

## 2-3

### ÉDITORIAL

La croissance économique atteint sa vitesse limite

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-11

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus : impulsion du crédit, Allemagne, France, mobilité et vaccination.

## 12

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 13-19

### CALENDRIER

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

## 20

### 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

## LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ATTEINT SA VITESSE LIMITE

À en juger par les récentes enquêtes de conjoncture, bon nombre d'économies avancées atteindraient leur vitesse limite en termes de croissance économique, ce qui n'est pas sans conséquences. Il en résulte un risque haussier d'inflation que reconnaissent aussi bien la Réserve fédérale américaine que la BCE. Les pénuries de main-d'œuvre peuvent accélérer les hausses de salaires, mais aussi soutenir la confiance et la consommation des ménages. De plus, les goulets d'étranglement du côté de l'offre devraient stimuler l'investissement des entreprises. Toutefois, à terme, atteindre la vitesse limite peut être source de volatilité économique ultérieure. Enfin, cela peut compliquer l'analyse lorsque l'on cherche à savoir si le fléchissement du moral des chefs d'entreprises est dû à la demande ou à l'offre.

Les économistes sont friands de métaphores pour expliquer leur point de vue. En matière de cycles économiques, ils se réfèrent très souvent à la vitesse. Lorsque la croissance marque le pas, on dit parfois que l'économie « cale » pour décrire une situation dans laquelle le ralentissement s'autoentretient du fait d'une baisse de la confiance, de coupes dans les investissements et les plans d'embauche, etc. *A contrario*, le cercle vertueux de la reprise est comparé à la vitesse de libération de l'attraction terrestre. La croissance s'alimente d'elle-même et les dispositifs de soutien à l'économie deviennent alors superflus. Il peut arriver que la hausse de la demande soit telle que l'offre ne peut suivre. Des goulets d'étranglement se forment alors et l'économie atteint sa vitesse limite.

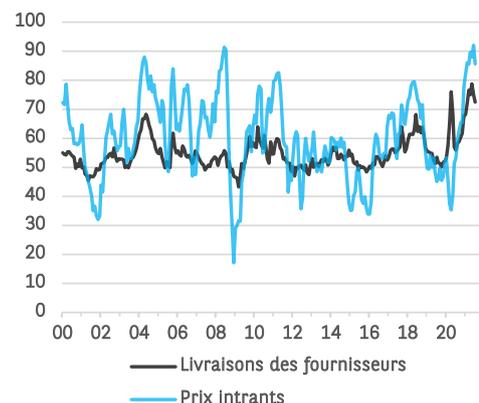
À en juger par les récentes enquêtes auprès des directeurs d'achats (indices PMI), bon nombre d'économies avancées semblent parvenues à ce stade. Les causes sont bien identifiées. Du côté de la demande, l'effet de rattrapage est évident, les acteurs économiques puisant dans l'épargne accumulée durant les confinements et tirant parti des stimuli budgétaires et monétaires. Du côté de l'offre, plusieurs facteurs sont à l'œuvre : l'effet retardé des perturbations au niveau des chaînes de valeur, l'inélasticité de l'offre face à un surcroît soudain de demande, les questions de logistique (capacités de transport et de manutention dans les ports), etc.

Les tensions sur l'offre s'accumulent depuis plusieurs mois, comme le montrent l'allongement des délais de livraison et la hausse des prix des intrants (cf. graphique 1). Plusieurs facteurs laissent à penser que ces tensions devraient progressivement se relâcher. La progression de la demande devrait ralentir après l'accélération particulièrement forte<sup>1</sup> de ces derniers mois et l'offre s'ajuster. Toutefois, ce processus pourrait prendre du temps. L'indice PMI flash d'août montre sur un mois une légère diminution du nombre des entreprises de la zone euro confrontées à une augmentation des coûts des intrants, qui reste cependant extrêmement élevé par rapport à son niveau historique. En revanche, leur nombre continue d'augmenter aux États-Unis. Le compte-rendu du Comité américain de politique monétaire (FOMC) du mois de juillet fait plusieurs fois référence à des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui pourraient durer plus longtemps qu'attendu.<sup>2</sup>

Dans la zone euro, même son de cloche. Le Compte-rendu du Conseil des gouverneurs de la BCE mentionne : « Dans la dernière enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises (Corporate Telephone Survey), ces dernières ont déclaré qu'il faudrait probablement attendre l'année prochaine pour que ces contraintes d'offre ne soient plus un

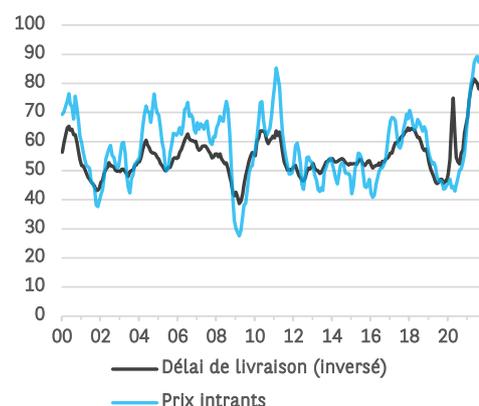
problème. »<sup>3</sup> Il s'ensuit des risques inflationnistes haussiers, tant aux États-Unis que dans la zone euro que reconnaissent les deux banques centrales.

### ÉTATS-UNIS : ISM MANUFACTURIER



SOURCES : ISM, BNP PARIBAS

### ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER



SOURCES : IHS MARKIT, BNP PARIBAS

GRAPHIQUE 1

1 L'impact mécanique de la levée des restrictions sur la demande devrait s'estomper avec le temps. Dans certains secteurs, les hausses de prix peuvent aussi peser sur la demande.

2 « De nombreuses entreprises interrogées expriment des incertitudes et un pessimisme quant à l'allègement des contraintes sur l'offre à court terme. » Source : Réserve fédérale américaine, Compte-rendu du FOMC, 27 et 28 juillet 2021.

3 Source : Compte-rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 21 et le jeudi 22 juillet 2021.

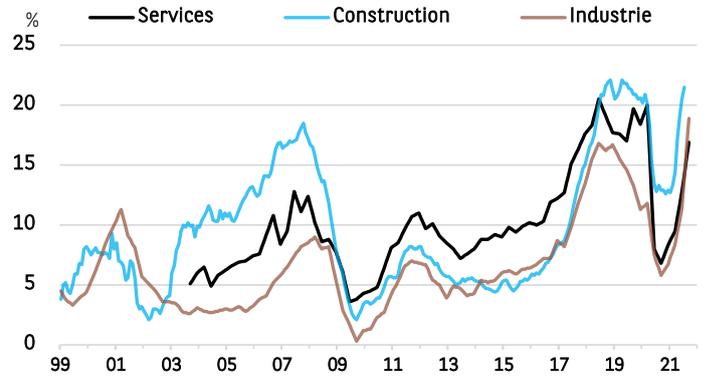


Les pénuries de main-d'œuvre constituent une autre preuve du déséquilibre qui existe actuellement entre l'offre et la demande. Aux États-Unis, selon les membres du FOMC, elles limitent la capacité des entreprises à répondre à la vigueur de la demande. Dans la zone euro, comme le montre le graphique 2, le manque de main-d'œuvre s'approche du pic atteint avant la pandémie dans le BTP, et il en est de même dans les services. Dans la production manufacturière, il a fortement rebondi et dépasse désormais largement le point culminant du cycle précédent.

On ne compte plus le nombre d'entreprises américaines et européennes qui se plaignent de difficultés de recrutement. Si ces difficultés sont susceptibles de freiner la croissance, elles pourraient aussi entraîner à terme des hausses de salaires. Certains postes sont déjà touchés, mais le phénomène ne s'est pas encore généralisé. Le raffermissement du marché du travail devrait renforcer la confiance des ménages dans leurs perspectives d'emploi actuelles ou futures. Dans la zone euro, les anticipations de chômage pour les 12 prochains mois ont considérablement chuté et les séries du chômage des enquêtes de conjoncture (PMI) se sont significativement améliorées cette année, reflétant les intentions d'embauche des entreprises. Ces tendances devraient soutenir la consommation, même si l'évolution de la pandémie reste déterminante. La demande globale devrait bénéficier, en outre, de la hausse de l'investissement des entreprises en réponse à la celle des taux d'utilisation des capacités et à l'accroissement de la demande.<sup>4</sup>

Autre conséquence potentielle - mais moins positive - d'une croissance qui atteint sa « vitesse limite », l'accroissement futur de la volatilité économique. Face à l'allongement des délais de livraison, la clientèle des entreprises pourra être tentée de commander plus que le strict nécessaire. Pour les producteurs, cela complique l'estimation du niveau réel de la demande. Les commandes pourraient, en effet, être annulées ensuite. Les plans d'investissement pourraient pêcher par anticipation, créant à terme un risque d'excès de capacités. Dans la mesure où l'inflation pourra être supérieure aux attentes, les anticipations de politique monétaire pourraient être revues, entraînant une hausse des rendements obligataires et, très probablement, une baisse des marchés actions.

## PÉNURIE DE MAIN D'ŒUVRE DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 2 SOURCES : ENQUÊTES DE LA COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Enfin, l'environnement actuel soulève des défis sur le plan de l'analyse. Le récent fléchissement des enquêtes de conjoncture pourrait s'interpréter comme le signal d'un affaiblissement des perspectives de la demande, susceptible, dans un contexte inflationniste, de conduire à un scénario de retour de la « stagflation ». En l'état actuel, cependant, elle fait davantage écho aux contraintes d'offre et aux difficultés qu'elles suscitent face à la demande. La croissance pourrait par conséquent avoir encore de beaux jours devant elle.

