

2

ÉDITORIAL

Le marathon de la réforme de la gouvernance économique de l'Union européenne

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-9

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays : Chine, Royaume-Uni, mobilité et vaccination

10

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-14

CALENDRIER

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

15

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE MARATHON DE LA RÉFORME DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DE L'UNION EUROPÉENNE

La Commission européenne a relancé le réexamen de la gouvernance économique de l'Union européenne. Cette initiative est plus que jamais nécessaire en raison des effets de la pandémie de Covid-19 sur les finances publiques des pays et de leurs besoins d'investissements publics dans le contexte de la transition verte et numérique. Cela soulève néanmoins plusieurs défis : un ordre du jour particulièrement dense, la nature inclusive du débat avec de nombreuses parties prenantes et, en ce qui concerne la gouvernance budgétaire, la nécessité pour les États membres de trouver un équilibre entre discipline économique et maintien d'une marge de manœuvre. Compte tenu de l'état des finances publiques dans la plupart des pays de l'UE, des règles budgétaires raisonnables sont indispensables pour recréer progressivement une nécessaire marge de manœuvre.

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) – pilier budgétaire de l'Union économique et monétaire applicable à l'ensemble des pays membres sans exception – a été adopté en 1997, et a été amendé à plusieurs reprises depuis. Bien qu'il s'agisse d'un ensemble complexe de règles, le débat public qui s'y rapporte tend à se concentrer sur les critères de Maastricht, à savoir un déficit budgétaire limité à 3% du PIB et une dette publique qui ne doit pas excéder 60% du PIB.

À en juger par la performance annuelle des États membres de l'UE dans ces deux domaines, il apparaît clairement que ces objectifs, très souvent, n'ont pas été atteints (graphique). C'est particulièrement vrai à l'heure actuelle. La pandémie de Covid-19 a, en effet, nécessité d'importants efforts budgétaires de la part des pays membres, ce qui a entraîné l'activation en mars 2020 de la clause dérogatoire générale. Celle-ci a permis aux pays de s'écarter des trajectoires budgétaires définies avant la crise du Covid-19. Or, le rétablissement du PSC est prévu en 2023¹, ce qui rend nécessaire l'évaluation et, éventuellement, une révision des règles budgétaires.

Elle s'inscrit dans le cadre d'un réexamen global de la gouvernance économique de l'Union européenne, récemment relancé par la Commission européenne. Cette initiative rencontre de multiples défis. Premièrement, la difficulté de trouver un équilibre entre les besoins d'investissement public – qui resteront élevés pendant des années en raison de la transition verte et numérique – et la nécessité de réduire les déficits budgétaires afin que les États disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour mener une politique budgétaire discrétionnaire contra-cyclique lorsque la prochaine récession aura lieu. Deuxièmement, l'ordre du jour est particulièrement large car il couvre un grand nombre de sujets, regroupés en 11 questions ouverte².

¹ *EU to keep its borrowing limits suspended in 2022, restore them in 2023*, Reuters, 2 juin 2021.

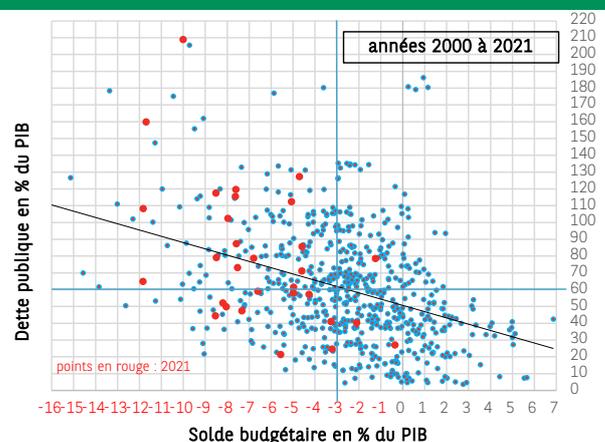
² Les questions concernent les points suivants : Comment garantir la viabilité des finances publiques, aider à corriger les déséquilibres macroéconomiques existants et à prévenir l'apparition de nouveaux ? Comment garantir des politiques budgétaires responsables qui préservent la viabilité à long terme, tout en permettant une stabilisation macroéconomique à court terme ? Comment inciter les États membres à entreprendre les réformes et investissements clés nécessaires pour concrétiser les ambitions du pacte vert pour l'Europe et pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux tout en conservant des garde-fous contre les risques pesant sur la soutenabilité de la dette ? Comment simplifier le cadre de l'UE et améliorer sa transparence ? Comment concentrer la surveillance sur les États membres confrontés aux défis stratégiques les plus pressants ? En quoi la conception, la gouvernance et le fonctionnement de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) peuvent-ils fournir des enseignements utiles en matière de gouvernance économique ? Est-il possible de renforcer les cadres budgétaires nationaux et d'améliorer leur articulation avec le cadre budgétaire de l'UE ? Comment le cadre peut-il garantir une application efficace et quel devrait être le rôle des sanctions financières, des coûts de réputation et des incitations positives ? Comment le cadre peut-il assurer une réponse adéquate et coordonnée au niveau national et au niveau de l'UE ? Comment devrait-il prendre en compte la dimension « zone euro » et le programme d'approfondissement de l'Union économique et monétaire ? Le cadre de gouvernance économique devrait-il prendre en compte des défis autres que ceux déjà recensés ? (Source : Questions/réponses : La Commission relance le réexamen de la gouver-

Troisièmement, le processus de réexamen sera fondé sur un débat inclusif réunissant de nombreux intervenants. Ce débat devrait être bien accueilli, mais il pourrait néanmoins réduire le temps disponible pour parvenir à un accord politique. Inviter les citoyens et les organisations à contribuer au débat n'est pas sans rappeler les événements « La BCE à votre écoute » organisés par la banque centrale dans le cadre de la préparation de sa revue stratégique. Toutefois, le débat portant sur la gouvernance économique et budgétaire est beaucoup plus complexe que celui sur la stratégie de politique monétaire, le premier présentant une importante dimension distributionnelle – niveaux d'imposition, transferts de revenus, dépenses – ainsi qu'un aspect intertemporel (conditions de viabilité de la dette). Enfin, en ce qui concerne la gouvernance budgétaire, les États membres de l'UE devront trouver un équilibre entre discipline de la politique économique et maintien d'une marge de manœuvre budgétaire au niveau national. Dans sa liste de 11 questions, la Commission européenne aborde le rôle possible des sanctions financières, des atteintes à la réputation et des mesures d'incitation. C'est probablement la question la plus difficile à aborder et celle pour laquelle il sera particulièrement ardu de parvenir à un accord. Toutefois, compte tenu de l'état des finances publiques dans la plupart des pays de l'UE, des règles budgétaires raisonnables sont indispensables pour recréer progressivement la marge de manœuvre budgétaire indispensable aux États membres.

William De Vijlder

nance économique de l'UE, Bruxelles, 19 octobre 2021).

