

2

ÉDITORIAL

L'augmentation du taux de rémunération des dépôts, les marchés et la BCE

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-12

BAROMÈTRE

Analyse des principales données économiques : PMI, Allemagne, France, mobilité et vaccination

13

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

14-16

CALENDRIER

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

17

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

L'AUGMENTATION DU TAUX DE RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS, LES MARCHÉS ET LA BCE

Les marchés anticipent un tour de vis monétaire dès la fin 2022. Une position que ne partage pas la BCE compte tenu de ses prévisions d'inflation. Cette divergence de point de vue pourrait refléter une perte de crédibilité de la banque centrale ou, plus vraisemblablement, un désaccord en matière de prévisions d'inflation entre cette dernière et les acteurs du marché. Autre explication possible : le focus des investisseurs sur les scénarios possibles d'inflation et leurs inquiétudes concernant les risques à la hausse de l'inflation.

Lors de sa dernière conférence de presse, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, Christine Lagarde a répondu à plusieurs questions portant sur le timing du relèvement du taux des dépôts. Ces questions font suite à l'anticipation par les marchés d'un tour de vis monétaire vers la fin de 2022. Un tel relèvement semble néanmoins prématuré à en juger par les projections d'inflation de la BCE et sa *forward guidance*. Ces indications prospectives permettent aux banques centrales d'orienter les anticipations du marché. Lorsque la croissance est forte et que l'inflation s'accélère, leurs indications peuvent contribuer à réduire le risque d'une hausse prématurée des taux du marché, qui réduirait l'efficacité de la transmission monétaire. De plus, avec une communication claire sur les conditions susceptibles de déclencher un changement de politique monétaire, la réaction du marché devrait être limitée une fois ces conditions réunies.

C'est ce qu'a fait récemment le Conseil des gouverneurs en fixant des conditions claires – en termes de projections d'inflation et d'évolution récente de cette dernière – pour une hausse du taux de rémunération des dépôts. Ces conditions sont si strictes que leur respect prendra un temps considérable, comme l'a expliqué la présidente de la BCE, nettement plus long que ce qu'anticipent les marchés : « *notre analyse ne confirme pas que les conditions de notre forward guidance seront réunies, ni à la date du relèvement anticipé par les marchés, ni un peu plus tard* »¹.

En théorie, trois facteurs pourraient expliquer cette divergence entre le message de la BCE et les anticipations du marché. Premièrement, une perte de crédibilité de la banque centrale. Cette explication semble peu probable puisque les anticipations d'inflation basées sur des enquêtes restent bien ancrées. De plus, la BCE n'aurait aucun intérêt à créer la surprise en changeant brusquement ses indications ou en les abandonnant purement et simplement pour procéder à un relèvement précoce des taux, puisqu'elle risquerait de perdre toute crédibilité. Une telle décision serait, en outre, en contradiction avec les conclusions de sa revue stratégique, qui a conduit à l'adoption d'un objectif d'inflation symétrique de 2 %, au lieu de l'objectif précédent – [le maintien d'une inflation] « proche de, mais inférieure à 2 % ».

Deuxièmement, les opérateurs du marché peuvent être en désaccord avec la BCE concernant les perspectives d'inflation. Il est intéressant de voir, dans l'édition d'octobre de l'enquête de la BCE² auprès des analystes monétaires, que pour la moitié des professionnels interrogés la prévision de l'IPCH atteindrait tout juste 1,4 % au quatrième trimestre

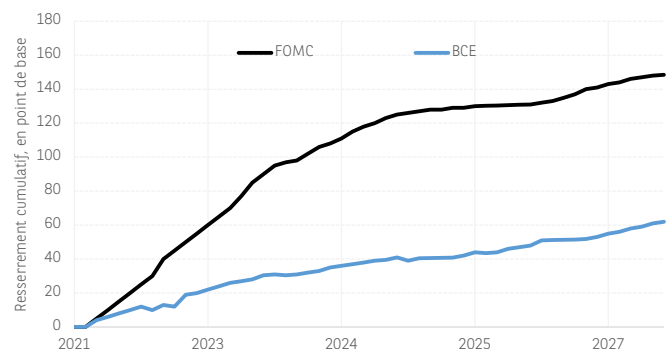
2022 et 1,7 % au quatrième trimestre 2023 ; la distribution y apparaît réduite puisque pour les trois-quarts d'entre eux, les prévisions d'inflation resteraient en deçà de 1,6 % au T4 2022 et de 1,8 % au T4 2023. Concernant l'inflation sous-jacente, l'estimation médiane s'établit à respectivement 1,3% et 1,5%, tandis que pour 75% des analystes interrogés, elle serait en deçà de 1,6% et 1,7% respectivement.

Compte tenu de la *forward guidance* de la BCE, cela ne justifierait pas un relèvement précoce des taux, ce que confirme l'enquête : l'estimation médiane donne à juin 2024 la première hausse du taux de rémunération des dépôts, tandis que seulement un quart des personnes interrogées l'entrevoient en décembre 2023. C'est nettement plus tard que les anticipations du marché, ce qui suggère que les participants à l'enquête ne font pas partie de ceux qui prennent les décisions d'investissement.

Troisièmement, une explication plus vraisemblable de la divergence existant entre le message de la banque centrale et celui des marchés financiers est que la distribution des résultats possibles joue un rôle clé dans le pricing du marché alors que la *forward guidance* en fait peu de cas, voire aucun. Cette dernière porte, en effet, sur les conditions devant être remplies pour envisager une hausse de taux ; les marchés, quant à eux, intégreront dans les prix la probabilité du passage d'un état – le maintien du taux de rémunération des dépôts à son niveau actuel – à un autre, une fois ce taux relevé. Lorsqu'on considère que les risques d'inflation sont orientés à la hausse, il n'y a rien de surprenant à ce que les marchés intègrent un tour de vis monétaire qui, a priori, interviendrait prématurément. Cela signifie également que l'intégration d'un relèvement de taux par le marché peut être interprété comme une mesure des risques à la hausse de l'inflation.

William De Vijlder

RESSERREMENT CUMULATIF SUR BASE DU FORWARD OIS



SOURCE : BNP PARIBAS

1 Déclaration de politique monétaire et Conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, le 28 octobre 2021.

2 « Les participants à l'enquête sont sélectionnés parmi des institutions financières opérant dans ECB Market Contact Groups (c'est-à-dire les groupes de contact du marché monétaire, du marché obligataire et du marché des changes). La sélection des participants à l'enquête se fonde sur les critères suivants : l'importance pour le marché, la représentativité géographique, l'engagement à participer régulièrement aux campagnes suivantes de l'enquête et l'implication active de l'établissement dans les domaines d'activité couverts par l'enquête. » Source : BCE, Enquête auprès des analystes monétaires (Survey of monetary analysts, SMA).

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 29-10-21 au 5-11-21

➔ CAC 40	6 830	▶ 7 041	+3.1 %
➔ S&P 500	4 605	▶ 4 698	+2.0 %
➔ Volatilité (VIX)	16.3	▶ 16.5	+0.2 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	▶ -0.57	-1.4 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.13	▶ 0.14	+1.1 pb
➔ OAT 10a (%)	0.23	▶ 0.00	-22.5 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.10	▶ -0.28	-18.4 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.56	▶ 1.45	-10.2 pb
➔ Euro vs dollar	1.16	▶ 1.16	-0.2 %
➔ Or (once, \$)	1 777	▶ 1 810	+1.9 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	84.4	▶ 80.7	-4.4 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	€ Moy. 5-7a	-0.18	0.03
Eonia	-0.49	-0.47	Bund 2a	-0.74	-0.58
Euribor 3m	-0.57	-0.53	Bund 10a	-0.28	-0.09
Euribor 12m	-0.50	-0.44	OAT 10a	0.00	0.23
\$ FED	0.25	0.25	Corp. BBB	0.69	0.86
Libor 3m	0.14	0.24	\$ Treas. 2a	0.37	0.47
Libor 12m	0.36	0.37	Treas. 10a	1.45	1.75
£ Bque Angl	0.10	0.10	High Yield	5.08	5.16
Libor 3m	0.10	0.25	£ Gilt. 2a	0.41	0.70
Libor 12m	0.57	0.85	Gilt. 10a	0.85	1.20

Au 5-11-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.16	1.23	-5.6%
GBP	0.86	0.91	-4.3%
CHF	1.06	1.11	-2.4%
JPY	131.10	133.97	+3.8%
AUD	1.56	1.64	-1.7%
CNY	7.40	8.00	-7.6%
BRL	6.39	6.95	+0.6%
RUB	82.28	92.47	-9.1%
INR	86.04	90.39	-3.8%