**William De Vijlder**

„ Quand la croissance atteint sa vitesse limite, les risques inflationnistes s'orientent à la hausse. Cela peut aussi à terme être source de volatilité économique.

<sup>4</sup> En France, l'INSEE anticipe dans son Enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie manufacturière de juillet, une hausse des investissements des entreprises de 10 % en valeur cette année par rapport à 2020.

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 20-8-21 au 27-8-21

➔ CAC 40	6 626	▶ 6 682	+0.8 %	
➔ S&P 500	4 442	▶ 4 509	+1.5 %	
➔ Volatilité (VIX)	18.6	▶ 16.4	-2.2 pb	
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.55	-0.2 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	0.13	▶ 0.12	-0.8 pb	
➔ OAT 10a (%)	-0.22	▶ -0.13	+8.6 pb	
➔ Bund 10a (%)	-0.54	▶ -0.46	+7.6 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	1.24	▶ 1.29	+5.0 pb	
➔ Euro vs dollar	1.17	▶ 1.18	+0.9 %	
➔ Or (once, \$)	1 783	▶ 1 808	+1.4 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	65.3	▶ 71.2	+9.0 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.34	-0.03 le 19/05
Eonia	-0.49	-0.47 le 26/01	Bund 2a	-0.75	-0.64 le 23/06
Euribor 3m	-0.55	-0.53 le 07/05	Bund 10a	-0.46	-0.11 le 20/05
Euribor 12m	-0.50	-0.47 le 20/04	OAT 10a	-0.13	0.23 le 17/05
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.53	0.79 le 20/05
Libor 3m	0.12	0.24 le 13/01	Treas. 2a	0.20	0.26 le 01/07
Libor 12m	0.24	0.34 le 01/01	Treas. 10a	1.29	1.75 le 31/03
£ Bque Angl.	0.10	0.10 le 01/01	High Yield	4.61	4.87 le 09/03
Libor 3m	0.07	0.09 le 24/03	£ Gilt. 2a	0.12	0.16 le 12/08
Libor 12m	0.23	0.23 le 27/08	Gilt. 10a	0.68	0.93 le 13/05

Au 27-8-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.23 le 06/01	1.17 le 20/08	-3.7%
GBP	0.86 le 06/01	0.85 le 10/08	-4.2%
CHF	1.08 le 04/03	1.07 le 17/08	-0.5%
JPY	129.62 le 28/05	125.22 le 18/01	+2.6%
AUD	1.64 le 20/08	1.53 le 18/03	+1.9%
CNY	7.64 le 01/01	7.59 le 19/08	-4.6%
BRL	6.14 le 03/03	5.88 le 24/06	-3.4%
RUB	86.73 le 20/04	86.04 le 18/06	-4.2%
INR	86.86 le 23/04	85.30 le 27/03	-2.8%

Au 27-8-21 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	77.2 le 05/07	51.2 le 04/01	+37.1%	+42.4%
Or (once)	1 808 le 05/01	1 682 le 08/03	-4.8%	-1.1%
Métaux, LME	4 190 le 11/05	3 415 le 01/01	+22.7%	+27.4%
Cuivre (tonne)	9 424 le 11/05	7 749 le 01/01	+21.6%	+26.3%
Blé (tonne)	251 le 07/05	224 le 09/07	+1.3%	+5.2%
Mais (tonne)	234 le 07/05	188 le 04/01	+24.2%	+29.0%

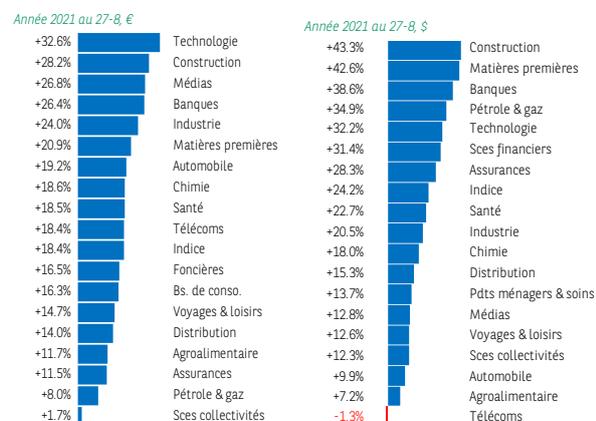
Au 27-8-21 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	3 134	3 134 le 27/08	2 662 le 29/01	+16.5%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 509	4 509 le 27/08	3 701 le 04/01	+20.1%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 191	4 230 le 13/08	3 481 le 29/01	+18.0%
CAC 40	6 682	6 896 le 13/08	5 399 le 29/01	+20.4%
DAX 30	15 852	15 977 le 13/08	13 433 le 29/01	+15.5%
IBEX 35	8 922	9 281 le 14/06	7 759 le 29/01	+10.5%
FTSE100	7 148	7 220 le 11/08	6 407 le 29/01	+10.6%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 127	1 150 le 15/06	1 044 le 06/01	+7.9%
Nikkei	27 641	30 468 le 16/02	27 013 le 20/08	+0.7%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 273	1 445 le 17/02	1 221 le 20/08	-1.4%
Chine	91	130 le 17/02	87 le 20/08	-15.8%
Inde	813	813 le 27/08	659 le 29/01	+21.5%
Brésil	1 837	2 098 le 24/06	1 561 le 09/03	-1.8%
Russie	787	802 le 17/08	647 le 01/02	+17.1%

Au 27-8-21 Variations

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

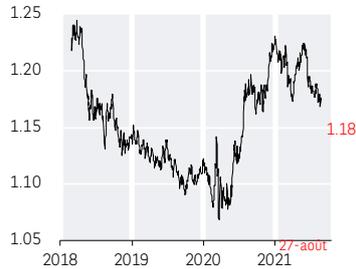


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

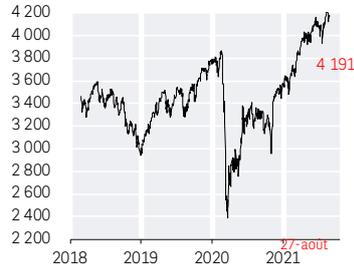


# REVUE DES MARCHÉS

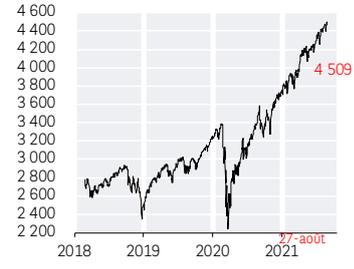
**EURO-DOLLAR**



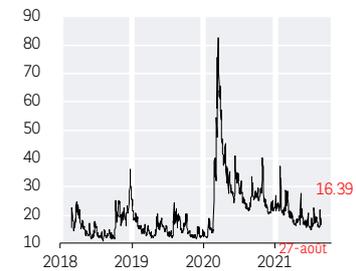
**EUROSTOXX50**



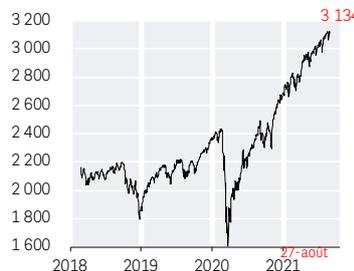
**S&P500**



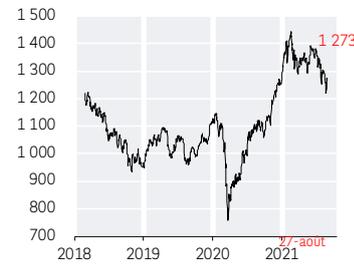
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



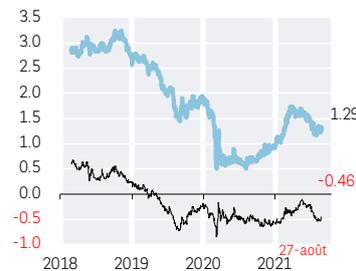
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

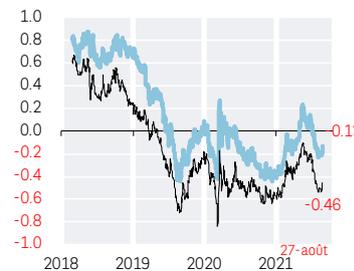


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



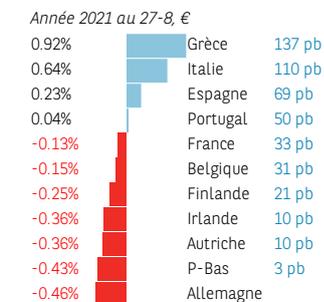
—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

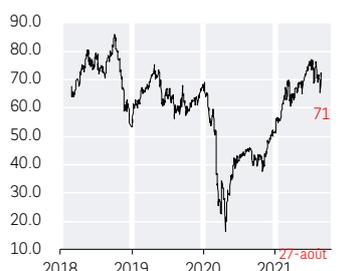


—Bunds —OAT

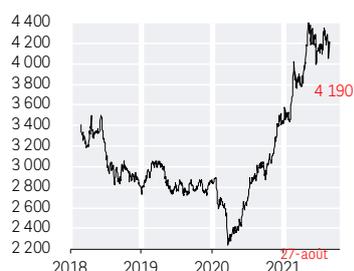
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



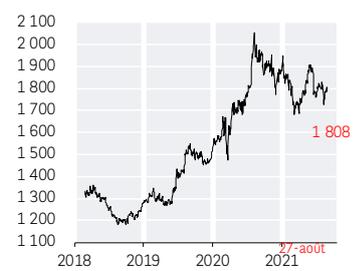
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ZONE EURO : L'IMPULSION DU CRÉDIT DEMEURE NÉGATIVE AU T2, REBOND ATTENDU DE LA DEMANDE DE FINANCEMENTS AU T3

