

2-3

ÉDITORIAL

Va-t-on vers une reconnexion entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation ?

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

Zone euro : embellie conjoncturelle dans un contexte de résurgence épidémique

Japon : le secteur manufacturier va mieux mais celui des services reste inquiet

Mobilité : Hétérogénéité des données à haute fréquence

10

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-12

CALENDRIER

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

13

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

VA-T-ON VERS UNE RECONNEXION ENTRE LA CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE ET L'INFLATION ?

Depuis la Grande récession, la base monétaire a considérablement augmenté dans plusieurs économies avancées du fait de la constitution de réserves bancaires auprès des banques centrales. Cependant, cela ne s'est pas accompagné d'un rebond significatif de l'inflation comme ce fut le cas par le passé. Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008-2009, la demande de réserves de banque centrale, émanant du système bancaire, s'est nettement accrue en raison de l'état critique de l'économie et du marché monétaire. Les nouvelles règles concernant la liquidité bancaire ont également joué un rôle. Par la suite, l'assouplissement quantitatif a provoqué une augmentation des réserves à l'initiative des banques centrales. À terme, avec le redressement de l'économie, le lien entre croissance de la masse monétaire et inflation pourrait se rétablir sous l'effet de l'accélération de la circulation de la monnaie ou celle de la croissance de la demande de crédit. Les banques centrales disposent des moyens nécessaires pour y faire face. Les marchés d'actifs, en revanche, pourraient être moins à l'aise avec cette perspective.

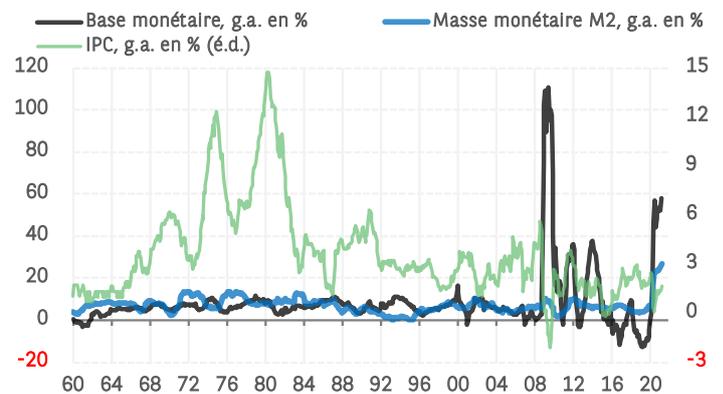
Pourquoi l'expansion massive de la taille du bilan des banques centrales, dans certains pays développés, n'est pas parvenue à faire remonter l'inflation ? Cette question récurrente traduit le sentiment selon lequel l'élargissement de la base¹ et des agrégats monétaires conduit inévitablement à une hausse de l'inflation. Peut-être s'agit-il là d'une question de bon sens : dans un système monétaire fiduciaire, la monnaie est créée « à partir de rien » de sorte qu'en cas de forte création monétaire et d'utilisation de cette monnaie pour l'achat de biens, il peut y avoir une augmentation de l'inflation. Ce sentiment pourrait aussi découler de la littérature consacrée aux épisodes d'hyperinflation, comme en Allemagne sous la République de Weimar ou, plus récemment, dans certains pays en développement. Les économistes connaissent bien cette déclaration faite par Milton Friedman en 1970 : « *l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est et qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production* »². Cela a été confirmé par la recherche empirique menée par Robert Lucas, prix Nobel 1995 : « *La prévision selon laquelle les prix réagissent de manière proportionnelle aux variations de la masse monétaire à long terme ... a été amplement confirmée — et je dirais même de manière décisive — par les données maintes fois recueillies et dans maints endroits différents* »³.

Les choses ont évolué depuis le milieu des années 1990 : l'accroissement considérable de la base monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro depuis la Grande récession n'a pas entraîné une augmentation significative de l'inflation. Dans l'explication de cette déconnexion, l'origine de la constitution des réserves joue un rôle fondamental. En temps normal, la croissance des réserves de banque centrale est déterminée par la demande des banques, laquelle

dépend à son tour de l'évolution de leurs engagements à court terme (dépôts et titres de créance d'une durée résiduelle inférieure ou égale à deux ans)⁴. Pour le système bancaire dans son ensemble, la croissance des dépôts est largement dictée par celle du crédit bancaire (« le crédit crée les dépôts »), ce qui signifie que le multiplicateur monétaire – rapport entre la monnaie au sens large et la base monétaire – est plutôt stable.

Après la crise financière mondiale de 2008-2009, les marchés monétaires ne fonctionnaient plus correctement et de nombreuses banques étaient confrontées à des pressions sur la liquidité de sorte que les banques centrales ont dû réagir en fournissant d'abondantes

ÉTATS-UNIS : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION



SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BLS, BNP PARIBAS

1 Par « monnaie » on entend la base monétaire ou « monnaie centrale ». Cela correspond aux billets et pièces de monnaie en circulation et aux réserves bancaires détenues auprès de la banque centrale.

2 Milton Friedman, *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, 1970.

Source: <https://onlinelibrary.wiley.com>.

3 Robert E. Lucas Jr., *Monetary neutrality*, Discours du prix Nobel, 7 décembre 1995, www.nobelprize.org.

4 *La base monétaire, la monnaie au sens large et l'APP*, Bulletin économique de la BCE, numéro 6 / 2017.

Il pourrait y avoir rétablissement de la relation entre croissance de la masse monétaire et inflation, mais une vraie dérive de celle-ci nécessiterait le consentement des banques centrales.



réerves : « *l'expansion de la monnaie centrale a été essentielle pour empêcher les ventes d'actifs précipitées et un resserrement du crédit susceptible d'avoir de graves conséquences pour l'économie réelle* »⁵. La demande de réserves de banque centrale, émanant des banques commerciales, n'était pas motivée par un redressement économique ou de la demande de crédit, mais plutôt par une forte incertitude quant aux perspectives économiques, le mauvais fonctionnement du marché interbancaire et les nouvelles règles concernant la liquidité bancaire⁶. Il en a été ainsi aux États-Unis : « *Au lieu d'accorder des prêts, les banques préféreraient la sécurité liée à la détention de réserves auprès de la Fed, compte tenu des difficultés économiques et des risques qui en découlent*⁷. Le coût d'opportunité lié à la détention de réserves est faible tandis que les risques encourus au titre du prêt ou de l'investissement dans d'autres actifs semblent élevés. Par conséquent, à des taux proches de zéro, la demande de réserves peut être extrêmement élastique »⁸.