Au 5-11-21

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	80.7	86.5	+55.5%	+64.7%
Or (once)	1 810	1 947	-4.6%	+1.0%
Métaux, LME	4 297	4 763	+25.9%	+33.3%
Cuivre (tonne)	9 753	11 300	+25.9%	+33.3%
Blé (tonne)	238	2.9	-3.9%	+1.8%
Mais (tonne)	211	2.9	+11.9%	+18.5%

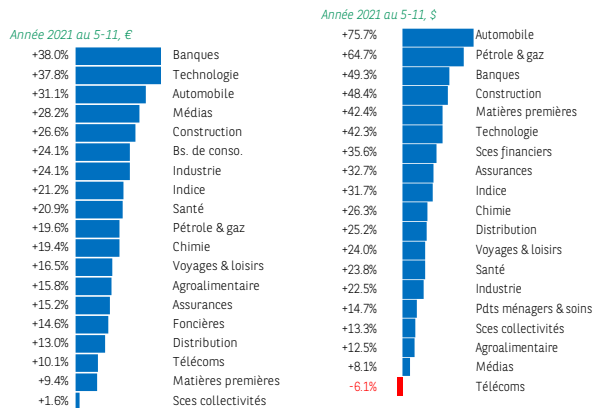
Au 5-11-21

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	3 232	3 232	2 662	+20.2%
Amérique du Nord				
S&P500	4 698	4 698	3 701	+25.1%
Europe				
EuroStoxx50	4 363	4 363	3 481	+22.8%
CAC 40	7 041	7 041	5 399	+26.8%
DAX 30	16 054	16 054	13 433	+17.0%
IBEX 35	9 131	9 281	7 758	+13.1%
FTSE 100	7 304	7 304	6 407	+13.1%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 167	1 196	1 044	+11.8%
Nikkei	29 612	30 670	27 013	+7.9%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 264	1 445	1 221	-2.1%
Chine, loc.	90	130	87	-17.0%
Inde	859	876	659	+29.7%
Bésil	1 455	2 098	1 428	-17.4%
Russie	881	914	647	+27.4%

Au 5-11-21

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

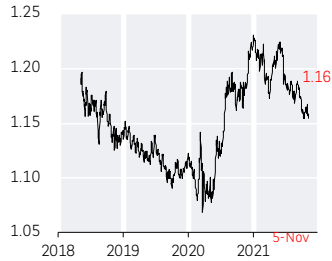


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

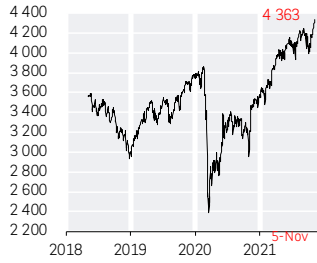


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



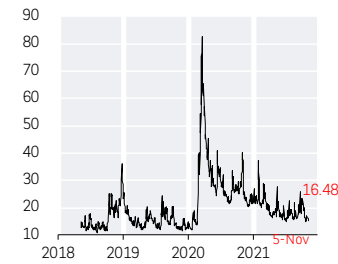
EUROSTOXX50



S&P500



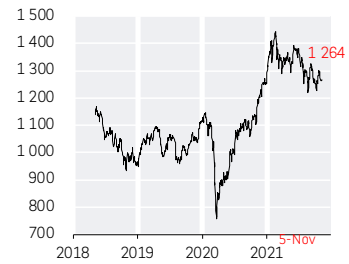
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



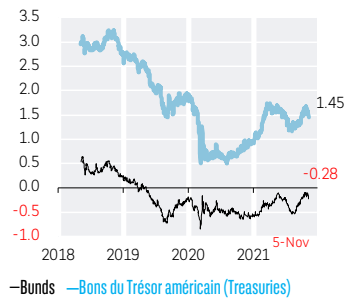
MSCI MONDE (USD)



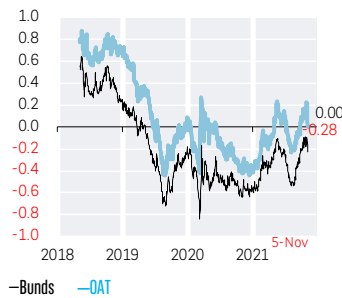
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

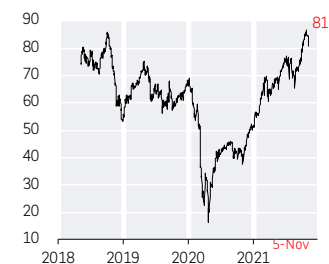


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 5-11, €

1.33%	Grèce	163 pb
0.83%	Italie	113 pb
0.41%	Espagne	70 pb
0.31%	Portugal	61 pb
0.00%	France	30 pb
-0.04%	Belgique	26 pb
-0.11%	Finlande	18 pb
-0.24%	Autriche	6 pb
-0.25%	Irlande	5 pb
-0.28%	Allemagne	2 pb
-0.30%	P-Bas	

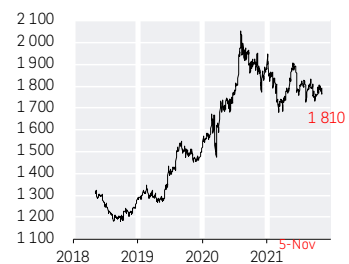
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



INDICES PMI : FLAMBÉE DES PRIX À LA PRODUCTION, RALENTISSEMENT DES PERSPECTIVES À L'EXPORTATION

Le PMI manufacturier mondial a légèrement progressé en octobre malgré un fléchissement aux États-Unis et un léger repli dans la zone euro. L'indice a affiché une baisse notable en France alors qu'il a évolué à la hausse en Italie. Il a également progressé au Japon. Les niveaux enregistrés dans les économies avancées restent très élevés tandis que la situation est plus contrastée dans les pays émergents. Il convient de noter une amélioration en Inde et un bond en Indonésie et au Vietnam. Le PMI mondial des services s'est inscrit en forte hausse en octobre, porté par une nette embellie aux États-Unis, tandis que les chiffres ont marqué le pas dans la zone euro, l'Allemagne et l'Italie accusant un repli. Au Royaume-Uni, en revanche, les chiffres ont été très robustes. À l'instar du PMI manufacturier, l'indice PMI des services a également fait mieux au Japon et encore plus en Inde. Le PMI composite mondial est ressorti en augmentation en octobre. En hausse aux États-Unis, l'indice a reculé dans la zone euro, où les plus mauvais résultats ont été enregistrés en Allemagne. Il s'est affiché en forte hausse au Royaume-Uni et en Inde et en progression également au Japon.

La composante « emploi » du PMI manufacturier s'est inscrite en léger mieux au niveau mondial mais elle a évolué à la baisse aux États-Unis tout en restant stable dans la zone euro. En hausse significative aux Pays-Bas et en Grèce, l'indice a affiché un ralentissement en Espagne. Les perspectives du marché du travail se sont nettement améliorées au Royaume-Uni. Comme le montrent les autres données PMI, la situation de l'emploi a connu une forte embellie en Indonésie et au Vietnam, mais à partir d'un niveau très bas. L'indice PMI global pour les commandes à l'exportation a quelque peu reflué en octobre pour se situer à présent proche de la barre des 50. Il a fortement décroché aux États-Unis. Dans la zone euro, l'indice s'est inscrit en retrait en Irlande, aux Pays-Bas et en Espagne et en progression en Italie. Il a enregistré une chute notable en Australie. Les perspectives à l'exportation ne sont pas très encourageantes dans de nombreux pays émergents, où les niveaux de l'indice sont inférieurs à 50, souvent depuis longtemps déjà. Le Vietnam a connu un redressement spectaculaire avec une envolée de l'indice de 27,4 à 51,5 en l'espace d'un mois à peine. La hausse des prix des intrants [manufacturiers] reste un problème majeur pour les entreprises, tous les pays, à l'exception de Singapour, de l'Arabie Saoudite et des Émirats arabes unis, se situant dans la zone rouge. L'indice mondial a grimpé en flèche en octobre. Il s'est stabilisé aux États-Unis mais il a considérablement augmenté dans la zone euro. Il a également enregistré une hausse significative en Chine. Dans le secteur des services, la hausse des prix des intrants est élevée mais stable au niveau mondial. Malgré une augmentation moins forte que celle des intrants manufacturiers, tous les pays, à l'exception de la Chine, se situent dans la zone rouge. L'accroissement des prix a été considérable dans la zone euro et les États membres pour lesquels les données sont disponibles. Ce fut également le cas au Royaume-Uni et, encore plus, en Australie. L'indice mondial des prix à la production manufacturière s'est envolé le mois dernier, sous l'effet des hausses enregistrées aux États-Unis et dans la zone euro. Il est ressorti en nette progression en Italie, aux Pays-Bas et, en particulier, en Grèce. Ce fut également le cas en Pologne.