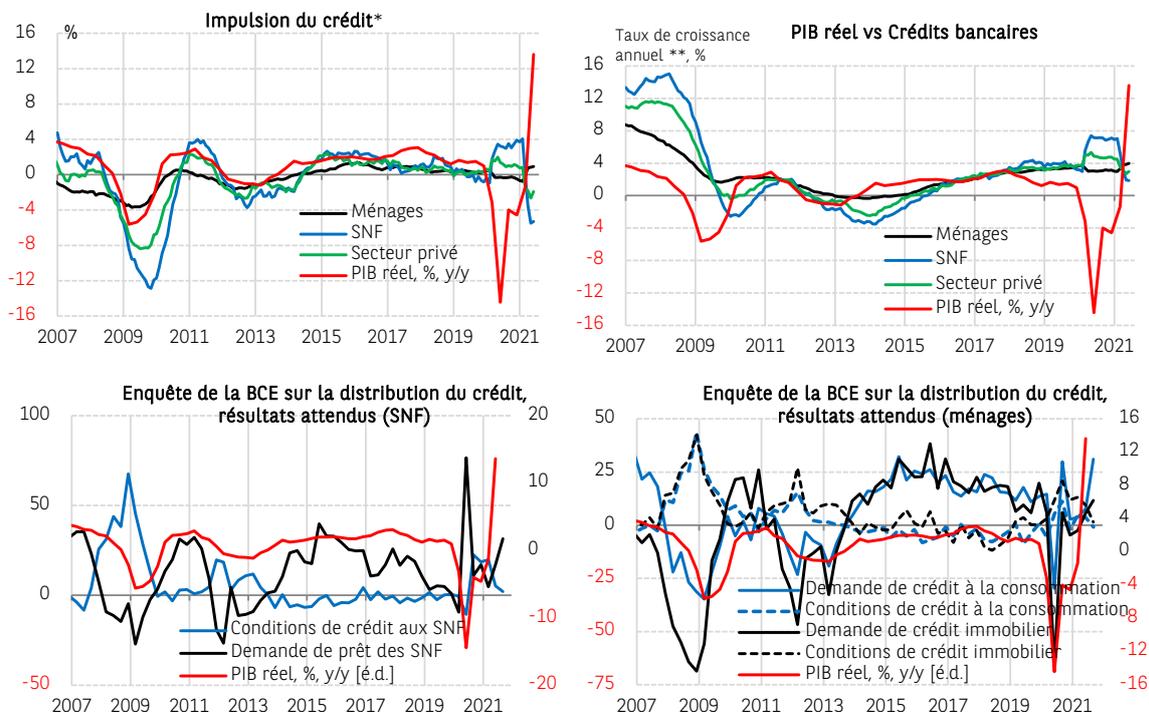
L'impulsion du crédit dans la zone euro (qui reflète la variation, sur un an, de la croissance annuelle de l'encours) demeurait négative en juin 2021. Pour mémoire, l'introduction des mesures de soutien au financement des entreprises par les gouvernements de la zone euro avait conduit à une croissance exceptionnelle mais temporaire des encours de prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) au printemps 2020. Conjugué à cette dernière, le freinage de l'encours observé un an plus tard (+1,9% en glissement annuel en juin 2021 contre encore +5,3% en mars 2021) a exercé un effet de ciseau négatif sur l'impulsion du crédit au SNF (-5,3% en juin 2021, contre +0,3% en mars). Le ralentissement très prononcé de l'encours des prêts aux SNF intervient toutefois dans un contexte où une proportion importante des entreprises dispose encore de liquidités abondantes liées aux emprunts souscrits en anticipation de leurs besoins en 2020, susceptibles d'être redéployées pour financer une fraction de l'investissement. En conséquence du rôle inhabituellement contra-cyclique joué par le crédit bancaire en 2020 et dans le prolongement des évolutions constatées au deuxième trimestre (rebond du PIB réel de +13,6% en glissement annuel au T2 2021 après -1,3% au T1), la poursuite de la reprise économique au deuxième semestre 2021 dans la zone euro ne devrait donc pas s'accompagner d'un redémarrage des encours de crédit aussi prononcé qu'à l'accoutumée lors de cette phase du cycle.

Les évolutions des encours de prêts aux ménages apparaissent un peu moins décorréliées de l'activité réelle : alors qu'ils présentaient un rythme de progression relativement stable (autour de 3%) depuis avril 2020, ils ont connu, en juin 2021 (+4,0% en glissement annuel), un dynamisme inédit depuis 2008. Ces évolutions ont été portées par la demande de prêts à l'habitat (+5,7% sur un an) tandis que les encours de crédit à la consommation demeuraient en léger recul en juin 2021 (-0,2%).

Les résultats de la Bank Lending Survey de la BCE suggèrent une intensification de la demande de financement des entreprises et des ménages pour le troisième trimestre 2021 (le crédit à la consommation pourrait, en particulier, connaître une reprise). Les banques envisagent, en moyenne, de maintenir leurs critères d'octroi inchangés après le resserrement observé en 2020. Enfin, l'enquête a été conduite sur une période durant laquelle le variant delta du coronavirus circulait déjà activement (du 14 au 29 juin 2021) et seule une détérioration inattendue de la situation sanitaire pourrait remettre en cause ces anticipations.

**Laurent Quignon**

### IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



SOURCES : BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS

\*l'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM \*\* corrigés des titrisations



## ALLEMAGNE : LA PROPAGATION RAPIDE DU VARIANT DELTA PÈSE SUR LE CLIMAT ÉCONOMIQUE

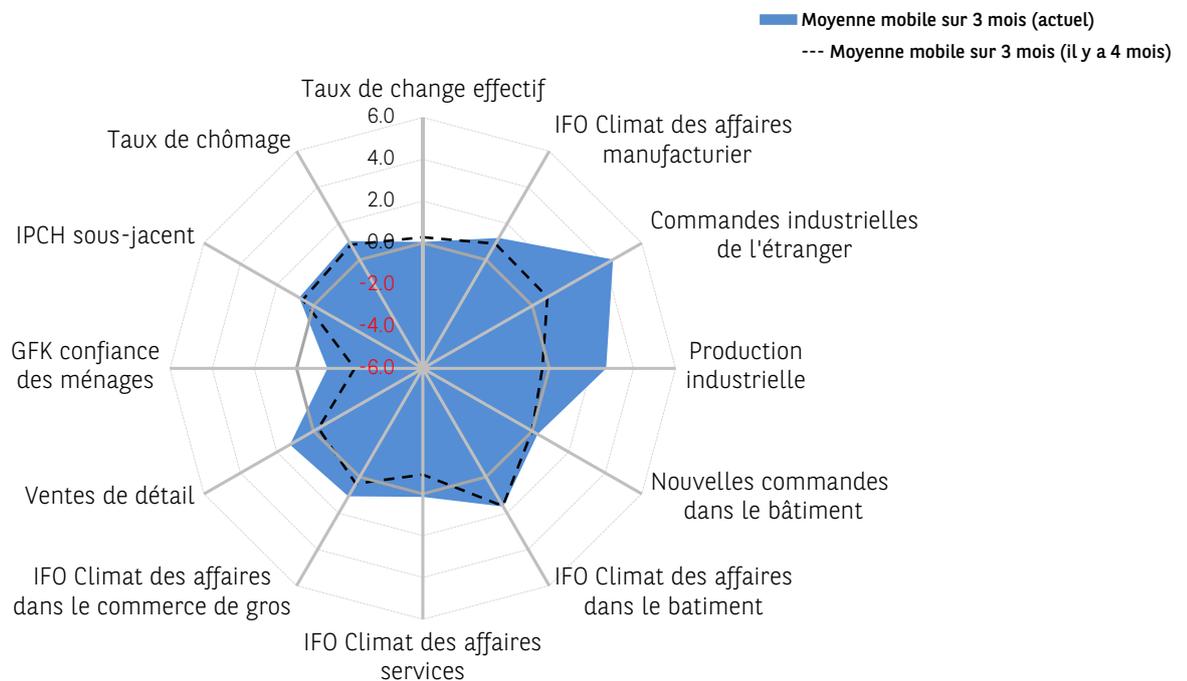
Notre Baromètre montre une amélioration significative de la conjoncture économique en Allemagne. La zone en bleu, qui représente la situation de ces trois derniers mois, est clairement plus étendue qu'au cours des trois mois précédents (zone délimitée en pointillé). Cette évolution est particulièrement manifeste dans les statistiques du secteur manufacturier, notamment les commandes et la production, qui ressortent en nette progression au T2 par rapport au T1.

Toutefois, ces statistiques se rapportent à une période passée, et forment un contraste saisissant avec le fléchissement des données d'enquêtes les plus récentes. En août, l'indice IFO de confiance des entreprises a reculé pour le deuxième mois consécutif, mis à mal par un regain de pessimisme. La détérioration de la confiance des chefs d'entreprises allemands s'explique en partie par la pénurie mondiale de semi-conducteurs qui freine la production de l'important secteur automobile allemand. Sans compter que le BTP manque cruellement de matériaux de construction. La baisse de confiance des entreprises s'est étendue en août au secteur des services, où l'activité a pourtant marqué une embellie à la faveur du relâchement des mesures sanitaires. Cette tendance s'explique par la crainte d'un nouveau tour de vis face à l'accélération de la contamination par le variant delta. L'envolée des nouveaux cas de Covid-19 est aussi à l'origine de la forte baisse de la confiance des consommateurs en août. Les économistes de l'institut GfK tablent sur un nouveau recul de la confiance en septembre.

