

## 2-3

### ÉDITORIAL

Les banques centrales face au changement climatique

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-11

### BAROMÈTRE

Indices PMI : un début d'amélioration dans le secteur des services ?

France : la conjoncture continue de faire du yo-yo

Espagne : une lente amélioration

Europe : les campagnes de vaccination accélèrent

## 12

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 13-14

### CALENDRIER

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

## 15

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

## LES BANQUES CENTRALES FACE AU CHANGEMENT CLIMATIQUE

Les banques centrales prennent de plus en plus conscience de l'impact du changement climatique sur les prix et la stabilité financière. De plus, par le biais des collatéraux et des achats d'actifs, leurs bilans sont exposés à ce risque. La BCE l'a intégré à sa revue de la stratégie monétaire lancée en 2020. La question centrale est de savoir si la BCE devrait aussi poursuivre des objectifs climatiques dans sa politique monétaire. Cela pourrait être perçu par certains comme trop éloigné de sa mission qui consiste à viser la stabilité des prix. A minima, on s'attend à ce que la banque centrale demande davantage d'informations sur les facteurs liés au climat des actifs qu'elle détient. La question du maintien de la neutralité de ses achats à l'égard du marché reste ouverte. Le marché attend donc avec impatience le résultat de la revue stratégique qui devrait être annoncé en septembre 2021.

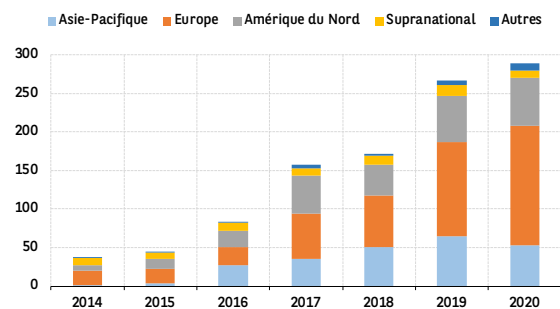
Le changement climatique figure en tête de l'agenda [des banques centrales] depuis le discours fondateur de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, à la Lloyd's of London en 2015<sup>1</sup>. Il identifiait alors trois canaux par lesquels le changement climatique pourrait menacer la stabilité du secteur financier. Premièrement, le risque physique : les événements climatiques et météorologiques peuvent affecter les passifs des assurances et les actifs financiers en causant des dégâts matériels ou en perturbant le commerce. Deuxièmement, le risque de responsabilité : les victimes de tels événements pourraient demander une compensation à ceux qu'elles tiendraient pour responsables, comme les investisseurs. Enfin, le risque de transition : les changements politiques et technologiques pourraient aboutir à une dépréciation des actifs. M. Carney cite, parmi les exemples extrêmes, les stranded assets (actifs échoués). Il s'agit par exemple de réserves pétrolières qui ne pourraient être exploitées ou de centrales nucléaires qui devraient être démantelées en raison d'un changement de politique énergétique. L'efficacité de la politique monétaire pourrait être affectée. D'autres évolutions pourraient avoir un impact sur la stabilité des prix<sup>2</sup> : la volatilité accrue à court terme de la production et de l'inflation sous l'effet d'événements extrêmes ; une divergence durable, due aux politiques de transition et à l'innovation, entre l'inflation totale et l'inflation sous-jacente, agirait sur les anticipations des ménages et des entreprises ; le taux d'intérêt d'équilibre pourrait baisser du fait d'une diminution de la productivité ; enfin, il pourrait être plus difficile d'évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire en raison de la volatilité et des changements structurels accélérés.

La Banque d'Angleterre continue à jouer un rôle de pionnier dans le domaine du changement climatique. Aux côtés de la Banque de France et de De Nederlandsche Bank, elle est, en effet, à l'origine de la création du Réseau pour le verdissement du système financier dont l'objectif est de définir et de promouvoir les meilleures pratiques en matière de finance verte. Le réseau compte à présent 87 membres, dont l'ensemble des banques centrales de l'Eurosystème. La Réserve fédérale des États-Unis en est récemment devenue membre à part entière.

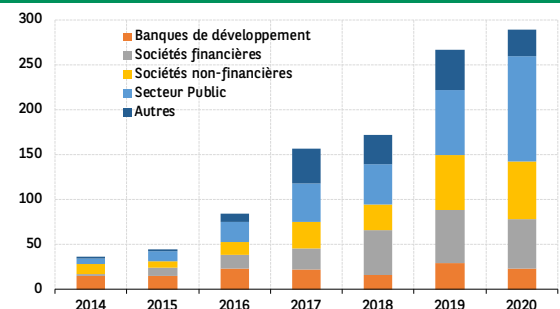
Le changement climatique est également un sujet central à l'agenda de la BCE. Lors de son audition devant le Parlement européen, en septembre 2019, Christine Lagarde a déclaré que « chaque institution [financière] doit réellement placer les risques liés au changement climatique et la protection de l'environnement au cœur de la vision qu'elle a de sa mission ». Un an plus tard, ce message s'est concrétisé avec l'annonce, par Mme Lagarde, d'une revue de la stratégie monétaire européenne qui tiendra également compte des conséquences du changement climatique sur la stabilité des prix. Dans ce cadre, les banquiers centraux européens se réunissent régulièrement pour débattre du changement climatique. La

BCE considère que, conformément au Traité sur l'Union européenne, la priorité donnée à [la lutte contre] le changement climatique constitue une obligation<sup>3</sup>. Son principal objectif est de maintenir la stabilité des prix mais, sans préjudice de cet objectif, « elle apportera son soutien aux politiques économiques générales de l'Union afin de contribuer à la réalisation des objectifs de cette dernière, tels qu'énoncés à l'article 2 ». Cet article spécifie explicitement « une croissance durable et non inflationniste respectueuse de l'environnement »<sup>4</sup>. Première étape concrète dans la prise en compte du changement climatique, la Banque d'Angleterre, en sa qualité de régulateur du secteur bancaire britannique, va lancer, cette année, un « stress test » climatique. En 2022, la BCE lui emboîtera le pas

### OBLIGATIONS VERTES PAR RÉGION (MDS USD)



### OBLIGATIONS VERTES PAR TYPE D'ÉMETTEUR (MDS USD)



SOURCES : CLIMATE BOND INITIATIVE, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Mark Carney, « Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability », discours prononcé à la Lloyd's of London le 29 septembre 2015.

<sup>2</sup> « Climate change and central banking », discours liminaire de Christine Lagarde, présidente de la BCE, à la conférence ILF Green Banking and Green Central Banking, Francfort-sur-le Main, 25 janvier 2021.

<sup>3</sup> Voir : « Vers une politique monétaire plus verte », Blog de la BCE, article de Frank Elderston, membre du directoire de la Banque centrale européenne, 13 février 2021

<sup>4</sup> Source : Traité sur l'Union européenne, Journal officiel des Communautés européennes, 92/C 191/01



pour ce qui concerne les banques de la zone euro. Les tests préliminaires sur un horizon de trente ans montrent « *qu'en l'absence de transition, les risques physiques en Europe sont inégalement concentrés d'un pays ou d'un secteur économique à l'autre* »<sup>5</sup>. Cela compliquerait à l'évidence la mise en place d'une politique monétaire adaptée à la zone euro dans son ensemble.

Le changement climatique ne constitue pas seulement un problème pour la banque centrale du fait de son impact potentiel sur la stabilité financière et la stabilité des prix. Son bilan est implicitement exposé aux risques climatiques par le biais des titres qu'elle achète et des actifs qui lui sont remis en garantie (collatéral). Pour Jens Weidmann, président de la Bundesbank, la BCE devrait mettre en pratique ce qu'elle préconise, et veiller à la transparence du risque climatique dans son portefeuille<sup>6</sup>. Autrement dit, elle ne doit acheter des obligations ou les accepter en garantie, à des fins monétaires, que si leurs émetteurs répondent aux exigences du *reporting* climat. Cela devrait avoir un impact considérable sur la publication d'informations relatives au contenu carbone des actifs financiers.

Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, souhaite aller plus loin en proposant de décarboner les actifs corporate détenus au bilan de la BCE<sup>7</sup>. Cela nous amène à une question fondamentale : les considérations en matière de risque bilanciel doivent-elles déterminer les normes appliquées ou – troisième raison pour laquelle le changement climatique est un problème pour une banque centrale – cette dernière doit-elle poursuivre des objectifs climatiques dans la conduite de sa politique monétaire ? La question est complexe. Les banquiers centraux européens semblent peu enclins à prendre en compte les considérations climatiques dans le cadre du programme d'achat d'actifs, de crainte que cela n'interfère avec leur mandat<sup>8</sup>. L'objectif principal de la BCE est de maintenir la stabilité des prix. Pour les partisans d'un rôle plus actif de la BCE, cela s'inscrit dans le cadre du deuxième objectif de la Banque : celui de soutenir les politiques économiques générales de l'UE, y compris promouvoir la durabilité environnementale. Une telle interprétation, qui pourrait être considérée comme une dérive par rapport aux missions poursuivies, pose question – jusqu'où la BCE devrait-elle aller dans la poursuite de cet objectif ? – et laisse craindre que des pressions puissent être exercées ultérieurement, des responsables politiques ou la société en général désirant ajouter des objectifs supplémentaires. Peut-être la pertinence, sur le plan pratique, du débat sur la politique monétaire et le changement climatique est-elle surestimée. Supposons que le programme d'achats d'actifs ait été soumis à des critères « verts » stricts : quelle différence cela ferait-il par rapport à des obligations qui ne seraient pas éligibles ? La recherche conclut à un impact différentiel de quinze points de base entre les obligations éligibles au programme d'achat du secteur des entreprises de la BCE et celles non-éligibles. « *Une baisse de quinze points de base n'est certainement pas négligeable, mais il convient de la replacer dans le cadre de la chute de 500 pb, enregistrée par les rendements depuis 2008* »<sup>9</sup>. Autrement dit, l'impact sur le marché global est de loin plus important que celui sur les prix relatifs.

5 « *Climate change and central banking* », discours liminaire de Christine Lagarde, présidente de la BCE, à la conférence ILF *Green Banking and Green Central Banking*, Francfort-sur-le Main, 25 janvier 2021.

6 Jens Weidmann, « *Combating climate change – What central banks can and cannot do* », discours prononcé lors du Congrès bancaire européen le 20 novembre 2020.

7 François Villeroy de Galhau, « *Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie* », discours prononcé lors de la 5<sup>e</sup> édition des rencontres dédiées au Climat et à la finance durable, le 11 février 2021.

8 Martin Arnold, « *ECB set to disappoint campaigners on climate change* », *Financial Times*, 21 février 2021.

9 Patrick Honohan, « *Should Monetary Policy Take Inequality and Climate Change into Account?* », *Council on Economic Policies*, note de discussion 2020/3. Octobre 2019, Peterson Institute for International Economics, document de travail 19-18

Le programme d'achat d'actifs fait partie de la boîte à outils de la BCE. Elle y a temporairement recours pour atteindre son objectif d'inflation. Par conséquent, son influence sur la fixation du prix des obligations et sur les marchés financiers de manière plus générale finira par diminuer, voire même par s'inverser, lorsque la banque centrale cessera ses achats d'actifs nets et, dans un deuxième temps, lorsqu'elle commencera à réduire la taille de son bilan en ne réinvestissant plus la totalité des titres arrivés à maturité. Dans le même temps, la nécessité de promouvoir la transition énergétique reste d'actualité. Par conséquent, d'autres leviers, politiques ceux-là, devront être actionnés.

Ce n'est pas le rôle de la BCE de prendre l'initiative en stimulant l'investissement vert et en décourageant les investissements dans les activités à forte intensité carbone. Les gouvernements et les parlements élus, qui jouissent d'une légitimité démocratique, sont mieux placés pour prendre de telles décisions.

La nouvelle stratégie monétaire européenne sera annoncée en septembre. Les défenseurs de l'environnement espèrent que la BCE commencera à verdir ses actifs, mais ils pourraient être déçus compte tenu de la complexité de la question. On peut à minima s'attendre à ce que la BCE exige que lui soient communiquées davantage d'informations portant sur les facteurs liés au climat. Cela constituerait une étape importante dans l'amélioration du *reporting* dans ce domaine et conduirait à plus de transparence. Ce serait aussi une contribution non négligeable de sa part à la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris.

L'autre changement pourrait concerner le principe de neutralité. Selon ce principe, les achats d'actifs par la banque centrale doivent être conformes au volume d'émission, de manière à éviter de favoriser des obligations présentant certaines caractéristiques par rapport à d'autres. « *Cependant, cette interprétation du principe de neutralité du marché est de plus en plus contestée au motif qu'elle pourrait renforcer les défaillances de ce dernier en ralentissant la transition de la société vers une économie neutre en carbone et en empêchant, dès lors, une allocation efficace des ressources au lieu de la favoriser* »<sup>10</sup>.

« *Le concept de neutralité ne consiste pas nécessairement à aligner le portefeuille de titres achetés sur des parts de marché. Compte tenu de son deuxième mandat, à savoir le soutien des autres aspects des politiques publiques, la banque centrale devrait tenir compte de la nette préférence de la société pour une formule alternative, à condition qu'elle ne soit pas restrictive au point d'empêcher la réalisation de l'objectif principal de la politique monétaire. Le problème concret qui se pose à la plupart des banques centrales est l'élaboration d'une telle formule* »<sup>11</sup>. Le Traité sur l'Union européenne et l'initiative « La BCE écoute » pourraient aider la Banque centrale européenne à définir sa politique.

Il existe une certaine analogie avec une politique économique visant à promouvoir un changement structurel : cela devrait accroître l'efficacité de la politique monétaire. C'est pourquoi Mario Draghi avait l'habitude de terminer ses conférences de presse en insistant sur la nécessité de progresser sur ce terrain. Il n'en va pas autrement du changement climatique, domaine dans lequel une politique appropriée et ambitieuse devrait avoir un effet similaire.

**William De Vijlder et Raymond Van der Putten**

10 « *From green neglect to green dominance?* » Intervention d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, lors du séminaire en ligne *Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change*, organisé dans le cadre des *Cleveland Fed Conversations on Central Banking*, 3 mars 2021

11 Patrick Honohan, op. cit.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 2-4-21 au 9-4-21

➔ CAC 40	6 103	▶ 6 169	+1.1 %	
➔ S&P 500	4 020	▶ 4 129	+2.7 %	
➔ Volatilité (VIX)	17.3	▶ 16.7	-0.6 pb	
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	-0.6 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	0.20	▶ 0.19	-1.2 pb	
➔ OAT 10a (%)	-0.16	▶ -0.11	+5.2 pb	
➔ Bund 10a (%)	-0.37	▶ -0.34	+2.8 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	1.68	▶ 1.67	-1.3 pb	
➔ Euro vs dollar	1.18	▶ 1.19	+1.1 %	
➔ Or (once, \$)	1 730	▶ 1 743	+0.8 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	65.0	▶ 63.3	-2.5 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.26	-0.22 le 26/02
Eonia	-0.49	-0.47 le 26/01	Bund 2a	-0.69	-0.65 le 25/02
Euribor 3m	-0.54	-0.53 le 26/02	Bund 10a	-0.34	-0.26 le 25/02
Euribor 12m	-0.50	-0.48 le 01/03	OAT 10a	-0.11	-0.03 le 25/02
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.65	0.72 le 18/03
Libor 3m	0.19	0.24 le 13/01	\$ Treas. 2a	0.16	0.17 le 05/04
Libor 12m	0.29	0.34 le 01/01	Treas. 10a	1.67	1.75 le 31/03
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	High Yield	4.68	4.87 le 09/03
Libor 3m	0.09	0.09 le 24/03	£ Gilt. 2a	0.05	0.13 le 26/02
Libor 12m	0.16	0.16 le 30/03	£ Gilt. 10a	0.81	0.91 le 18/03

Au 9-4-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.23 le 06/01	1.17 le 30/03	-2.8%
GBP	0.87 le 06/01	0.85 le 05/04	-3.3%
CHF	1.10 le 04/03	1.08 le 18/01	+1.7%
JPY	130.30 le 07/04	125.22 le 18/01	+3.1%
AUD	1.56 le 04/01	1.53 le 18/03	-1.7%
CNY	7.80 le 01/01	7.69 le 25/03	-2.5%
BRL	6.71 le 03/03	6.33 le 18/01	+5.6%
RUB	92.00 le 28/01	86.53 le 16/03	+1.7%
INR	88.87 le 07/01	85.30 le 27/03	-0.6%

Au 9-4-21

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	63.3 le 11/03	51.2 le 04/01	+22.1%	+25.6%
Or (once)	1 743 le 05/01	1 682 le 08/03	-8.2%	-5.5%
Métaux, LME	3 883 le 25/02	3 415 le 01/01	+13.7%	+17.0%
Cuivre (tonne)	8 935 le 25/02	7 749 le 01/01	+15.3%	+18.7%
Blé (tonne)	245 le 15/01	231 le 30/03	-1.0%	+1.8%
Mais (tonne)	209 le 08/04	188 le 04/01	+10.6%	+13.9%