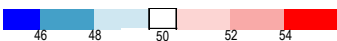
William De Vijlder

PMI MANUFACTURIER

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord										Europe							Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie						
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
déc-20	53.8	57.9	57.1	55.2	53.5	42.0	51.1	58.3	46.3	57.2	52.8	58.2	51.0	57.3	57.5	49.2	50.0	50.5	61.5	42.4	57.0	51.7	49.7	50.8	48.2	43.2	57.0	51.5	51.2	53.0	43.5	56.4	51.3	51.7	
janv-21	53.6	54.4	59.2	54.8	54.2	43.1	51.6	57.1	50.0	51.8	55.1	58.8	49.3	59.4	54.1	55.3	57.3	49.8	50.7	56.5	43.0	57.0	51.9	50.9	54.4	48.7	41.0	57.1	51.4	51.2	51.5	47.8	57.7	52.2	51.3
févr-21	54.0	54.8	58.6	57.9	58.3	46.4	56.1	60.7	49.4	52.0	56.9	59.6	52.9	61.3	55.1	58.8	54.4	51.4	60.5	58.4	44.2	56.5	53.4	51.5	51.7	49.3	42.2	53.9	54.6	50.6	50.9	50.2	57.5	50.9	51.6
mars-21	55.0	58.5	59.1	62.5	63.4	66.1	59.3	66.6	51.8	57.1	59.8	64.7	56.9	66.3	58.9	59.9	63.8	52.7	50.8	52.8	45.6	58.0	54.3	51.1	52.6	48.0	46.4	53.3	58.5	52.6	50.6	50.5	65.4	53.2	53.6
avr-21	55.9	57.2	60.5	62.9	64.7	67.3	58.9	66.2	54.4	60.8	60.7	67.2	57.7	69.5	60.9	61.7	58.1	53.6	50.9	52.3	48.4	58.9	53.7	50.4	50.4	47.7	47.1	55.2	58.1	52.7	51.9	50.3	55.5	54.6	54.7
mai-21	56.1	57.0	62.1	63.1	66.4	66.1	59.4	64.4	58.0	64.1	62.3	69.4	59.4	69.9	65.6	61.8	58.3	53.0	50.7	53.7	47.6	61.8	57.2	51.9	49.3	48.6	47.9	56.4	58.3	52.3	52.0	52.5	50.8	53.3	53.1
juin-21	55.5	56.5	62.1	63.4	67.0	66.0	59.0	65.1	58.6	64.0	62.2	68.8	60.4	66.7	63.9	63.2	59.8	52.4	50.8	56.4	48.8	62.7	59.4	49.2	51.3	49.9	47.5	56.4	57.5	52.2	51.3	51.4	48.1	53.5	44.1
juil-21	55.4	56.2	63.4	62.8	63.9	70.2	58.0	65.9	57.4	63.3	60.3	67.4	59.0	71.1	60.4	60.8	62.4	53.0	51.0	56.7	49.6	62.0	57.6	47.5	54.0	49.1	47.0	55.8	43.5	54.0	50.3	51.3	55.3	40.1	45.1
août-21	54.1	57.2	61.1	61.4	61.8	67.8	57.5	62.6	59.3	62.8	60.9	65.8	59.5	67.7	60.3	51.6	39.7	52.7	50.9	53.6	47.1	61.0	56.0	46.5	54.1	49.8	46.6	54.1	56.2	53.8	49.2	53.3	52.3	43.7	40.2
sept-21	54.1	57.0	60.7	58.6	62.8	65.8	55.0	58.4	58.4	60.3	59.7	62.0	58.1	68.1	57.1	51.2	51.4	51.5	50.8	54.4	48.6	58.0	53.4	49.8	52.5	48.9	46.9	58.6	54.7	53.3	50.0	51.7	53.7	52.2	40.2
oct-21	54.3	57.7	58.4	58.3	60.6	71.9	53.6	57.8	58.9	62.1	61.1	62.5	57.4	65.4	57.8	50.4	53.2	50.8	51.7	49.3	55.1	53.8	51.6	51.2	48.7	46.6	57.1	53.6	55.7	50.6	50.8	55.9	57.2	52.1	

PMI DES SERVICES

	MONDE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
déc-20	51.8	54.8	46.4	49.1	47.0	50.1	39.7	48.0	49.4	47.7	51.1	48.0	43.2	56.3	43.5	52.3	
janv-21	51.6	58.3	45.4	47.3	46.7	36.2	44.7	41.7	39.5	54.3	46.1	47.0	52.7	41.0	52.0	47.8	52.8
févr-21	52.8	59.8	45.7	45.6	45.7	41.2	48.8	43.1	49.5	55.8	46.3	47.1	52.2	42.2	51.5	50.2	55.3
mars-21	54.7	60.4	49.6	48.2	51.5	54.6	48.6	48.1	56.3	58.7	48.3	44.1	55.8	46.4	54.3	50.5	54.6
avr-21	57.1	64.7	50.5	50.3	49.9	57.7	47.3	54.6	61.0	61.0	49.5	42.9	55.2	47.1	56.3	50.3	54.0
mai-21	59.6	70.4	55.2	56.6	52.8	62.1	53.1	59.4	62.9	61.2	46.5	48.3	57.5	47.9	55.1	52.5	46.4
juin-21	57.4	64.6	58.3	57.8	57.5	63.1	56.7	62.5	62.4	57.8	48.0	53.9	56.5	47.5	50.3	51.4	41.2
juil-21	58.3	59.9	59.8	56.8	61.8	66.6	58.0	61.9	59.6	51.8	47.4	54.4	53.5	47.0	54.9	51.3	45.4
août-21	52.8	55.1	59.0	56.3	60.8	63.7	58.0	60.1	55.0	45.6	42.9	55.1	49.3	46.6	46.7	53.3	56.7
sept-21	53.8	54.9	58.4	56.2	56.2	63.7	55.5	56.9	55.4	45.7	47.8	54.6	50.5	46.9	53.4	51.7	55.2
oct-21	55.6	58.7	54.6	56.6	52.4	63.4	52.4	56.6	59.1	47.6	50.7	54.9	48.8	46.6	53.8	50.8	58.4