COMPTES PUBLICS DE L'UE27 ET DU ROYAUME-UNI (AGRÉGAT ET PAYS)



SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 15-10-21 au 22-10-21

➔ CAC 40	6 728	▶ 6 734	+0.1 %
➔ S&P 500	4 471	▶ 4 545	+1.6 %
➔ Volatilité (VIX)	16.3	▶ 15.4	-0.9 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.55	-0.1 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.12	▶ 0.12	+0.1 pb
➔ OAT 10a (%)	0.10	▶ 0.17	+7.0 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.17	▶ -0.09	+8.0 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.58	▶ 1.66	+8.0 pb
➔ Euro vs dollar	1.16	▶ 1.16	+0.4 %
➔ Or (once, \$)	1 773	▶ 1 806	+1.9 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	85.0	▶ 85.6	+0.8 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21		+bas 21		Rendements (%)	+haut 21		+bas 21	
€ BCE	0.00	0.00 le	01/01	0.00 le	01/01	€ Moy. 5-7a	-0.03	-0.03 le	22/10
Eonia	-0.49	-0.47 le	26/01	-0.50 le	01/01	Bund 2a	-0.64	-0.63 le	19/10
Euribor 3m	-0.55	-0.53 le	07/05	-0.56 le	06/01	Bund 10a	-0.09	-0.09 le	22/10
Euribor 12m	-0.47	-0.47 le	19/10	-0.52 le	02/02	OAT 10a	0.17	0.23 le	17/05
\$ FED	0.25	0.25 le	01/01	0.25 le	01/01	Corp. BBB	0.83	0.83 le	22/10
Libor 3m	0.12	0.24 le	13/01	0.11 le	09/09	\$ Treas. 2a	0.46	0.46 le	22/10
Libor 12m	0.32	0.34 le	01/01	0.22 le	06/09	Treas. 10a	1.66	1.75 le	31/03
£ Bque Angl	0.10	0.10 le	01/01	0.10 le	01/01	High Yield	5.02	5.12 le	12/10
Libor 3m	0.20	0.22 le	19/10	0.03 le	01/01	£ Gilt. 2a	0.56	0.53 le	19/10
Libor 12m	0.72	0.74 le	21/10	0.07 le	11/01	Gilt. 10a	1.15	1.20 le	21/10

Au 22-10-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21		+bas 21		2021	
USD	1.16	1.23 le	06/01	1.15 le	06/10	-4.8%
GBP	0.85	0.91 le	06/01	0.84 le	21/10	-5.5%
CHF	1.07	1.11 le	04/03	1.07 le	22/10	-1.4%
JPY	132.30	133.97 le	28/05	125.22 le	18/01	+4.7%
AUD	1.56	1.64 le	20/08	1.53 le	18/03	-1.9%
CNY	7.44	8.00 le	01/01	7.44 le	22/10	-7.0%
BRL	6.67	6.95 le	03/03	5.88 le	24/06	+5.0%
RUB	81.97	92.47 le	20/04	81.97 le	22/10	-9.4%
INR	87.24	90.39 le	23/04	85.30 le	27/03	-2.4%

Au 22-10-21

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21		+bas 21		2021		2021(€)	
Pétrole, Brent	85.6	86.0 le	20/10	51.2 le	04/01	+65.0%	+73.4%	
Or (once)	1 806	1 947 le	05/01	1 682 le	08/03	-4.8%	-0.0%	
Métaux, LMEX	4 497	4 763 le	15/10	3 415 le	01/01	+31.7%	+38.4%	
Cuivre (tonne)	9 857	11 300 le	18/10	7 749 le	01/01	+27.2%	+33.6%	
Blé (tonne)	238	2.9 le	07/05	223 le	10/09	-3.9%	+1.0%	
Mais (tonne)	200	2.9 le	07/05	188 le	04/01	+6.1%	+11.4%	

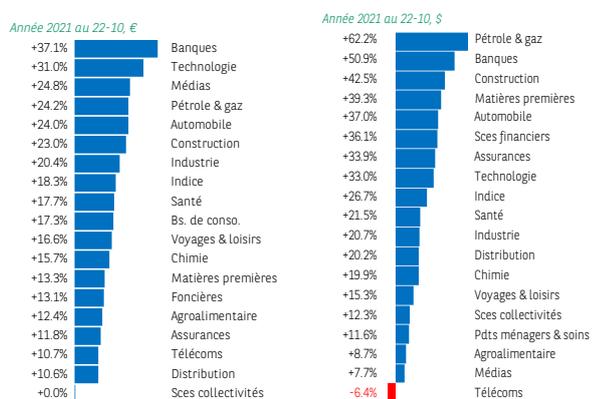
Au 22-10-21

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21		+bas 21		2021	
Monde							
MSCI Monde	3 151	3 170 le	06/09	2 662 le	29/01	+17.1%	
Amérique du Nord							
S&P500	4 545	4 550 le	21/10	3 701 le	04/01	+21.0%	
Europe							
EuroStoxx50	4 189	4 246 le	06/09	3 481 le	29/01	+17.9%	
CAC 40	6 734	6 896 le	13/08	5 399 le	29/01	+21.3%	
DAX 30	15 543	15 977 le	13/08	13 433 le	29/01	+13.3%	
IBEX 35	8 906	9 281 le	14/06	7 758 le	29/01	+10.3%	
FTSE100	7 205	7 234 le	15/10	6 407 le	29/01	+11.5%	
Asie Pacifique							
MSCI, loc.	1 150	1 196 le	14/09	1 044 le	06/01	+10.2%	
Nikkei	28 805	30 670 le	14/09	27 013 le	20/08	+5.0%	
Emergents							
MSCI Emergents (\$)	1 293	1 445 le	17/02	1 221 le	20/08	+0.1%	
Chine	96	130 le	17/02	87 le	06/10	-11.4%	
Inde	856	876 le	18/10	659 le	29/01	+30.0%	
Bésil	1 440	2 098 le	24/06	1 440 le	22/10	-15.4%	
Russie	894	909 le	20/10	647 le	01/02	+28.0%	

Au 22-10-21

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

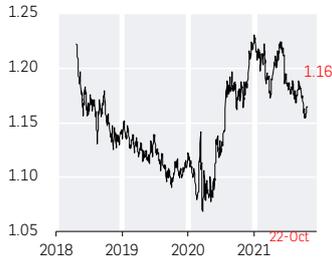


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

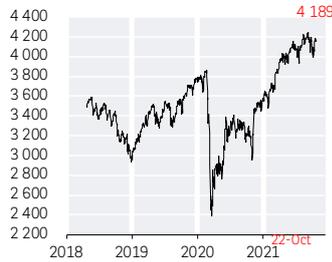


REVUE DES MARCHÉS

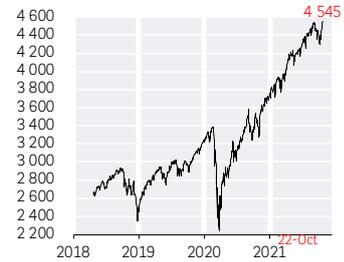
EURO-DOLLAR



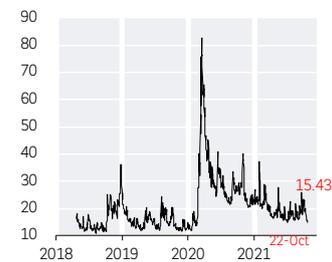
EUROSTOXX50



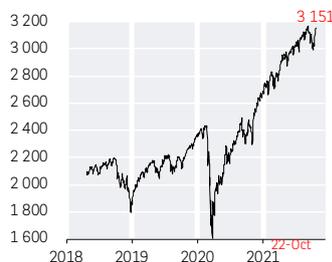
S&P500



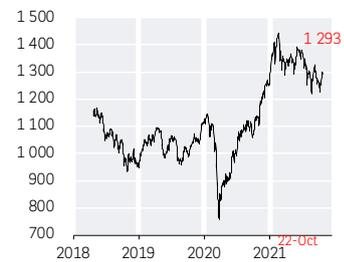
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