De plus, l'introduction de l'assouplissement quantitatif a provoqué une augmentation des réserves et des dépôts bancaires, induite par l'offre. Lorsqu'une banque centrale réalise des achats d'actifs, les banques commerciales interviennent en qualité d'intermédiaires entre la banque centrale et le détenteur des obligations rachetées, entraînant un accroissement de l'actif (réserves) et du passif (dépôts des clients) au bilan des banques. Les réserves sont injectées dans le système bancaire à l'initiative de la banque centrale. Celle-ci est en mesure de le faire en payant un prix suffisamment attractif pour les actifs qu'elle souhaite acquérir. La création de réserves, par le biais de l'assouplissement quantitatif (QE), n'a, à l'origine, rien à voir avec la hausse de la demande de crédit. Il vise à déclencher plusieurs mécanismes de transmission afin de stimuler la croissance économique : effets de confiance, effets de signal (« les taux directeurs actuels seront maintenus pendant une longue période »), baisse des rendements des obligations d'État via la réduction de la prime de terme, contraction des spreads des obligations d'entreprises, effets de richesse, fléchissement de la monnaie. Le QE peut également inciter les banques à accorder davantage de crédits pour améliorer le rendement de leurs actifs, dont le volume a augmenté sous l'effet de l'assouplissement quantitatif. Nombre de ces canaux n'ont qu'un impact très indirect sur la croissance et l'inflation ; ils fournissent une explication monétaire à la relation très distendue entre la masse monétaire et l'évolution des prix.

Doit-on s'inquiéter du rétablissement possible d'une relation entre ces deux variables ? Non, bien au contraire, une telle évolution serait la bienvenue. Elle signifierait que les agents économiques utilisent leurs dépôts pour financer les dépenses et que la monnaie circule donc plus rapidement. Cette augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie serait le signe d'une amélioration de l'environnement

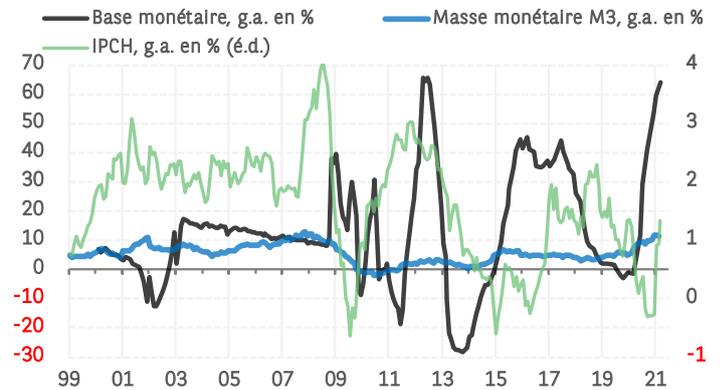
5 BCE (2017)

6 Il s'agit du ratio de liquidité à court terme (LCR). Auparavant, les réserves bancaires correspondaient plus ou moins aux réserves obligatoires des banques auprès de la banque centrale. Ces réserves ont considérablement augmenté depuis la mise en place du LCR. « *Le LCR a pour objectif de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité (HQLA, High Quality Liquid Assets) non grevés pouvant être convertis en liquidités, facilement et immédiatement, sur des marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours calendaires* » (source : BRI, Bâle III : Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité, Janvier 2013).

7 Lorsque la conjoncture économique est mauvaise, les banques peuvent choisir de ne pas utiliser leurs réserves pour accorder davantage de crédits, entraînant une baisse du multiplicateur monétaire.

8 John C. Williams, *Monetary policy, money and inflation*, présentation à la Western Economic Association, 2 juillet 2012.

ZONE EURO : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION



SOURCES : ZONE EURO : MASSE MONÉTAIRE ET INFLATION

économique ainsi que des perspectives. En cas de légère remontée consécutive de l'inflation, les banques centrales en seraient également soulagées, eu égard aux niveaux actuels de hausse des prix par rapport à leur objectif d'inflation. Une amélioration de la situation économique pourrait aussi stimuler la demande de crédit, à laquelle les banques bien capitalisées s'empresseraient de répondre compte tenu du niveau élevé de leurs réserves excédentaires auprès de la banque centrale. S'il devait en découler une inquiétude concernant une remontée trop rapide de l'inflation, les banques centrales seraient parfaitement en mesure d'y répondre en recourant à l'orientation prospective (*forward guidance*), au relèvement du taux de dépôt ou en retirant des liquidités du marché moyennant la réduction de la taille de leur bilan. Les marchés d'actifs, en revanche, pourraient être moins à l'aise avec cette perspective. En effet, la déconnexion entre masse monétaire et inflation des prix à la consommation s'est accompagnée d'une inflation au niveau des prix des actifs.

William De Vijlder



REVUE DES MARCHÉS

4

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 26-3-21 au 1-4-21

↗ CAC 40	5 989	▶ 6 103	+1.9 %	
↗ S&P 500	3 975	▶ 4 020	+1.1 %	
↘ Volatilité (VIX)	18.9	▶ 17.3	-1.5 pb	
↘ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	-0.1 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	0.20	▶ 0.19	-0.5 pb	
↗ OAT 10a (%)	-0.18	▶ -0.11	+7.1 pb	
↗ Bund 10a (%)	-0.39	▶ -0.33	+5.7 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	1.66	▶ 1.68	+1.8 pb	
↘ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.18	-0.3 %	
↘ Or (once, \$)	1 733	▶ 1 730	-0.2 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	64.6	▶ 65.0	+0.6 %	

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
Eonia	-0.49	-0.47	le 26/01	-0.50	le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.53	le 26/02	-0.56	le 06/01
Euribor 12m	-0.49	-0.48	le 01/03	-0.52	le 02/02
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01
Libor 3m	0.19	0.24	le 13/01	0.18	le 19/02
Libor 12m	0.28	0.34	le 01/01	0.28	le 18/03
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01
Libor 3m	0.09	0.09	le 24/03	0.03	le 01/01
Libor 12m	0.16	0.16	le 30/03	0.07	le 11/01
Au 1-4-21					
€ Moy. 5-7a	-0.27	-0.22	le 26/02	-0.46	le 04/01
Bund 2a	-0.67	-0.65	le 25/02	-0.75	le 01/01
Bund 10a	-0.33	-0.26	le 25/02	-0.60	le 04/01
OAT 10a	-0.11	-0.03	le 25/02	-0.41	le 04/01
Corp. BBB	0.65	0.72	le 18/03	0.50	le 08/01
\$ Treas. 2a	0.16	0.17	le 08/03	0.11	le 05/02
Treas. 10a	1.68	1.75	le 31/03	0.91	le 01/01
High Yield	4.77	4.87	le 09/03	4.60	le 19/02
£ Gilt. 2a	0.08	0.13	le 26/02	-0.08	le 04/01
Gilt. 10a	0.83	0.91	le 18/03	0.21	le 04/01
Au 1-4-21					

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.18	1.23	le 06/01	1.17 le 30/03 -3.9%
GBP	0.85	0.91	le 06/01	0.85 le 01/04 -4.9%
CHF	1.11	1.11	le 04/03	1.08 le 18/01 +2.6%
JPY	130.07	130.11	le 12/03	125.22 le 18/01 +3.0%
AUD	1.55	1.60	le 04/01	1.53 le 18/03 -2.4%
CNY	7.73	8.00	le 01/01	7.69 le 25/03 -3.4%
BRL	6.68	6.95	le 03/03	6.33 le 18/01 +5.2%
RUB	89.80	92.20	le 28/01	86.53 le 16/03 -0.8%
INR	85.99	89.88	le 07/01	85.30 le 27/03 -3.8%
Au 1-4-21				Variations

