

2-3

ÉDITORIAL

La mauvaise inflation brouille les perspectives économiques

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-10

BAROMÈTRE

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

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-14

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 Etudes économiques.

LA MAUVAISE INFLATION BROUILLE LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Lorsque, en phase d'expansion de l'activité, l'inflation est tirée par la demande, on parle de bonne inflation. Mais il existe aussi une mauvaise inflation. Dans ce cas, la hausse des prix ne découle pas, par exemple, de l'augmentation des salaires consécutive à un marché du travail tendu. La mauvaise inflation est davantage le résultat de chocs d'offre. C'est, dans une certaine mesure, le cas actuellement dans la zone euro et dans d'autres économies du fait de la flambée récente des prix du pétrole et du gaz. La mauvaise inflation pèse sur le revenu disponible réel et, donc, sur les dépenses des ménages. L'impact devrait être plus important encore pour les plus bas revenus. En effet, ces ménages consacrent une part plus importante de leurs dépenses au chauffage et aux carburants. Ils affichent également un taux d'épargne plus faible.

L'inflation tend à évoluer de façon procyclique. Une remontée de l'inflation en phase de reprise de la croissance est une bonne nouvelle, du moins dans un premier temps. Elle montre que les mesures d'incitation – monétaires et/ou budgétaires – visant à relancer l'activité et la demande ont porté leurs fruits, que la réapparition des goulets d'étranglement sur le marché du travail crée des pressions à la hausse sur les salaires, que les entreprises, face à une demande vigoureuse, répercutent ces hausses de salaires sur leurs prix de vente, etc. Lorsque l'accélération des prix est tirée par la demande, l'inflation est donc une bonne chose.

Mais il existe aussi une mauvaise inflation. La hausse des prix ne découle alors pas de l'augmentation des salaires due aux tensions sur le marché du travail ni d'un relèvement des prix par les entreprises, face à la robustesse de la demande. La mauvaise inflation est davantage le résultat de chocs d'offre. C'est, dans une certaine mesure, ce à quoi on assiste dans la zone euro et dans d'autres économies du fait de la flambée récente des prix du pétrole et du gaz, avec ses effets d'entraînement sur les prix de l'électricité. Même si cette situation est en partie due à une forte demande, les facteurs liés à l'offre jouent également un rôle et conduisent à une augmentation considérable des prix¹.

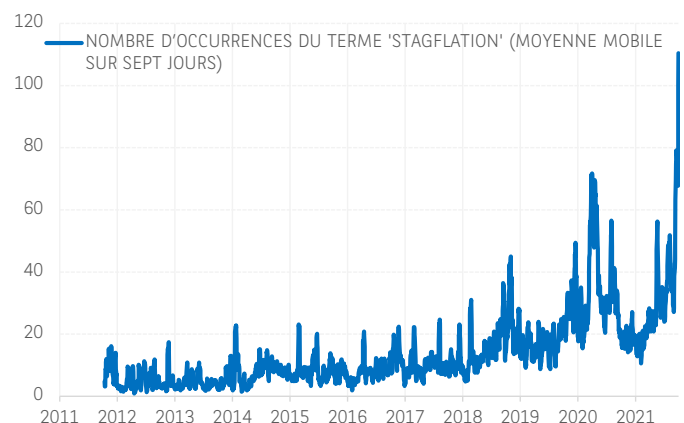
La mauvaise inflation pèse sur le revenu disponible réel des ménages – la hausse des prix n'ayant pas été précédée par une remontée des salaires – ainsi que sur les bénéfices des entreprises. Cela peut entraîner un ralentissement de la demande et déclencher une relation contracyclique entre l'inflation et la croissance. Elle est susceptible d'engendrer, in fine, une stagflation, situation dans laquelle la croissance est très faible et l'inflation trop élevée. Au vu du nombre d'occurrences de ce terme sur le site Bloomberg, les inquiétudes autour de la stagflation progressent depuis plusieurs années. Néanmoins, en dehors de pics de courte durée, elles sont restées faibles. Depuis peu, cependant, le nombre d'occurrences explose (graphique), traduisant la crainte que de fortes pressions sur les prix des intrants ne mettent

à mal les perspectives de croissance. À cet égard, l'aggravation de l'incertitude peut jouer un rôle, en raison, par exemple, du manque de visibilité sur les perspectives de la politique monétaire.

Une mauvaise inflation place les banques centrales face à un dilemme. Ne rien faire au risque de provoquer trop d'inflation ou resserrer leur politique ce qui pourrait freiner la croissance. Si la remontée de l'inflation est temporaire, une absence de réaction de leur part peut se justifier. Telle est la ligne adoptée par la BCE, comme l'a expliqué Christine Lagarde : « Notre nouvelle forward guidance sur les taux d'intérêt est bien adaptée à une gestion des risques liés à l'offre. Conformément à cette indication prospective, nous ne réagirons à une amélioration de l'inflation globale que si nous sommes confiants dans le fait qu'elle est durable et reflétée dans la dynamique de l'inflation sous-jacente »².

² Source : Monetary policy during an atypical recovery, Discours de Christine Lagarde,

STAGFLATION



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

¹ Pour une analyse récente des facteurs à l'origine de la hausse des prix du gaz, voir Tagliapietra, S. et G. Zachmann (2021) 'Is Europe's gas and electricity price surge a one-off?', Bruegel Blog, 13 septembre

Le taux d'épargne des ménages à bas revenu étant nettement inférieur à celui du reste de la population, une forte augmentation des prix de l'énergie aura très probablement pour effet d'évincer les autres types de dépenses et de freiner la croissance du PIB.



Autre source d'incertitude découlant de l'envolée des prix du pétrole et du gaz : les répercussions sur les autres secteurs³. Dans quelle mesure cela va-t-il peser sur l'investissement et les décisions de recrutement des entreprises? Cette flambée des prix de l'énergie a aussi une influence directe et potentiellement plus importante sur les dépenses des ménages, avec un impact différent selon le niveau de revenu. En France, en 2017, 6% des dépenses des ménages des deux déciles de revenus les plus modestes ont été consacrées au chauffage et 4% aux carburants. La moyenne pour les 20% les plus aisés était respectivement de 4,2% et 3,5%⁴. Comme le taux d'épargne des ménages à bas revenu est nettement inférieur à celui du reste de la population, une forte augmentation des prix de l'énergie aura très probablement pour effet d'évincer les autres types de dépenses et de freiner la croissance du PIB.