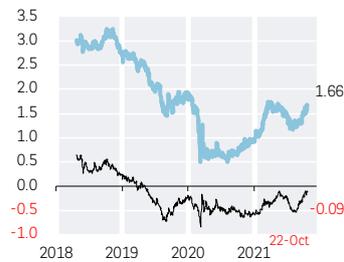
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

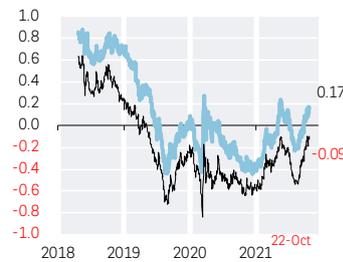


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



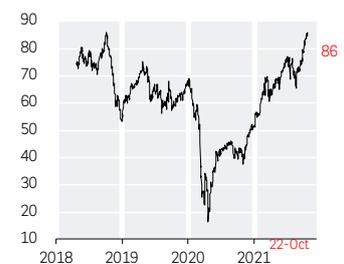
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

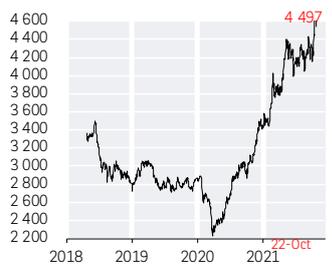
Année 2021 au 22-10, €

1.17%	Grèce	130 pb
0.96%	Italie	108 pb
0.53%	Espagne	66 pb
0.42%	Portugal	54 pb
0.17%	France	29 pb
0.14%	Belgique	26 pb
0.06%	Finlande	19 pb
-0.06%	Autriche	6 pb
-0.07%	Irlande	6 pb
-0.09%	Allemagne	3 pb
-0.13%	P-Bas	

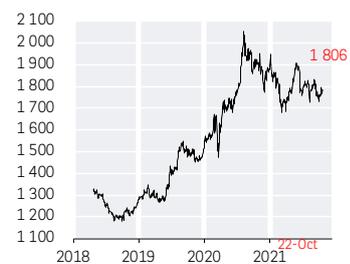
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE: LA MACHINE S'ENRAYE

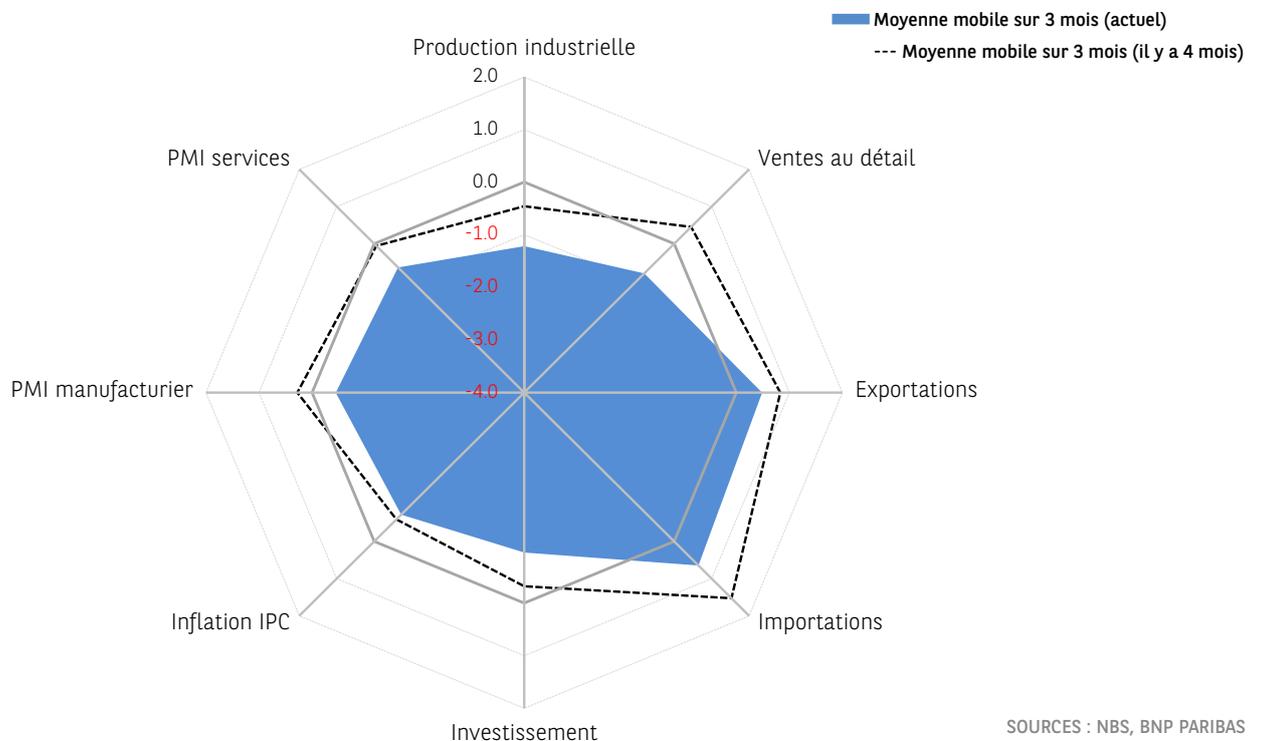
La croissance économique chinoise a marqué le pas au T3 2021, atteignant 4,9% en glissement annuel (g.a.) contre 7,9% au T2 2021.

Dans le secteur des services, la croissance avait fortement ralenti en août (+4,8% en g.a.), notamment à cause des restrictions de mobilité réintroduites face à la résurgence de cas de Covid-19. Elle s'est redressée en septembre (+5,2%) mais reste faible. L'activité dans les services est pénalisée par un durcissement réglementaire dans une série de secteurs tels que le numérique, le soutien scolaire ou les jeux vidéo. Elle subit également les effets du retournement du marché immobilier, conséquence de l'important resserrement des règles prudentielles et des conditions de crédit pour les entreprises du secteur. Les ventes de logements ont chuté au T3 2021, et les promoteurs immobiliers ont rencontré des problèmes croissants de financement et de trésorerie. Les projets en construction se sont également réduits et l'investissement immobilier (près d'un quart de l'investissement total) a fortement ralenti. La correction du marché immobilier devrait se poursuivre au T4 2021. L'investissement dans les infrastructures publiques n'a pas encore pris le relais, mais devrait se redresser à très court terme sous l'effet du nouvel assouplissement de la politique budgétaire.

Dans le secteur industriel, la croissance s'est enrayée en septembre. La hausse de la production est tombée à seulement 3,1% en g.a., contre 5,9% en moyenne en juillet-août et 9% au T2. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales pénalisent l'activité industrielle. Surtout, les coupures d'électricité dans les usines se sont multipliées en septembre et début octobre. En cause, notamment, une production d'électricité contrainte par la hausse des prix du charbon (qui représente environ 60% de la production d'énergie en Chine) et des rationnements brutalement imposés par certaines provinces cherchant à atteindre leurs objectifs de réduction d'émissions de CO₂. Les autorités ont annoncé ces derniers jours des mesures visant à résoudre la crise rapidement ; les producteurs d'énergie sont ainsi autorisés à vendre l'électricité aux consommateurs jusqu'à 20% plus cher que le tarif réglementé, et les mines de charbon sont encouragées à augmenter leur production. Les contraintes énergétiques pesant sur le secteur industriel pourraient donc s'alléger au T4, en attendant d'autres réformes qui aideraient la Chine à atteindre ses engagements en matière de lutte contre le réchauffement climatique.