L'évolution de la pandémie constitue une source majeure d'incertitude pour l'économie. Ces dernières semaines, le taux d'incidence à 7 jours s'est envolé pour atteindre 60,1 pour 100 000 habitants le 25 août. En Rhénanie-du-Nord - Westphalie, Land le plus densément peuplé, il culmine à 114,3. Dans le même temps, la vaccination est en perte de vitesse. Actuellement, seulement 60 % des Allemands sont complètement vaccinés. Second facteur d'incertitude, le 26 septembre se tiendront des élections fédérales dont l'issue n'est pas jouée d'avance. Ces dernières semaines, le bloc CDU/CSU, désormais au coude-à-coude avec le parti social-démocrate (SPD), a vu son avance fondre dans les sondages.

**Raymond Van Der Putten**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

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



## FRANCE : OPTIMISME PLUS TEMPÉRÉ

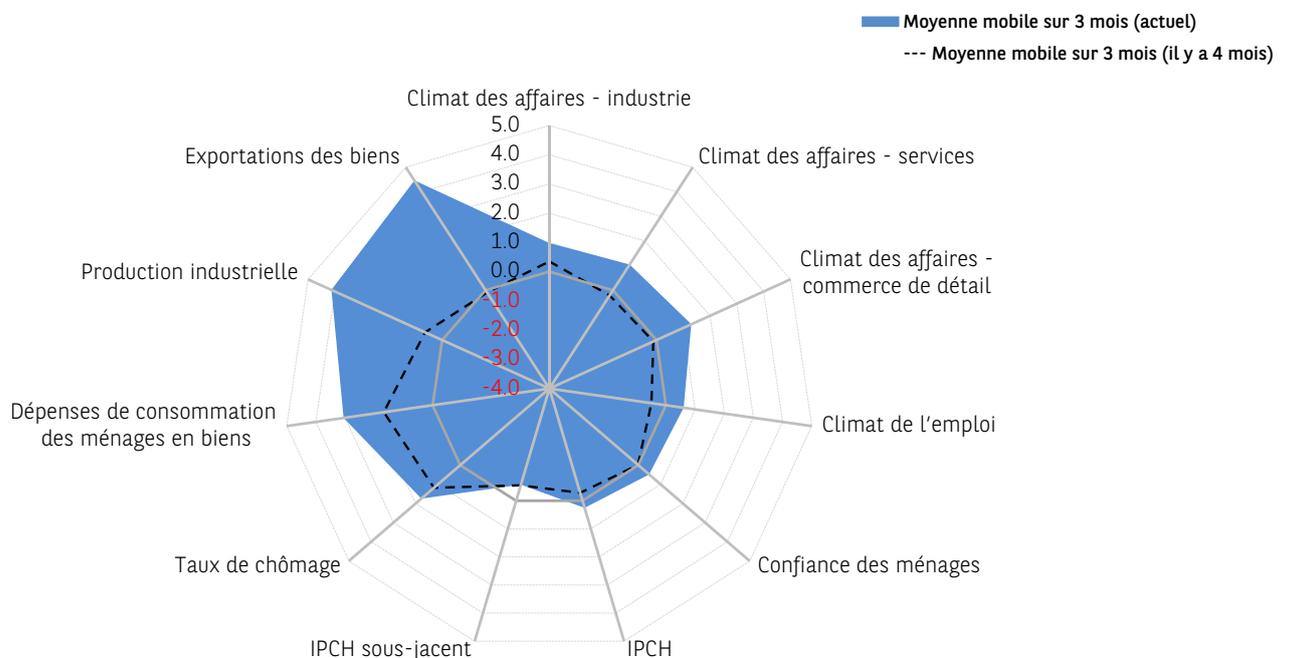
D'après la première estimation de l'INSEE, le PIB français a progressé de 0,9% t/t au T2 2021. Ce résultat est légèrement meilleur qu'attendu : nous tablions sur 0,8% et l'INSEE sur 0,7%. La croissance française est, certes, nettement moins élevée que celle de la zone euro (2% t/t) ou des États-Unis (1,6% t/t) mais il s'agit tout de même d'un bon chiffre compte tenu des circonstances. Il est, en effet, significativement positif malgré le troisième confinement d'avril. L'impact négatif de celui-ci sur l'activité a été plus limité encore que le deuxième confinement. D'après les dernières estimations de la Banque de France, la perte de PIB par rapport au niveau d'avant-crise ne s'est que légèrement creusée entre mars (un peu moins de 4%) et avril (un peu plus de 4%) tandis qu'entre octobre et novembre 2020, elle était passée de -3% à -6%. En mai, la perte d'activité s'est à nouveau réduite - à un peu moins de 4% - avant une amélioration plus nette en juin, à environ -2%. En juin, l'économie française fonctionnait donc à 98% de son niveau d'avant-crise. Le redressement en pente douce dessiné par ces chiffres contraste avec l'excès d'optimisme reflété dans le rebond bien plus vigoureux des enquêtes sur le climat des affaires en mai et juin.

À la faveur également de la révision à la hausse des trois trimestres précédents, l'acquis de croissance au T2 2021 s'élève à près de 5%. La prévision du gouvernement, que nous partageons, d'une croissance de 6% sur l'ensemble de l'année a des chances solides d'être atteinte, même si les perspectives pour le T3 et le T4 s'annoncent un peu moins positives qu'il y a trois mois, à l'approche de l'été. Les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants viennent 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 contrarié par la situation sanitaire.

Le repli des enquêtes sur le climat des affaires, en juillet et août, porte la trace de ces différents éléments, en plus de l'effet normalisation après les sommets atteints en juin. L'ampleur de leur baisse est toutefois limitée et leur niveau reste très élevé. Notre baromètre continue de faire état d'une amélioration de la situation conjoncturelle ces derniers mois par rapport aux trois mois précédents. Elle apparaît plus nette au niveau des indicateurs d'activité (consommation, production, exportations) que des enquêtes de confiance (la zone en bleu déborde plus largement celle en pointillés) car les premiers restent soutenus par un effet de base très favorable et parce que l'on dispose, pour les enquêtes de confiance, de données plus récentes (jusqu'en août au lieu de juin), un peu moins élevées.

Hélène Baudchon

## 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 +5. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## MALGRÉ LA HAUSSE DE NOUVEAUX CAS DANS PLUSIEURS PAYS, LES INDICATEURS DE MOBILITÉ RESTENT À UN NIVEAU ÉLEVÉ

Selon les dernières données de l'université Johns-Hopkins, 4,6 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été enregistrés entre le 19 et le 25 août dans le monde, soit une hausse de 1,2% par rapport à la semaine précédente. Cette augmentation s'observe en Amérique du Nord (10,8%) et en Europe (3,5%). En revanche, en Amérique du Sud, en Asie et en Afrique on enregistre une baisse de respectivement -7,7%, -4,0% et -1,9% sur la même période (graphique 1). Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde, notamment dans l'Union européenne, où le rythme de vaccination reste très soutenu (graphique 2).

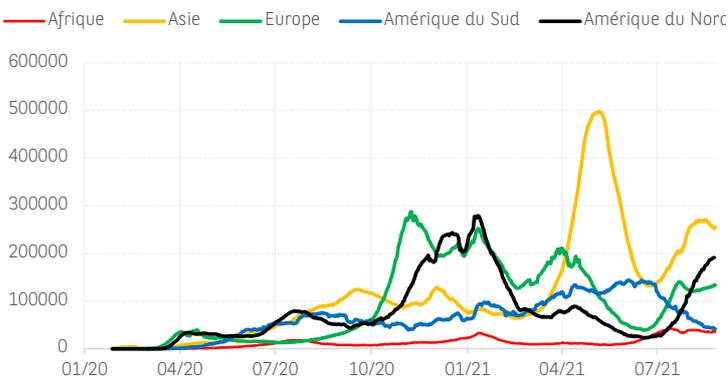
Malgré la situation sanitaire, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs se situe toujours à son niveau pré-pandémique en Allemagne, en Belgique et en Italie. Les vaccinations ont donc atténué l'impact d'une hausse des nouveaux cas sur l'activité économique. La fréquentation reste toutefois sous son niveau pré-Covid dans plusieurs pays (France, Espagne, États-Unis, Japon et Royaume-Uni) : entre -17% (Japon) et -3% (France). Il convient de noter que la fréquentation en France se situait à son niveau pré-pandémique durant la première semaine d'août (graphique 3).

Enfin, on note un récent fléchissement de l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance du PIB dans la plupart des principaux pays avancés. L'OCDE calcule dorénavant cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découle d'une comparaison avec les données pour 2020. Toutefois, en France et en Italie, on observe une récente amélioration de l'indicateur (graphique 3). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude

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.