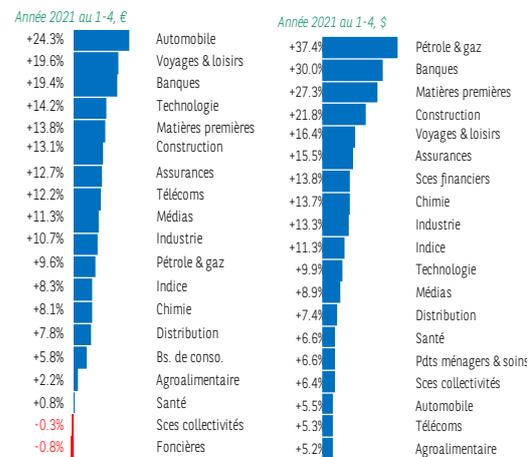
MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	65.0	69.7	le 11/03	51.2 le 04/01	+25.2% +30.3%
Or (once)	1 730	1 947	le 05/01	1 682 le 08/03	-8.9% -5.2%
Métaux, LME	3 785	4 027	le 25/02	3 415 le 01/01	+10.8% +15.3%
Cuivre (tonne)	8 795	9 456	le 25/02	7 749 le 01/01	+13.5% +18.1%
Blé (tonne)	234	2.6	le 15/01	231 le 30/03	-5.2% -1.4%
Mais (tonne)	217	2.2	le 31/03	188 le 04/01	+15.2% +19.9%
Au 1-4-21					Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 840	2 840	le 01/04	2 662 le 29/01 +5.6%
Amérique du Nord				
S&P500	4 020	4 020	le 01/04	3 701 le 04/01 +7.0%
Europe				
EuroStoxx50	3 946	3 946	le 01/04	3 481 le 29/01 +11.1%
CAC 40	6 103	6 103	le 01/04	5 399 le 29/01 +9.9%
DAX 30	15 107	15 107	le 01/04	13 433 le 29/01 +10.1%
IBEX 35	8 578	8 658	le 16/03	7 758 le 29/01 +6.2%
FTSE100	6 737	6 873	le 08/01	6 407 le 29/01 +4.3%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 120	1 137	le 18/03	1 044 le 06/01 +7.3%
Nikkei	29 389	30 468	le 16/02	27 056 le 06/01 +7.1%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 335	1 445	le 17/02	1 288 le 25/03 +3.4%
Chine	111	130	le 17/02	106 le 25/03 +2.4%
Inde	718	736	le 03/03	659 le 29/01 +6.4%
Brsil	1 637	1 941	le 14/01	1 561 le 09/03 -4.5%
Russie	690	740	le 16/03	647 le 01/02 +6.1%
Au 1-4-21				Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCE : THOMSON REUTERS

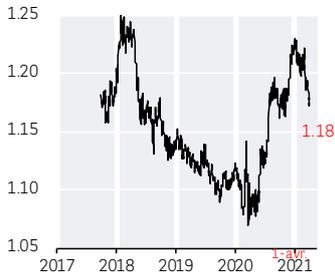


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



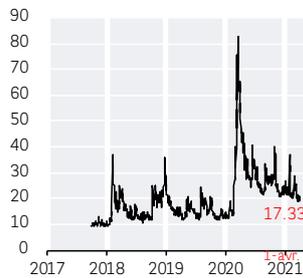
EUROSTOXX50



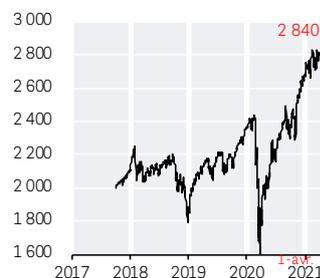
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

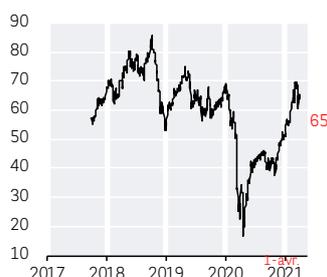


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 1-4, €

1.13%	Grèce	158 pb
0.63%	Italie	108 pb
0.34%	Espagne	79 pb
0.23%	Portugal	68 pb
-0.04%	Belgique	41 pb
-0.11%	France	34 pb
-0.23%	Finlande	22 pb
-0.27%	Autriche	18 pb
-0.31%	P-Bas	14 pb
-0.33%	Allemagne	12 pb
-0.45%	Irlande	

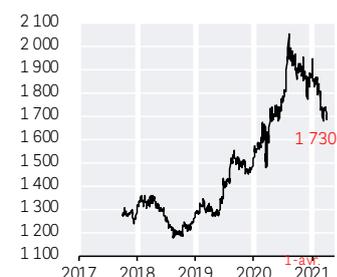
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LME, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ZONE EURO : EMBELLIE CONJONCTURELLE DANS UN CONTEXTE DE RÉSURGENCE ÉPIDÉMIQUE

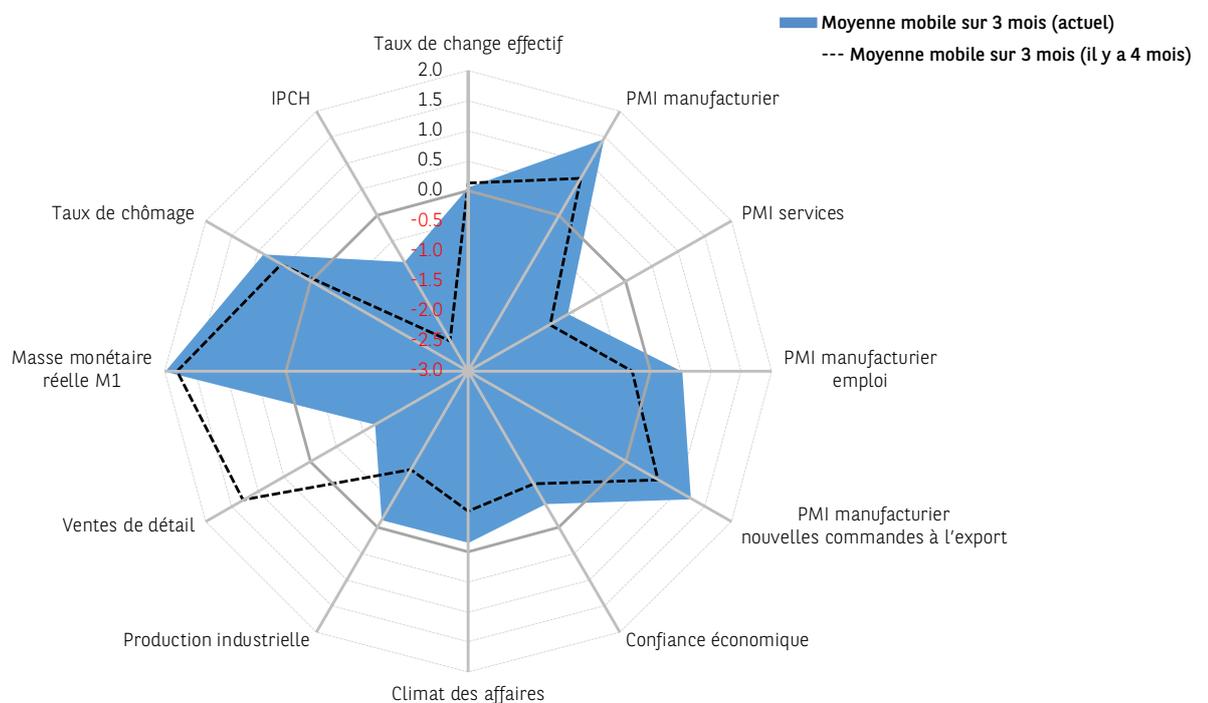
Le rebond de l'épidémie en Europe conduit la plupart des États à mettre en place de nouvelles mesures de restrictions sanitaires : extension des mesures à l'ensemble du territoire en France, renforcement des contrôles aux frontières en Allemagne, prolongation des restrictions jusqu'à fin avril en Italie, etc. Dans ce contexte délicat, la conjoncture économique en zone euro s'est légèrement améliorée ces trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents. C'est ce que montre le graphique ci-dessous, la surface bleue dépassant la courbe pointillée noire sur quasiment tous les indicateurs.