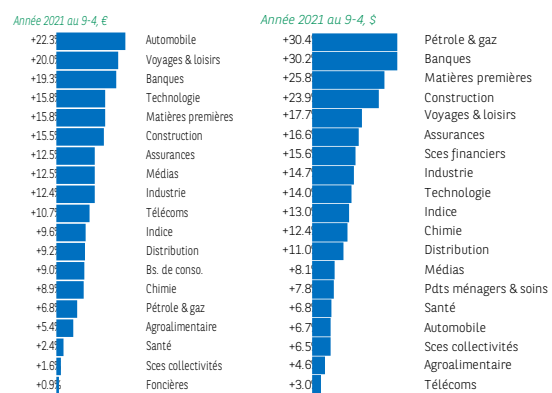
Au 9-4-21

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 910	2 910 le 09/04	2 662 le 29/01	+8.2%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 129	4 129 le 09/04	3 701 le 04/01	+9.9%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 979	3 979 le 09/04	3 481 le 29/01	+12.0%
CAC 40	6 169	6 169 le 09/04	5 399 le 29/01	+11.1%
DAX 30	15 234	15 234 le 09/04	13 433 le 29/01	+11.0%
IBEX 35	8 566	8 658 le 16/03	7 758 le 29/01	+6.1%
FTSE100	6 916	6 942 le 08/04	6 407 le 29/01	+7.0%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 128	1 137 le 18/03	1 044 le 06/01	+8.0%
Nikkei	29 788	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+8.5%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 330	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+3.0%
Chine	108	130 le 17/02	106 le 25/03	+0.2%
Inde	707	736 le 03/03	659 le 29/01	+7.2%
Bésil	1 682	1 941 le 14/01	1 561 le 09/03	-2.6%
Russie	670	740 le 16/03	647 le 01/02	+4.3%

Au 9-4-21

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

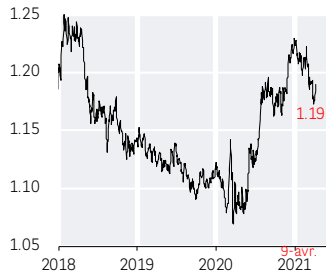


SOURCE : THOMSON REUTERS



# REVUE DES MARCHÉS

## EURO-DOLLAR



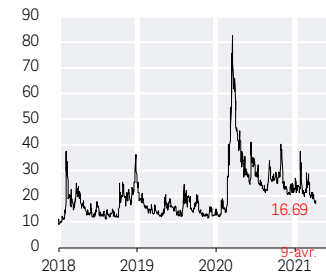
## EUROSTOXX50



## S&P500



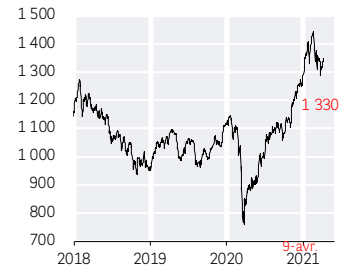
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



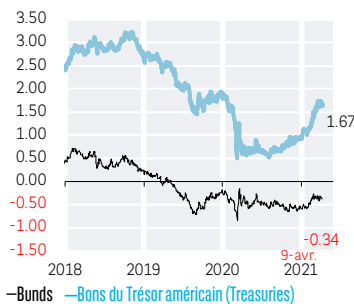
## MSCI MONDE (USD)



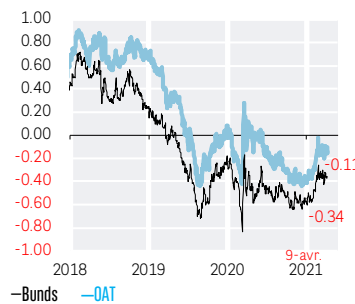
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



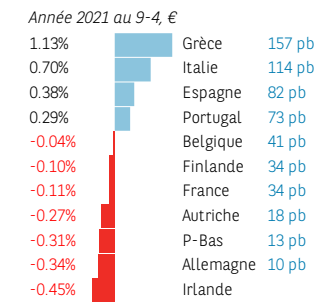
## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



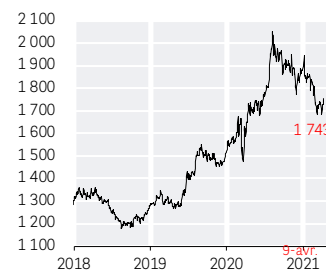
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LME, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## INDICES PMI : UN DÉBUT D'AMÉLIORATION DANS LE SECTEUR DES SERVICES ?

Dans le secteur manufacturier, hormis de rares exceptions (Mexique, Égypte, Liban), la quasi-totalité des pays de notre échantillon affiche un indice PMI supérieur à 50 au mois de mars 2021. Le PMI manufacturier mondial se situe au niveau le plus élevé de la période sous revue. Cela vaut également pour la zone euro. Le Danemark enregistre une très sensible hausse, comme l'Allemagne. Le PMI français poursuit sa progression même si son niveau reste inférieur à celui de la zone euro, tandis que l'amélioration se confirme en Italie. Le PMI grec dépasse le seuil des 50 après avoir baissé en février. En mars, l'indice continue d'augmenter dans les pays d'Asie-Océanie, les PMI en Australie, au Japon et à Singapour atteignant des plus hauts niveaux sur la période considérée. En Chine, le PMI a baissé en mars pour le 4<sup>e</sup> mois consécutif et s'établit juste au-dessus de la barre de 50. Après une stabilisation en février, l'indice indien est en baisse en mars mais reste à un niveau confortable.

Le PMI des services a plutôt augmenté en mars par rapport au mois précédent. Il a progressé de façon marquée en Chine et plus timidement aux États-Unis. Dans la zone euro, les chiffres s'améliorent bien que l'indice reste inférieur à 50. L'indice allemand progresse sensiblement et dépasse le seuil des 50 pour la première fois depuis septembre 2020. Après un repli en février, la France repart à la hausse tandis que l'Italie stagne. Le PMI britannique enregistre encore une forte augmentation, porté par le bon rythme des vaccinations. La Russie affiche une nette amélioration tandis que l'indice brésilien se dégrade, et en Inde il fléchit mais reste à un niveau confortable.

Le PMI composite a stagné aux États-Unis mais s'est nettement redressé dans la zone euro où il s'établit en mars confortablement au-dessus de 50. L'amélioration est visible dans tous les États membres de notre échantillon. L'Allemagne a particulièrement bien performé. Pour la première fois depuis l'été 2020, l'indice atteint 50 en France et en Espagne. Du côté italien, l'amélioration se poursuit. Le Japon frôle la barre des 50 à l'inverse du Brésil dont l'indice replonge. Après trois baisses consécutives, le PMI composite a augmenté en Chine et il est en léger recul en Inde où il reste élevé.

La composante « emploi » du PMI manufacturier s'est encore améliorée au niveau mondial. L'indice a baissé aux États-Unis mais a une nouvelle fois progressé en zone euro en mars. L'embellie a été observée dans tous les pays de l'échantillon, sans exception. Ces bonnes performances sont de bon augure pour le marché du travail dans les prochains mois. L'indice s'est légèrement redressé en Chine, mais reste en dessous de 50, comme en Indonésie. Déjà en hausse en février, le PMI des nouvelles commandes à l'exportation a progressé de manière plus franche encore en mars, atteignant son niveau le plus élevé de la période sous revue. Alors qu'il stagne aux États-Unis, il est en nette hausse en zone euro. L'évaluation très positive des commandes à l'exportation est portée par les bons chiffres en Allemagne et, dans une moindre mesure, en Espagne et en France. Seule la Grèce n'atteint toujours pas le seuil des 50. En Chine, le PMI progresse nettement.