William De Vijlder

Présidente de la BCE, au Forum de la BCE sur les banques centrales « *Beyond the pandemic: the future of monetary policy* », Francfort-sur-le-Main, 28 septembre 2021.

³ « *La montée en flèche des prix du gaz a entraîné la fermeture d'usines de fertilisants, principale source de CO₂ au Royaume-Uni, utilisé pour la fabrication de boissons gazeuses, l'étourdissement des animaux de boucherie et pour le refroidissement des centrales nucléaires* ». Source : CO₂ crisis set to spread to Europe, big distributor warns, Financial Times, 22 septembre 2021

⁴ Source : Les dépenses des ménages en France en 2017, Insee.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 24-9-21 au 1-10-21

➔ CAC 40	6 638	▶ 6 518	-1.8 %
➔ S&P 500	4 455	▶ 4 357	-2.2 %
➔ Volatilité (VIX)	17.8	▶ 21.2	+3.4 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.55	-0.4 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.13	▶ 0.13	+0.1 pb
➔ OAT 10a (%)	0.04	▶ 0.05	+0.6 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.23	▶ -0.22	+0.9 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.46	▶ 1.47	+0.5 pb
➔ Euro vs dollar	1.17	▶ 1.16	-1.0 %
➔ Or (once, \$)	1 752	▶ 1 756	+0.2 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	75.2	▶ 78.6	+4.4 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	0.00 le 01/01	0.00	0.00
Eonia	-0.50	-0.47 le 26/01	-0.50 le 01/01	-0.17	-0.03 le 19/05
Euribor 3m	-0.55	-0.53 le 07/05	-0.56 le 06/01	-0.22	-0.11 le 23/06
Euribor 12m	-0.49	-0.47 le 20/04	-0.52 le 02/02	0.05	0.23 le 20/05
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	0.25 le 01/01	0.67	0.79 le 28/09
Libor 3m	0.13	0.24 le 13/01	0.11 le 09/09	0.27	0.28 le 05/02
Libor 12m	0.23	0.34 le 01/01	0.22 le 06/09	1.47	1.75 le 31/03
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	0.10 le 01/01	4.83	4.87 le 09/03
Libor 3m	0.08	0.09 le 24/03	0.03 le 01/01	0.23	0.26 le 23/09
Libor 12m	0.37	0.38 le 30/09	0.07 le 11/01	1.00	1.02 le 30/09

Au 1-10-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.16	1.23 le 06/01	1.16 le 30/09 -5.2%
GBP	0.86	0.91 le 06/01	0.85 le 10/08 -4.3%
CHF	1.08	1.11 le 04/03	1.07 le 17/08 -0.3%
JPY	128.68	133.97 le 28/05	125.22 le 18/01 +1.9%
AUD	1.60	1.64 le 20/08	1.53 le 18/03 +0.8%
CNY	7.49	8.00 le 01/01	7.49 le 30/09 -6.3%
BRL	6.25	6.95 le 03/03	5.88 le 24/06 -1.7%
RUB	84.43	92.47 le 20/04	84.35 le 30/09 -6.7%
INR	85.96	90.39 le 23/04	85.30 le 27/03 -3.9%

Au 1-10-21

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	78.6	79.5 le 27/09	51.2 le 04/01	+51.4% +59.7%
Or (once)	1 756	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-7.5% -2.4%
Métaux, LME	4 161	4 429 le 10/09	3 415 le 01/01	+21.9% +28.6%
Cuivre (tonne)	9 135	10 449 le 11/05	7 749 le 01/01	+17.9% +24.4%
Blé (tonne)	238	2.9 le 07/05	223 le 10/09	-3.9% +1.4%
Maïs (tonne)	202	2.9 le 07/05	188 le 04/01	+6.9% +12.8%

Au 1-10-21

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	3 023	3 170 le 06/09	2 662 le 29/01	+12.4%
Amérique du Nord				
S&P500	4 357	4 537 le 02/09	3 701 le 04/01	+16.0%
Europe				
EuroStoxx50	4 035	4 246 le 06/09	3 481 le 29/01	+13.6%
CAC 40	6 518	6 896 le 13/08	5 399 le 29/01	+17.4%
DAX 30	15 156	15 977 le 13/08	13 433 le 29/01	+10.5%
IBEX 35	8 800	9 281 le 14/06	7 758 le 29/01	+9.0%
FTSE100	7 027	7 220 le 11/08	6 407 le 29/01	+8.8%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 132	1 196 le 14/09	1 044 le 06/01	+8.4%
Nikkei	28 771	30 670 le 14/09	27 013 le 20/08	+4.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 247	1 445 le 17/02	1 221 le 20/08	-3.5%
Chine	89	130 le 17/02	87 le 20/08	-17.8%
Inde	847	869 le 23/09	659 le 29/01	+27.2%
Brsil	1 612	2 098 le 24/06	1 561 le 09/03	-10.9%
Russie	842	846 le 30/09	647 le 01/02	+24.2%

Au 1-10-21

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

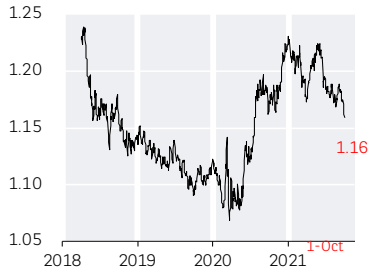
Année 2021 au 1-10, €	Année 2021 au 1-10, \$
+29.2%	+51.2%
+24.1%	+43.2%
+22.9%	+34.8%
+19.9%	+29.0%
+19.5%	+28.5%
+18.0%	+28.0%
+17.3%	+26.3%
+17.2%	+21.9%
+13.5%	+19.6%
+12.2%	+19.2%
+12.1%	+18.4%
+11.3%	+16.0%
+11.2%	+15.0%
+10.3%	+14.1%
+8.8%	+10.3%
+8.3%	+8.0%
+8.2%	+7.0%
+7.3%	+5.8%
-5.4%	-1.5%