Sans excès d'optimisme, les dernières données statistiques envoient des signaux favorables sur la reprise en zone euro, témoignant en partie de l'adaptation des populations aux mesures sanitaires en vigueur. Le secteur manufacturier tire tout particulièrement son épingle du jeu. L'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) du secteur suit une tendance haussière depuis le printemps 2020 et s'est nettement amélioré ces derniers mois. Il a atteint en mars un plus haut niveau historique, à 62,5, porté en partie par la bonne dynamique des composantes « nouvelles commandes à l'export » (62,4 en mars) et « emploi » (54,7). Tous ces indicateurs dépassent leur moyenne de long terme.

Les données dures commencent à confirmer ces performances. La production des industriels de la zone euro se redresse sensiblement depuis un an, l'activité dans le secteur des services marchands également. Néanmoins, ce dernier continue de faire face plus directement aux contraintes sanitaires. Le PMI dans les services a progressé en mars (48,8 après 45,7 en février), après plusieurs mois de stagnation, mais reste inférieur à 50, soit en territoire de contraction. Un rattrapage soutenu de l'activité dans les services dépendra des dépenses de consommation des ménages, elles-mêmes tributaires de la confiance des consommateurs de la zone euro. Celle-ci s'améliore mais reste dégradée par rapport à son niveau d'avant-crise. Seule une pleine maîtrise de l'épidémie, et donc une accélération des campagnes de vaccination dans les États membres de la monnaie unique, permettrait un rattrapage économique rapide et pérenne. Les politiques publiques resteront accommodantes en attendant la normalisation des conditions économiques. La Banque centrale européenne, en particulier, veillera à préserver des conditions de financement favorables pour les agents économiques. La nette remontée actuelle de l'inflation en zone euro provient en grande partie de facteurs temporaires et n'est pas à même de modifier l'orientation de la politique monétaire

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



JAPON : LE SECTEUR MANUFACTURIER VA MIEUX MAIS CELUI DES SERVICES RESTE INQUIET

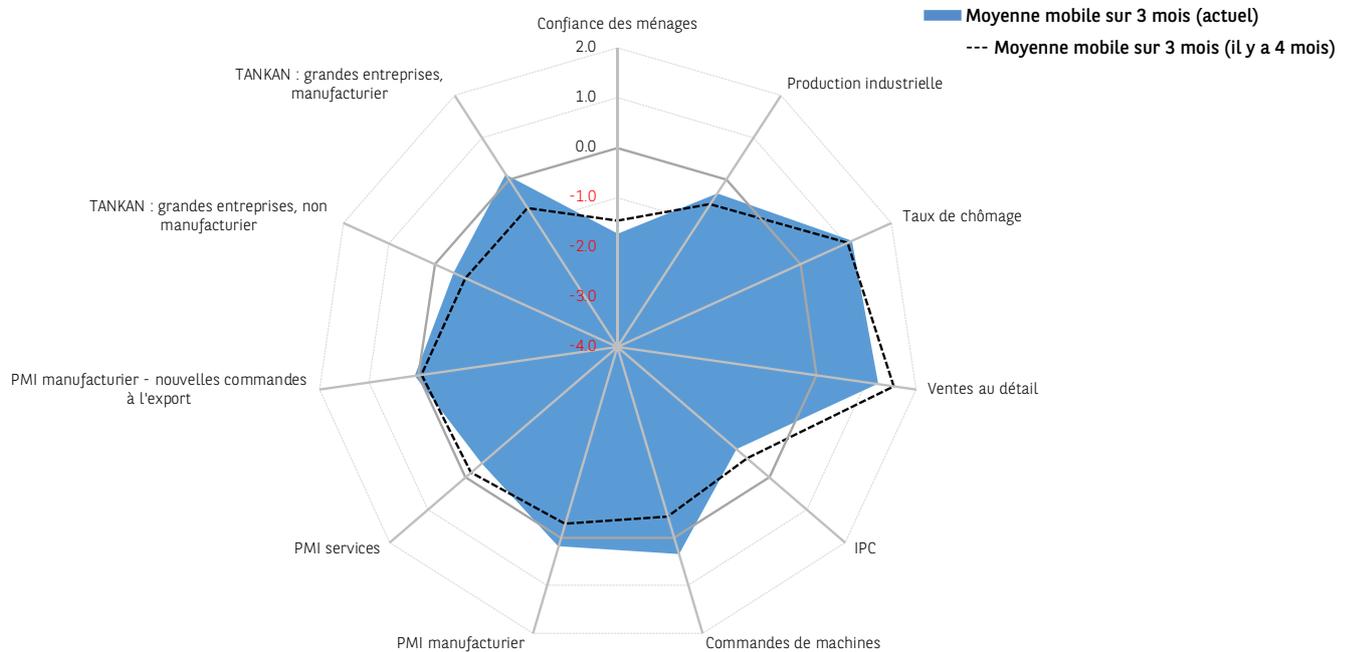
La lenteur de la vaccination au Japon peut s'expliquer par le fait que le pays a été moins touché par la pandémie et a donc imposé des restrictions beaucoup plus légères qu'ailleurs. Cette lenteur n'a pas empêché une amélioration du moral des chefs d'entreprises. Comme en Europe, ce constat est tout particulièrement vrai dans le secteur manufacturier, moins pénalisé par les restrictions sanitaires que le secteur des services marchands.