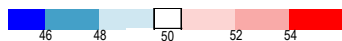
Louis Boisset

### PMI MANUFACTURIER

	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	BRÉSIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
mai-20	42.4	40.6	39.8	39.4	40.4	54.3	40.6	36.6	41.1	39.2	45.4	40.5	38.3	42.5	40.7	41.6	40.7	38.4	46.8	38.3	38.3	39.6	40.6	36.2	40.9	40.7	37.2	48.1	43.7	46.7	50.7	43.9	30.8	28.6	42.7
juin-20	48.0	47.8	49.8	47.4	46.5	52.1	52.3	45.2	49.4	51.0	47.5	45.2	49.0	41.4	50.1	51.5	56.6	40.1	48.0	51.6	38.6	44.9	47.2	49.4	53.9	44.6	43.2	47.7	53.3	50.4	51.2	49.6	47.2	39.1	51.1
juil-20	50.6	52.9	50.9	51.8	52.8	56.3	52.4	51.0	48.6	57.3	51.9	47.9	53.5	49.6	53.3	53.5	59.2	45.2	50.2	58.2	40.4	47.0	52.8	48.4	56.9	49.6	44.9	50.0	49.4	50.8	52.8	44.5	46.0	46.9	47.6
août-20	51.8	55.1	53.1	51.7	51.0	51.4	49.8	52.2	49.4	52.3	53.1	52.3	49.9	51.0	55.2	49.3	50.9	47.2	50.1	64.7	41.3	49.1	50.6	51.1	54.3	49.4	40.1	48.8	55.8	49.4	53.1	44.0	52.0	50.8	45.7
sept-20	52.4	56.0	53.2	53.7	51.7	53.6	51.2	56.4	50.0	50.0	53.2	52.5	50.8	52.8	54.1	46.7	53.6	47.7	50.3	64.9	42.1	50.7	50.8	48.9	52.8	50.4	42.1	50.7	58.5	51.0	53.0	47.7	56.8	47.2	52.2
oct-20	53.1	55.5	53.4	54.8	54.0	61.7	51.3	58.2	48.7	50.3	53.8	50.4	52.5	52.9	53.7	56.3	52.2	48.7	50.5	66.7	43.6	51.9	50.8	46.9	53.9	51.4	43.3	51.0	60.9	49.5	53.6	49.8	58.9	47.8	51.8
nov-20	53.8	55.8	56.7	53.8	51.7	46.8	49.6	57.8	42.3	52.2	51.5	54.4	49.8	54.5	55.6	52.1	54.9	49.0	50.4	64.0	43.7	53.9	50.8	46.3	51.4	50.9	42.4	54.7	52.6	49.5	54.9	50.1	56.3	50.6	49.9
déc-20	53.8	57.9	57.1	55.2	53.5	42.2	51.1	58.3	46.9	57.2	52.8	58.2	51.0	57.3	57.5		48.3	50.0	50.5	61.5	42.4	57.0	51.7	49.7	50.8	48.2	43.2	57.0	50.3	51.2	53.0	43.5	56.4	51.3	51.7
janv-21	53.6	54.4	59.2	54.8	54.2	43.6	51.6	57.1	50.0	51.8	55.1	58.8	49.3	59.4	54.1	55.3	58.0	49.8	50.7	56.5	43.0	57.0	51.9	50.9	54.4	48.7	41.0	57.1	50.9	51.2	51.5	47.8	57.7	52.2	51.3
févr-21	53.9	54.8	58.6	57.9	58.3	40.1	56.1	60.7	49.4	52.0	56.9	59.6	52.9	61.3	55.1	58.8	53.4	51.4	50.5	58.4	44.2	56.5	53.4	51.5	51.7	49.3	42.2	53.9	53.0	50.6	50.9	50.2	57.5	50.9	51.6
mars-21	55.0	58.5	59.1	62.5	63.4	65.4	59.3	68.6	51.8	57.1	59.8	64.7	56.9	66.3	58.9	59.9		52.7	50.8	52.8	45.6	58.0	54.3	51.1	52.6	48.0	46.4	53.3	57.4	52.6	50.6	55.4	53.2	53.6	

### PMI DES SERVICES

	MONDE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRÉSIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
mai-20	35.2	37.5	30.5	31.1	32.6	23.4	28.9	27.9	29.0	31.7	26.5	27.6	35.9	37.2	55.0	43.9	12.6
juin-20	48.1	47.9	48.3	50.7	47.3	39.7	46.4	50.2	47.1	31.5	45.0	35.9	47.8	43.2	58.4	49.6	33.7
juil-20	50.7	50.0	54.7	57.3	55.6	51.9	51.6	51.9	56.5	44.0	45.4	42.5	58.5	44.9	54.1	44.5	34.2
août-20	52.0	55.0	50.5	51.5	52.5	52.4	47.1	47.7	58.8	42.5	45.0	49.5	58.2	40.1	54.0	44.0	41.8
sept-20	52.0	54.6	48.0	47.5	50.6	45.8	48.8	42.4	56.1	36.2	46.9	50.4	53.7	42.1	54.8	47.7	49.8
oct-20	52.9	56.9	46.9	46.5	49.5	48.3	46.7	41.4	51.4	51.4	47.7	52.3	46.9	43.3	56.8	49.8	54.1
nov-20	52.2	58.4	41.7	38.8	46.0	45.4	39.4	39.5	52.9	47.8	50.9	48.2	42.4	57.8	50.1	53.7	
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	60.4	49.6	48.2	51.5	54.6	48.6	48.1	56.3		48.3	44.1	55.8	46.4	54.3		54.6	



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



PMI COMPOSITE\*

	Marchés développés														Marchés émergents																							
	Europe														Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie												
	A. Nord														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				
MONDE	CANADA	ETATS-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				
mai-20	36.3		37.0	31.9		32.1	32.3		25.7	33.9		29.2		30.0		27.8		28.1		28.1		35.0																
juin-20	47.9		47.9	48.5		51.7	47.0		44.3	47.6		49.7		47.7		40.8		40.5		48.9		48.9																
juil-20	51.1		50.3	54.9		57.3	55.3		55.9	52.5		52.8		57.0		44.9		47.3		56.8		56.8																
août-20	52.5		54.6	51.9		51.6	54.4		54.0	49.5		48.4		59.1		45.2		53.9		57.3		57.3																
sept-20	52.5		54.3	50.4		48.5	54.7		46.9	50.4		44.3		56.5		46.6		53.6		53.7		53.7																
oct-20	53.4		56.3	50.0		47.5	55.0		49.0	49.2		44.1		52.1		48.0		55.9		47.1		47.1																
nov-20	53.1		48.6	45.3		40.6	51.7		47.7	42.7		41.7		49.0		48.1		53.8		47.8		47.8																
déc-20	52.7		55.3	49.1		49.5	52.0		53.4	43.0		48.7		50.4		48.5		53.5		52.3		52.3																
janv-21	52.3		58.7	47.8		47.7	50.8		40.3	47.2		43.2		41.2		47.1		48.9		52.3		52.3																
févr-21	53.2		59.5	48.8		47.0	51.1		42.7	51.4		45.1		49.6		48.2		49.6		52.6		52.6																
mars-21			59.7	53.2		50.0	57.3		54.5	51.9		50.1		56.4		49.9		45.1		54.6		54.6																

\*manufacturier et services

PMI MANUFACTURIER – EMPLOI

	Marchés développés														Marchés émergents																			
	Europe														Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie								
	A. Nord														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
MONDE	CANADA	ETATS-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
mai-20	43.1	32.7	38.0	37.6	41.0	34.8	35.7	36.5	38.4	40.1	40.6	40.7	35.2	42.6	31.4	41.6	39.5	49.5	39.1	35.7	37.7	43.6	34.6	47.3	45.5	48.7	26.9	48.7	49.2	42.7	31.5	44.2		
juin-20	46.0	44.8	47.9	41.3	44.1	44.7	44.6	38.8	47.9	46.1	40.3	41.2	44.6	39.4	41.4	45.9	48.3	47.7	43.7	36.8	41.1	46.5	46.9	52.8	44.6	47.0	33.2	46.4	48.6	44.3	39.1	47.8		
juil-20	47.3	50.9	49.6	42.9	48.5	48.5	48.8	37.2	48.4	50.8	45.0	42.9	47.4	46.1	43.9	48.2	47.3	47.8	52.3	38.7	42.7	47.8	44.7	54.8	46.1	47.8	33.7	47.5	49.5	44.3	43.5	45.4		
août-20	48.6	53.9	52.7	44.2	44.7	48.4	44.7	40.2	50.5	47.5	49.4	48.3	46.7	45.7	43.8	47.8	49.3	48.4	56.4	41.5	45.1	49.6	48.6	54.3	45.9	48.2	38.6	41.5	49.8	45.5	46.9	43.7	48.5	
sept-20	49.5	54.3	52.5	47.1	49.1	44.8	46.5	44.2	50.9	49.1	51.9	47.7	50.1	47.1	46.5	51.8	51.6	49.8	56.5	44.6	48.1	51.1	45.6	55.2	48.3	49.0	44.8	47.7	50.1	45.4	46.1	48.5		
oct-20	49.5	51.2	51.9	47.2	46.7	53.7	47.9	44.4	49.8	50.8	50.5	48.0	50.4	45.0	45.4	48.7	52.3	48.9	58.2	45.6	50.3	52.3	47.4	55.5	47.8	48.8	49.1	47.6	50.2	47.3	45.6	50.5		
nov-20	50.2	52.5	51.7	48.7	47.4	46.2	48.7	47.2	45.0	51.2	51.5	51.7	48.3	47.9	47.2	53.1	51.3	49.1	56.8	46.3	50.7	52.8	45.4	54.4	48.5	50.1	47.2	48.8	51.3	47.4	47.0	48.4		
déc-20	50.1	55.8	52.2	49.2	49.4	46.7	50.4	46.5	47.8	53.0	53.2	52.4	48.5	51.8	48.8	53.4	49.8	50.1	53.8	43.4	53.2	52.5	47.9	54.4	47.6	49.1	43.8	47.7	49.9	47.6	47.4	50.8		
janv-21	50.3	51.3	54.7	49.4	51.2	49.2	49.1	47.8	50.9	50.8	53.2	52.1	46.9	52.2	50.6	52.9	56.1	48.7	51.2	44.2	52.1	52.1	50.2	56.1	48.7	49.3	48.6	50.2	49.6	48.1	47.5	49.6		
févr-21	50.7	52.6	56.3	51.5	54.5	46.6	52.5	50.0	50.3	52.9	53.6	53.0	49.2	52.5	51.9	52.1	49.8	49.7	53.8	45.4	54.2	52.9	50.6	54.1	49.3	49.6	44.1	49.9	48.1	47.6	48.7	50.9		
mars-21	51.5	53.7	54.5	54.8	57.7	59.9	56.2	54.1	51.0	55.7	55.3	55.1	53.2	54.4	55.7	53.3			50.0	48.5	47.1	54.7	53.2	50.1	54.2	48.9	49.9	44.4	49.5	49.5	47.2	49.8	52.1	