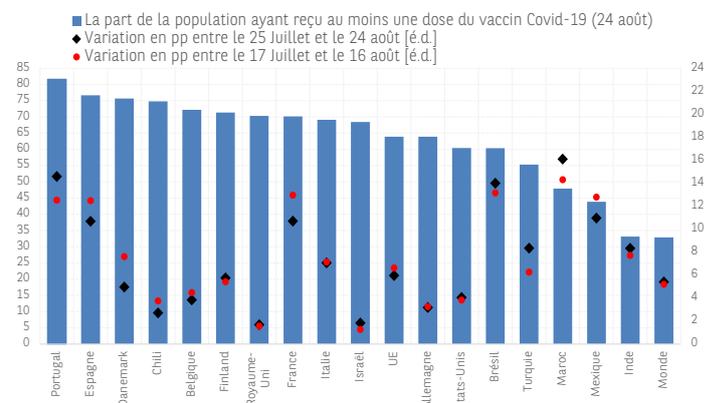
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR  
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (26/08/2021), BNP PARIBAS

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



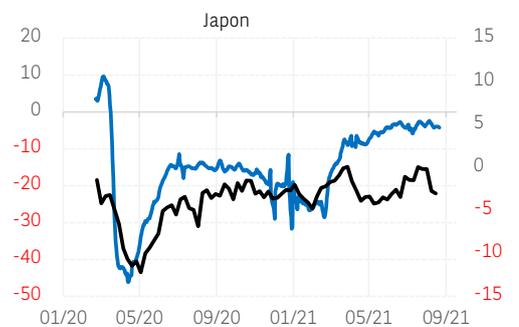
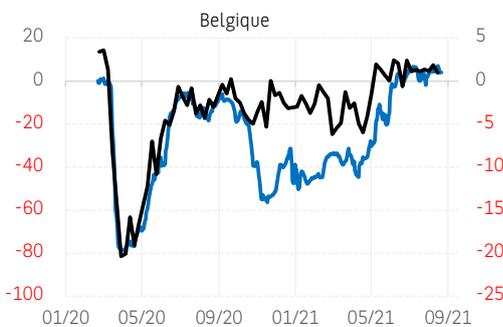
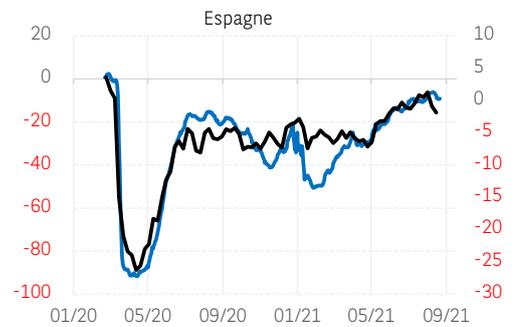
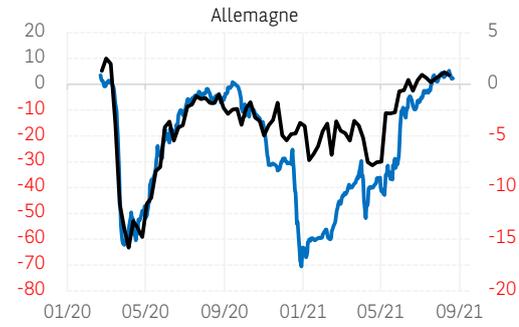
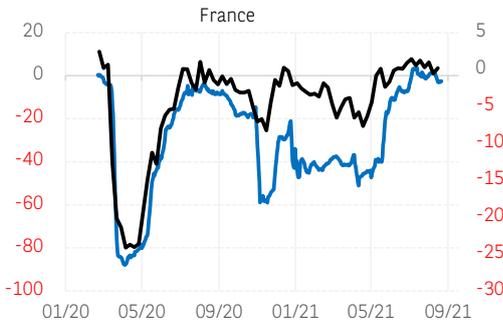
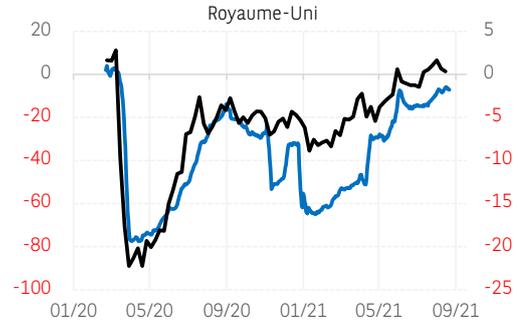
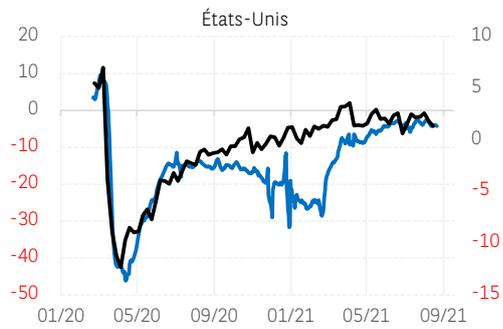
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 26/08/2021), 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 deux ans du PIB (é.d.)

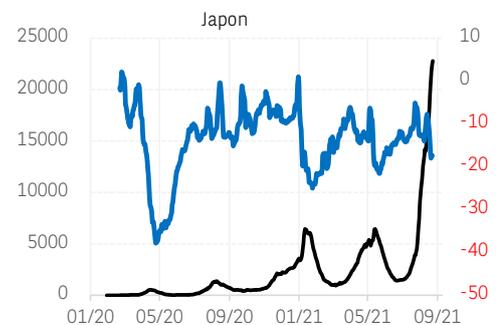
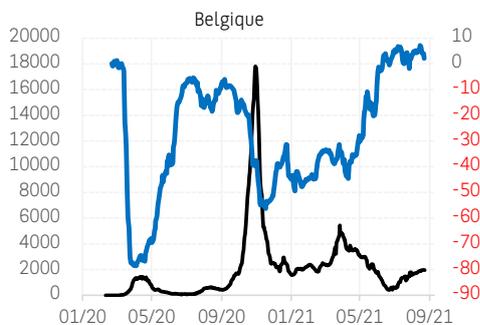
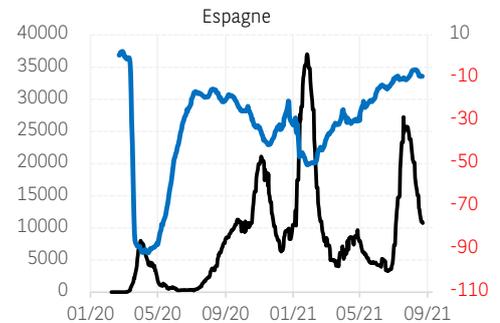
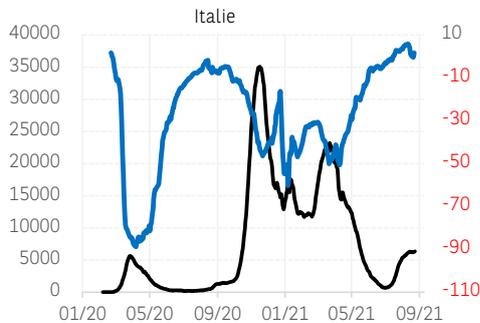
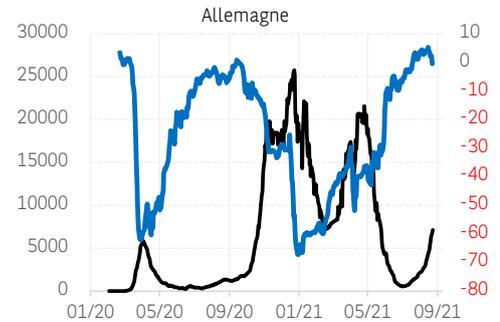
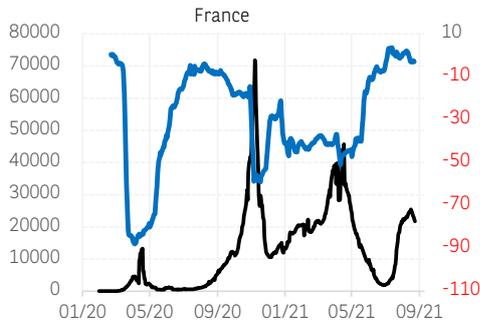
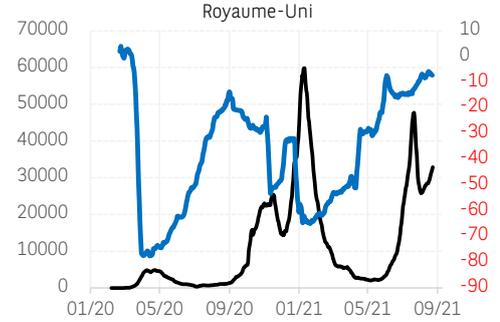
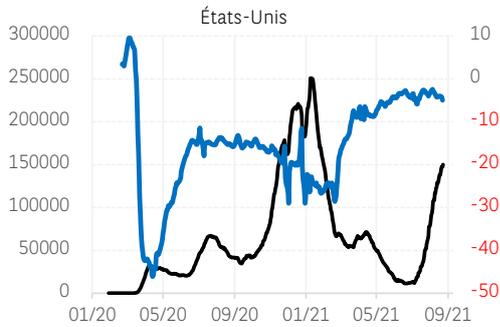


SOURCES : OCDE ( 26/08/2021), GOOGLE (26/08/2021), BNP PARIBAS



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 (26/08/2021), GOOGLE (26/08/2021), BNP PARIBAS



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

12

## 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 l'année 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 vont se normaliser au cours des prochains trimestres. Les projets dans les infrastructures publiques et le secteur immobilier ralentiront. Le redressement de l'activité dans les services et de la consommation privée, qui manquait encore de vigueur au S1 2021, devrait pouvoir profiter de l'accélération de la campagne vaccinale. Face à une reprise économique moins rapide, à des pressions modérées sur les prix à la consommation et à l'appréciation quasi-continue du yuan depuis un an, les autorités devraient poursuivre un resserrement monétaire très prudent à court terme. Le soutien budgétaire à l'activité est également réduit progressivement.