Selon l'enquête Tankan publiée par la Banque du Japon, les grands groupes manufacturiers japonais retrouvent de la confiance et l'indice pour ces entreprises s'est établi en territoire positif au T1 2021 pour la première fois depuis le T3 2019. Il a atteint +5 (écart de pourcentage entre les sociétés jugeant que la conjoncture est favorable et celles d'avis opposé) contre -10 au T4 2020 et -34 au plus fort de la crise l'an dernier. Ces derniers mois, les industriels japonais ont pu bénéficier du retour de la demande en provenance de Chine – partenaire commercial important de l'économie nipponne – mais également des États-Unis. Les exportateurs japonais pourraient continuer de tirer parti de l'amélioration de la situation économique en Chine et du plan de relance massif voté aux États-Unis. Du côté des entreprises non manufacturières, on observe également une nette amélioration depuis fin 2020 bien que l'indice Tankan reste négatif et inférieur à

sa moyenne de long terme. Le moral est tout particulièrement bas pour les entreprises de l'hôtellerie et de la restauration qui pâtissent notamment de l'absence de touristes étrangers. La décision récente de ne pas accueillir lors des Jeux Olympiques de Tokyo, l'été prochain, est un nouveau coup dur. Les professionnels des secteurs concernés devront donc compter sur la consommation intérieure. À ce titre, le rebond de la confiance des consommateurs japonais en février 2021 (33,8 contre 29,6 en janvier) est une bonne nouvelle mais nécessite d'être confirmé. Cet indicateur reste faible au regard de sa moyenne de long terme. L'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) pour le secteur manufacturier et celui des services envoient des messages similaires. Le PMI manufacturier s'est amélioré ces trois derniers mois, dépassant sa moyenne de long terme, pour atteindre 52,7 en mars 2021. De son côté, le PMI services peine à se redresser et demeure inférieur au seuil des 50, séparant les zones d'expansion de celles de récession. Il a atteint seulement 46,5 en mars, soit une quasi-stagnation. Une chose est sûre, la Banque du Japon évitera au maximum le resserrement des conditions monétaires dans le pays, toujours dans un contexte de très grande faiblesse de l'inflation.

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, 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 +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



MOBILITÉ : HÉTÉROGÉNÉITÉ DES DONNÉES À HAUTE FRÉQUENCE

Les indicateurs de la pandémie Covid-19 continuent d'augmenter dans le monde. On note ainsi une hausse de près de 180 000 cas dans le monde depuis la fin du mois de février. Trois régions sont concernées : l'Asie (à l'exception de la Chine), l'Europe et l'ensemble du continent américain (graphique 1). Toutefois, certains pays enregistrent une baisse notable du nombre de cas de Covid-19. Ainsi, au Royaume Uni, le confinement total et l'accélération de la campagne de vaccination ont permis de faire chuter le nombre quotidien de morts et de contaminations.

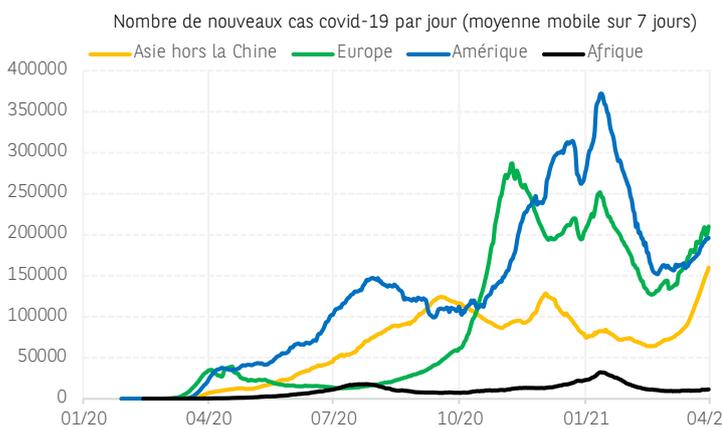
Avec la résurgence de l'épidémie dans de nombreux pays, le renforcement progressif des mesures sanitaires a affecté la mobilité des personnes. Sur une semaine, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs* a subi un ralentissement dans les principaux pays avancés, après une dynamique favorable. Seule la Belgique enregistre une hausse de 6,1 points (graphique 3). Au regard de l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB, établi par l'OCDE, l'impact de la recrudescence de la pandémie apparaît particulièrement hétérogène dans les principaux pays avancés. En France, en Italie et en Allemagne, on note un léger fléchissement de l'indicateur au cours de la troisième semaine du mois de mars, tandis qu'il continue de s'améliorer dans le reste des pays (graphique 3). Il y a lieu d'être prudent dans l'interprétation de cet indicateur en raison d'un possible effet de base (comparaison avec le début de la pandémie il y a un an).

Par ailleurs, les campagnes de vaccination progressent. Sur un mois, le nombre de doses administrées pour 100 personnes a augmenté de 2,4 points dans le monde : 4,31% de la population mondiale a ainsi reçu au moins une dose (graphique 2) contre 1,91% le mois précédent.

Ce chiffre reste encore très faible et montre également une hétérogénéité dans les campagnes de vaccination. Par pays, Israël est toujours en tête, 60,59% de sa population ayant reçu au moins une dose, soit une progression de 6,12 points sur un mois. Cependant, Israël enregistre un ralentissement de la campagne depuis deux semaines. Viennent ensuite le Royaume-Uni (45,53%), le Chili (35,55%) et les États-Unis (29,18%). Ces trois pays enregistrent la plus forte variation sur un mois, avec une progression de 15,66 points, 18,21 points et 14,3 points respectivement. Dans l'Union européenne, la vaccination devient de plus en plus homogène, mais elle reste loin derrière celles en cours au Royaume-Uni et aux États-Unis. Seulement 11,61% de la population européenne a ainsi reçu au moins une dose. Il convient de noter que certains pays européens affichent deux à trois jours de retard dans la communication des données de vaccination. Enfin, le Maroc enregistre une progression de 2,39 points, soit 11,7% de sa population ayant reçu au moins une dose, ce qui le positionne juste devant l'UE.

Tarik Rharrab

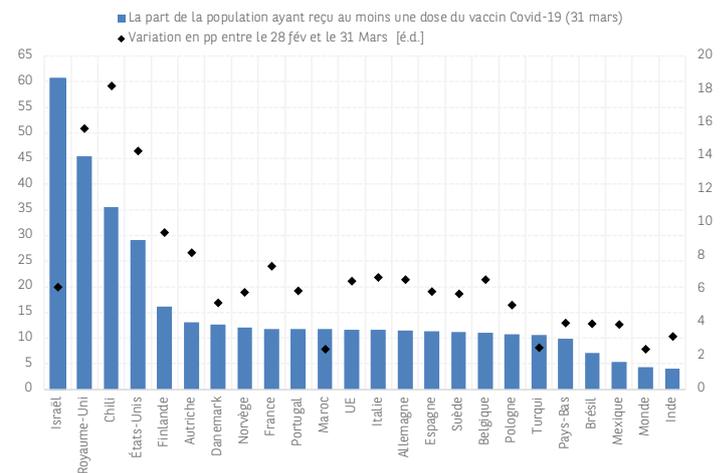
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (31/03/2021),
BNP PARIBAS