PMI MANUFACTURIER – NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORTATION

	Marchés développés														Marchés émergents																				
	Europe														Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie									
	A. Nord														Australie	N. Zélande	Japon	Singapour	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	ISRAËL	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
MONDE	CANADA	ETATS-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	ISRAËL	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
mai-20	32.3	39.2	25.9	28.7	30.2	29.2	24.5	36.1	30.9	35.8	29.6	30.4		33.9	31.1	30.8	45.6	31.7	34.2	32.2	29.4	30.5	29.8	34.7	37.4	30.9	45.1	20.2	40.2	41.7	36.4	11.8	15.8	34.3	
juin-20	43.5	43.6	47.9	43.1	37.0	42.5	41.4	48.1	52.1	44.5	41.4	47.5		44.9	47.2	37.4	47.2	45.2	36.1	40.7	43.0	42.0	50.5	49.0	38.6	36.7	43.9	33.5	51.1	47.0	42.0	38.9	21.5	48.5	
juil-20	47.2	47.6	49.8	51.8	49.6	45.9	54.6	45.2	58.7	48.9	46.4	53.9		47.7	41.4	40.2	50.5	46.2	41.6	43.6	50.5	48.5	54.4	51.7	48.6	45.3	45.7	40.7	47.7	48.3	36.2	43.3	38.4	41.7	
août-20	49.9	52.9	52.9	51.9	50.4	48.3	55.7	46.9	52.5	46.5	55.2	49.8		51.5	52.2	47.3	50.2	46.2	44.4	47.1	50.3	48.8	53.4	53.0	53.4	33.6	45.4	38.7	48.5	50.7	38.0	47.8	40.1	42.0	
sept-20	51.7	51.3	51.2	55.5	52.7	51.5	61.2	49.3	47.7	51.3	54.0	51.4		53.4	46.5	47.3	50.4	53.9	42.0	50.2	51.0	43.8	50.9	55.3	51.1	40.8	52.0	45.8	50.9	54.4	44.8	53.8	36.4	52.9	
oct-20	51.3	52.9	49.3	56.3	56.8	50.1	61.3	46.2	49.0	55.8	53.2	51.2		54.1	52.7	50.6	50.8	54.2	42.1	52.1	53.5	50.4	51.7	54.0	48.2	42.2	48.4	49.3	50.6	51.0	47.8	55.2	37.6	50.0	
nov-20	51.8	50.2	50.5	53.0	53.7	45.4	58.4	35.9	50.1	49.6	53.9	49.2		55.5	50.0	49.2	50.9	55.3	40.4	55.1	49.7	52.4	49.5	52.4	56.1	41.4	52.0	47.1	49.5	53.3	47.6	54.8	47.5	46.8	
déc-20	51.1	54.0	50.7	54.6	54.8	49.7	57.3	38.7	51.8	53.2	60.1	52.6		55.6		48.6	50.7	52.8	38.4	55.1	52.6	50.4	47.7	49.7	44.1	44.6	51.5	47.6	52.9	51.8	40.2	51.8	41.1	52.8	
janv-21	50.2	49.9	54.0	54.7	54.0	49.6	58.8	42.3	47.7	54.5	58.1	49.8		48.4	61.4	48.2	50.9	49.9	41.9	53.3	53.7	41.3	53.4	52.4	42.6	40.5	53.5	45.9	55.2	47.4	43.9	53.9	44.2	49.9	
févr-21	51.0	50.2																																	

## BAROMÈTRE

8

## FRANCE : LA CONJONCTURE CONTINUE DE FAIRE DU YO-YO

Notre baromètre fait état d'une amélioration de la situation conjoncturelle française ces derniers mois par rapport aux trois mois précédents : la zone en bleu s'est en effet élargie par rapport à celle en pointillés. Le détail des évolutions mensuelles des différents indicateurs laisse toutefois une impression plus mitigée, due à leur mouvement de yo-yo. Le net redressement des enquêtes de confiance en mars suit une dégradation en février, les deux mouvements allant à l'encontre de la relative stabilité des indices de mobilité de Google. Et ce rebond devrait rester sans suite, les enquêtes n'intégrant pas les dernières annonces du gouvernement en matière de confinement. Il faut s'attendre à une rechute en avril, avant, peut-être, un redressement durable à partir de mai.

Les dépenses de consommation des ménages en biens continuent d'accuser les évolutions les plus heurtées, car elles sont les plus affectées par les mesures de confinement et les plus réactives à leur levée (-17,9% m/m en novembre, +22,5% m/m en décembre, -4,9% m/m en janvier). Leur stabilité en février vient toutefois rompre ce schéma, décevant nos attentes et celles de l'INSEE d'un rebond marqué. L'effet positif des soldes sur la hausse des achats de biens fabriqués (+3,4% m/m) a pu être limité par le renforcement ciblé des mesures sanitaires.

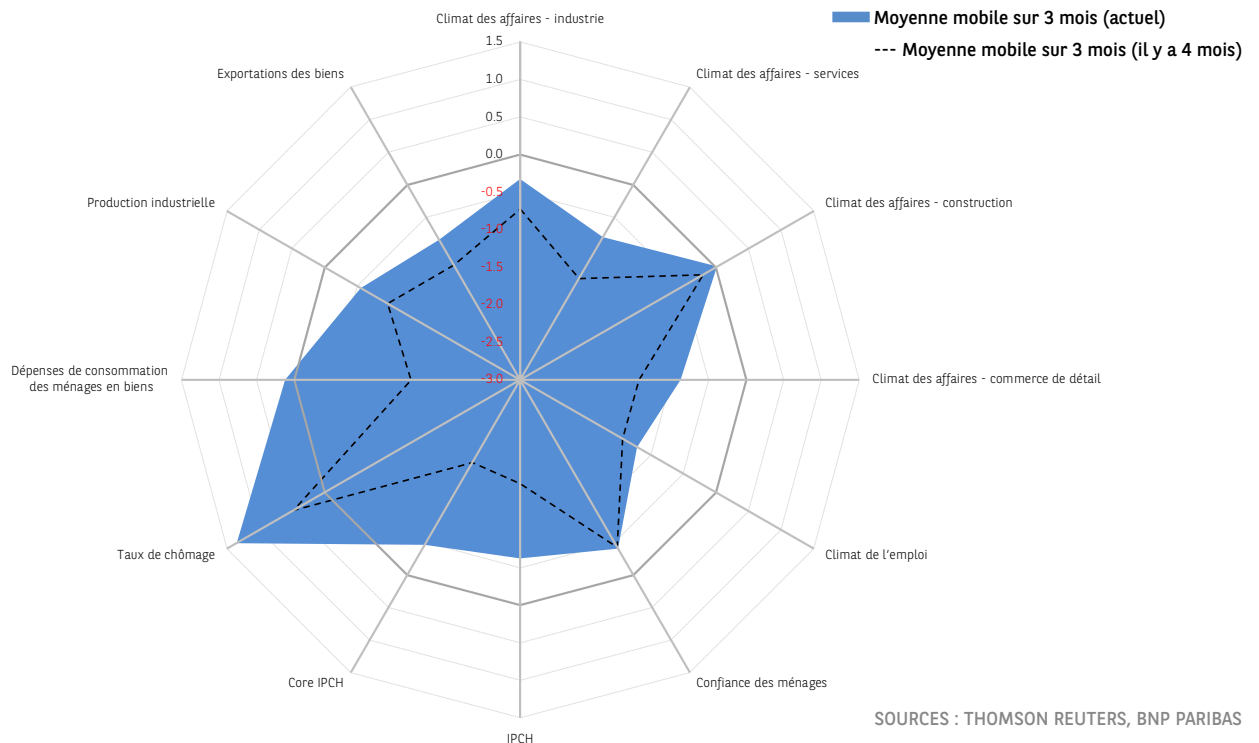
En outre, cette hausse a été compensée par le recul de la consommation d'énergie (-3,1% m/m) et alimentaire (-2,2% m/m).