Christine Peltier

CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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

ROYAUME-UNI : QUATRIÈME VAGUE

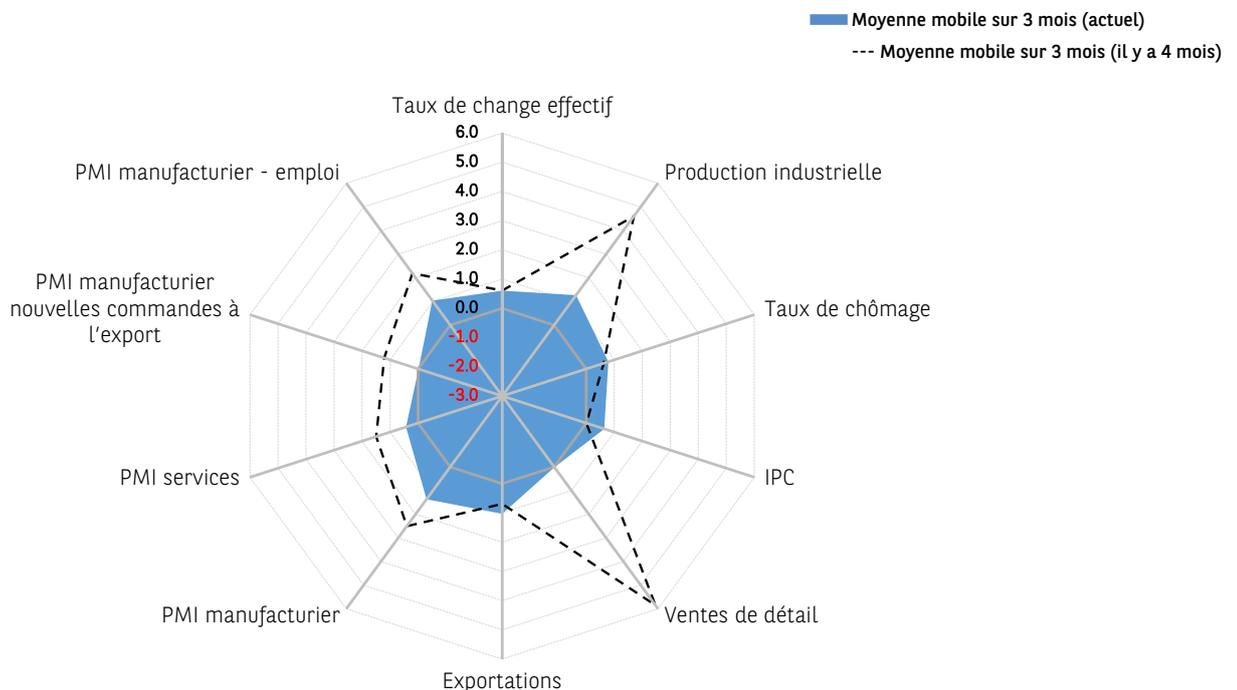
Le gouvernement britannique aurait-il trop vite baissé la garde ? Depuis le début du mois de juillet, presque toutes les barrières contre l'épidémie de coronavirus sont tombées outre-Manche. Londres n'exige plus le port du masque dans les espaces publics, même clos, ni la présentation d'un « pass » sanitaire, laissés à l'appréciation des citoyens. Conséquence, le pays le plus « libre d'Europe », selon les propos du ministre britannique David Frost, est aussi celui qui, en ce milieu d'automne 2021, enregistre le plus grand nombre de contaminations : près de 45 000 par jour soit dix fois plus qu'en France, pour des tailles de population ou des taux de vaccination comparables (67% pour l'ensemble). Si le bilan des décès est, fort heureusement, bien moins lourd que lors des vagues précédentes, la comparaison ne lui est pas non plus favorable : 10 400 victimes supplémentaires de la maladie depuis le début du mois de juillet, contre 6 400 en France.

Le desserrement par étapes des contraintes sanitaires avait permis à l'économie de rebondir très fortement au deuxième trimestre et de se rapprocher de son niveau pré-pandémique (un peu plus de 3 points de PIB l'en séparent encore). Mais depuis, la reprise butte sur des contraintes d'offre, au premier rang desquelles la pénurie de composants et la hausse des prix de l'énergie. Certes, le phénomène est mondial, mais outre-Manche il est renforcé par le Brexit, dont les effets indésirables deviennent palpables. Avec le retour des barrières à l'immigration en provenance de l'Union européenne (visas, autorisations de travail, etc.), les entraves aux embauches, et donc à la reprise, ne sont pas que conjoncturelles. Selon la Confederation of British Industry, elles pourraient durer deux ans.

La Banque d'Angleterre vient de réviser en baisse (de 2% à 1% environ) son estimation de croissance pour le troisième trimestre ; elle dit par ailleurs surveiller de près les conséquences sur le marché du travail de l'arrêt des principaux dispositifs de maintien dans l'emploi, qui concerne 1,5 million de personnes et qui pourrait contribuer à la remontée du chômage.

Jean-Luc Proutat

ROYAUME-UNI : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +6. 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.

MOBILITÉ : REMONTÉE DU NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 EN EUROPE

Plus de 2,85 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été enregistrés dans le monde entre le 14 et le 20 octobre, soit une baisse de 2,3% par rapport à la semaine précédente. Il s'agit de la plus faible diminution depuis le mois d'août dernier. L'ensemble des régions du monde sont concernées, à l'exception notable de l'Europe qui, pour la quatrième semaine consécutive, a enregistré une hausse (14,7%) (graphique 1). Sur le total mondial de 2,85 millions de nouveaux cas, 1,16 millions sont signalés en Europe (41% du total). Le plus grand nombre de nouveaux cas a été enregistré au Royaume-Uni (295 643), en Russie (211 841), en Ukraine (102 564), en Roumanie (100 733) et en Allemagne (68 259). Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde (graphique 2). Néanmoins, le rythme de la vaccination a ralenti ces derniers temps.

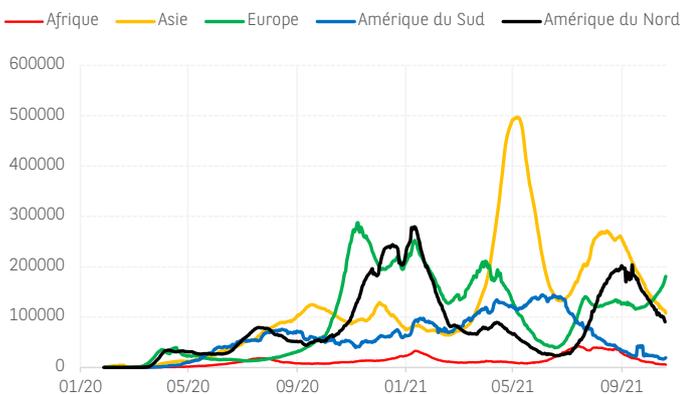
La fréquentation des commerces et des lieux de loisirs dépasse, à peine, son niveau pré-pandémique en Belgique et en Allemagne, alors qu'elle reste en-deçà et orientée à la baisse en France, en Italie et au Royaume-Uni, malgré une légère hausse constatée tout dernièrement. En Espagne et aux Etats-Unis, c'est une image de stabilisation de la tendance de la fréquentation qui se dégage (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB, par rapport à son niveau d'il y a deux ans, continue de se redresser au Japon. En Allemagne, en France et aux États-Unis, la légère baisse constatée ces derniers jours s'inscrit dans une tendance haussière datant de plusieurs semaines. Au Royaume-Uni et en Italie, la tendance de l'indicateur s'est stabilisée ces dernières semaines et il a récemment fléchi en Belgique et en Espagne (graphique 3, courbe noire). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'OCDE calcule cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découlerait d'une comparaison avec les données pour 2020.