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

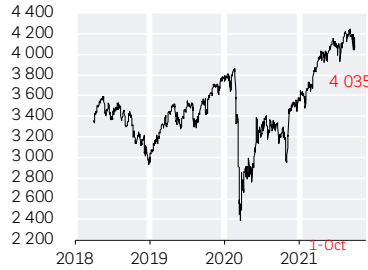


REVUE DES MARCHÉS

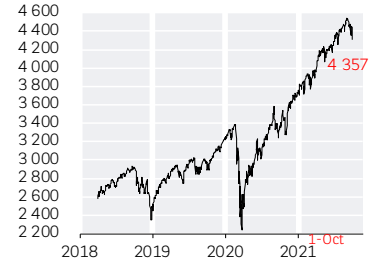
EURO-DOLLAR



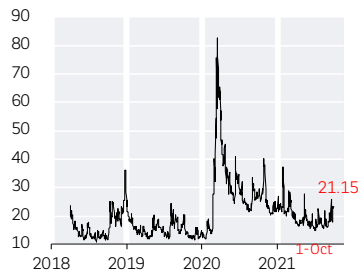
EUROSTOXX50



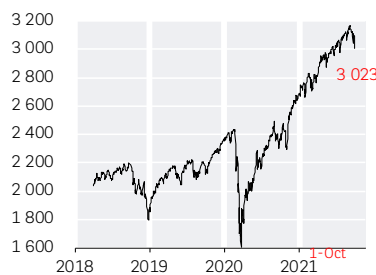
S&P500



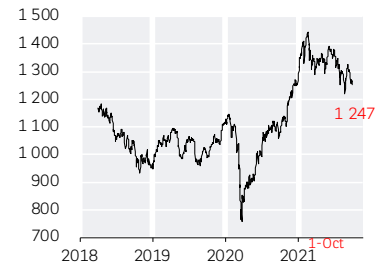
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



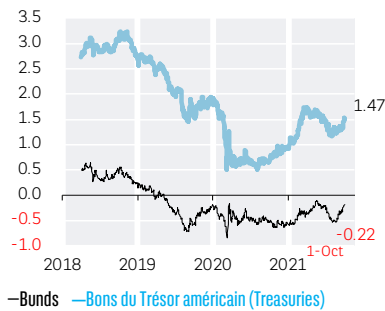
MSCI MONDE (USD)



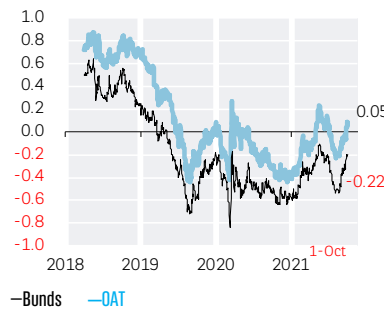
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

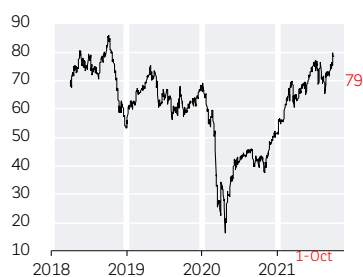


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 1-10, €

1.01%	Grèce	127 pb
0.82%	Italie	108 pb
0.43%	Espagne	69 pb
0.33%	Portugal	59 pb
0.05%	France	31 pb
0.02%	Belgique	29 pb
-0.05%	Finlande	21 pb
-0.19%	Autriche	7 pb
-0.22%	Allemagne	4 pb
-0.23%	Irlande	3 pb
-0.27%	P-Bas	

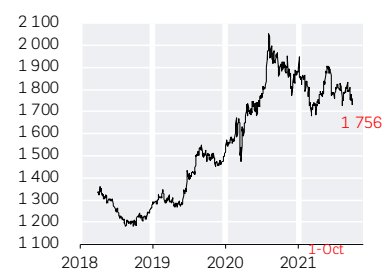
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ALLEMAGNE : UNE CROISSANCE EN QUÊTE D'UN NOUVEAU SOUFFLE

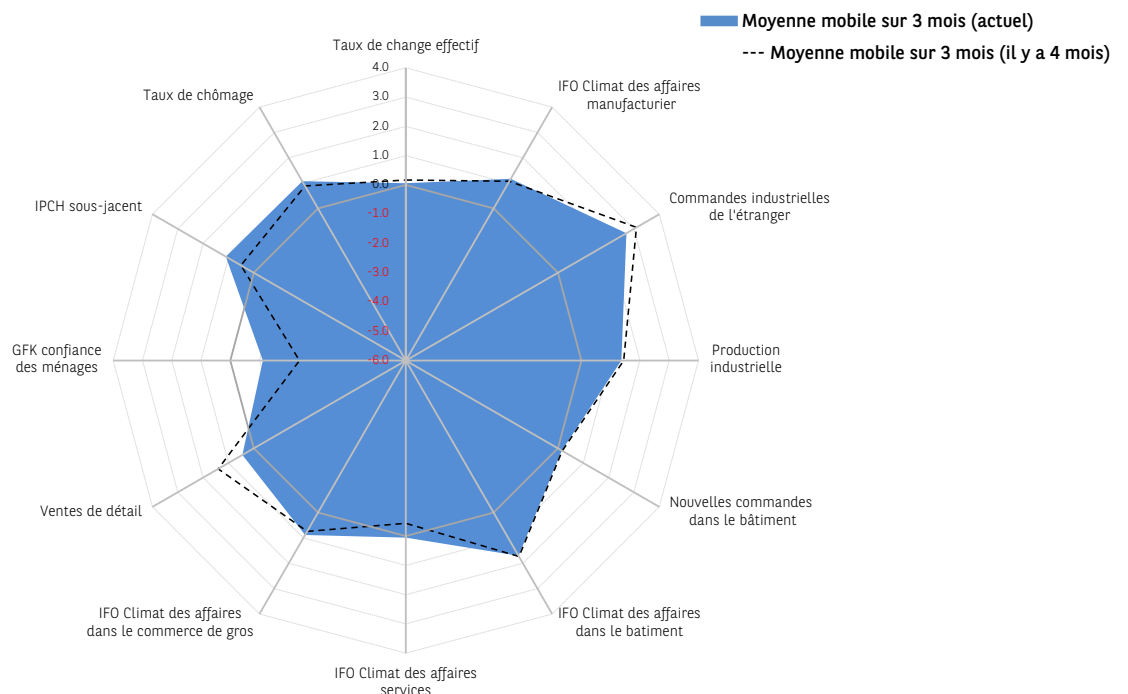
Comme le montre notre Baromètre, la situation économique au T3, représentée par la zone en bleu, est restée quasiment inchangée par rapport aux trois mois précédents (zone délimitée en pointillés). Les indicateurs récents du cycle économique font même ressortir un essoufflement de la reprise. L'indice Ifo du climat des affaires recule depuis le mois de juillet. Les chefs d'entreprises du secteur manufacturier signalent, en particulier, une détérioration de la conjoncture, l'activité comme les anticipations étant sur une tendance baissière. Les carnets de commandes restent relativement garnis, mais les prises de commandes plafonnent. Cela s'explique en partie par les perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Les pénuries de semi-conducteurs pèsent, en particulier, sur la production dans l'industrie automobile. De plus, l'envolée des prix des intrants a amputé les marges bénéficiaires. Ils étaient en hausse de 12 %, en août en glissement annuel (g.a.), 8,3 % hors énergie.