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



PMI MANUFACTURIER PRIX DES INTRANTS

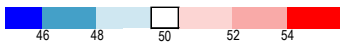
	Marchés développés																		Marchés émergents															
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie										
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	Pologne	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
déc-20	61.0	65.2	65.3	61.4	57.5	62.4	59.0	62.0	64.8	56.8	62.2	65.5	62.8	68.0	68.0	68.0	52.1	50.6	62.7	50.8	65.8	69.5	78.5	78.2	53.0	50.1	50.1	50.1	59.2	52.3	56.2	58.5	61.8	
janv-21	62.5	62.7	65.1	68.3	66.0	60.8	64.6	71.3	67.8	60.9	69.7	69.9	63.5	78.8	64.4	53.9	50.5	62.3	53.4	67.5	69.7	72.9	70.2	52.5	50.4	49.4	49.4	59.0	51.0	66.8	61.3	62.1		
févr-21	65.1	65.0	73.2	73.9	76.5	68.9	69.3	78.3	73.8	64.7	70.8	78.1	69.0	80.1	74.1	55.6	50.6	63.5	56.0	73.0	75.8	76.8	66.5	52.4	50.7	50.4	58.1	51.6	58.2	62.1	57.9			
mars-21	68.4	69.5	74.8	79.7	82.3	82.8	75.8	83.7	78.4	75.2	75.9	83.8	74.8	80.6	71.3	59.9	50.8	67.3	57.0	81.9	81.2	72.6	74.2	51.7	51.5	52.9	61.5	51.8	67.3	63.4	64.6			
avr-21	69.7	71.7	77.2	82.2	85.7	84.8	79.0	84.3	81.8	76.3	81.6	86.3	78.3	80.4	74.1	60.4	50.9	66.8	60.3	85.8	84.5	76.3	70.3	55.1	52.7	51.1	62.0	53.8	59.4	62.9	64.3			
mai-21	71.7	72.5	78.1	87.1	91.3	86.6	79.8	93.1	81.9	78.9	83.7	90.1	80.1	87.6	82.1	62.4	51.0	81.1	57.0	93.0	85.0	74.4	71.4	55.2	53.2	50.6	64.4	66.0	57.0	62.8	65.4			
juin-21	70.7	72.5	82.8	88.5	91.5	81.1	80.3	92.5	83.0	80.5	89.2	93.9	83.6	89.2	78.8	63.2	51.1	84.0	59.6	93.5	88.2	76.0	75.7	55.9	53.0	51.8	66.7	55.2	57.0	63.5	57.8			
juil-21	71.2	72.0	86.7	89.2	93.0	75.1	84.1	93.7	81.7	79.5	88.6	96.7	79.6	87.5	84.6	66.7	51.3	81.0	62.6	96.7	84.9	71.8	77.1	53.9	51.5	52.3	55.6	55.4	56.7	65.5	66.6			
août-21	70.3	77.2	87.5	87.0	88.1	83.8	80.3	93.0	78.8	74.6	84.1	93.5	80.7	86.4	81.3	64.5	51.4	79.1	59.4	89.1	79.4	65.8	70.0	57.9	51.4	52.0	56.2	55.3	56.3	66.2	65.7			
sept-21	71.2	77.4	87.0	86.9	90.2	79.0	85.5	90.3	89.6	82.9	82.3	87.8	82.7	84.4	78.1	68.0	51.7	78.1	55.3	86.5	78.1	65.0	70.2	59.3	52.5	51.4	58.6	57.3	57.5	65.7	66.0			
oct-21	74.4	77.3	86.9	89.5	91.5	70.7	88.4	91.3	92.3	87.8	86.6	91.2	87.7	87.4	81.8	70.4	51.8	77.6	62.9	88.5	80.8	63.7	74.8	64.5	52.6	51.1	65.1	56.7	60.3	69.5	67.5			

PMI SERVICES PRIX DES INTRANTS

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	CHINE	INDE
déc-20	58.3	64.7	53.1	51.9	55.8	54.8	50.9	51.8	57.1	51.4	66.5	60.4	55.3	55.2	
janv-21	58.9	66.9	53.2	52.2	53.7	54.2	52.5	54.9	54.5	62.6	50.6	65.2	57.9	54.9	
févr-21	60.4	70.1	53.2	49.7	53.2	56.5	55.6	56.2	58.6	64.4	50.2	63.8	63.8	55.6	57.1
mars-21	62.5	72.7	55.6	52.4	59.0	60.6	54.4	54.6	64.0	64.7	54.3	69.6	65.1	53.7	56.8
avr-21	63.2	73.3	57.6	55.6	60.5	59.9	52.6	60.2	64.9	69.7	54.0	69.3	62.2	54.5	57.8
mai-21	65.3	77.1	59.6	54.8	63.0	65.3	58.2	61.3	67.3	68.1	52.9	66.5	68.3	56.6	56.7
juin-21	64.1	74.2	63.2	56.0	70.0	66.5	60.0	64.4	71.8	65.4	52.5	67.5	62.4	50.9	56.5
juil-21	64.1	72.3	63.1	58.0	67.7	68.5	61.3	63.2	74.2	74.1	53.8	64.2	61.8	54.8	56.7
août-21	63.8	72.5	63.3	58.5	68.7	70.3	59.9	62.5	72.3	71.5	53.7	68.5	61.2	52.1	57.1
sept-21	65.2	74.1	65.2	63.9	67.9	70.8	60.9	65.2	73.5	64.5	54.0	73.2	63.1	53.0	55.7
oct-21	65.4	71.7	67.5	66.5	70.0	73.1	62.7	68.3	78.7	73.6	54.7	72.6	64.7	53.6	57.5

PMI MANUFACTURIER PRIX À LA PRODUCTION

	Marchés développés																		Marchés émergents															
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie										
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	Pologne	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
déc-20	54.5	59.0	58.6	52.6	50.8	43.6	51.8	52.2	49.7	51.9	52.0	60.1	53.5	55.2	55.2	50.1	69.5	46.1	51.8	51.5	60.6	63.6	50.8	51.3	50.5	49.2	49.2	47.4	51.1	52.4	52.4			
janv-21	55.0	55.8	60.4	62.2	51.4	45.1	52.1	51.3	50.3	54.5	52.4	55.9	53.5	57.9	51.1	51.1	68.5	45.9	51.5	57.2	59.3	60.6	50.5	52.6	50.3	49.4	47.1	53.1	51.7	51.8				
févr-21	55.7	56.3	60.6	56.5	55.7	41.3	52.8	57.4	55.1	56.9	58.1	59.2	54.5	61.2	51.0	51.9	73.0	46.7	52.1	61.9	66.3	64.2	50.3	52.1	50.9	49.2	47.7	52.2	53.7	51.6				
mars-21	59.3	61.6	69.1	60.9	60.8	67.0	58.3	62.8	61.2	58.1	59.9	63.3	58.5	63.7	51.9	51.9	73.3	46.7	58.7	66.0	65.3	62.1	50.4	58.3	49.0	49.5	49.7	52.0	53.1	54.6				
avr-21	59.8	63.3	68.0	64.3	62.4	67.8	63.8	64.4	64.6	62.8	65.5	66.7	62.6	65.3	51.4	51.4	77.2	48.6	61.6	69.0	67.1	61.8	51.8	56.2	50.7	51.1	49.3	54.2	52.9	56.9				
mai-21	62.6	65.9	70.9	69.1	67.9	69.7	65.8	70.6	66.3	64.6	72.0	70.4	65.1	68.3	51.5	51.5	76.5	47.5	65.5	73.8	66.9	62.3	51.3	50.8	51.0	49.8	52.7	53.3	51.5	58.0				
juin-21	60.8	64.9	70.9	71.1	68.4	65.4	66.4	73.7	69.5	66.3	71.6	77.1	67.1	73.2	51.6	51.6	72.5	49.3	68.7	76.2	66.2	66.4	51.0	54.6	51.1	50.1	52.5	52.1	52.9	50.8				
juil-21	60.3	65.2	72.8	71.9	73.2	70.3	66.8	75.1	64.9	68.9	72.6	77.1	63.9	73.1	53.3	53.3	69.5	50.0	72.6	72.6	61.1	64.7	50.7	55.1	51.9	50.4	52.1	51.7	53.2	53.6				
août-21	60.1	65.1	73.2	68.6	69.0	61.3	61.6	72.6	61.0	66.0	68.1	72.4	62.7	71.6	54.4	54.4	69.3	49.5	72.6	72.0	62.3	61.1	54.4	52.0	53.1	49.6	54.8	52.3	53.5	53.9				
sept-21	60.9	67.7	73.9	70.4	73.0	58.4	66.7	73.3	67.7	69.3	68.4	74.9	64.8	71.9	54.9	54.9	66.3	48.6	70.6	71.4	57.2	61.6	52.2	50.9	51.1	48.7	53.7	52.0	54.3	51.3				
oct-21	63.7	67.1	76.4	72.6	73.3	76.8	66.1	75.6	77.2	70.2	71.5	78.4	68.8	74.2	56.6	56.6	67.2	51.0	71.8	75.2	58.5	67.2	54.8	51.3	53.7	49.0	53.1	52.3	54.0	54.7				



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



ALLEMAGNE : UNE ÉVOLUTION PRÉOCCUPANTE

L'économie allemande a poursuivi son redressement au troisième trimestre, avec une progression du PIB de 1,8 % par rapport aux trois mois précédents. La croissance s'explique principalement par la hausse des dépenses de consommation, liée à l'amélioration de la situation sur le marché d'emploi et à la poursuite de l'assouplissement des mesures sanitaires. Cependant, comme le montre notre Baromètre, ce contexte favorable ne devrait pas durer : sur la période août-octobre (zone en bleu) la situation s'est dégradée par rapport au trimestre précédent (zone délimitée par la ligne en pointillés).