## ZONE EURO

Après avoir enregistré une récession historique en 2020 (-6,8% en moyenne annuelle), l'économie de la zone euro a sensiblement rebondi début 2021. Sur l'ensemble de l'année, la croissance devrait être de +4,8% puis +5,2% en 2022. Au total, la perte d'activité causée par la crise pandémique pourrait être effacée à la fin de cette année. L'accélération des campagnes de vaccination dans la plupart des États membres de la zone euro et la levée des restrictions sanitaires offrent des perspectives positives aux agents économiques. Ainsi, l'indice du sentiment économique a atteint un plus haut historique en juillet. La confiance des consommateurs, malgré un fléchissement en juillet, remonte rapidement. De plus, les politiques budgétaire et monétaire continueront de soutenir l'activité. Enfin, la hausse de l'inflation ne devrait être que temporaire.

## FRANCE

Avec un acquis de croissance au T2 2021 qui s'élève à près de 5%, la prévision du gouvernement d'une croissance de 6% sur l'ensemble de l'année a de solides chances d'être atteinte. 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 contrarié 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. Quant à l'inflation, la majeure partie de sa hausse récente est temporaire. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 2021, avant de baisser en 2022. Elle s'établirait toutefois à un niveau plus élevé qu'avant-crise à la suite du renforcement de la croissance, et les efforts de « reflation » de la politique monétaire portant aussi leurs fruits.

## TAUX &amp; CHANGES

Aux États-Unis, les perspectives relatives à l'inflation et à l'emploi ainsi que les derniers signaux envoyés par le FOMC indiquent que la banque centrale donnera plus de précisions, en septembre, sur ses intentions de diminution des achats d'actifs. Nous tablons sur un début de réduction progressive du programme d'achats de titres (« tapering ») en janvier de l'année prochaine, voire plus tôt si les créations d'emplois devaient rester très importantes. D'après nos prévisions actuelles, la Fed procédera au premier relèvement des taux de ce cycle au début de 2023, soit plus tôt qu'initialement prévu. Les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans devraient augmenter cette année ainsi qu'en 2022, reflétant une hausse des rendements réels, sous l'effet, à partir du quatrième trimestre de cette année, d'une croissance plus faible, mais néanmoins toujours soutenue, et d'une politique monétaire moins accommodante. 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 ont clairement confirmé cette orientation. Compte tenu des évolutions attendues en termes de croissance et d'inflation, les achats nets dans le cadre du Programme d'achats d'urgence

pandémique (PEPP) devraient cesser à la fin mars 2022, mais les volumes mensuels au titre du programme traditionnel d'achats d'actifs devraient être augmentés à cette occasion afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Les rendements du Bund à 10 ans devraient se tendre jusqu'au premier semestre 2022 pour baisser ensuite sous l'effet du ralentissement des données économiques. Les *spreads* souverains devraient s'élargir quelque peu au quatrième trimestre de cette année du fait de l'incertitude liée aux élections et de la perspective d'un 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 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 rendement et la perspective d'un premier relèvement des taux par la Fed. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen.

## 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	3.9	2.7
Japon	0.3	-4.7	2.2	3.3	0.5	0.0	0.0	0.2
Royaume-Uni	1.5	-9.8	7.8	5.6	1.8	0.9	1.8	2.5
Zone euro	1.3	-6.7	4.8	5.2	1.2	0.3	2.1	1.8
Allemagne	0.6	-5.1	3.7	5.5	1.4	0.4	2.7	2.0
France	1.5	-8.0	6.0	4.6	1.3	0.5	1.8	1.3
Italie	0.3	-8.9	5.2	4.5	0.6	-0.1	1.5	1.9
Espagne	2.0	-10.8	6.0	6.3	0.8	-0.4	2.3	1.8
Chine	6.1	2.3	8.7	5.3	2.9	2.5	1.7	2.8
Inde*	4.2	-7.2	8.4	9.4	4.8	6.1	5.0	5.0
Bésil	1.1	-4.1	5.5	3.0	3.7	3.2	7.2	4.8
Russie	1.3	-4.5	4.5	3.0	4.3	3.4	5.8	4.3

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e*	T3e	T4e	2021e	2022e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.75	1.54	1.70	1.90	1.90	2.20
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00
	OAT 10a	-0.11	0.14	0.35	0.55	0.55	0.30
	BTP 10 ans	0.63	0.84	1.10	1.40	1.40	1.10
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.49	0.70	0.90	0.90	0.80
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
Japon	Gilt 10a	0.88	0.81	0.90	1.10	1.10	1.30
	Taux BoJ	-0.04	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.05	0.12	0.20	0.20	0.23
Taux de change		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e*	T3e	T4e	2021e	2022e
USD	EUR / USD	1.18	1.20	1.18	1.17	1.17	1.14
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114
	GBP / USD	1.38	1.39	1.40	1.39	1.39	1.38
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.84	0.84	0.84	0.83
	EUR / JPY	130	132	131	130	130	130
Pétrole		2021				2021e 2022e	
Fin de période		T1	T2e*	T3e	T4e	2021e	2022e
Pétrole	USD/baril	64	76	80	78	78	70

\*TAUX SPOT AU 25 JUIN

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# CALENDRIER ACTUALISÉ

13

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, les indices PMI ont envoyé des signaux contradictoires en juillet. L'indice officiel a légèrement diminué, tandis que l'indice PMI composite Caixin s'est nettement amélioré sous l'impulsion du secteur des services. Quelques données ont indiqué un ralentissement de la croissance en juillet et certaines se sont révélées inférieures aux prévisions du consensus : ventes au détail, production industrielle, investissements en immobilisations. En outre, le taux de chômage a enregistré une légère augmentation.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs s'est révélée stable en juillet, et la confiance dans l'industrie et les services s'est encore affermie. Le taux de chômage a baissé en juin (le consensus tablait sur une stabilisation). La croissance du PIB au deuxième trimestre est estimée à 2 % par rapport au premier trimestre. L'inflation globale a atteint à 2,2 %, alors que l'inflation sous-jacente a diminué pour s'établir à 0,7 %. Les chiffres définitifs des PMI du mois de juillet se sont révélés meilleurs que prévus. Les PMI « flash » pour août ont marqué une quasi-stabilisation à un niveau élevé pour les services alors que l'indice manufacturier a légèrement baissé. La composante « attentes » de l'indice ZEW a enregistré une forte baisse.

En France, la confiance des consommateurs a légèrement diminué en juillet et août et les dépenses de consommation ont été inférieures aux attentes. Le chiffre du PIB du deuxième trimestre, s'établissant à 0,9 %, s'est révélé meilleur qu'anticipé. Le taux de chômage a connu une légère baisse au deuxième trimestre, toutefois moindre que celle prévue par le consensus. Les données PMI de juillet sont demeurées à un niveau élevé, mais ont diminué quelque peu par rapport aux chiffres précédents. Les PMI « flash » d'août ont enregistré une baisse supplémentaire par rapport au mois précédent. L'indice du climat des affaires de l'INSEE a fléchi également en août, plus que prévu.

En Allemagne, le climat des affaires se détériore, à en juger par la baisse de l'indice IFO en juillet et en août. Cela est imputable à la dégradation de la composante « attentes », la composante « évaluation de la situation actuelle » s'étant améliorée au cours de ces deux mois. L'enquête ZEW a envoyé le même signal : les attentes ont baissé, l'évaluation de la situation actuelle a augmenté. Les PMI de juillet se sont améliorés par rapport aux données précédentes, mais les PMI « flash » d'août ont connu une baisse assez importante dans le secteur manufacturier. L'indice GfK de la confiance des consommateurs a également accusé un fléchissement.

Au Japon, l'indice PMI composite a diminué en juillet et en août, essentiellement sous l'impulsion de la dégradation dans le secteur des services. La confiance des consommateurs n'a guère bougé en juillet. L'enquête EcoWatchers a enregistré une amélioration inattendue de l'évaluation de la situation actuelle, alors que les perspectives se sont détériorées plus que prévu. La croissance du PIB au deuxième trimestre a surpris favorablement.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB au deuxième trimestre a été très forte (4,8%), conformément aux prévisions du consensus. L'indice PMI manufacturier et, en particulier, celui des services ont fléchi en juillet et en août. La confiance des consommateurs a légèrement diminué tandis que les ventes au détail ont enregistré une contraction inattendue en juillet.

La croissance du PIB des États-Unis au deuxième trimestre (6,4 % en données annualisées) a été forte, mais inférieure aux prévisions du consensus. Il a été revu à la hausse par la suite pour s'établir à 6,6%. L'ISM manufacturier a légèrement diminué en juillet. Les prix payés ont baissé tout comme le chiffre des nouvelles commandes, mais la série concernant l'emploi a enregistré une hausse. L'ISM des services a fortement augmenté, dépassant largement les attentes. L'indice PMI des services, à l'inverse, a considérablement diminué. L'indice PMI du secteur manufacturier s'est amélioré en juillet. Les données du rapport sur le marché du travail pour juillet se sont révélées solides : les créations d'emplois ont dépassé les attentes et les données du mois précédent ont été revues à la hausse. L'inflation sous-jacente a légèrement baissé en juillet, mais demeure élevée (4,3 %). Les données préliminaires du sentiment de l'Université du Michigan pour le mois d'août ont enregistré une chute dans la composante « évaluation des conditions actuelles », et plus encore dans la composante « perspectives ». Les anticipations d'inflation à long terme ont augmenté pour atteindre 3,0 %. Les données définitives se sont révélées légèrement meilleures. Les ventes au détail ont diminué plus que prévu en juillet et les mises en chantier ont chuté considérablement. L'indice PMI « flash » pour le mois d'août a fléchi dans le secteur manufacturier, tandis que les services ont enregistré une baisse encore plus marquée.