Des augmentations de prix sont aussi observées pour les biens et services de consommation. En septembre, leur progression était de 3,4 % en g.a. et nous prévoyons une augmentation de l'inflation à 4,6 % au T4. Cette évolution s'explique principalement par des facteurs temporaires comme le rétablissement des anciens taux de TVA au 1^{er} janvier et l'augmentation des cours du brut. En septembre, les prix de l'énergie affichaient une hausse de 14,3 % en g.a. L'augmentation des prix a pesé sur la confiance des consommateurs. En septembre, l'indice GfK de confiance des ménages s'est replié à -1,1, un plus bas depuis le mois de juin. L'institut table sur une remontée du moral des consommateurs en octobre, à la faveur du redressement des anticipations économiques et salariales lié à l'amélioration du marché du travail. Pour les commerçants, cette évolution ne va pas nécessairement se traduire par un rebond des ventes. Ces dernières ont, en effet, légèrement évolué à la baisse, au cours des derniers mois, l'envolée des prix de l'énergie ayant plombé le pouvoir d'achat et cette tendance devrait, selon eux, se poursuivre dans les prochains mois.

Le SPD (sociaux-démocrates) a remporté les élections en Allemagne. Son chef de file, Olaf Scholz, va à présent se tourner vers les Verts et les libéraux du FDP pour former une coalition disposant d'une majorité suffisante au *Bundestag*. L'un des défis pour le nouveau gouvernement sera de donner un nouvel élan à la croissance. Le SPD a fait campagne sur la hausse du salaire minimum à EUR 12, contre EUR 9,60 actuellement, au 1^{er} janvier 2022. Cependant, le risque est que les négociations traînent en longueur, alors que l'économie marque le pas, une situation qui devrait aussi avoir un impact négatif sur les pays voisins.

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



FRANCE : REMONTÉE DE LA CONFIANCE EN SEPTEMBRE MALGRÉ CELLE DE L'INFLATION

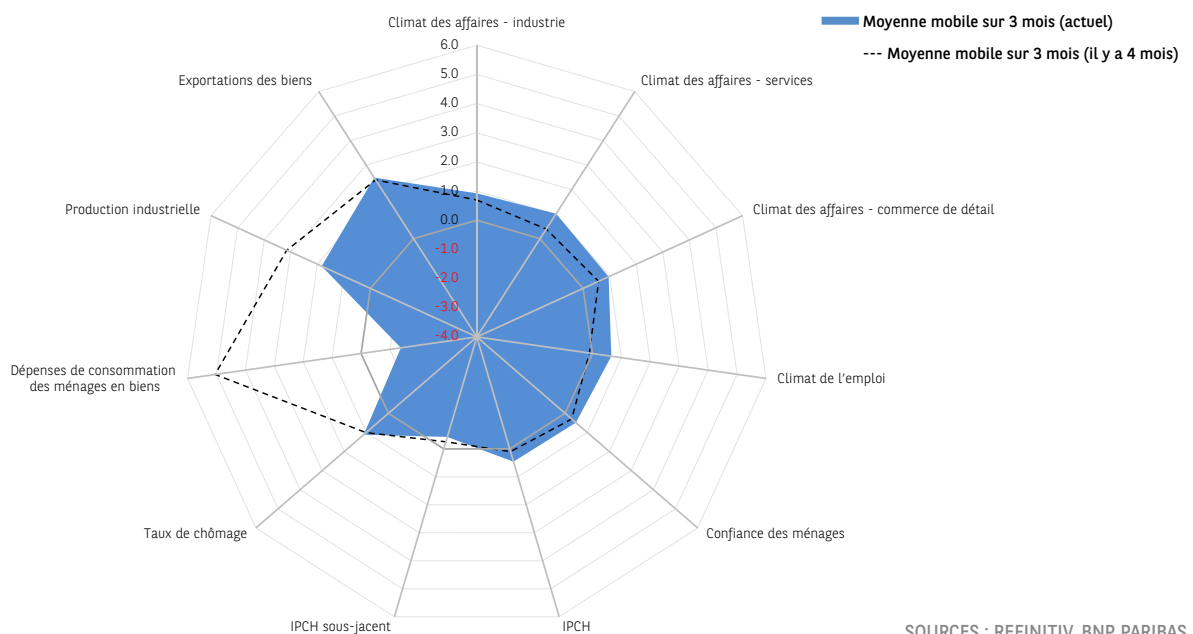
Cela faisait quelques mois que ce n'était pas arrivé : en septembre, les enquêtes sur le climat des affaires de l'INSEE et de Markit n'ont pas évolué dans le même sens. L'indice composite de l'INSEE s'est légèrement redressé (de 1 point, à 111) tandis que le PMI composite a poursuivi son effritement (en perdant un nouveau point, à 55). La baisse du PMI manufacturier se fait plus nette (-3 points, à 51,3 pour la composante « activité »), celle du PMI services est plus limitée (-0,3 point, à 56). Ces enquêtes restent à un niveau élevé et supérieur, en moyenne sur le T3, à leur niveau moyen du T2. Nous restons confiants sur notre prévision de croissance pour le T3 (+2,2% t/t après +1,1%).

