
Zone Euro : La hausse de l'inflation pourrait n'être que temporaire	EcoFlash	19 avril 2021
EcoWeek 21.15 - Édition du 19 avril 2021	EcoWeek	19 avril 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	16 avril 2021
Pays émergents : courses de vitesse	EcoTVWeek	16 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 tirées, 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