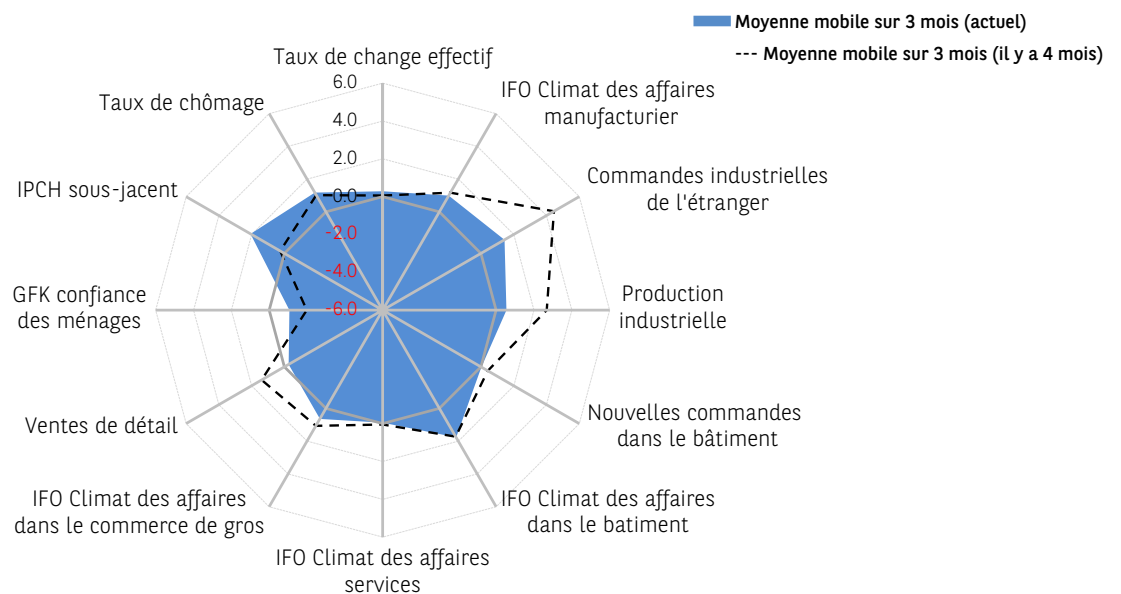
Deux importants facteurs menacent la reprise. Premièrement, les problèmes liés à l'offre freinent manifestement la production dans l'industrie manufacturière et le secteur des services. En août, les commandes industrielles ont fortement chuté. Elles se maintiennent toutefois bien au-dessus du niveau enregistré avant la crise. La production industrielle, en revanche, reste bien en-deçà des niveaux antérieurs à la crise, en partie sous l'effet de la pénurie mondiale de semi-conducteurs. D'après les enquêtes européennes de conjoncture trimestrielle, la quasi-totalité des entreprises allemandes a cité, en octobre, la pénurie de biens intermédiaires comme un facteur limitatif important de la production. De plus, les entreprises manufacturières signalent des difficultés de recrutement encore plus grandes qu'avant la crise. Le secteur des services peine également à recruter du personnel depuis la levée de la plupart des restrictions sanitaires.

Deuxième facteur, la hausse de l'inflation. Comme le montre le graphique, l'inflation sous-jacente a été nettement plus élevée sur la période août-octobre qu'au cours des trois mois précédents, une évolution qui s'explique principalement par le rétablissement des anciens taux de TVA au 1er janvier 2021. Le renchérissement du coût de l'énergie, qui ampute le budget des ménages juste avant le début de l'hiver, pose un problème plus sérieux. Pour autant, la confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée sur la période août-octobre par rapport aux trois mois précédents. Cela pourrait rapidement changer car les anticipations économiques des ménages comme celles relatives aux revenus sont ressorties en net repli en octobre.

Dans un tel contexte, il est important que l'Allemagne se dote rapidement d'un nouveau gouvernement. Les négociations sont en cours entre le SPD (sociaux-démocrates), les Verts et les libéraux du FDP pour former le prochain gouvernement de coalition. Ces tractations pourraient traîner en longueur en raison des importantes divergences que les trois partis doivent aplanir. Cependant, le temps presse : la croissance économique ralentit et le nombre de nouveaux cas de Covid-19 augmente.

Raymond Van Der Putten

ALLEMAGNE : 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 : LES BONS CHIFFRES DU TROISIÈME TRIMESTRE

La première estimation de la croissance française au T3 2021 a réservé une bonne surprise : le rebond du PIB a atteint 3 % t/t, dépassant nettement nos attentes (2,2 %) ainsi que celles de la Banque de France (2,3 %) et de l'INSEE (2,7 %). De plus, la croissance du T2 a été rehaussée de 0,2 point, à 1,3 %. Avec un trimestre d'avance, le PIB français retrouve ainsi quasiment son niveau d'avant crise du T4 2019. Et l'acquis de croissance s'élève à 6,6 %. En moyenne sur 2021, la croissance sera donc très certainement supérieure aux prévisions (6,25% pour le gouvernement, 6,3 % pour la nôtre)¹.

Cette forte croissance au T3 s'appuie sur le rebond marqué de la consommation des ménages (5%) et des administrations publiques (3%) ainsi que sur la contribution très positive du commerce extérieur (0,6 point de pourcentage), due à la forte progression des exportations (2,3 %) combinée à une quasi-stagnation des importations (0,1 %). Cette dernière apparaît comme le miroir de la contribution très négative des variations de stocks (-0,9 point), les deux évolutions portant probablement la trace des difficultés actuelles d'approvisionnement. La quasi-stagnation de l'investissement (-0,1%) est la mauvaise surprise du T3. Elle est due à l'investissement des entreprises non financières (-0,1 %) et des administrations publiques (-1%), celui des ménages restant en hausse (0,8 %). Le point positif est que le dynamisme de l'investissement en services marchands résiste (1,6 %) mais il est contrebalancé par le recul de l'investissement en produits manufacturés (-2 %) et en construction (-0,3 %). Cette contre-performance peut être vue comme un simple contrecoup après un T2 très fort. Les déterminants de l'investissement restent favorables. Mais c'est tout de même un point d'attention car on y peut aussi éventuellement y voir un signe des difficultés d'approvisionnement et de recrutement et de la poussée d'inflation.

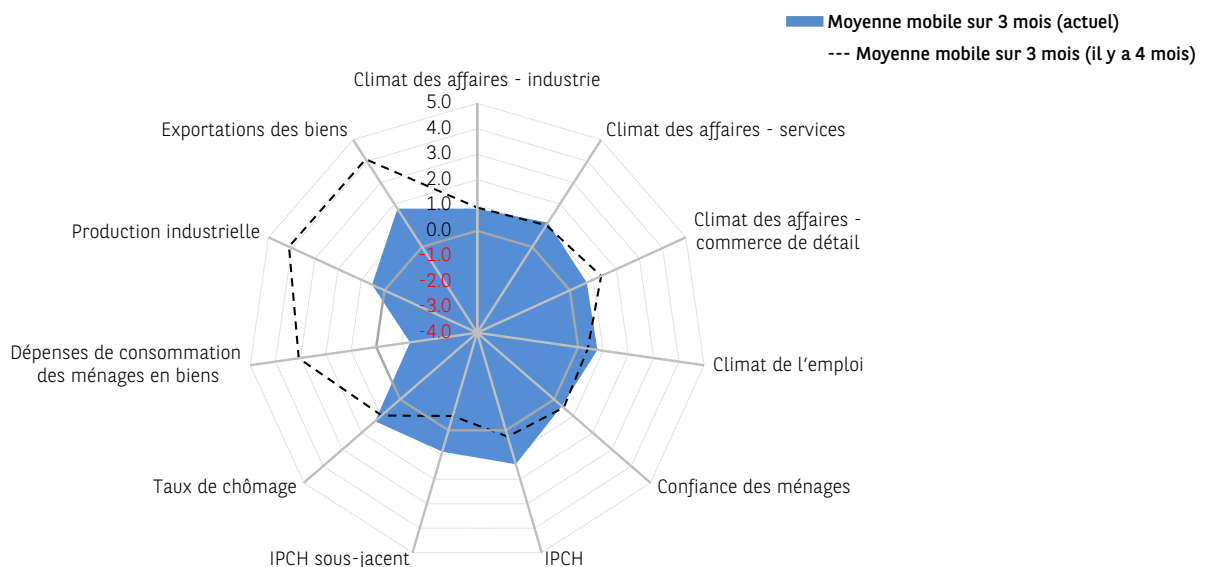
Selon la première estimation de l'INSEE, l'emploi salarié privé au T3 a progressé à un rythme plus normal de 0,5 % t/t (96 000 créations), très inférieur à celui du T2 (1,4 %) et à la croissance du PIB, à la limite de la déception après la série de surprises favorables sur cet indicateur. Selon les critères d'avant-crise, un tel chiffre aurait toutefois été jugé très bon et correspond à un rythme vraiment soutenu de créations d'emploi. On peut aussi voir d'un bon œil le redressement sous-jacent de la productivité du travail par tête. Ces bons chiffres de l'emploi s'ajoutent à ceux des demandeurs d'emploi en catégorie A, dont la forte baisse au T3 (-5,5 % t/t) entraîne avec elle celle des demandeurs d'emploi toutes catégories confondues (-0,8 %).