Les détails sectoriels contrastés de l'enquête de l'INSEE tempèrent le signal positif de l'amélioration au niveau global. L'indice dans les services regagne 1 point, à 110 (grâce, notamment, à l'amélioration du solde d'opinion sur la demande, les effectifs et les investissements prévus). Dans le bâtiment, les chefs d'entreprise se déclarent un peu plus confiants encore sur leurs perspectives d'activité. En revanche, l'indice dans l'industrie baisse nettement (-4 points, à 106), sous l'effet de la dégradation de la plupart des soldes d'opinion à l'exception notable du jugement plus favorable sur les perspectives générales de production. Cette détérioration n'est pas surprenante : elle vient après neuf mois de hausse, importante qui plus est, et elle porte la trace des contraintes d'offre actuellement à l'œuvre. Pour les mêmes raisons, le climat des affaires dans le commerce de gros se dégrade également (-3 points, à 110). Le nouveau repli de l'indice dans le commerce de détail (-3 points, à 106) est probablement de l'ordre de la correction technique, après son très fort rebond en mai et juin, à la sortie du confinement d'avril. Les difficultés du secteur automobile n'y sont pas étrangères non plus mais cela deviendrait inquiétant s'il poursuivait sur cette tendance au cours des prochains mois.

La remontée de 3 points (à 102) de l'indice de confiance des ménages en septembre est la bonne surprise conjoncturelle des deux dernières semaines. Nous nous attendions à une baisse, sous l'effet de la poussée actuelle d'inflation. Elle ne semble pas mordre pour l'instant. L'amélioration de la confiance des ménages français vient de leur opinion nettement plus positive sur le niveau de vie en France, passé et futur, et sur l'évolution du chômage. Malgré ces bonnes nouvelles, il faut s'attendre à un retour de bâton en octobre. L'inflation n'est peut-être pas très élevée mais sa hausse depuis la fin de l'année dernière n'est en pas moins conséquente et négative pour le pouvoir d'achat. En décembre 2020, l'inflation était nulle en glissement annuel et, en septembre 2021, elle a franchi la barre des 2% (2,1%), pour la première fois depuis trois ans. Ce que l'on observe, ce n'est pas un retour de l'inflation proprement dit (la hausse des prix n'est ni généralisée ni auto-entretenue) mais une déformation relative, et l'on pense temporaire, des prix (la hausse de la seule composante énergie contribue à hauteur de la moitié environ à l'inflation en septembre). Cette déformation relève toutefois de la « mauvaise » inflation. Et même si l'on s'attend à ce qu'elles soient limitées, elle aura des conséquences négatives sur la croissance.

Hélène Baudchon

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 -4 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.



COVID-19 : RALENTISSEMENT DU RYTHME DE LA VACCINATION

La pandémie de Covid-19 ralentit pour la cinquième semaine consécutive dans le monde, avec une baisse du nombre de nouveaux cas de 10,3% au cours de la semaine du 23 au 29 septembre par rapport à la semaine précédente (graphique 1). Il s'agit de la baisse la plus importante depuis la fin du mois d'août dernier. Cette tendance touche l'ensemble des régions, hormis l'Europe où on enregistre une légère hausse du nombre de nouveaux cas, principalement au Royaume-Uni et en Russie. Le nombre de décès a également baissé pour la cinquième semaine consécutive, enregistrant -8% par rapport à la semaine précédente. En parallèle, les campagnes de vaccination ont continué de progresser. À ce jour, 6,24 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde, ce qui porte à 45,2% la part de la population mondiale ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la Covid-19. Néanmoins, on observe un ralentissement du rythme de la vaccination, notamment dans les pays ayant déjà atteint une couverture vaccinale élevée (graphique 2).

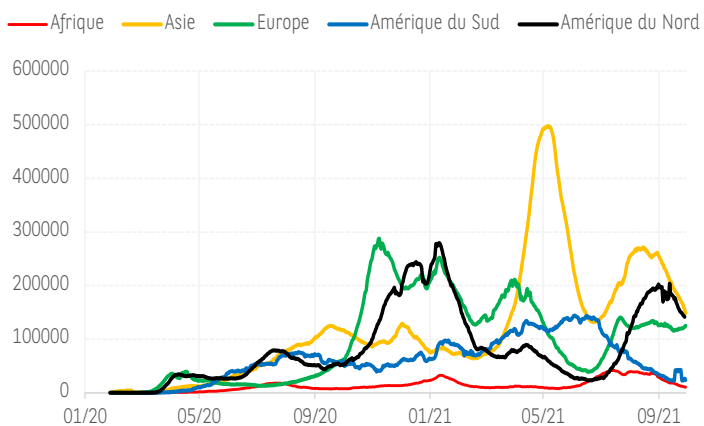
Du côté des commerces et des lieux de loisirs, on enregistre dernièrement une baisse de la fréquentation dans certains pays de la zone euro : Allemagne, Belgique, Espagne, France et Italie. Néanmoins, elle reste plus élevée qu'au Japon et au Royaume-Uni, où elle continue de s'améliorer (graphique 3).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB par rapport au niveau d'il y a deux ans continue de se redresser en France, au Japon et aux États-Unis, tandis qu'il fléchit encore en Italie et en Belgique. En revanche, il a rebondi récemment en Allemagne, au Royaume-Uni et en Espagne (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. 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.

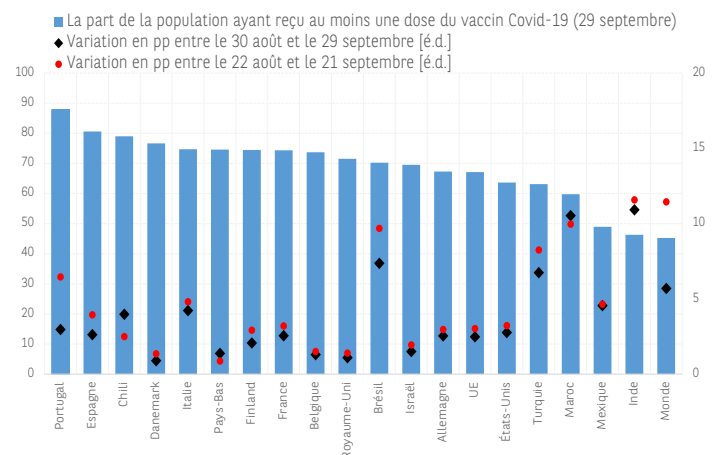
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (30/09/2021), BNP PARIBAS