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



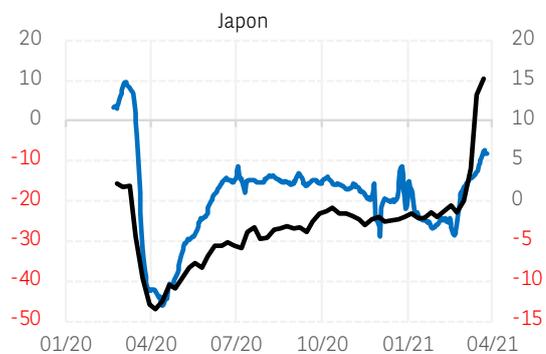
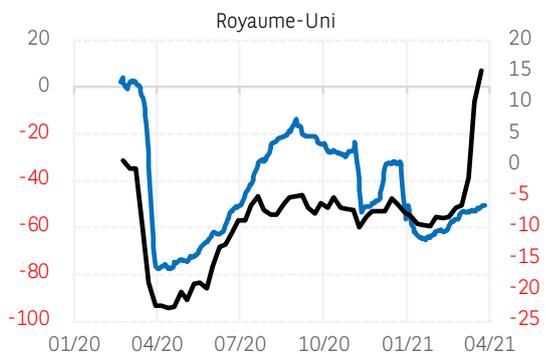
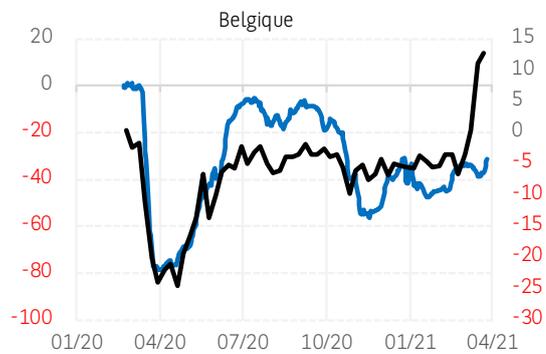
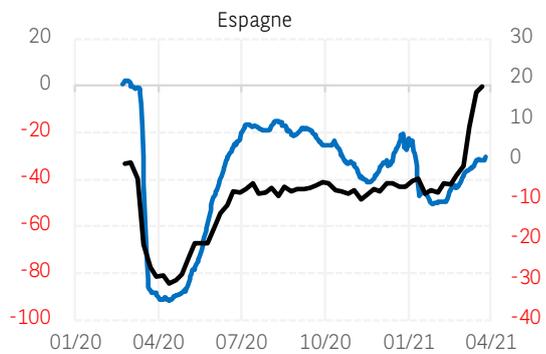
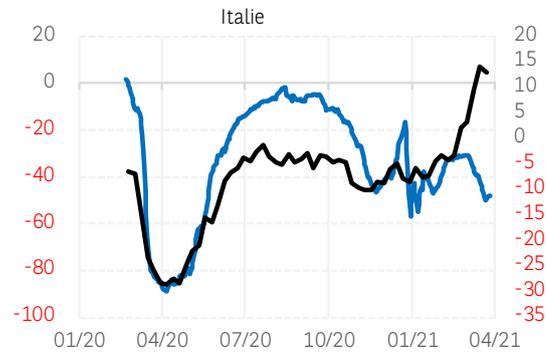
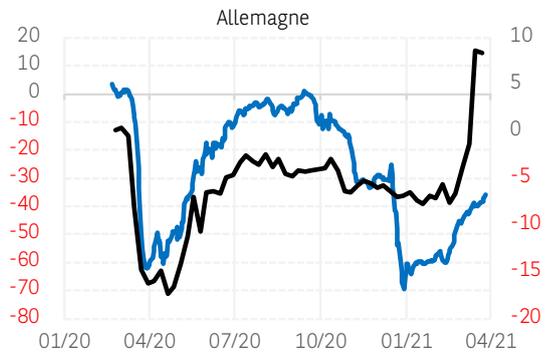
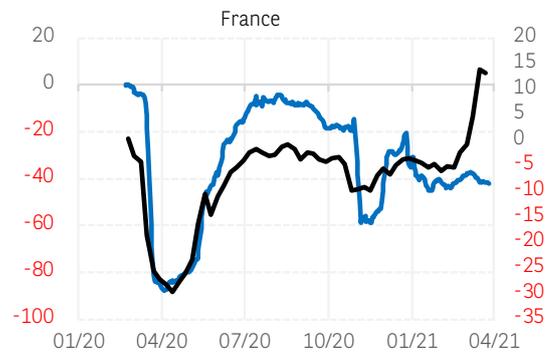
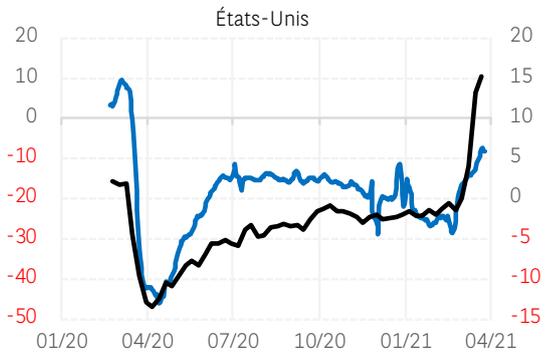
GRAPHIQUE 2

SOURCES : DONNÉES OFFICIELLES COLLECTÉES PAR
OUR WORLD IN DATA (AU 31/03/2021), BNP PARIBAS

* 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.

MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE (G.A.)

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



SOURCES : OCDE (30/03/2021), GOOGLE (30/03/2021), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

Après avoir limité ses pertes en 2020, l'économie des États-Unis récupère vite, à la faveur d'une campagne vaccinale qui va bon train et laisse espérer une immunité collective contre la Covid-19 dans le courant de l'été. Elle bénéficie aussi d'un soutien budgétaire exceptionnel, du double de celui apporté au sortir de la crise financière de 2008. Résultat, le PIB des États-Unis connaîtrait une croissance proche de 7% en 2021, de quoi l'amener rapidement au-dessus de son niveau d'avant-crise. Le déficit d'emplois toujours important lié à la pandémie serait peu à peu résorbé, ce qui autoriserait une baisse rapide du taux de chômage, attendu sous la barre des 5% à l'horizon du second semestre. Les anticipations d'inflation, qui ont beaucoup remonté, ne devraient pas fléchir, d'autant que la hausse des prix s'anime ; pour quelques mois, elle va se situer nettement au-dessus de la cible de 2% fixée par la Réserve fédérale, qui ne devrait toutefois pas dévier de sa ligne accommodante.

CHINE

Après une contraction sans précédent au T1 2020, l'activité a enregistré un rebond en V à partir du T2. La croissance restera solide en 2021, toujours tirée par la production industrielle et les exportations. Alors que l'investissement manufacturier devrait se renforcer, les projets dans les infrastructures et le secteur immobilier devraient ralentir. Le redressement de l'activité dans les services et de la consommation privée a été plus tardif et plus lent, mais devrait gagner en vigueur en 2021. Les autorités vont réduire très progressivement les mesures de soutien budgétaire et poursuivre le resserrement prudent de la politique de crédit, initié depuis le T4 2020 en vue de stabiliser l'endettement domestique en pourcentage du PIB et contenir les risques dans le système financier.