Comment se présente le T4 ? Avant même l'accentuation, ces derniers mois, des contraintes d'offre et des pressions inflationnistes, les perspectives de croissance s'annonçaient moins fortes, l'effet de rebond mécanique du T3 se dissipant. Il faut désormais s'attendre à ce que le soufflé de la croissance retombe encore un peu plus. Mais si les risques baissiers se sont accrus, il existe aussi des éléments amortisseurs, dont les mesures dédiées de soutien au pouvoir d'achat (chèques énergie, bouclier tarifaire, indemnité inflation). Le T3 s'est certes terminé sur une note négative pour les dépenses de consommation des ménages en biens (-0,2 % m/m en septembre) et, plus encore, la production industrielle (-1,3 % m/m). C'est visible sur notre Baromètre : la zone en bleu est très nettement en rétraction par rapport à la zone délimitée par le pointillé. Mais le signal reste positif pour le premier mois du T4 au regard des enquêtes sur le climat des affaires pour octobre.

Hélène Baudchon

¹ Il faudrait une contraction trimestrielle du PIB de l'ordre de 1% au T4 pour faire retomber à 6,3% la moyenne annuelle, un scénario improbable.

FRANCE : 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 +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.



LE NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 REPART FORTEMENT À LA HAUSSE EN EUROPE

Après une tendance baissière de près de deux mois, les chiffres de la pandémie de Covid-19 repartent à la hausse dans le monde. Trois millions de nouveaux cas ont été enregistrés entre le 27 octobre et le 2 novembre, soit une hausse de 3,2% par rapport à la semaine précédente. L'ensemble des régions du monde est concerné, l'Europe se distinguant avec une hausse de 11,8% nettement plus importante (graphique 1) : 1,54 million de nouveaux cas sur un total mondial de 3 millions a été signalé en Europe (soit 51% du chiffre global). Le plus grand nombre de nouveaux cas a été observé en Russie (281 042), tandis que le Royaume-Uni en a totalisé 275 078, l'Ukraine 153 353, l'Allemagne 134 891 et la Roumanie 73 463. On note aussi une hausse des nouvelles infections aux Pays-Bas, en Belgique et en France. Par ailleurs, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde mais les disparités restent importantes entre les pays développés (72% de la population ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la Covid-19) et les pays à faible revenu (3,9%) (graphique 2).

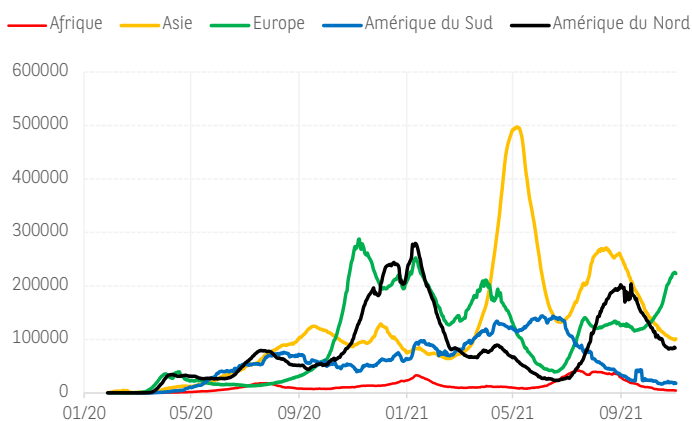
La fréquentation des commerces et des lieux de loisirs dépasse à peine son niveau pré-pandémique en Belgique, alors qu'elle reste en-deçà de ce niveau avec une orientation à la baisse en France, en Italie, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, même si une légère hausse a été constatée tout dernièrement. En revanche, au Japon, elle continue sa dynamique favorable. Aux États-Unis, une stabilisation de la tendance de la fréquentation se dessine. (graphique 3, courbe bleue).

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

Tarik Rharrab

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

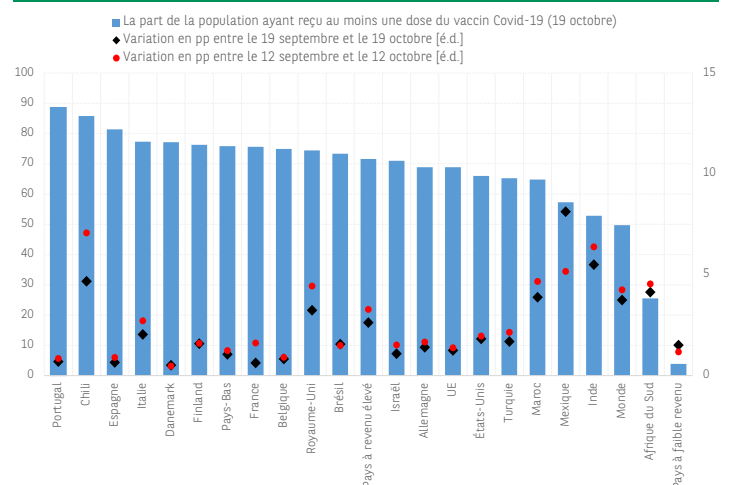
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (03/11/2021), BNP PARIBAS

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



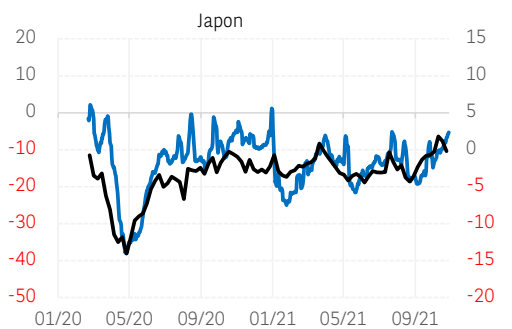
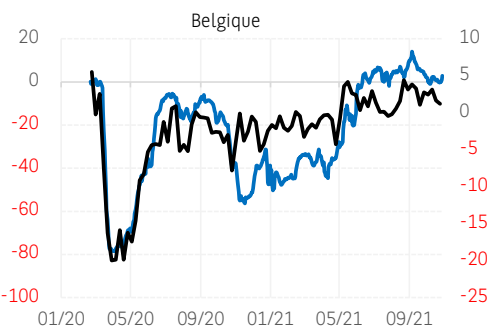
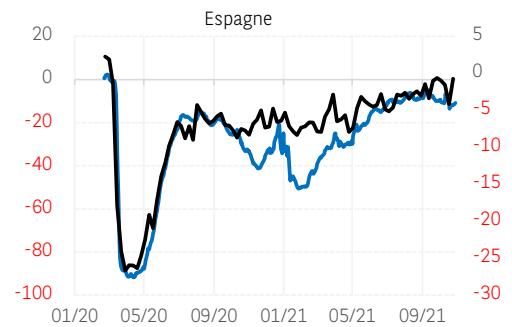
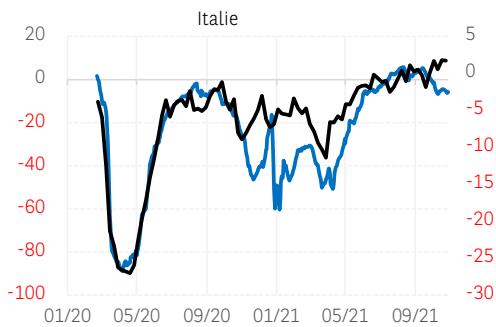
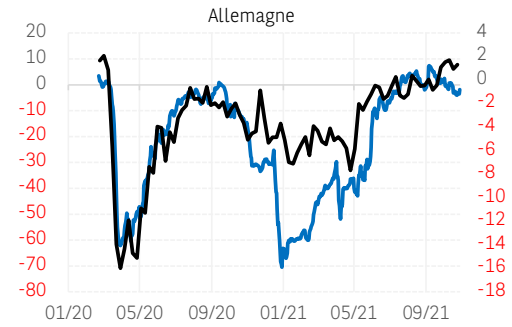
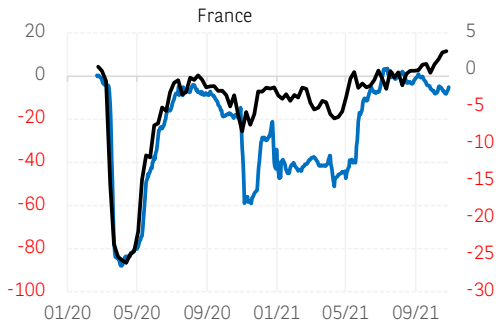
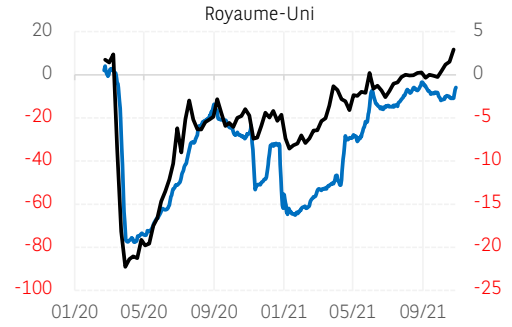
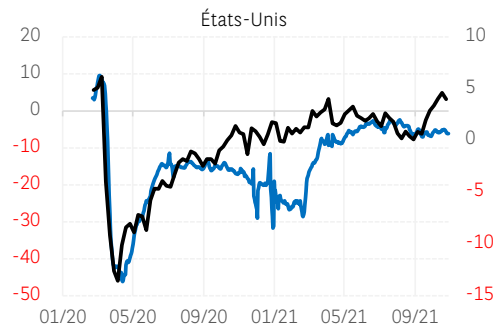
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 03/11/2021), 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.]