Tarik Rharrab

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

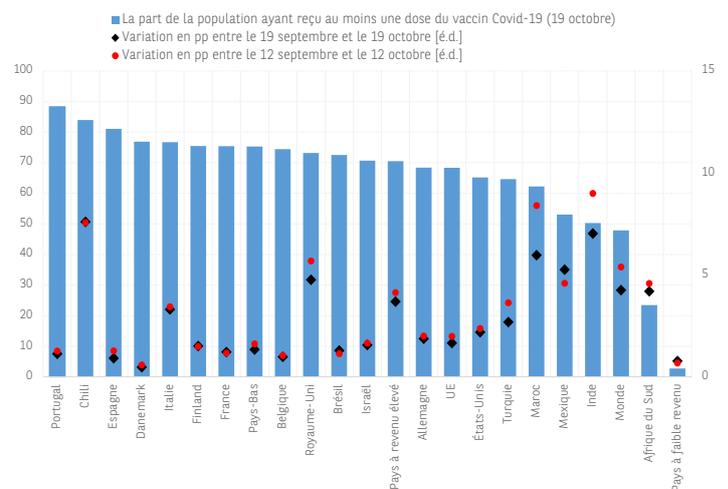
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (21/10/2021), BNP PARIBAS

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



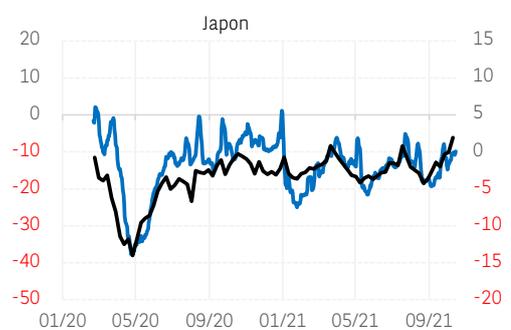
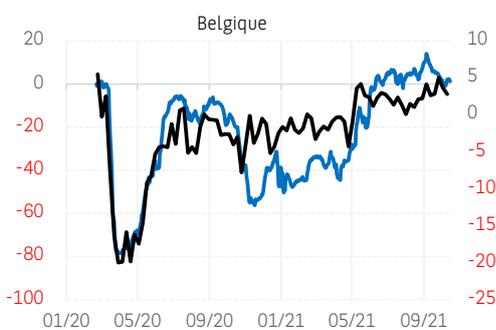
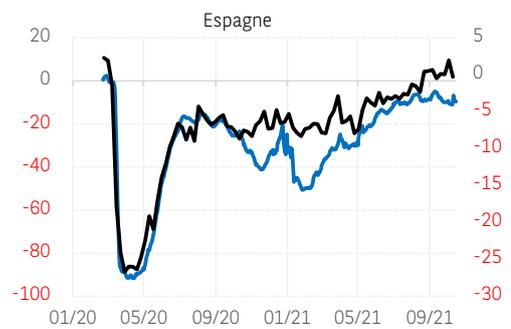
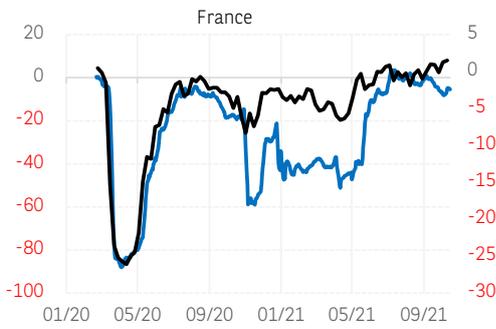
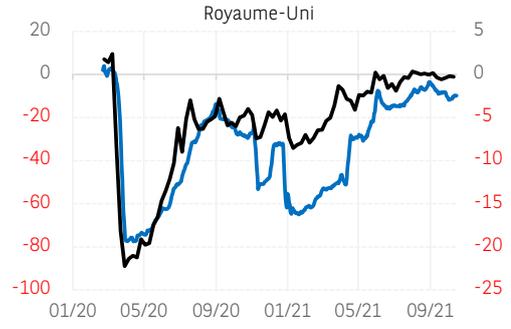
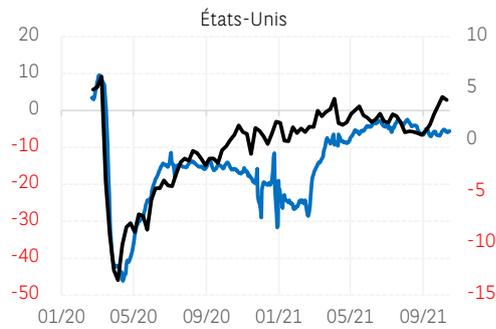
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 21/10/2021), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]