La production industrielle, situation inédite, se porte un peu mieux que la consommation car elle est moins affectée par les mesures sanitaires et elle bénéficie de l'amélioration de l'environnement international. Mais elle n'échappe pas au mouvement de balancier conjoncturel. En janvier, sa hausse de 3,2% m/m l'avait ramenée à son niveau d'avant-crise ; en février, elle a fortement rechuté (-4,7% m/m), une baisse toutefois difficile à réconcilier avec le signal plus positif des enquêtes. Quant aux exportations, leur redressement depuis le choc du premier confinement est important mais moindre que celui de la production et de la consommation, et que ce que suggèrent le redressement des enquêtes et celui de l'indicateur du commerce mondial du CPB. Ce retrait peut être mis sur le compte des difficultés du secteur aéronautique qui empêchent les exportations de redécoller davantage.

Si au T1 le PIB devrait s'inscrire en légère hausse (porté par l'acquis positif du rebond de l'activité en décembre), les perspectives pour le T2 sont peu engageantes. Notre scénario central table sur une croissance frôlant le zéro mais un chiffre négatif ne peut être écarté.

Hélène Baudchon

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +1,5. 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.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



## ESPAGNE : UNE LENTE AMÉLIORATION

Le baromètre s'est amélioré en mars, principalement sur le front manufacturier où l'activité continue de nettement se renforcer. L'indice de confiance des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis plus de 14 ans (56,9). L'activité dans les services et la consommation des ménages sont, à l'inverse, restée très fragiles au T1, en raison des restrictions sanitaires et de la tempête hivernale Filomena de janvier. C'est visible notamment dans la tendance à trois mois des ventes de détail, qui s'est repliée en mars.

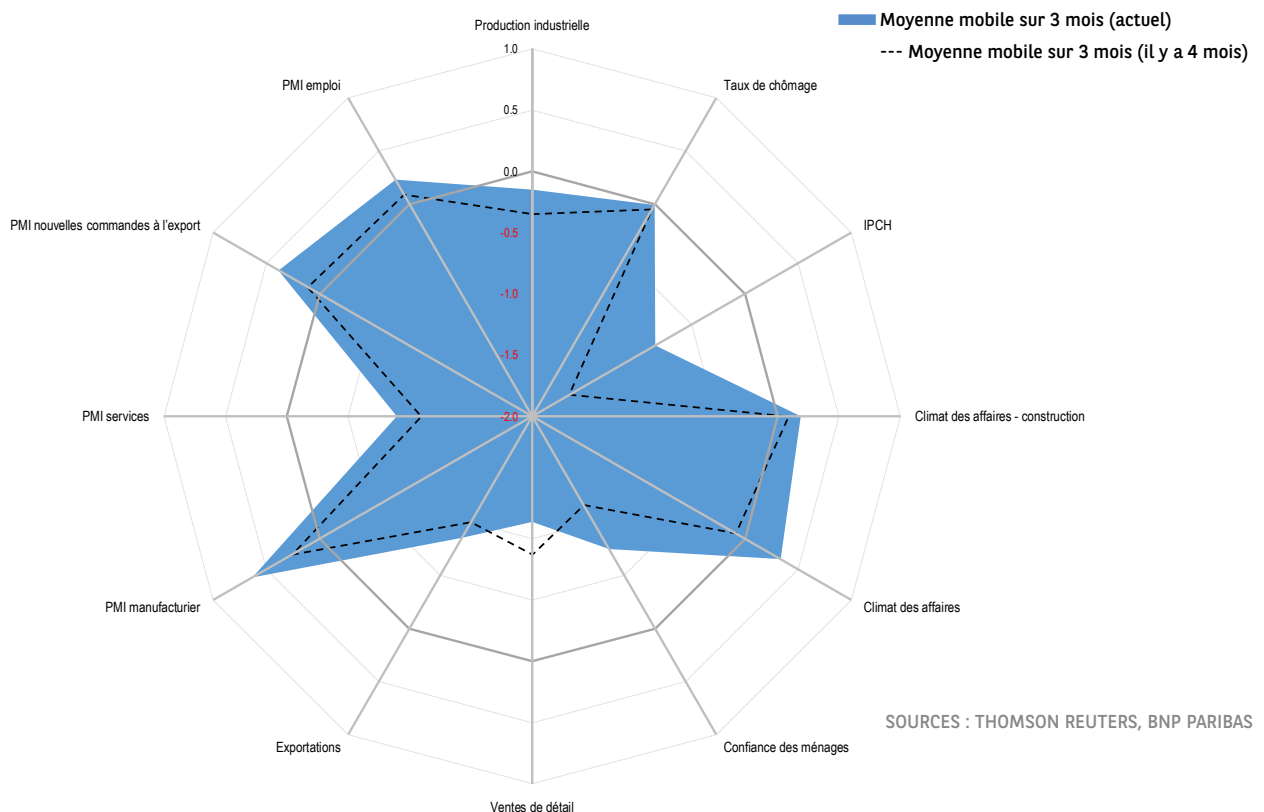
Le redressement du marché du travail a également marqué le pas au premier trimestre. Après ajustement des variations saisonnières, le nombre de travailleurs affiliés à la sécurité sociale n'a augmenté que de 0,2% (+46 700) tandis que le chômage s'est accru de 1,0% (+37 000). Les écarts de récupération d'emplois entre secteurs restent par ailleurs très significatifs : alors que l'emploi dans l'industrie, et la construction en particulier, a comblé une grande partie des pertes enregistrées au cours du premier confinement, le niveau dans les services reste fortement déprimé. À la fin du mois de mars, près de 743 000 travailleurs étaient encore couverts par le dispositif ERTE de chômage partiel.

Néanmoins, le rebond d'activité devrait s'enclencher plus significativement à partir du printemps, et encore plus fortement au second semestre 2021. Les nouvelles prévisions du FMI, publiées cette semaine, tablent désormais sur un rebond du PIB réel de 6,4% en 2021. Même si cela constitue une hausse par rapport aux prévisions de janvier, c'est en deçà des anticipations d'octobre dernier qui étaient de +7,2%. Par ailleurs, la « légère » recrudescence des contaminations de Covid-19 dans le pays depuis la mi-mars montre que les conditions sanitaires continueront de peser sur la reprise d'activité dans les prochaines semaines.

La remontée de l'inflation (anticipée par les enquêtes d'opinion) se confirme, et ce n'est pas seulement dû aux effets de base liés au premier confinement de 2020. L'indice des prix à la consommation (IPC) a rebondi de 1,0% en mars en variation mensuelle et de 1,3% en variation annuelle. D'après les indices PMI de mars, cette remontée a toutes les chances de se poursuivre au printemps.

**Guillaume Derrien**

### 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 -2 et +1. 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.

## LES CAMPAGNES DE VACCINATION ACCÉLÈRENT EN EUROPE

La situation épidémique continue de se dégrader dans le monde. Le nombre de nouveaux cas de Covid-19 augmente. Du 1<sup>er</sup> avril au 7 avril, on en a enregistré plus de 4,14 millions\*, soit une hausse +23% par rapport à la semaine précédente. Cette augmentation s'observe en Europe (+1,38 million), en Asie (à l'exception de la Chine) avec 1,35 million nouveaux cas, et sur l'ensemble du continent américain (+1,33 million), soit une hausse de 12%, 51% et 15% respectivement. Toutefois, en Europe, on observe une tendance à la baisse du taux de croissance durant la même période (graphique 1).