ZONE EURO

Après avoir enregistré une récession historique en 2020 (-6,8% en moyenne annuelle), l'économie de la zone euro rebondirait sensiblement en 2021 (+4,2%). En 2022, le redressement se poursuivrait et l'activité croîtrait de 5%. Au total, la perte d'activité causée par la crise pandémique pourrait être effacée plus rapidement que précédemment anticipé, soit autour de mi-2022. La recrudescence de l'épidémie dans la plupart des États membres et des nouvelles restrictions sanitaires mises en place pèsent évidemment sur la dynamique de rattrapage et les incertitudes restent élevées. Toutefois, l'accélération attendue des campagnes de vaccination dans les États membres de la zone euro éclaircit sensiblement l'horizon économique. De plus, les politiques budgétaire et monétaire continueront de soutenir l'activité. La Banque centrale européenne a, à ce titre, annoncé la hausse du rythme de ses rachats d'actifs, permettant de maintenir des conditions de financements favorables dans la zone euro. Dans les mois à venir, l'un des enjeux principaux sera de restaurer pleinement la confiance des agents économiques, en particulier celle des consommateurs, moteur essentiel à une reprise soutenue et pérenne.

FRANCE

Contrairement à ce que laissait entrevoir, fin 2020, la découverte des vaccins, à savoir la fin du *stop-and-go* sur l'activité, on reste, début 2021, du fait de l'apparition des variants et de lenteurs dans la vaccination, sur une trajectoire de sortie de crise par à-coups. La capacité de rebond de l'économie, la possibilité d'un rebond vigoureux ne sont pas, en tant que telles, remises en cause ; c'est le timing du rebond qui est reporté. Il est désormais attendu au S2 2021, à la faveur de l'accélération de la vaccination et du soutien du *policy-mix*. Sur l'ensemble de 2021, la croissance s'élèverait à 6,1% en moyenne. Il s'agit d'une prévision plutôt optimiste, un demi-point au-dessus du consensus de mars 2021. En 2022, la croissance resterait forte (4,4%). Selon notre scénario, le PIB français dépasserait son niveau d'avant-crise au T1 2022. L'inflation reprendrait aussi des couleurs, sous l'effet de facteurs temporaires (prix des matières premières) mais aussi sous l'influence plus durable du jeu de l'offre (contrainte) et de la demande (en hausse) et des efforts de « reflation » de la politique monétaire.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, le *statu quo* monétaire va persister pendant un bon moment : le FOMC souhaite que l'inflation dépasse le seuil de 2% pour compenser une hausse des prix restée trop longtemps en dessous de cet objectif. Son orientation prospective basée sur les résultats est très claire : le rythme actuel d'achat d'actifs sera maintenu « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi maximum et d'inflation. Le FOMC indiquera bien à l'avance le moment où l'économie sera sur une trajectoire justifiant un changement de politique monétaire. Il y aura, selon ses prévisions, une augmentation de l'inflation d'ici quelques mois, mais elle sera temporaire et limitée. Les rendements des Treasuries devraient continuer à évoluer à la hausse sous l'effet de la relance budgétaire et de la perspective d'une forte accélération de la croissance économique.

Dans la zone euro, la BCE va conserver une politique très accommodante, centrée sur ses achats d'actifs et l'orientation prospective (*forward guidance*), dans le but de faire remonter l'inflation. Le programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) devrait durer au moins

jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Toutefois, les rendements obligataires devraient évoluer à la hausse sous l'effet de l'accélération de la croissance dans la zone euro, de la réduction de l'incertitude et de l'effet d'entraînement lié à la poussée des rendements des emprunts d'État américains. Cela devrait également conduire à un léger élargissement des spreads souverains dans la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, y compris sa stratégie de contrôle de la courbe de taux, même si la fourchette de fluctuation de cette dernière a été récemment élargie à +/- 25 pb autour de 0%. Dans les limites de cette fourchette, les rendements du JGB devraient remonter, dans le sillage de la tendance mondiale.

Nous prévoyons un léger affaiblissement du dollar US face à l'euro, sous l'effet de forces opposées : une croissance plus forte aux États-Unis que dans la zone euro mais de faibles différentiels de taux d'intérêt sur la partie courte de la courbe et un dollar qui, aux niveaux actuels, est cher par rapport à sa juste valeur. Le yen ne devrait guère bouger face au dollar, mais il devrait se replier face à l'euro.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2019	2020	2021 e	2022 e	2019	2020	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.5	6.9	4.7	1.8	1.2	2.5	2.2
Japon	0.3	-4.8	3.0	2.3	0.5	0.0	-0.3	0.0
Royaume-Uni	1.5	-10.2	6.1	6.0	1.8	0.9	1.4	2.1
Zone euro	1.3	-6.8	4.2	5.0	1.2	0.3	1.7	1.4
Allemagne	0.6	-5.3	3.0	4.8	1.4	0.4	2.1	1.5
France	1.5	-8.2	6.1	4.4	1.3	0.5	1.4	1.0
Italie	0.3	-8.9	5.0	3.9	0.6	-0.1	1.5	1.4
Espagne	2.0	-10.8	5.9	5.6	0.8	-0.3	1.3	1.2
Chine	6.1	2.3	9.2	5.3	2.9	2.5	1.8	2.8
Inde*	4.2	-7.2	12.5	4.1	4.8	6.2	4.9	4.6
Brésil	1.1	-4.1	2.5	3.0	3.7	3.2	6.5	4.0
Russie	1.3	-4.5	4.0	3.0	4.3	3.4	5.1	4.0

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021				2021e		2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e		
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		
	Treas. 10a	1.75	2.00	2.10	2.20	2.20	2.50		
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		
	Bund 10a	-0.33	-0.20	-0.10	0.20	0.20	0.20		
	OAT 10a	-0.11	0.00	0.15	0.50	0.50	0.20		
	BTP 10 ans	0.63	0.70	0.90	1.35	1.35	0.20		
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.45	0.60	0.95	0.95	0.20		
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10		
Japon	Gilt 10a	0.88	1.00	1.10	1.20	1.20	1.30		
	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10		
	JGB 10a	0.09	0.12	0.18	0.23	0.23	0.28		

Taux de change		2021				2021e		2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e		
USD	EUR / USD	1.18	1.18	1.20	1.23	1.23	1.18		
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114		
	GBP / USD	1.38	1.39	1.43	1.46	1.46	1.42		
EUR	EUR / GBP	0.85	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83		
	EUR / JPY	130	131	133	137	137	135		