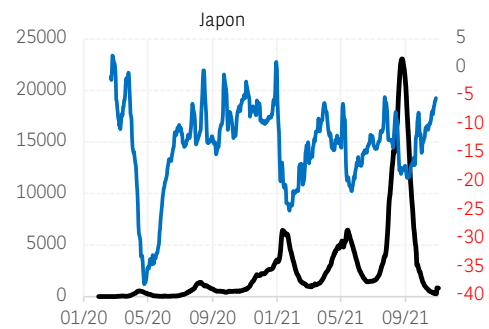
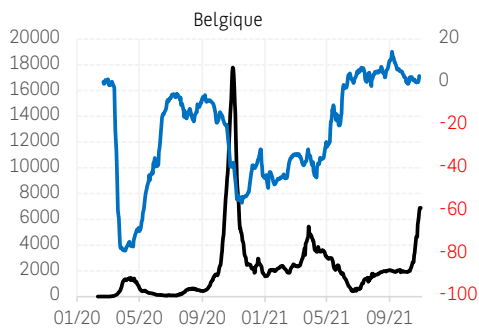
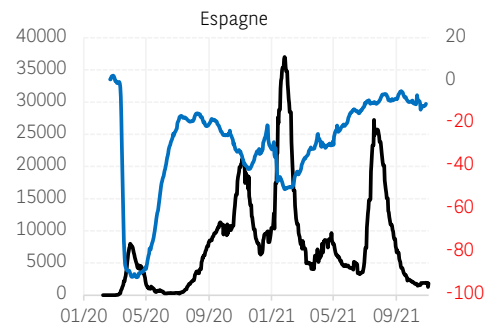
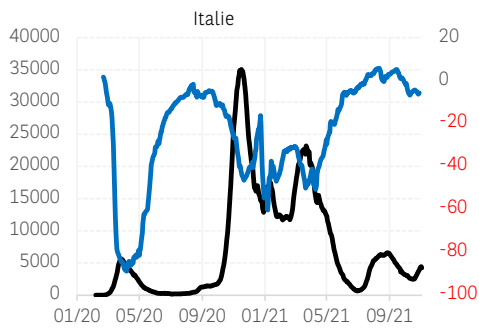
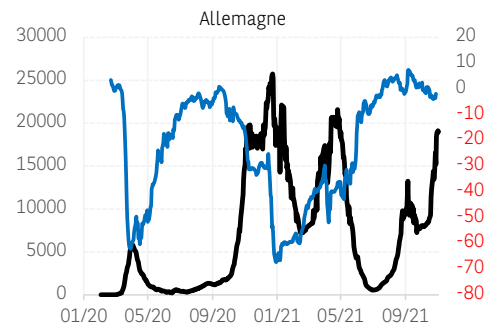
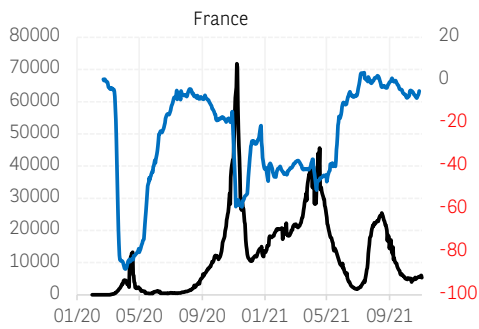
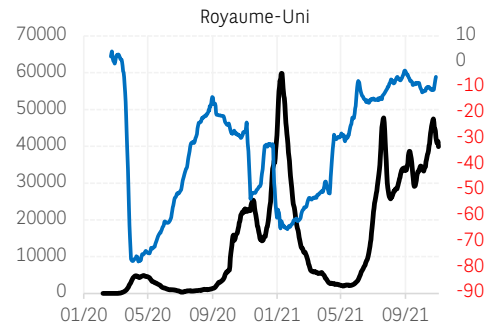
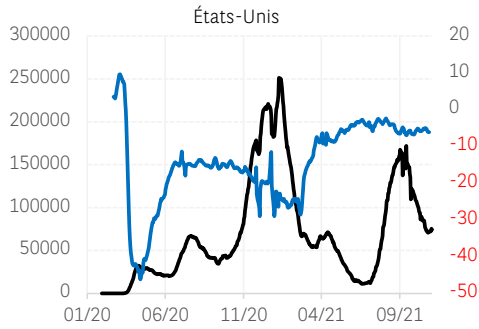


SOURCES : OCDE (03/11/2021), GOOGLE (03/11/2021), BNP PARIBAS



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 (03/11/2021), GOOGLE (03/11/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

13

ÉTATS-UNIS

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

CHINE

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

ZONE EURO

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

FRANCE

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

TAUX & CHANGES

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

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

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

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

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

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

CROISSANCE ET INFLATION

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

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

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

Taux de change

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

Pétrole

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

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

14

DERNIERS INDICATEURS

Pour des commentaires détaillés sur les indices PMI, le lecteur est invité à consulter le Baromètre de cette semaine. Pour ce qui concerne les autres données, l'indice ISM du secteur manufacturier américain a légèrement diminué, mais dans une moindre proportion qu'escompté. Cependant, l'indice des prix payés a augmenté beaucoup plus que prévu, tandis que celui des nouvelles commandes a déçu en marquant une baisse significative. L'indice de l'emploi, quant à lui, s'est amélioré plus que prévu. L'indice ISM des services a enregistré un bond, dépassant largement les prévisions du consensus. Dans la zone euro, le taux de chômage a légèrement baissé et, contrairement aux prévisions, les ventes de détail mensuelles ont diminué. L'inflation des prix à la production continue d'augmenter pour atteindre 16,0 % sur une base annuelle en septembre. En France, la croissance de la masse salariale du secteur privé a ralenti au troisième trimestre. Le FOMC a annoncé qu'il réduirait le rythme des achats de titres, toutefois les marchés ayant anticipé ce « tapering », il n'y a eu aucun impact. Le message sur le taux d'intérêt officiel n'a pas évolué : les conditions n'étant pas remplies pour justifier une hausse des taux. Aux États-Unis, les chiffres de la masse salariale non agricole se sont révélés robustes, dépassant les attentes en raison de la création considérable d'emplois dans le secteur privé. En outre, les chiffres des mois précédents ont été revus à la hausse. Le taux de chômage a légèrement diminué alors que le taux d'activité est resté stable.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
01/11/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	53,2	53,0
01/11/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Oct.	50,0	50,6	50,0
01/11/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	53,5	53,6	53,5
01/11/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Oct.	58,2	57,8	58,2
01/11/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	58,5	58,3	58,5
01/11/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	57,7	57,8	57,7
01/11/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Oct.	60,5	60,8	61,1
01/11/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Oct.	82,0	85,7	81,2
01/11/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Oct.	64,2	59,8	66,7
01/11/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Oct.	51,0	52,0	50,2
01/11/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Oct.	59,2	58,4	59,2
02/11/2021	États-Unis	Ventes globales de véhicules (Wards)	Oct.	12,50m	12,99m	12,18m
03/11/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7	50,7
03/11/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Oct.	--	50,7	50,7
03/11/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Oct.	--	51,5	51,4
03/11/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Oct.	53,1	53,8	53,4
03/11/2021	Royaume-Uni	Prix du logement	Oct.	9,2%	9,9%	10,0%
03/11/2021	France	PMI des services (Markit)	Oct.	56,6	56,6	56,6
03/11/2021	France	PMI composite (Markit)	Oct.	54,7	54,7	54,7
03/11/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Oct.	52,4	52,4	52,4