Malgré ce contexte sanitaire, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs\*\* a progressé durant la semaine du 26 mars au 1<sup>er</sup> avril, par rapport à la semaine précédente, dans les principaux pays développés. Au cours de cette semaine, la fréquentation a augmenté respectivement de 7 points, 4 points et de 3,1 points en Italie, en France et en Espagne. Le Royaume-Uni, qui a entamé le 29 mars la deuxième phase de son déconfinement progressif, enregistre une hausse de 3,9 points. En Belgique, la fréquentation repart à la baisse (-7,4 points, cf. graphique 3). Par ailleurs, on note récemment un fléchissement de l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance (en glissement annuel du PIB), établi par l'OCDE, dans les principaux pays développés. Seuls le Japon et la Belgique voient l'indicateur continuer de se redresser. Cet indicateur est établi à partir de données issues de *Google Trends* et résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. Notons toutefois que ces calculs pourraient refléter en partie un effet de base (graphique 3).

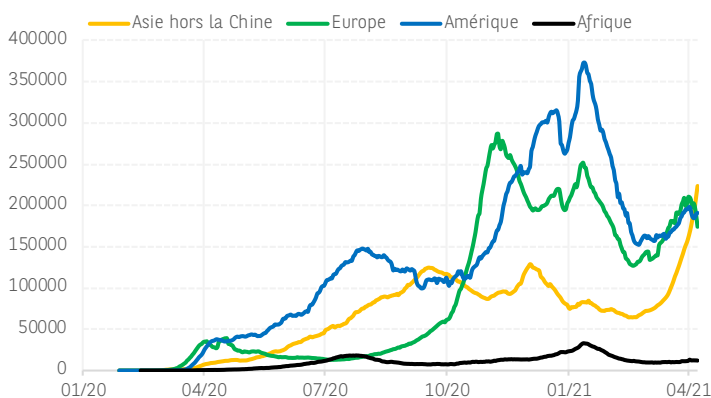
Enfin, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde. Sur un mois, le nombre de doses administrées pour 100 personnes a augmenté de 2,6 points : 4,9% de la population mondiale a ainsi reçu au moins une dose (graphique 2) contre 2,3% le mois précédent. Israël reste en tête, 61% de sa population ayant reçu au moins une dose, soit une progression de 3,9 points sur un mois. Viennent ensuite le Royaume-Uni, avec 46,6% de la population ayant reçu au moins une dose (+13,6 points). Ces deux pays enregistrent un ralentissement de la campagne depuis une semaine. Dans l'Union européenne, la campagne de vaccination a fortement accéléré durant la première semaine d'avril (+6,6 points sur un mois). Ainsi, en France, au Portugal, en Italie et en Belgique on enregistre une importante accélération.

**Tarik Rharrab**

\* Moyenne mobile sur sept jours

\*\* 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 le rapport sur la mobilité de Google.

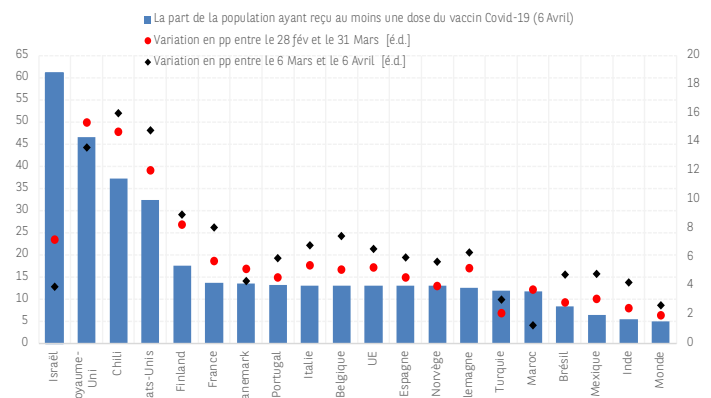
### NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (08/04/2021), BNP PARIBAS

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



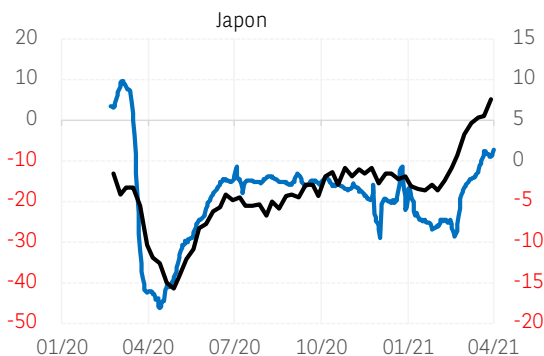
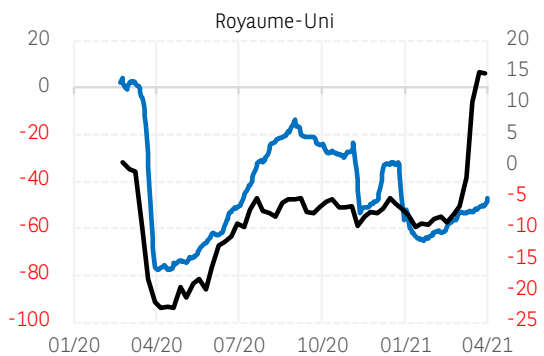
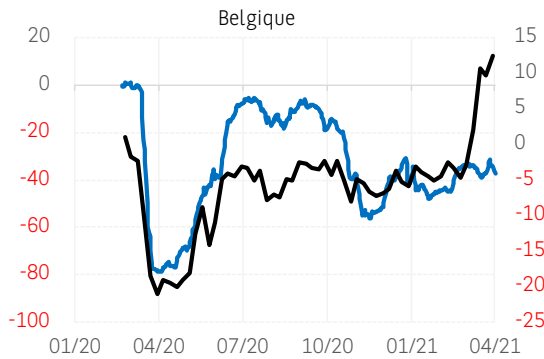
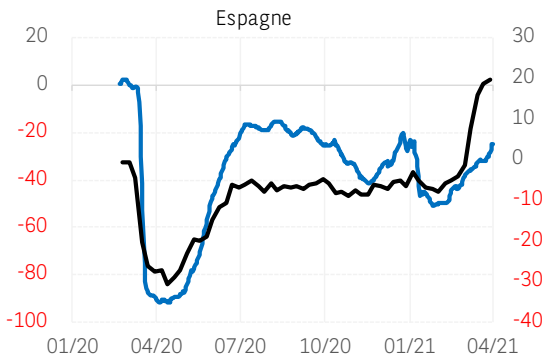
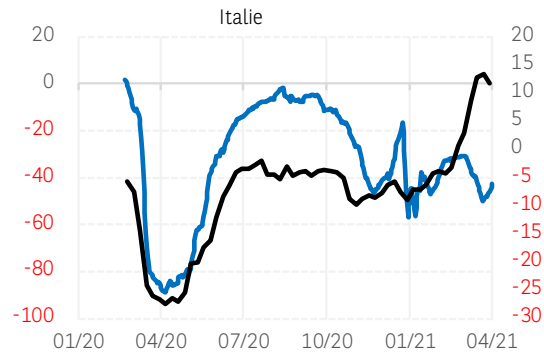
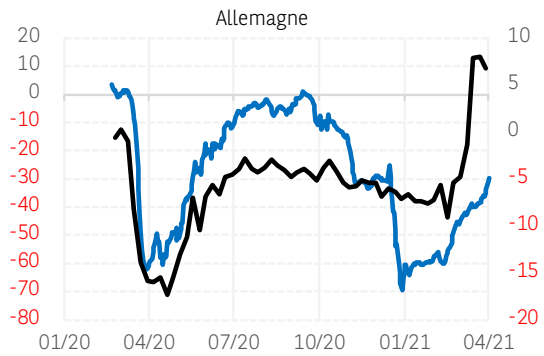
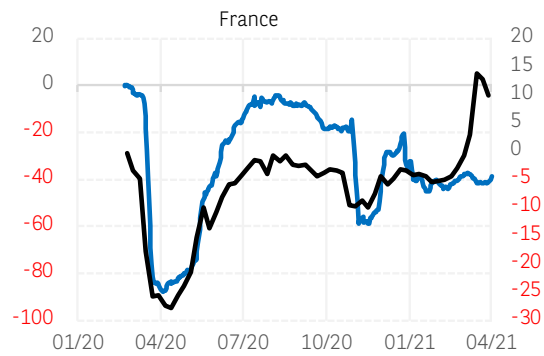
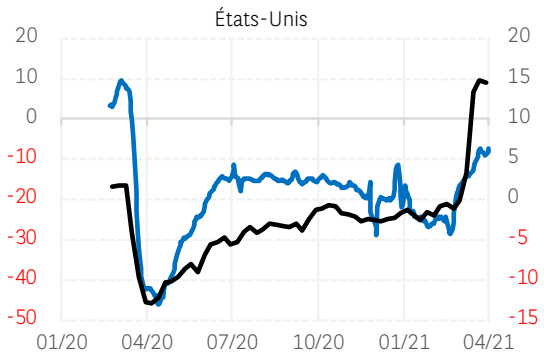
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 08/04/2021), BNP PARIBAS