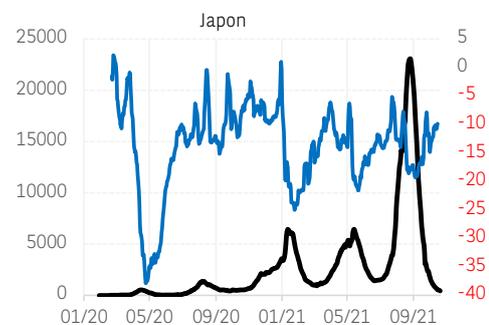
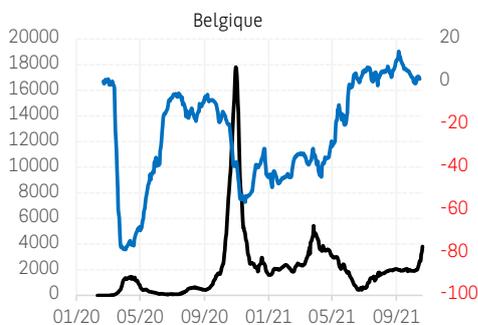
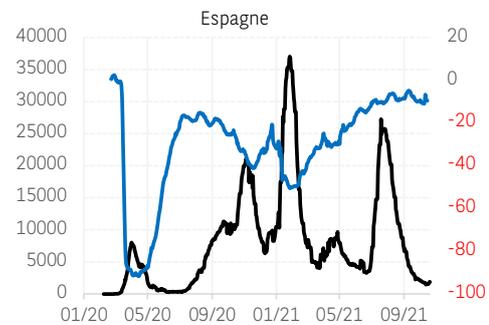
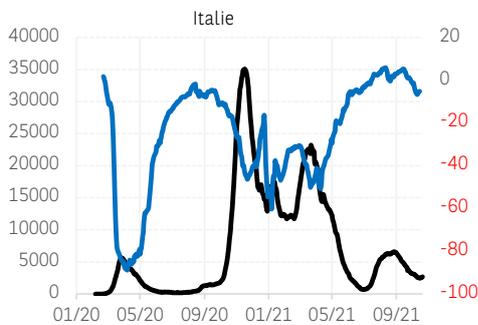
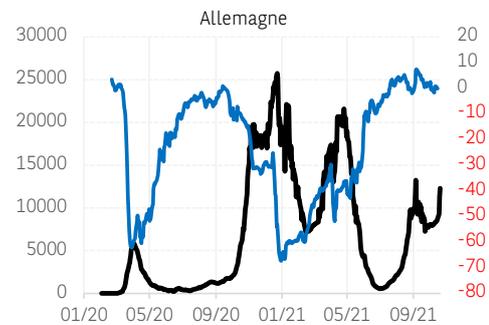
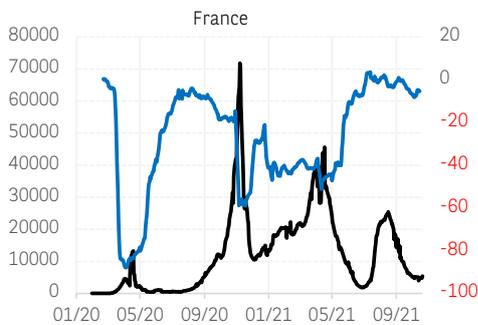
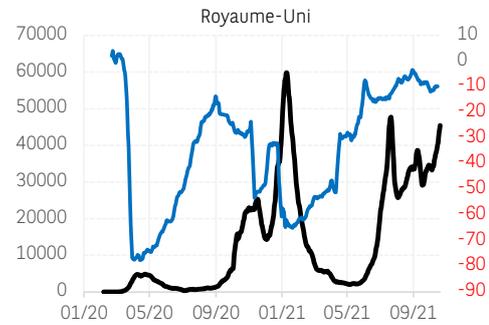
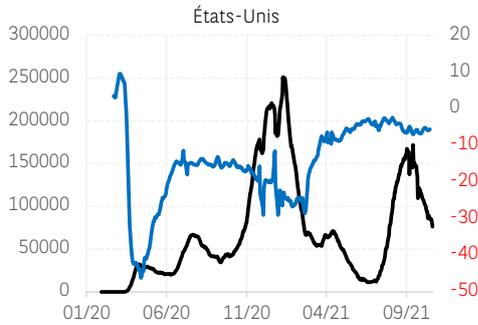


SOURCES : OCDE (21/10/2021), GOOGLE (21/10/2021), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET LOISIRS

— Nouveaux cas confirmés quotidiens de COVID-19 (moyenne mobile sur 7 jours)
 — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*) (é.d.)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (21/10/2021), GOOGLE (21/10/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

En très fort rebond jusqu'au printemps, l'économie américaine a retrouvé son niveau pré-pandémique et devait afficher un taux de croissance d'environ 6% en 2021. La deuxième partie de l'année s'annonce toutefois moins dynamique. Alors que la campagne de vaccination s'essouffle, la propagation du variant « delta » fait remonter le nombre des infections et des décès. Les enquêtes de conjoncture sont moins euphoriques. Les taux de croissance envisagés restent cependant supérieurs au potentiel et autoriseraient une résorption graduelle du déficit d'emplois liés à la pandémie, le taux de chômage étant attendu proche de la barre des 5% à l'horizon de la fin du second semestre. Compte tenu des tensions sur les approvisionnements et les prix des matières premières, l'inflation, actuellement proche de 5%, ne devrait pas fléchir immédiatement, sa décélération étant plutôt envisagée pour fin 2021, début 2022.

CHINE

Le rebond post-Covid19 de la production industrielle et des exportations a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance se sont normalisés. Le ralentissement de l'activité a cependant été plus marqué que prévu pendant l'été, et généralisé à l'ensemble des secteurs. Aux effets du resserrement prudent de la politique budgétaire et des conditions de crédit se sont ajoutés ceux du durcissement réglementaire dans des secteurs tels que l'immobilier et le numérique ainsi que des contraintes d'approvisionnement dans l'industrie et des nouvelles restrictions imposées face à la résurgence épidémique. À court terme, la campagne vaccinale devrait continuer d'accélérer, et les autorités devraient renforcer leur soutien monétaire et budgétaire à la demande intérieure tout en maintenant le cap du durcissement réglementaire.

ZONE EURO

Après son rebond vigoureux au T2 2021, la croissance maintiendrait le rythme au T3 (+2,2% t/t). Les diverses contraintes pesant sur l'offre amputent la croissance au T3 et au T4 de quelques dixièmes par rapport à la prévision de juin, dixièmes qui seraient progressivement récupérés en 2022. En profil trimestriel, la croissance irait légèrement décroissant l'année prochaine. Elle resterait surtout nettement supérieure à son rythme tendanciel, soutenue par l'important stimulus monétaire et budgétaire, le déblocage de l'épargne forcée accumulée et les besoins d'investissement, au point qu'en moyenne annuelle elle serait légèrement plus élevée qu'en 2021 (5,2% après 5%), ce qui distingue la zone euro des États-Unis et du Royaume-Uni. La situation sanitaire reste un aléa baissier important. Les signes d'altération de la confiance des entreprises et de leurs marges seront également à surveiller. Quant à l'inflation, la majeure partie de sa hausse en 2021 est temporaire. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 (frôlant 4% en glissement annuel), avant de refluer en 2022. Elle s'établirait toutefois à un niveau plus élevé qu'avant-crise, sous l'effet du renforcement de la croissance et des efforts de « reflation » de la politique monétaire. Nos prévisions d'inflation se situent au-dessus de celles de la BCE.

FRANCE

Avec un acquis de croissance au T2 2021 qui s'élève à près de 5%, la prévision d'une croissance de 6% sur l'ensemble de l'année a de solides chances d'être atteinte, voire légèrement dépassée. Les perspectives pour le T3 et le T4 s'annoncent cependant un peu moins positives qu'à l'approche de l'été. Les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants viennent en effet freiner le redémarrage de manière un peu plus significative qu'attendu. Le retour à la normale de l'activité dans les secteurs du tourisme, de l'hébergement-restauration, de la culture, des divertissements, du commerce, des transports reste également freiné par la situation sanitaire. En 2022, ces différents freins devraient disparaître mais le soutien de l'effet mécanique de rattrapage du niveau d'avant-crise ira aussi en se dissipant. La croissance se normaliserait mais resterait forte, soutenue par l'impulsion budgétaire.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, d'après les derniers signaux envoyés par le FOMC, le programme d'achats de titres devrait diminuer (« tapering ») sans que cela n'annonce un changement d'orientation de la politique de taux. Nous prévoyons néanmoins une augmentation des taux fédéraux au 2nd semestre de 2022 en réponse à la baisse attendue du taux de chômage. Dans ce contexte, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans devraient augmenter cette année et au 1^{er} semestre 2022, avant de fluctuer sans tendance claire. Par ailleurs, les rendements devraient culminer moins haut qu'au cours des précédents cycles.

Dans la zone euro, la BCE maintiendra sa politique très accommodante centrée sur les achats d'actifs et la *forward guidance*, en vue de générer une remontée durable de l'inflation vers son objectif. Les conclusions de la revue stratégique confirment clairement cette orientation. Nous prévoyons l'arrêt fin mars 2022 des achats nets d'actifs dans le cadre du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) une fois la phase aigüe de la pandémie passée. À cette occasion, les volumes mensuels au titre du programme traditionnel d'achats d'ac-

tifs devraient être augmentés afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Les rendements du Bund à 10 ans devraient se tendre jusqu'au premier semestre 2022 au vu de la croissance du PIB, de l'environnement inflationniste, mais aussi des rendements américains. Le Bund devrait ensuite fluctuer sans tendance claire.