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

Une phrase résume les publications de cette semaine : des données qui s'améliorent. Cela s'applique au Japon, où l'enquête Tankan pour le premier trimestre a enregistré une amélioration significative, nettement supérieure aux prévisions. Il en va de même pour les ventes de détail. La confiance des consommateurs français s'est améliorée et l'indice PMI manufacturier s'est encore redressé. La confiance dans l'économie de la zone euro (l'indice du climat économique de la Commission européenne) s'est largement améliorée en termes de secteurs et de pays. Le PMI manufacturier se stabilise à un niveau très élevé. Cette observation vaut également pour l'Allemagne qui enregistre un chiffre encore plus élevé. Les PMI chinois ont marqué une amélioration bienvenue après leur tendance à la baisse ces derniers mois. Aux États-Unis, l'indice ISM manufacturier ainsi que la sous-série sur l'emploi ont enregistré une forte hausse. Enfin, les données du rapport sur le marché du travail américain se sont révélées particulièrement solides, les créations d'emplois hors secteur agricole dépassant très largement les attentes du consensus.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
30/03/2021	Japon	Ventes de détail m/m	Févr.	0,8%	3,1%	-1,7%
30/03/2021	France	Confiance des consommateurs	Mars	91	94	91
30/03/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mars	--	-10,8	-10,8
30/03/2021	Zone euro	Confiance économique	Mars	96	101	93,4
30/03/2021	Zone euro	Confiance dans l'industrie	Mars	0	2	-3,1
30/03/2021	Zone euro	Confiance dans le secteur des services	Mars	-14,9	-9,3	-17
30/03/2021	États-Unis	Confiance du Conference Board	Mars	96,9	109,7	90,4
30/03/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Mars	--	110,0	89,6
30/03/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Mars	--	109,6	90,9
31/03/2021	Chine	PMI non-manufacturier	Mars	52	56,3	51,4
31/03/2021	Chine	PMI manufacturier	Mars	51,2	51,9	50,6
31/03/2021	Chine	PMI composite	Mars	--	55,3	51,6
31/03/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T4	1,0%	1,3%	1,0%
31/03/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Feb	1,2%	0,0%	-4,9%
31/03/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mars	1,1%	0,9%	1,1%
01/04/2021	Japon	Tankan Petites entreprises manufacturières - Perspectives	T1	-20	-13	-27
01/04/2021	Japon	Tankan Petites entreprises non-manufacturières - Perspectives	T1	-14	-11	-12
01/04/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises manufacturières - Perspectives	T1	-1	5	-10
01/04/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises non-manufacturières - Perspectives	T1	-4,0	-1,0	-5,0
01/04/2021	Japon	PMI manufacturier (Iibun Bank)	Mars	--	52,7	52
01/04/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Mars	51,4	50,6	50,9
01/04/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mars	59	59,3	58,8
01/04/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit)	Mars	66,6	66,6	66,6
01/04/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mars	62,4	62,5	62,4
01/04/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mars	57,9	58,9	57,9
01/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	675k	719k	658k
01/04/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mars	59,1	59,1	59,0
01/04/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Mars	61,5	64,7	60,8
01/04/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Mars	85,0	85,6	86,0
01/04/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Mars	--	59,6	54,4
02/04/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Mars	660k	916k	379k
02/04/2021	États-Unis	Taux de chômage	Mars	6,0%	6,0%	6,2%
02/04/2021	États-Unis	Taux d'activité	Mars	61,5%	61,5%	61,4%
02/04/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Mars	--	10,7%	11,1%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine mettra l'accent sur les indices PMI composite et PMI des services qui seront publiés dans un grand nombre de pays. L'analyse des minutes de la réunion du FOMC portera tout particulièrement sur les éléments de discussion relatifs aux perspectives d'inflation. Le Japon publiera des données sur la confiance des consommateurs ainsi que l'Enquête Eco Watchers. En Chine, des données sur l'inflation et le financement global seront communiquées.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/04/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mars	--	46,5
05/04/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mars	--	48,3
05/04/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Mars	--	60
05/04/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mars	--	59,1
05/04/2021	États-Unis	ISM des services	Mars	57,8	55,3
05/04/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Févr.	--	-0,80%
06/04/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Mars	--	51,7
06/04/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Mars	52,1	51,5
06/04/2021	Zone euro	Taux de chômage	Févr.	--	8,10%
07/04/2021	France	PMI des services (Markit)	Mars	--	47,8
07/04/2021	France	PMI composite (Markit)	Mars	--	49,5
07/04/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mars	--	50,8
07/04/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mars	--	56,8
07/04/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mars	--	48,8
07/04/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mars	--	52,5
07/04/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mars	56,8	56,8
07/04/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mars	--	56,6
07/04/2021	États-Unis	Minutes meeting du FOMC	Mars	--	--
08/04/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Mars	--	33,8
08/04/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (situation actuelle)	Mars	--	41,3
08/04/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (perspectives)	Mars	--	51,3
08/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avril	--	--
09/04/2021	Chine	IPC g.a.	Mars	--	-0,20%
09/04/2021	Chine	IPP g.a.	Mars	--	1,70%
09/04/2021	Allemagne	Exportations m/m	Févr.	--	1,40%
09/04/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Mars	0,20%	0,20%
04/09-04/15/21	Chine	Aggregate Financing CNY	Mars	--	1710,0b

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Zone euro : le printemps est là	EcoTVWeek	2 avril 2021
Pays nordiques : plus confiants ?	Graphique de la Semaine	31 mars 2021
France : Marché du travail français : bilan 2020	EcoFlash	30 mars 2021
EcoWeek 21.12 - Édition du 29 mars 2021	EcoWeek	29 mars 2021
Les banques conservent de l'appétit pour les TLTRO	EcoTVWeek	26 mars 2021
Remontée des rendements des treasuries : aucune répercussion, pour le moment, sur les marchés obligataires émergents	Graphique de la Semaine	24 mars 2021
Etats-Unis : Le plan de relance américain va-t-il trop loin?	EcoFlash	23 mars 2021
Pays-Bas : Victoire des libéraux aux élections législatives	EcoFlash	22 mars 2021
EcoWeek 21.11 -Édition du 22 mars 2021	EcoWeek	22 mars 2021
France : état des lieux après un an de crise	EcoTVWeek	19 mars 2021
Danemark : une rémunération négative s'applique à plus de 80% de l'encours des dépôts des entreprises	Graphique de la Semaine	17 mars 2021
EcoWeek 21.10 - Édition du 15 mars 2021	EcoWeek	15 mars 2021
EcoTV de mars 2021	EcoTV	11 mars 2021
France : la dette, pas seulement une question de taille	Graphique de la Semaine	10 mars 2021
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	9 mars 2021
Zone Euro : Doit-on craindre un durcissement des conditions financières dans la zone euro ?	EcoWeek	5 mars 2021
La remontée des rendements obligataires implique-t-elle un contrôle de la courbe des taux ?	EcoTVWeek	5 mars 2021
Inde : Rebond de la croissance de 0,4% au troisième trimestre de l'exercice budgétaire	Graphique de la Semaine	3 mars 2021
Royaume-Uni : Quelle trajectoire pour les finances publiques du Royaume-Uni après la crise de la Covid-19 ?	Conjoncture	2 mars 2021
Europe : le choc de la Covid-19 et la crainte d'une zombification accélérée	Conjoncture	2 mars 2021
EcoWeek 21.08 - Édition du 26 février 2021	EcoWeek	26 février 2021
Europe Centrale : les sauts de puce de la croissance	EcoTVWeek	26 février 2021



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



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 ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change