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



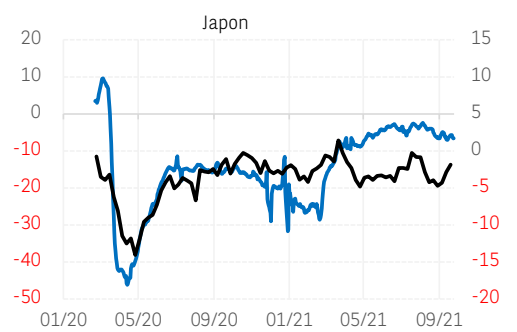
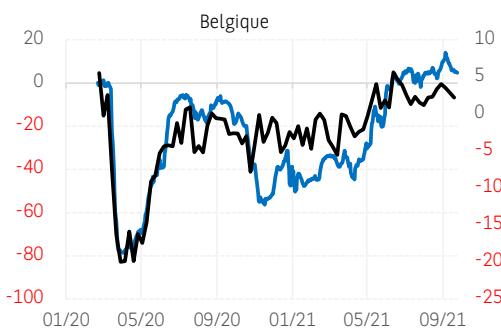
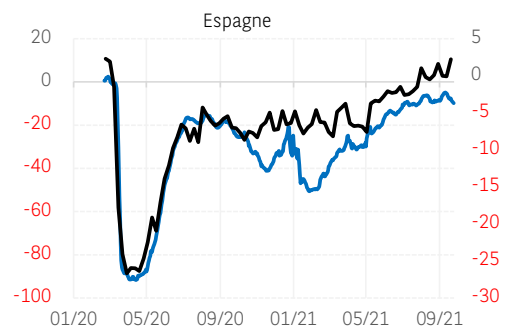
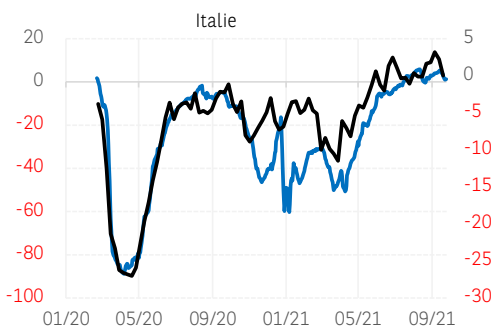
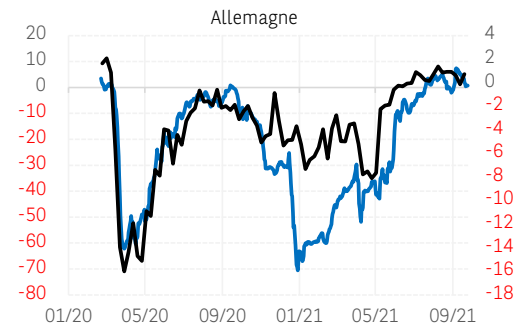
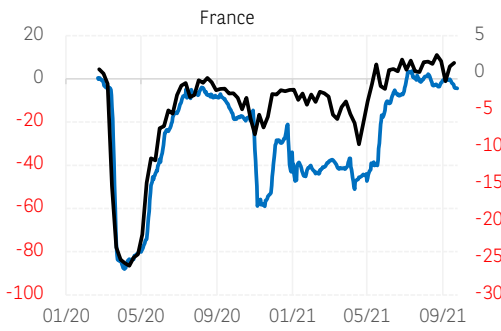
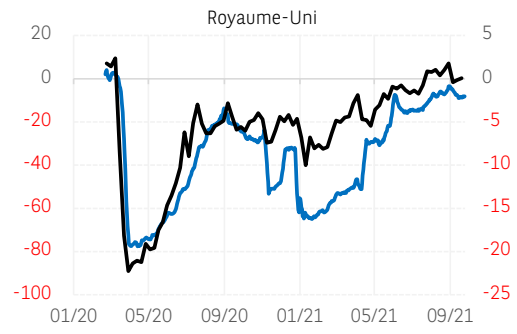
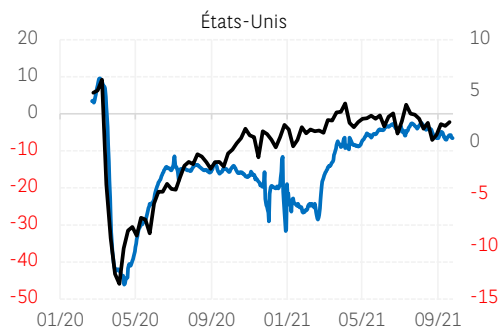
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 30/09/2021), 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.]