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
03/11/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Oct.	52,0	52,0	52,0
03/11/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Oct.	54,7	54,6	54,7
03/11/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Oct.	54,3	54,2	54,3
03/11/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Oct.	58,0	59,1	58,0
03/11/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Oct.	56,8	57,8	56,8
03/11/2021	Zone euro	Taux de chômage	Sept.	7,4%	7,4%	7,5%
03/11/2021	États-Unis	ISM des services	Oct.	62,0	66,7	61,9
03/11/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	0,8%	0,8%
03/11/2021	États-Unis	Livraison de biens d'équipement civils hors aéronautique	Sept.	--	1,4%	1,4%
03/11/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Oct.	58,2	58,7	58,2
03/11/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Oct.	--	57,6	57,3
03/11/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Nov.	0,0%	0,0%	0,0%
04/11/2021	Allemagne	PMI du bâtiment (Markit)	Oct.	--	47,7	47,1
04/11/2021	Royaume-Uni	Nouvelles immatriculations voitures g.a.	Oct.	--	-24,6%	-34,4%
04/11/2021	Royaume-Uni	PMI bâtiment (Markit/CIPS)	Oct.	52,0	54,6	52,6
04/11/2021	Zone euro	IPP m/m	Sept.	2,3%	2,7%	1,1%
04/11/2021	Zone euro	IPP g.a.	Sept.	15,4%	16,0%	13,4%
04/11/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Nov.	0,1%	0,1%	0,1%
04/11/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	275k	269k	283k
04/11/2021	États-Unis	Coûts unitaires du travail	T3	7,0%	8,3%	1,1%
05/11/2021	France	Emploi dans le secteur privé t/t	T3	0,6%	0,5%	1,4%
05/11/2021	France	Salaires t/t	T3	0,5%	0,3%	0,3%
05/11/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Sept.	0,2%	-0,3%	1,0%
05/11/2021	Zone euro	Ventes de détail g.a.	Sept.	1,5%	2,5%	1,5%
05/11/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Oct.	450k	531k	312k
05/11/2021	États-Unis	Taux de chômage	Oct.	4,70%	4,60%	4,80%
05/11/2021	États-Unis	Salaires horaires moyens	Oct.	4,90%	4,90%	4,60%
05/11/2021	États-Unis	Taux d'activité	Oct.	61,70%	61,60%	61,60%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

16

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, les chiffres de l'inflation seront publiés aux États-Unis, en Chine et en Allemagne. La publication du PIB du troisième trimestre et de ses composantes est attendue au Royaume-Uni. En termes de données d'enquête, l'attention se portera sur l'enquête EcoWatchers au Japon, l'enquête ZEW en Allemagne et dans la zone euro, le sentiment industriel de la Banque de France et le sentiment de l'Université du Michigan. La BCE publiera son bulletin économique. Enfin, il est important de noter que la Commission européenne communiquera ses nouvelles prévisions.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
09/11/2021	Japon	Eco Watchers Survey Current SA	Oct.	--	42,1
09/11/2021	Japon	Eco Watchers Survey Outlook SA	Oct.	--	56,6
09/11/2021	Allemagne	ZEW Survey Expectations	Nov.	--	22,3
09/11/2021	Allemagne	ZEW Survey Current Situation	Nov.	--	21,6
09/11/2021	Zone euro	ZEW Survey Expectations	Nov.	--	21
09/11/2021	États-Unis	NFIB Small Business Optimism	Oct.	--	99,1
09/11/2021	États-Unis	PPI Final Demand YoY	Oct.	--	8,60%
09/11/2021	États-Unis	PPI Ex Food and Energy YoY	Oct.	--	6,80%
10/11/2021	Chine	CPI YoY	Oct.	--	0,70%
10/11/2021	Chine	PPI YoY	Oct.	--	10,70%
10/11/2021	Japon	Machine Tool Orders YoY	Oct.	--	71,90%
10/11/2021	Allemagne	CPI EU Harmonized MoM	Oct.	--	0,50%
10/11/2021	Allemagne	CPI EU Harmonized YoY	Oct.	--	4,60%
10/11/2021	États-Unis	Initial Jobless Claims	Nov.	--	--
10/11/2021	États-Unis	CPI YoY	Oct.	5,80%	5,40%
10/11/2021	États-Unis	CPI Ex Food and Energy YoY	Oct.	4,20%	4,00%
10/11/2021	France	Bank of France Ind. Sentiment	Oct.	--	100
11/11/2021	Royaume-Uni	GDP QoQ	T3	--	5,50%
11/11/2021	Royaume-Uni	Private Consumption QoQ	T3	--	7,20%
11/11/2021	Royaume-Uni	Government Spending QoQ	T3	--	8,10%
11/11/2021	Royaume-Uni	Gross Fixed Capital Formation QoQ	T3	--	0,80%
11/11/2021	Royaume-Uni	Exports QoQ	T3	--	6,20%
11/11/2021	Royaume-Uni	Imports QoQ	T3	--	2,40%
11/11/2021	Royaume-Uni	Total Business Investment QoQ	T3	--	4,50%
11/11/2021	Zone euro	ECB Publishes Economic Bulletin			
11/11/2021	Zone euro	EU Commission Economic Forecasts			
11/11/2021	Zone euro	Industrial Production SA MoM	Sept.	--	-1,60%
12/11/2021	États-Unis	JOLTS Job Openings	Sept.	--	10439k
12/11/2021	États-Unis	U. of Mich. Sentiment	Nov.	72	71,7
12/11/2021	États-Unis	U. of Mich. Current Conditions	Nov.	--	77,7
12/11/2021	États-Unis	U. of Mich. Expectations	Nov.	--	67,9
12/11/2021	États-Unis	U. of Mich. 1 Yr Inflation	Nov.	--	4,80%
12/11/2021	États-Unis	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	Nov.	--	2,90%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

17

Durcissement monétaire dans les pays émergents	EcoTVWeek	5 novembre 2021
Stabilisation de l'encours des prêts garantis par l'État (PGE)	Graphique de la Semaine	3 novembre 2021
Etats-Unis : Faut-il s'inquiéter de la confiance des ménages américains ?	EcoWeek	29 octobre 2021
Commerce international : les perturbations des échanges restent fortes	EcoTVWeek	29 octobre 2021
Dépense en énergie : quel poids dans la consommation des ménages européens ?	Graphique de la Semaine	27 octobre 2021
Le marathon de la réforme de la gouvernance économique de l'Union européenne	EcoWeek	25 octobre 2021
France, budget 2022 : réduction mécanique du déficit	EcoFlash	22 octobre 2021
À propos de la hausse des prix de l'énergie	EcoTVWeek	22 octobre 2021
Tensions inflationnistes dans les pays émergents	Graphique de la Semaine	20 octobre 2021
Global : Risques associés à une inflation transitoire mais élevée	EcoWeek	18 octobre 2021
Inquiétudes sur la répartition des risques	EcoTVWeek	15 octobre 2021
États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques	Chart of the Week	13 octobre 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	12 octobre 2021
Global : Market timing, borne zéro et assouplissement quantitatif	EcoWeek	11 octobre 2021
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	8 octobre 2021
Inde : consolidation en cours	EcoTVWeek	8 octobre 2021
Zone euro : l'inflation au plus haut depuis 2008	Graphique de la semaine	6 octobre 2021
Global : La mauvaise inflation brouille les perspectives économiques	EcoWeek	4 octobre 2021
Dégradation des finances publiques en Colombie : Pourquoi et doit-on s'en inquiéter ?	EcoTVWeek	1 octobre 2021
Inde : légère consolidation budgétaire	Graphique de la semaine	29 septembre 2021
Désynchronisation monétaire : un casse-tête en perspective ?	EcoWeek	27 septembre 2021
Économie mondiale : Le surcroît de dépôts créés ne va pas s'évaporer	EcoTVWeek	24 septembre 2021
Espagne : le chemin tortueux vers une réindustrialisation	EcoConjoncture	23 septembre 2021







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