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
26/07/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Juillet	--	52,2	52,4
26/07/2021	Japon	PMI services (Jibun Bank)	Juillet	--	--	48,0
26/07/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juillet	--	47,7	48,9
26/07/2021	Allemagne	Attentes (Ifo)	Juillet	103,6	101,2	103,8
26/07/2021	Allemagne	Evaluation en cours (Ifo)	Juillet	101,8	100,4	99,8
26/07/2021	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Juillet	102,5	100,8	101,8
27/07/2021	France	Chiffre total des demandeurs d'emploi	T2	--	3510,5k	3560,6k
27/07/2021	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Juillet	123,9	129,1	128,9
27/07/2021	Etats-Unis	Situation actuelle (Conf. Board)	Juillet	--	160,3	159,6
27/07/2021	Etats-Unis	Attentes (Conf. Board)	Juillet	--	108,4	108,5
27/07-02/08/2021	Allemagne	Ventes au détail m/m	Juin	1,0	-0,3	-0,3
28/07/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Août	102,0	101,0	103,0
28/07/2021	France	Confiance des consommateurs	Juillet	0,3%	0,3%	0,3%
28/07/2021	Etats-Unis	Décision de taux, borne supérieure (FOMC)	28 juillet	-29,0k	-91,0k	-39,0k
29/07/2021	Allemagne	Variation du taux de chômage (000)	Juillet	--	-4,4	-4,4
29/07/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juillet	118,2	119,0	117,9
29/07/2021	Zone euro	Confiance des chefs d'entreprise	Juillet	13,0	14,6	12,8
29/07/2021	Zone euro	Confiance des industriels	Juillet	19,3	19,3	17,9
29/07/2021	Zone euro	Confiance dans les services	Juillet	--		17,9
29/07/2021	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance-chômage	24 Juillet	385k	400k	424k
29/07/2021	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	T2	8,4%	6,5%	6,3%
30/07/2021	Japon	Ventes au détail m/m	Juin	2,7%	3,1%	-0,3%
30/07/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Juin	0,7%	0,3%	10,6%
30/07/2021	France	PIB t/t	T2	0,8%	0,9%	0,0%
30/07/2021	Allemagne	PIB t/t	T2	2,0%	1,5%	-2,1%
30/07/2021	Zone euro	Taux de chômage	Juin	7,9%	7,7%	8,0%
30/07/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Juillet	2,0%	2,2%	1,9%
30/07/2021	Zone euro	PIB t/t	T2	80,8	81,2	80,8
30/07/2021	Zone euro	IPC estimé g.a.	Juillet	84,5	84,5	84,5
30/07/2021	Etats-Unis	Sentiment économique (University of Michigan)	Juillet	78,4	79,0	78,4
30/07/2021	Etats-Unis	Conditions actuelles (University of Michigan)	Juillet	4,8%	4,7%	4,8%
30/07/2021	Etats-Unis	Attentes (University of Michigan)	Juillet	--	2,8%	2,9%
30/07/2021	Etats-Unis	Inflation 1 an (University of Michigan)	Juillet	53,3	53,3	53,5
30/07/2021	Etats-Unis	Inflation 5 à 10 ans (University of Michigan)	Juillet	50,8	50,4	50,9
31/07/21	Chine	PMI non manufacturier	Juillet	--	52,4	52,9
31/07/21	Chine	PMI manufacturier	Juillet	--	53,0	53
31/07/21	Chine	PMI composite	Juillet	51,0	50,3	51,3
02/08/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Juillet	--		--
02/08/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Juillet	--		51,3

## CALENDRIER ACTUALISÉ

15

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
02/08/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Juillet	36,9	37,5	37,4
02/08/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	58,1	58,0	58,0
02/08/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juillet	65,6	65,9	65,9
02/08/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	62,6	62,8	62,8
02/08/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	60,4	60,4	60,4
02/08/2021	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Juillet	63,1	63,4	63,4
02/08/2021	Etats-Unis	ISM manufacturier	Juillet	61,0	59,5	60,6
02/08/2021	Etats-Unis	ISM prix payés	Juillet	89,0	85,7	92,1
02/08/2021	Etats-Unis	ISM nouvelles commandes	Juillet	64,2	64,9	66,0
02/08/2021	Etats-Unis	ISM emploi	Juillet	51,7	52,9	49,9
04/08/2021	Japon	PMI services (Jibun Bank)	Juillet	--	47,4	47,4
04/08/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juillet	--	48,8	48,8
04/08/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Juillet	--	53,1	50,6
04/08/2021	Chine	PMI services (Caixin)	Juillet	50,5	54,9	50,3
04/08/2021	France	PMI services (Markit)	Juillet	57,0	56,8	56,8
04/08/2021	France	Markit France PMI composite	Juillet	56,8	56,6	56,6
04/08/2021	Allemagne	PMI services (Markit)	Juillet	62,2	61,8	61,8
04/08/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juillet	62,5	62,4	62,4
04/08/2021	Zone euro	PMI services (Markit)	Juillet	60,4	59,8	59,8
04/08/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juillet	60,6	60,2	60,2
04/08/2021	Royaume-Uni	PMI services (Markit/CIPS)	Juillet	57,8	59,6	59,6
04/08/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juillet	57,7	59,2	59,2
04/08/2021	Etats-Unis	PMI services (Markit)	Juillet	59,8	59,9	59,9
04/08/2021	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Juillet	--	59,9	59,9
04/08/2021	Etats-Unis	ISM services	Juillet	60,5	64,1	60,1
05/08/2021	Zone euro	Bulletin économique (BCE)				
05/08/2021	Royaume-Uni	Taux bancaire (Banque d'Angleterre)	5 août	0,1%	0,1%	0,1%
06/08/2021	Etats-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Juillet	870k	943k	938k
06/08/2021	Etats-Unis	Taux de chômage	Juillet	5,7%	5,4%	5,9%
06/08/2021	Etats-Unis	Taux d'activité	Juillet	61,7%	61,7%	61,6%
09/08/2021	Chine	IPC g.a.	Juillet	0,8%	1,0%	1,1%
09/08/2021	Chine	IPP g.a.	Juillet	8,8%	9,0%	8,8%
09/08/2021	France	Confiance des industriels (Banque de France)	Juillet	49,2	48,4	52,4
10/08/2021	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Juillet	43,4	48,4	47,6
10/08/2021	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Juillet	55,0	40,4	63,3
10/08/2021	Allemagne	Prévisions (ZEW)	Août	31,0	29,3	21,9
10/08/2021	Allemagne	Enquête sur la situation actuelle (ZEW)	Août	--	42,7	61,2
10/08/2021	Zone euro	Enquête sur les attentes (ZEW)	Août	5,3%	5,4%	5,4%
11/08/2021	Etats-Unis	IPC g.a.	Juillet	4,3%	4,3%	4,5%
11/08/2021	Etats-Unis	IPC hors aliments et énergie g.a.	Juillet	--		4,50%



## CALENDRIER ACTUALISÉ

16

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
12/08/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T2	4,8%	4,8%	-1,6%
12/08/2021	Etats-Unis	IPP de la demande finale m/m	Juillet	0,6%	1,0%	1,0%
13/08/2021	France	BIT Taux de chômage	T2	7,8%	8,0%	8,1%
13/08/2021	Etats-Unis	Sentiment économique (University of Michigan)	Août	81,2	70,2	81,2
13/08/2021	Etats-Unis	Conditions actuelles (University of Michigan)	Août	83,5	77,9	84,5
13/08/2021	Etats-Unis	Attentes (University of Michigan)	Août	78,0	65,2	79,0
13/08/2021	Etats-Unis	Inflation 1 an (University of Michigan)	Août	4,6%	4,6%	4,7%
13/08/2021	Etats-Unis	Inflation 5 à 10 ans (University of Michigan)	Août	--	3,0%	2,8%
16/08/2021	Japon	PIB t/t	T2	0,1%	0,3%	-0,9%
16/08/2021	Chine	Ventes au détail g,a	Juillet	10,9%	8,5%	12,1%
16/08/2021	Chine	Production industrielle g,a	Juillet	7,9%	6,4%	8,3%
16/08/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g,a	Juillet	11,3%	10,3%	12,6%
16/08/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g,a	Juillet	12,9%	12,7%	15,0%
16/08/2021	Chine	Enquête sur le taux de chômage	Juillet	5,0%	5,1%	5,0%
17/08/2021	Zone euro	PIB t/t	T2	2,0%	2,0%	2,0%
17/08/2021	Etats-Unis	Ventes au détail	Juillet	-0,2%	-1,0%	1,4%
17/08/2021	Etats-Unis	Indice du marché du logement (NAHB)	Août	80,0	75,0	80,0
18/08/2021	Royaume-Uni	IPC harmonisé g,a	Jul	2,3%	2,1%	2,4%
18/08/2021	Zone euro	IPC g,a	Juillet	2,2%	2,2%	1,9%
18/08/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g,a	Juillet	0,7%	0,7%	0,7%
18/08/2021	Etats-Unis	Mises en chantier (m/m)	Juillet	-2,6%	-7,0%	3,5%
18/08/2021	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Juillet	1,0%	2,6%	-5,3%
18/08/2021	Etats-Unis	Minutes (réunion du FOMC)	28 Juillet			
20/08/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Août	-7,0	-8,0	-7,0
20/08/2021	Royaume-Uni	Ventes au détail hors automobiles et carburant m/m	Juillet	0,1%	-2,4%	0,0%
23/08/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Août	--	52,4	53,0
23/08/2021	Japon	PMI services (Jibun Bank)	Août	--	43,5	47,4
23/08/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Août	--	45,9	48,8
23/08/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Août	57,2	57,3	58,0
23/08/2021	France	PMI services (Markit)	Août	56,3	56,4	56,8
23/08/2021	France	PMI composite (Markit)	Août	56,1	55,9	56,6
23/08/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Août	65,0	62,7	65,9
23/08/2021	Allemagne	PMI services (Markit)	Août	61,0	61,5	61,8
23/08/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Août	62,0	60,6	62,4
23/08/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Août	62,0	61,5	62,8
23/08/2021	Zone euro	PMI services (Markit)	Août	59,5	59,7	59,8
23/08/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Août	59,6	59,5	60,2
23/08/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Août	59,5	60,1	60,4