Les *spreads* souverains pourraient s'élargir quelque peu au quatrième trimestre de cette année et au début de 2022 du fait de l'incertitude liée aux élections. L'écartement devrait être limité compte tenu des achats actuels de la BCE et de la perspective d'une augmentation du programme d'achat (APP) après l'arrêt du PEPP.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, tout en laissant monter le rendement du JGB à 10 ans, au vu de l'augmentation mondiale des rendements, vers la limite supérieure de sa fourchette cible de 0 à 25 pb.

Nous anticipons un raffermissement du dollar face à l'euro, porté par l'élargissement des différentiels de taux longs et la divergence croissante de politique entre la Réserve fédérale et la BCE. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen en raison de la divergence entre la Réserve fédérale et la Banque du Japon.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021 e	2022 e	2023 e	2021 e	2022 e	2023 e
États-Unis	6.0	5.3	3.3	4.2	2.8	2.4
Japon	2.1	2.4	1.6	-0.2	0.3	0.5
Royaume-Uni	7.0	6.3	2.1	2.3	3.3	2.0
Zone euro	5.0	5.2	2.3	2.4	2.1	1.7
Allemagne	2.8	5.3	2.4	3.0	2.4	1.9
France	6.3	4.3	2.1	2.0	1.9	1.6
Italie	6.3	5.1	2.8	1.9	2.2	1.4
Espagne	6.1	6.4	3.4	2.6	2.2	1.4
Chine	7.8	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Bésil	5.0	1.5	2.0	7.8	6.3	3.6
Russie	4.5	3.3	2.6	6.0	5.0	4.1

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.50	1.25
	Treas. 10a	1.70	1.90	2.00	1.90
	Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50
Z. euro	Bund 10a	-0.10	0.00	-0.10	0.10
	OAT 10a	0.40	0.40	0.20	0.40
	BTP 10 ans	1.10	1.10	1.00	1.20
	BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90
	R-Uni	Taux BoE	0.10	0.30	0.50
Japon	Gilt 10a	0.90	1.10	1.10	1.20
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.10	0.20	0.20	0.20

Taux de change

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.15	1.13	1.12	1.10
	USD / JPY	111	112	114	116
	GBP / USD	1.37	1.36	1.37	1.38
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.82	0.80
	EUR / JPY	128	127	128	128

Pétrole

Fin de période		T4 2021 e	T2 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	87	80	80	85

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, la croissance du PIB réel au troisième trimestre a été beaucoup plus faible qu'au trimestre précédent, se révélant également inférieure aux attentes. En revanche, les ventes au détail ont accéléré en septembre en glissement annuel tout en dépassant les attentes tandis que la production industrielle a ralenti plus que prévu. La baisse du taux de chômage a réservé une bonne surprise. Aux États-Unis, les mises en chantier et, plus encore, les permis de construire ont accusé une baisse en septembre, décevant les attentes du consensus. L'indice NAHB a, en revanche, enregistré une amélioration inattendue. Le chiffre des demandes initiales d'assurance chômage n'a guère évolué et l'indice de la Fed de Philadelphie a déçu en baissant plus que prévu. L'optimisme des entreprises britanniques a plongé en octobre, provoquant une énorme surprise. Les PMI « flash » se sont toutefois améliorés. Les prix des maisons poursuivent leur ascension. Par ailleurs, la confiance des consommateurs est en baisse. La hausse des prix à la production en Allemagne a encore accéléré pour atteindre 14,2 %. En France, l'indice INSEE du climat des affaires s'est amélioré tandis que la confiance des consommateurs de la zone euro a enregistré une légère baisse. Les PMI « flash » ont marqué une amélioration au Japon. L'indice PMI manufacturier s'est quelque peu affaibli en France et n'a guère évolué en Allemagne et dans la zone euro. L'indice PMI des services s'est amélioré en France, a chuté en Allemagne et a diminué dans la zone euro. Aux États-Unis, l'indice PMI manufacturier est ressorti à la baisse par rapport à septembre mais l'indice PMI des services a bondi, dépassant largement les attentes.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
18/10/2021	Chine	PIB t/t	T3	0,4%	0,2%	1,3%
18/10/2021	Chine	PIB g.a.	T3	5,0%	4,9%	7,9%
18/10/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Sept.	3,5%	4,4%	2,5%
18/10/2021	Chine	Ventes de détail en cumul annuel, g.a.	Sept.	16,3%	16,4%	18,1%
18/10/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Sept.	3,8%	3,1%	5,3%
18/10/2021	Chine	Production industrielle en cumul annuel, g.a.	Sept.	12,2%	11,8%	13,1%
18/10/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Sept.	7,8%	7,3%	8,9%
18/10/2021	Chine	Investissement immobilier en cumul annuel, g.a.	Sept.	9,5%	8,8%	10,9%
18/10/2021	Chine	Taux de chômage	Sept.	5,1%	4,9%	5,1%
18/10/2021	États-Unis	Marché immobilier (NAHB)	Oct.	75,0	80,0	76,0
18-24/10/21	Royaume-Uni	Optimisme des affaires (CBI)	Oct.	20,0	2,0	27,0
19/10/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Sept.	-2,4%	-7,7%	5,6%
19/10/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Sept.	0,0%	-1,6%	1,2%
20/10/2021	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Sept.	3,0%	2,9%	3,0%
20/10/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	3,0%	2,9%	3,1%
20/10/2021	Royaume-Uni	Prix à la production (NSA) g.a.	Sept.	6,8%	6,7%	6,0%
20/10/2021	Royaume-Uni	Prix des intrants g.a.	Sept.	11,8%	11,4%	11,2%
20/10/2021	Allemagne	IPP g.a.	Sept.	12,8%	14,2%	12,0%
20/10/2021	Royaume-Uni	Prix immobiliers g.a.	Août	--	10,6%	8,5%
20/10/2021	Zone euro	IPC g.a.	Sept.	3,4%	3,4%	3,4%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
20/10/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	1,9%	1,9%	1,9%
20/10/2021	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérales				
21/10/2021	France	Climat des affaires	Oct.	110,0	113,0	111,0
21/10/2021	France	Climat des affaires (demande globale)	Oct.	--	20,0	22,0
21/10/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	297k	290k	296k
21/10/2021	États-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Oct.	25,0	23,8	30,7
21/10/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	-5,0	-4,8	-4,0
22/10/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	-16,0	-17,0	-13,0
22/10/2021	Japan	IPC g.a.	Sept.	0,2%	0,2%	-0,4%
22/10/2021	Japan	IPC hors produits frais g.a.	Sept.	0,1%	0,1%	0,0%
22/10/2021	Japan	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	53,0	51,5
22/10/2021	Japan	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7	47,8
22/10/2021	Japan	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7	47,9
22/10/2021	Royaume-Uni	Ventes de détails hors auto et carburants g.a.	Sept.	-1,6%	-2,6%	-1,1%
22/10/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	54,0	53,5	55,0
22/10/2021	France	PMI des services (Markit)	Oct.	55,5	56,6	56,2
22/10/2021	France	PMI composite (Markit)	Oct.	54,7	54,7	55,3
22/10/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	56,6	58,2	58,4
22/10/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	55,2	52,4	56,2
22/10/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Oct.	54,3	52,0	55,5
22/10/2021	Eurozone	Enquêtes des prévisionnistes professionnels de la BCE				
22/10/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	57,1	58,5	58,6
22/10/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	55,4	54,7	56,4
22/10/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	55,2	54,3	56,2
22/10/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	56,0	57,7	57,1
22/10/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Oct.	54,5	58,0	55,4
22/10/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	54,0	56,8	54,9
22/10/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	60,5	--	60,7