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 (07/04/2021), GOOGLE (07/04/2021), BNP PARIBAS

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

12

## 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 &amp; 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<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021				2021e		2022e	
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e		
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		
	Treas. 10a	1.75	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

13

## DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, la plupart des indicateurs ont montré une amélioration par rapport au mois précédent, à l'exception toutefois de la composante « perspectives » de l'enquête Eco Watchers qui a enregistré une baisse inattendue. Aux États-Unis, l'indice ISM des services a marqué une hausse vigoureuse, dépassant largement les attentes. Le chiffre des demandes initiales d'assurance chômage a créé la déception. En Chine, le PMI des services a marqué une nette amélioration, au-delà des prévisions. Cela a fait grimper le PMI composite. En France, en Allemagne et dans la zone euro, les indices PMI se sont améliorés, dépassant ainsi les attentes.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
05/04/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mars	--	48,3	46,5
05/04/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mars	--	50	48
05/04/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Mars	60,2	60,4	60
05/04/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mars	--	59,7	59,1
05/04/2021	États-Unis	ISM des services	Mars	59	63,7	55,3
05/04/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Févr.	-0,8%	-0,9%	-0,8%
06/04/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Mars	--	53,1	51,7
06/04/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Mars	52,1	54,3	51,5
06/04/2021	Zone euro	Taux de chômage	Févr.	0,1	0,1	0,1
07/04/2021	France	PMI des services (Markit)	Mars	47,8	48,2	47,8
07/04/2021	France	PMI composite (Markit)	Mars	49,5	50	49,5
07/04/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mars	50,8	51,5	50,8
07/04/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mars	56,8	57,3	56,8
07/04/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mars	48,8	49,6	48,8
07/04/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mars	52,5	53,2	52,5
07/04/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mars	56,8	56,3	56,8
07/04/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mars	56,6	56,4	56,6
07/04/2021	États-Unis	Minutes meeting du FOMC	Mars			
08/04/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Mars	35,5	36,1	33,9
08/04/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (situation actuelle)	Mars	45	49,0	41,3
08/04/2021	Japon	Enquête EcoWatchers (perspectives)	Mars	51,8	49,8	51,3
08/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avril	680k	744k	728k
09/04/2021	Chine	IPC g.a.	Mars	0,3%	0,4%	-0,2%
09/04/2021	Chine	IPP g.a.	Mars	3,6%	4,4%	1,7%
09/04/2021	Allemagne	Exportations m/m	Févr.	1,0%	0,9%	1,6%
09/04/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Mars	0,2%	0,7%	0,2%
04/09-04/15/21	Chine	Aggregate Financing CNY	Mars	3700,0b	--	1712,9b

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

## INDICATEURS À SUIVRE

La semaine sera plutôt calme sur le front de la publication de données. Comme d'habitude à cette période du mois, plusieurs indicateurs seront publiés en Chine mais les comparaisons d'une année sur l'autre seront considérablement faussées du fait du confinement de l'année dernière. Un indicateur clé à surveiller sera le PIB du premier trimestre. Dans la zone euro, nous connaissons le chiffre des ventes de détail, des immatriculations de voitures et de l'inflation. Les résultats de l'enquête ZEW (également publiés pour l'Allemagne) seront communiqués. La Banque de France publiera son indice du sentiment industriel. Plusieurs indicateurs seront publiés aux États-Unis: inflation, ventes de détail, données du marché immobilier, perspectives de la Fed de Philadelphie et sentiment de l'Université du Michigan. Enfin, la Réserve fédérale publiera son Livre beige.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
12/04/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Févr.	0,5%	-2,90%
12/04/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Févr.	1,0%	-5,90%
12/04/2021	France	Sentiment du secteur industriel (Banque de France )	Mars	--	99
13/04/2021	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Avril	78,5	76,6
13/04/2021	Allemagne	Situation actuelle (enquête ZEW)	Avril	-53,5	-61
13/04/2021	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Avril	--	74
13/04/2021	United States	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Mars	98,0	95,8
13/04/2021	United States	IPC hors alimentation et energie	Mars	0,2%	0,10%
14/04/2021	Japon	Commande de machines m/m	Févr.	2,8%	-4,50%
14/04/2021	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale	Avril		
15/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avril	--	--
15/04/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Mars	5,5%	-3,50%
15/04/2021	États-Unis	Perspectives de La Fed de Philadelphie	Avril	40,0	51,8
15/04/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Mars	3,0%	-2,20%
15/04/2021	États-Unis	Utilisation de la capacité	Mars	75,8%	73,80%
15/04/2021	États-Unis	Indice NAHB du marché du logement	Avril	84,0	82
16/04/2021	Chine	Prix des logements neufs m/m	Mars	--	0,36%
16/04/2021	Chine	PIB t/t	T1	1,4%	2,60%
16/04/2021	Chine	Taux de chômage	Mars	5,4%	5,50%
16/04/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations de véhicules (EU27)	Mars	--	-19,30%
16/04/2021	Zone euro	IPC g.a.	Mars	1,3%	0,90%
16/04/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mars	0,9%	0,90%
16/04/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Mars	1,5%	-10,80%
16/04/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Mars	13,7%	-10,30%
16/04/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Avril	88,8	84,9
16/04/2021	États-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Avril	--	93
16/04/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Avril	--	79,7
16/04/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Avril	--	3,10%
16/04/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Avril	--	2,80%

SOURCE : BLOOMBERG





# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

<a href="#">Édition d'avril 2021</a>	EcoTV	9 avril 2021
<a href="#">Perspectives économiques : le suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine</a>	EcoPerspectives	8 avril 2021
<a href="#">Banques américaines : la réactivation du dispositif de mise en pension de la fed, facteur de réduction des bilans</a>	Chart of the Week	7 avril 2021
<a href="#">EcoWeek 21.13 - Édition du 2 avril 2021</a>	EcoWeek	2 avril 2021
<a href="#">Zone euro : le printemps est là</a>	EcoTVWeek	2 avril 2021
<a href="#">Pays nordiques : plus confiants ?</a>	Graphique de la Semaine	31 mars 2021
<a href="#">France : Marché du travail français : bilan 2020</a>	EcoFlash	30 mars 2021
<a href="#">EcoWeek 21.12 - Édition du 29 mars 2021</a>	EcoWeek	29 mars 2021
<a href="#">Les banques conservent de l'appétit pour les TLTRO</a>	EcoTVWeek	26 mars 2021
<a href="#">Remontée des rendements des treasuries : aucune répercussion, pour le moment, sur les marchés obligataires émergents</a>	Graphique de la Semaine	24 mars 2021
<a href="#">Etats-Unis : Le plan de relance américain va-t-il trop loin?</a>	EcoFlash	23 mars 2021
<a href="#">Pays-Bas : Victoire des libéraux aux élections législatives</a>	EcoFlash	22 mars 2021
<a href="#">EcoWeek 21.11 - Édition du 22 mars 2021</a>	EcoWeek	22 mars 2021
<a href="#">France : état des lieux après un an de crise</a>	EcoTVWeek	19 mars 2021
<a href="#">Danemark : une rémunération négative s'applique à plus de 80% de l'encours des dépôts des entreprises</a>	Graphique de la Semaine	17 mars 2021
<a href="#">EcoWeek 21.10 - Édition du 15 mars 2021</a>	EcoWeek	15 mars 2021
<a href="#">EcoTV de mars 2021</a>	EcoTV	11 mars 2021
<a href="#">France : la dette, pas seulement une question de taille</a>	Graphique de la Semaine	10 mars 2021
<a href="#">Le Petit Atlas de l'économie française</a>	Petit Atlas	9 mars 2021
<a href="#">Zone Euro : Doit-on craindre un durcissement des conditions financières dans la zone euro ?</a>	EcoWeek	5 mars 2021
<a href="#">La remontée des rendements obligataires implique-t-elle un contrôle de la courbe des taux ?</a>	EcoTVWeek	5 mars 2021
<a href="#">Inde : Rebond de la croissance de 0,4% au troisième trimestre de l'exercice budgétaire</a>	Graphique de la Semaine	3 mars 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change