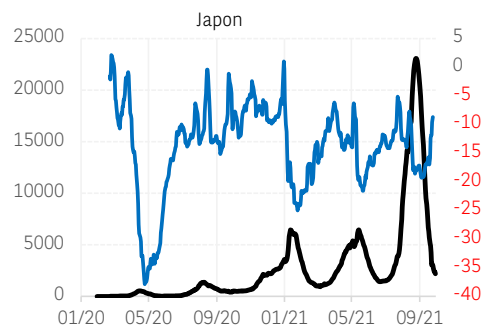
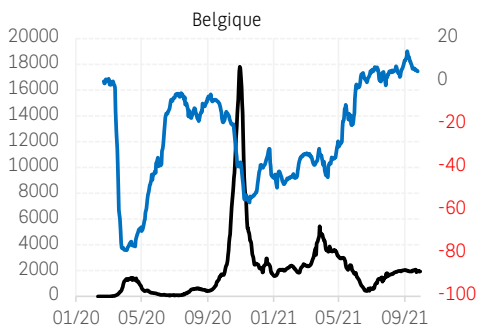
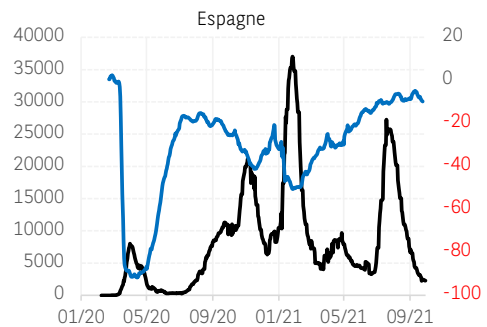
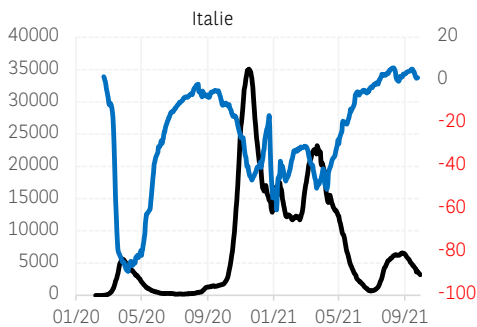
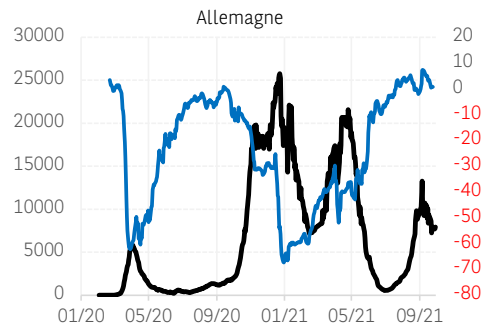
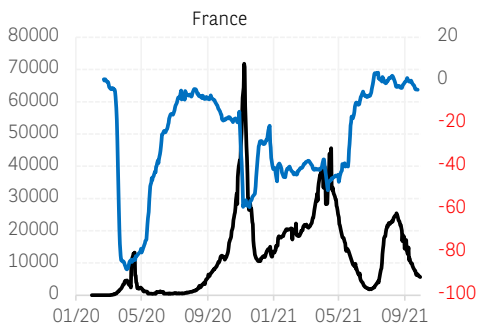
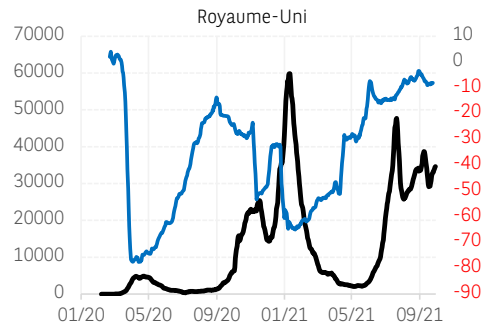
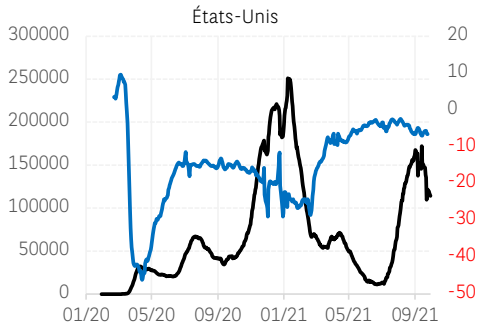


SOURCES : OCDE (30/09/2021), GOOGLE (30/09/2021), BNP PARIBAS



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 (30/09/2021), GOOGLE (30/09/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

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 « réflation » 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	8.2	5.6	5.4	1.2	2.8	2.5
Inde*	7.0	11.2	6.2	5.4	4.5	4.3
Brésil	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	-0.50
	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
R-Uni	BONO 10 ans	0.70	0.70	0.70	0.90
	Taux BoE	0.10	0.30	0.50	0.80
	Gilt 10a	0.90	1.10	1.10	1.20
Japon	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	74	72	73	80

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

12

DERNIERS INDICATEURS

Dans la zone euro, La confiance économique a légèrement augmenté en septembre - le consensus avait tablé sur une baisse - à la faveur de l'amélioration du climat dans l'industrie, tandis que le climat dans les services a diminué bien en deçà des attentes. La confiance des consommateurs est restée stable, s'améliorant toutefois en France. Les chiffres de l'indice PMI manufacturier pour la zone euro, la France et l'Allemagne n'ont guère varié par rapport aux estimations « flash » de la semaine précédente. L'inflation des prix à la production en France a augmenté pour atteindre 10 %, tout comme l'inflation des prix à la consommation qui s'est élevée à 2,7 %. L'Allemagne a enregistré une forte augmentation de son inflation qui a atteint 4,1%. L'inflation de la zone euro s'établit désormais à 3,4% et l'inflation sous-jacente à 1,9%. Des facteurs transitoires jouent un rôle important dans ces dynamiques. En Chine, les deux PMI manufacturiers ont suivi des évolutions contraires, même si cette divergence reste faible. À noter la surprise positive créée par la hausse considérable du PMI non manufacturier. Au Royaume-Uni, la croissance du PIB au deuxième trimestre a bénéficié d'une révision à la hausse. Aux États-Unis, la confiance des consommateurs du Conference Board a déçu, enregistrant une baisse inattendue. En revanche, le sentiment de l'Université du Michigan s'est amélioré, créant une surprise favorable. La hausse de l'ISM manufacturier a été accueillie avec soulagement. Enfin, les données se sont améliorées au Japon, comme en témoignent les chiffres de l'enquête Tankan et la confiance des consommateurs.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
27/09/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	0.10%
27/09-02/10/2021	Allemagne	Ventes de détail m/m	Août	0.50%	-5.10%
28/09/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-1.2
28/09/2021	France	Confiance des consommateurs	Sept.	--	99
28/09/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Sept.	115	113.8
28/09/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Sept.	--	147.3
28/09/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Sept.	--	91.4
29/09/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-4
29/09/2021	Zone euro	Confiance économique	Sept.	--	117.5
29/09/2021	Zone euro	Confiance des industriels	Sept.	--	13.7
29/09/2021	Zone euro	Confiance du secteur des services	Sept.	--	16.8
30/09/2021	Japon	Ventes de détail m/m	Août	-2.20%	1.10%
30/09/2021	Chine	PMI non-manufacturier	Sept.	--	47.5
30/09/2021	Chine	PMI manufacturier	Sept.	--	50.1
30/09/2021	Chine	PMI composite	Sept.	--	48.9
30/09/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Sept.	--	49.2
30/09/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T2	--	4.80%
30/09/2021	France	IPP m/m	Août	--	1.30%
30/09/2021	France	IPP g.a.	Août	--	8.60%
30/09/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Août	--	-2.20%
30/09/2021	France	IPC harmonisé m/m	Sept.	--	0.70%
30/09/2021	France	IPC harmonisé g.a.	Sept.	--	2.40%
30/09/2021	Allemagne	Évolution du chômage	Sept.	--	-53.0k
30/09/2021	Eurozone	Taux de chômage	Août	--	7.60%
30/09/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Sept.	--	0.10%
30/09/2021	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Sept.	3.80%	3.40%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
30/09/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	--	351k
30/09/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T2	6.70%	6.60%
01/10/2021	Japon	Taux de chômage	Août	2.90%	2.80%
01/10/2021	Japon	Indice Tankan grandes entreprises manufacturières	T3	13	14
01/10/2021	Japon	Indice Tankan grandes entreprises non-manufacturières	T3	0	1
01/10/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises manufacturières - Perspectives	T3	14	13
01/10/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises non-manufacturières - Perspectives	T3	5	3
01/10/2021	Japon	Capex grandes entreprises (Tankan)	T3	9.30%	9.60%
01/10/2021	Japon	Indice Tankan petites entreprises manufacturières	T3	-9	-7
01/10/2021	Japon	Indice Tankan petites entreprises non-manufacturières	T3	-11	-9
01/10/2021	Japon	Tankan Petites entreprises manufacturières - Perspectives	T3	-8	-6
01/10/2021	Japon	Tankan Petites entreprises non-manufacturières - Perspectives	T3	-9	-12
01/10/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun)	Sept.	--	--
01/10/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Sept.	--	36.7
01/10/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	55.2
01/10/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Sept.	--	58.5
01/10/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	58.7
01/10/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	56.3
01/10/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	--	1.60%
01/10/2021	Zone euro	IPC m/m	Sept.	--	0.40%
01/10/2021	Zone euro	Estimation IPC g.a.	Sep	--	3.00%
01/10/2021	États-Unis	Revenus personnels	Août	0.20%	1.10%
01/10/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Août	0.60%	0.30%
01/10/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base m/m	Août	0.20%	0.30%
01/10/2021	États-Unis	Déflateur PCE de base g.a.	Août	3.60%	3.60%
01/10/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Sept.	--	60.5
01/10/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	71	71
01/10/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	--	77.1
01/10/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Sept.	--	67.1
01/10/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Sept.	--	4.70%
01/10/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Sept.	--	2.90%
01/10/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Sept.	59.5	59.9
01/10/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Sept.	--	79.4
01/10/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Sept.	--	66.7
01/10/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Sept.	--	49