## CALENDRIER ACTUALISÉ

17

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
23/08/2021	Royaume-Uni	PMI services (Markit/CIPS)	Août	59,1	55,5	59,6
23/08/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Août	58,7	55,3	59,2
23/08/2021	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Août	62,0	61,2	63,4
23/08/2021	Etats-Unis	PMI services (Markit)	Août	59,2	55,2	59,9
23/08/2021	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Août	--	55,4	59,9
23/08/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Août	-4,9	-5,3	-4,4
24/08/2021	Allemagne	PIB t/t	T2	1,5%	1,6%	1,5%
25/08/2021	Allemagne	Attentes (Ifo)	Août	100,0	97,5	101,0
25/08/2021	Allemagne	Evaluation en cours (Ifo)	Août	100,8	101,4	100,4
25/08/2021	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Août	100,4	99,4	100,7
26/08/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Sept.	-0,5	-1,2	-0,4
26/08/2021	France	Confiance des chefs d'entreprise	Août	112	110	113
26/08/2021	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	T2	6,7%	6,6%	6,5%
27/08/2021	France	Confiance des consommateurs	Août	100	99	100
27/08/2021	Etats-Unis	Sentiment économique (University of Michigan)	Août	70,8	70,3	70,2
27/08/2021	Etats-Unis	Conditions actuelles (University of Michigan)	Août	77,9	78,5	77,9
27/08/2021	Etats-Unis	Attentes (University of Michigan)	Août	65,4	65,1	65,2
27/08/2021	Etats-Unis	Inflation 1 an (University of Michigan)	Août	4,60%	4,60%	4,60%
27/08/2021	Etats-Unis	Inflation 5 à 10 ans (University of Michigan)	Août	--	2,90%	3,00%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

18

## INDICATEURS À SUIVRE

D'importantes données économiques seront publiées cette semaine, ce qui va permettre de mieux évaluer l'environnement cyclique au mois d'août. Pour la zone euro, nous prendrons connaissance des données d'enquêtes de la Commission européenne relatives aux ménages et aux entreprises. Les indices PMI pour le secteur manufacturier, les services ainsi que les indices composites seront publiés pour un grand nombre de pays. Nous connaissons également les chiffres de l'inflation pour la zone euro, l'Allemagne et la France. Enfin, aux États-Unis, seront publiés confiance des consommateurs, indices ISM et le très important rapport sur le marché du travail.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
30/08/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Août	--	-5,3
30/08/2021	Zone euro	Confiance économique	Août	--	119
30/08/2021	Zone euro	Confiance dans le secteur de l'industrie	Août	--	14,6
30/08/2021	Zone euro	Confiance dans le secteur des services	Août	--	19,3
30/08/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Août	--	0,50%
30/08/2021-02/09/21	Allemagne	Ventes au détail m/m	Juil.	-1,10%	4,20%
31/08/2021	Japon	Taux de chômage	Juil.	--	2,90%
31/08/2021	Chine	PMI non-manufacturier	Août	52	53,3
31/08/2021	Chine	PMI manufacturier	Août	50,2	50,4
31/08/2021	Chine	PMI composite	Août	--	52,4
31/08/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Août	--	37,5
31/08/2021	France	IPP m/m	Juil.	--	1,10%
31/08/2021	France	Dépenses de consommation	Juil.	--	0,30%
31/08/2021	France	IPC harmonisé m/m	Août	--	0,10%
31/08/2021	France	PIB t/t	T2	--	0,90%
31/08/2021	Allemagne	Variation du chômage	Août	--	-91,0k
31/08/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Août	--	0,70%
31/08/2021	Zone euro	IPC m/m	Août	--	-0,10%
31/08/2021	Zone euro	Estimation de l'IPC g.a.	Août	--	2,20%
31/08/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs du Conference Board	Août	124	129,1
31/08/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Août	--	160,3
31/08/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Août	--	108,4
01/09/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Août	--	52,4
01/09/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Août	50,2	50,3
01/09/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	57,3
01/09/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Août	--	62,7
01/09/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	61,5
01/09/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	60,1
01/09/2021	Zone euro	Taux de chômage	Juil.	--	7,70%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/09/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Août	--	61,2
01/09/2021	États-Unis	Dépenses de construction m/m	Juil.	0,30%	0,10%
01/09/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Août	59	59,5
01/09/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Août	--	85,7
01/09/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Août	--	64,9
01/09/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Août	--	52,9
02/09/2021	Zone euro	IPP m/m	Juil.	--	1,40%
02/09/2021	Zone euro	IPP g.a.	Juil.	--	10,20%
02/09/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	28-août	--	--
02/09/2021	États-Unis	Coûts unitaires du travail	T2	0,90%	1,00%
02/09/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Juil.	--	--
03/09/2021	Japon	PMI des services (Jibun)	Août	--	43,5
03/09/2021	Japon	PMI composite (Jibun)	Août	--	45,9
03/09/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Août	--	53,1
03/09/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Août	51,3	54,9
03/09/2021	France	PMI des services (Markit)	Août	--	56,4
03/09/2021	France	PMI composite (Markit)	Août	--	55,9
03/09/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Août	--	61,5
03/09/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Août	--	60,6
03/09/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Août	--	59,7
03/09/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Août	--	59,5
03/09/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Août	--	55,5
03/09/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Août	--	55,3
03/09/2021	Zone euro	Ventes au détail m/m	Juil.	--	1,50%
03/09/2021	États-Unis	Variations de l'emploi non-agricole	Août	775k	943k
03/09/2021	États-Unis	Taux de chômage	Août	5,20%	5,40%
03/09/2021	États-Unis	Salaires horaires moyen g.a.	Août	4,00%	4,00%
03/09/2021	États-Unis	Salaires hebdomadaires moyen (toutes catégories d'emploi)	Août	34,8	34,8
03/09/2021	États-Unis	Taux d'activité	Août	--	61,70%
03/09/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Août	--	9,20%
03/09/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Août	--	55,2
03/09/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Août	--	55,4
03/09/2021	États-Unis	ISM des services	Août	62,7	64,1

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

20

<a href="#">Marché du travail français : les signes de retour à meilleure fortune sont-ils déjà là ?</a>	Graphique de la Semaine	25 août 2021
<a href="#">Arabie Saoudite : des perspectives positives à court terme</a>	EcoTVWeek	30 juillet 2021
<a href="#">Amérique latine : croissance potentielle et cycle des matières premières</a>	Graphique de la Semaine	28 juillet 2021
<a href="#">Inflation aux États-Unis : toujours plus inconfortable</a>	EcoWeek	26 juillet 2021
<a href="#">Perspectives économiques pour le second semestre : ce n'est pas terminé</a>	EcoTVWeek	22 juillet 2021
<a href="#">Rattrapage économique dans les pays avancés : les enseignements du passé</a>	Conjoncture	21 juillet 2021
<a href="#">Inde : au pied du mur</a>	Conjoncture	21 juillet 2021
<a href="#">Recul des banques britanniques dans le classement <i>The Banker</i> depuis l'annonce du Brexit</a>	Graphique de la Semaine	21 juillet 2021
<a href="#">Marché des <i>treasuries</i> : prudence !</a>	EcoWeek	19 juillet 2021
<a href="#">Vaccination, redémarrage économique, Jeux Olympiques : le Japon envoie des signaux mitigés</a>	EcoTVWeek	16 juillet 2021
<a href="#">États-Unis : Le timide retour des disparus de la crise</a>	Graphique de la Semaine	15 juillet 2021
<a href="#">Édition du 3ème 2021 - Pays Émergents : Reprise toujours fragile</a>	EcoEmerging	13 juillet 2021
<a href="#">Zone Euro : Revue stratégique de la BCE : « Nous vous avons entendu et vous avons écouté »</a>	EcoWeek	13 juillet 2021
<a href="#">Pays émergents : une reprise encore fragile</a>	EcoTVWeek	9 juillet 2021
<a href="#">La dette publique en Amérique centrale: une forte dépendance aux créanciers extérieurs</a>	Graphique de la Semaine	8 juillet 2021
<a href="#">Édition de juillet</a>	Le Petit Atlas de l'économie française	6 juillet 2021
<a href="#">Perspectives économiques : le suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine</a>	EcoPerspectives	6 juillet 2021
<a href="#">Zone Euro : Chômage, confiance des consommateurs et dépenses des ménages</a>	EcoWeek	5 juillet 2021
<a href="#">Europe centrale : le temps du resserrement économique</a>	EcoTVWeek	2 juillet 2021
<a href="#">Union européenne : Covid-19 : un comparatif des mesures de soutien en Allemagne, France, Italie et Espagne</a>	EcoFlash	1 <sup>er</sup> juillet 2021
<a href="#">Les dollars issus des accords de swap de la Fed en partie de retour sur le sol américain</a>	Graphique de la Semaine	30 juin 2021
<a href="#">Le récit (infondé) de la stagflation en 2021</a>	EcoWeek	28 juin 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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change