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine sera marquée par la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE et la publication de la première estimation de la croissance au troisième trimestre aux États-Unis, dans la zone euro, en Allemagne et en France. Sont également attendus l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne, la confiance des consommateurs en France et en Allemagne et, pour la zone euro, l'indice du climat économique de la Commission européenne et ses sous-séries. La Banque du Japon tiendra son comité de politique monétaire. L'estimation "flash" de l'inflation dans la zone euro sera publiée. Aux États-Unis, les résultats de diverses enquêtes régionales sur le climat des affaires seront connus, ainsi que les données sur la confiance des consommateurs du Conference Board et de l'Université du Michigan

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
10/25/2021	Germany	Attentes (ifo)	Oct	--	97,3
10/25/2021	Germany	Evaluation de la conjoncture (ifo)	Oct	--	100,4
10/25/2021	Germany	Climat des affaires (ifo)	Oct	--	98,8
10/25/2021	United States	Activité économique (Fed de Chicago)	Sep	--	0,29
10/25/2021	United States	Activité manufacturière (Fed de Dallas)	Oct	5,8	4,6
10/26/2021	United States	Ventes de nouveaux logements m/m	Sep	2,70%	1,50%
10/26/2021	United States	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Oct	110	109,3
10/26/2021	United States	Conjoncture (Conference Board)	Oct	--	143,4
10/26/2021	United States	Attentes (Conference Board)	Oct	--	86,6
10/26/2021	United States	Indice Manufacturier de la Fed de Richmond	Oct	--	-3
10/27/2021	Germany	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov	--	0,3
10/27/2021	France	Confiance des consommateurs	Oct	--	102
10/27/2021	France	IPP m/m	Sep	--	1,00%
10/27/2021	France	IPP g.a.	Sep	--	10,00%
10/27/2021	Eurozone	Masse monétaire M3 g.a.	Sep	--	7,90%
10/27/2021	France	Demandeurs d'emploi	3Q	--	3510,5k
10/27/2021	United States	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sep	--	0,60%
10/27/21-11/02/21	Germany	Ventes de détail m/m	Sep	--	1,10%
10/28/2021	Japan	Ventes de détail m/m	Sep	--	-4,10%
10/28/2021	Germany	Evolution du chômage	Oct	--	-30,0k
10/28/2021	Eurozone	Confiance des consommateurs	Oct	--	--
10/28/2021	Eurozone	Confiance économique	Oct	--	117,8
10/28/2021	Eurozone	Confiance industrielle	Oct	--	14,1
10/28/2021	Eurozone	Confiance du secteur des services	Oct	--	15,1



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
10/28/2021	Germany	IPC harmonisé g.a.	Oct	--	4,10%
10/28/2021	United States	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct	--	--
10/28/2021	United States	PIB annualisé t/t	3Q	3,00%	6,70%
10/28/2021	United States	Consommation privée	3Q	--	12,00%
10/28/2021	United States	Déflateur de l'inflation t/t	3Q	--	6,10%
10/28/2021	United States	Activité manufacturière (Fed de Kansas City)	Oct	--	22
10/28/2021	Japan	Taux de la Banque du Japon	Oct	--	-0,10%
10/29/2021	Japan	Confiance des consommateurs	Oct	--	37,8
10/29/2021	France	Dépense des consommateurs m/m	Sep	--	1,00%
10/29/2021	France	Dépense des consommateurs g.a.	Sep	--	-5,40%
10/29/2021	France	PIB t/t	3Q	--	1,10%
10/29/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Oct	--	2,70%
10/29/2021	Germany	PIB t/t	3Q	--	1,60%
10/29/2021	Eurozone	IPC sous-jacent g.a.	Oct	--	--
10/29/2021	Eurozone	IPC m/m	Oct	--	--
10/29/2021	Eurozone	PIB t/t	3Q	--	2,20%
10/29/2021	Eurozone	IPC estimé g.a.	Oct	--	3,40%
10/29/2021	United States	Coût de l'emploi	3Q	0,80%	0,70%
10/29/2021	United States	Revenus personnels	Sep	-0,30%	0,20%
10/29/2021	United States	Dépenses personnelles	Sep	0,50%	0,80%
10/29/2021	United States	Dépenses personnelles réelles	Sep	--	0,40%
10/29/2021	United States	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct	71,5	71,4
10/29/2021	United States	Conjoncture (Université du Michigan)	Oct	--	77,9
10/29/2021	United States	Attentes (Université du Michigan)	Oct	--	67,2
10/29/2021	United States	Inflation à un an (Université du Michigan)	Oct	--	4,80%
10/29/2021	United States	Inflation 5-10 ans	Oct	--	2,80%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

France, budget 2022 : réduction mécanique du déficit	EcoFlash	22 octobre 2021
À propos de la hausse des prix de l'énergie	EcoTVWeek	22 octobre 2021
Tensions inflationnistes dans les pays émergents	Graphique de la Semaine	20 octobre 2021
Global : Risques associés à une inflation transitoire mais élevée	EcoWeek	18 octobre 2021
Inquiétudes sur la répartition des risques	EcoTVWeek	15 octobre 2021
États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques	Chart of the Week	13 octobre 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	12 octobre 2021
Global : Market timing, borne zéro et assouplissement quantitatif	EcoWeek	11 octobre 2021
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	8 octobre 2021
Inde : consolidation en cours	EcoTVWeek	8 octobre 2021
Zone euro : l'inflation au plus haut depuis 2008	Graphique de la semaine	6 octobre 2021
Global : La mauvaise inflation brouille les perspectives économiques	EcoWeek	4 octobre 2021
Dégradation des finances publiques en Colombie : Pourquoi et doit-on s'en inquiéter ?	EcoTVWeek	1 octobre 2021
Inde : légère consolidation budgétaire	Graphique de la semaine	29 septembre 2021
Désynchronisation monétaire : un casse-tête en perspective ?	EcoWeek	27 septembre 2021
Économie mondiale : Le surcroît de dépôts créés ne va pas s'évaporer	EcoTVWeek	24 septembre 2021
Espagne : le chemin tortueux vers une réindustrialisation	EcoConjoncture	23 septembre 2021
Chine : le maquis des finances publiques	EcoConjoncture	23 septembre 2021
Zone euro : les PGE représentent 6,9% des prêts aux entreprises	Graphique de la semaine	22 septembre 2021
Royaume-Uni : Taxes are coming, le point sur la conjoncture britannique à l'automne	EcoFlash	22 septembre 2021
Zone euro : orientation à la hausse des risques inflationnistes	EcoWeek	20 septembre 2021
France : deuxième étape de la stratégie de sortie de crise	EcoTVWeek	17 septembre 2021
Grèce : une reprise d'activité plus solide qu'espéré	Graphique de la semaine	15 septembre 2021





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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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