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine s'annonce riche en termes de publication de données. Sont attendus, pour un grand nombre de pays, les indices PMI composites et ceux des services. Mais c'est le rapport sur le marché du travail américain qui sera le point d'orgue de la semaine. Les allusions faites par Jerome Powell à l'issue de la réunion de septembre du FOMC sur un début possible de tapering dès novembre, si les données du marché du travail étaient satisfaisantes, le rendent plus important encore que d'habitude. À noter également la publication des chiffres des ventes au détail dans la zone euro et de l'enquête EcoWatchers au Japon.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
04/10/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	0,50%
04/10/2021	États-Unis	Expéditions de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	0,70%
05/10/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	47,4
05/10/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Sept.	--	47,7
05/10/2021	France	Production industrielle m/m	Août	--	0,30%
05/10/2021	France	PMI des services (Markit)	Sept.	--	56
05/10/2021	France	PMI composite (Markit)	Sept.	--	55,1
05/10/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Sept.	56	56
05/10/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Sept.	--	55,3
05/10/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Sept.	--	56,3
05/10/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Sept.	--	56,1
05/10/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Sept.	--	54,6
05/10/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Sept.	--	54,1
05/10/2021	Zone euro	IPP m/m	Août	--	2,30%
05/10/2021	Zone euro	IPP g.a.	Août	--	12,10%
05/10/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Sept.	54,4	54,4
05/10/2021	United States	PMI composite (Markit)	Sept.	--	54,5
05/10/2021	United States	ISM des services	Sept.	60,2	61,7
06/10/2021	Allemagne	Commandes manufacturières	Août	--	24,40%
06/10/2021	Allemagne	PMI bâtiment (Markit/CIPS)	Sept.	--	44,6
06/10/2021	Royaume-Uni	PMI bâtiment (Markit/CIPS)	Sept.	--	55,2
06/10/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Août	--	-2,30%
07/10/2021	United States	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
08/10/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Sept.	--	47,2
08/10/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Sept.	49,2	46,7
08/10/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non-agricole	Sept.	500k	235k
08/10/2021	États-Unis	Taux de chômage	Sept.	5,00%	5,20%
08/10/2021	États-Unis	Salaires horaires moyens m/m	Sept.	0,40%	0,60%
08/10/2021	États-Unis	Nombre d'heures hebdomadaires travaillées	Sept.	34,7	34,7
08/10/2021	États-Unis	Taux d'activité	Sept.	--	61,70%
08/10/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Sept.	--	8,80%
08/10/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (conjoncture)	Sept.	--	34,7
08/10/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (perspectives)	Sept.	--	43,7

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

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
Zone euro : BCE, une orientation accommodante dont on ne voit pas la fin	EcoWeek	13 septembre 2021
Croissance turque : ne pas abuser des bonnes choses	EcoTVWeek	10 septembre 2021
Édition de septembre	Le Petit Atlas de l'économie française	9 septembre 2021
Zambie : un répit pour une économie surendettée	Graphique de la Semaine	8 septembre 2021
La Réserve fédérale adapte sa forward guidance : la BCE va-t-elle lui emboîter le pas?	EcoWeek	6 septembre 2021
Le message rassurant de Jerome Powell	EcoTVWeek	3 septembre 2021
États-Unis : un nouvel outil de gestion pour juguler les tensions sur les taux monétaires	Graphique de la Semaine	1er septembre 2021
Global : La croissance économique atteint sa vitesse limite	EcoWeek	30 août 2021
Marché du travail français : les signes de retour à meilleure fortune sont-ils déjà là ?	Graphique de la Semaine	25 août 2021
Arabie Saoudite : des perspectives positives à court terme	EcoTVWeek	30 juillet 2021
Amérique latine : croissance potentielle et cycle des matières premières	Graphique de la Semaine	28 juillet 2021
Inflation aux États-Unis : toujours plus inconfortable	EcoWeek	26 juillet 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 Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change