

2-3

ÉDITORIAL

Investissements verts, dette publique et marchés financiers

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques d'un pays et de l'écart par rapport au consensus.

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-12

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.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INVESTISSEMENTS VERTS, DETTE PUBLIQUE ET MARCHÉS FINANCIERS

Les actions visant à limiter le réchauffement climatique requerront des investissements considérables, y compris publics. Cela pose la question d'un éventuel effet d'éviction, des tensions sur les taux d'intérêt freinant les investissements du secteur privé. Un tel risque est peu probable à court terme. Au contraire, l'accroissement de l'investissement public dans la lutte contre le changement climatique et dans la transition énergétique pourrait avoir un effet d'entraînement et stimuler l'investissement privé. Une communication claire des différents gouvernements sur la nature des investissements réalisés sera nécessaire pour réduire le risque que les marchés financiers se focalisent sur la hausse de l'endettement public. Ils devront en particulier insister sur le fait que le rendement devrait correspondre à un multiple du coût d'emprunt.

Les actions visant à limiter le réchauffement climatique et, de manière plus générale, à permettre une production et des dépenses plus durables requerront des investissements considérables.

Pour que l'Union européenne atteigne ses objectifs énergétiques et climatiques à l'horizon 2030, il faudra, selon les estimations de la Commission européenne, EUR 260 mds d'investissements supplémentaires par an¹ sur les dix prochaines années, soit 1,5% du PIB. Cet effort devra être consenti par le secteur privé (EUR 160 mds, voir graphique) — les entreprises et les ménages — comme par le secteur public. Concernant ce dernier, cela implique un accroissement des pressions sur les finances publiques, et pose la question d'un éventuel effet d'éviction dû à un programme public massif d'investissement vert.

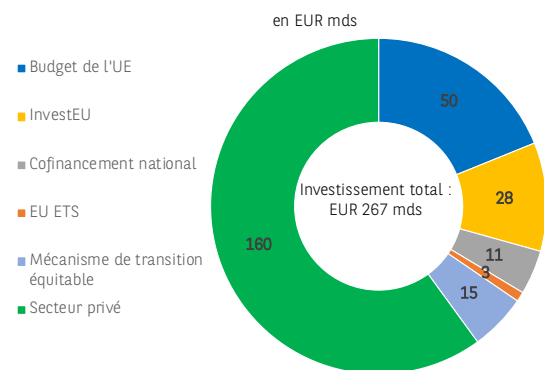
L'augmentation du besoin de financement du secteur public pourrait, en effet, se traduire par des tensions sur les taux d'intérêt² qui freineraient les investissements du secteur privé. Cependant, un tel risque semble peu probable à court terme. La croissance du PIB devrait accélérer au second semestre de cette année et stimuler la pension des entreprises à investir. Cela permettrait de compenser l'effet défavorable d'une légère hausse des taux d'intérêt. De plus, les achats d'actifs en cours, par la BCE, limiteraient aussi la probabilité d'une hausse significative des rendements obligataires.

Il existe d'ailleurs un contre-argument très valable selon lequel l'accroissement de l'investissement public dans la lutte contre le changement climatique et dans la transition énergétique pourrait avoir un effet d'entraînement en stimulant l'investissement privé³. Cet effet pourrait résulter de la réduction du risque climatique — les entreprises étant dès lors plus confiantes dans la réalisation de leurs objectifs à

long terme — ou, et il est important de le souligner, d'effets positifs indirects des investissements publics verts. Les sociétés pourraient ainsi augmenter leurs dépenses de R&D, une condition essentielle pour être plus innovantes et compétitives, ce qui, à son tour, stimulerait l'emploi, l'investissement des entreprises et, par conséquent, la croissance du PIB. Telle est la philosophie qui sous-tend le plan *Next Generation EU*.

La question d'un éventuel choc en retour à moyen terme reste néanmoins posée. Dans de nombreux pays, les finances publiques se sont considérablement dégradées sous l'effet de la pandémie de Covid-19.

ACCORD SUR LE CLIMAT DANS L'UE : SOURCES DE FINANCEMENT



InvestEU : ce programme réunira au sein d'une même structure le Fonds européen pour les investissements stratégiques (Plan Juncker) et 13 autres instruments financiers de l'UE.

EU ETS : système communautaire d'échange de quotas d'émission.

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

1 Commission européenne, *Plan d'investissement pour une Europe durable - Plan d'investissement du pacte vert pour l'Europe*, Bruxelles, le 14.1.2020 COM(2020) 21 final.

2 Le raisonnement est le suivant : l'augmentation des investissements publics implique une incitation sous forme de hausse des taux d'intérêt pour renforcer l'effort d'épargne et assurer ainsi le financement.

3 Pour une analyse des effets d'éviction et d'entraînement, voir *Macroeconomic rates of return of public and private investment. Crowding-in and crowding-out effects*, Document de travail de la BCE n°864, 2008.



Une communication claire des gouvernements sur la nature des investissements réalisés sera nécessaire pour réduire le risque que les marchés financiers se focalisent sur la hausse de l'endettement public. Ils devront en particulier insister sur le fait que le rendement sur investissement devrait correspondre à un multiple du coût d'emprunt.

La réduction structurelle des déficits publics devra être progressive pour ne pas anéantir la reprise. Si l'on ajoute à cela la nécessité d'effectuer d'importants investissements verts, l'endettement public risque même de continuer à augmenter. En fin de compte, cela pourrait conduire à une réévaluation du risque souverain et, par conséquent, à une hausse des rendements obligataires. Pour autant, cela ne devrait pas empêcher les États de procéder aux investissements nécessaires.

Si les efforts collectifs s'avéraient insuffisants, cela aurait inévitablement des conséquences économiques négatives par la suite. Pour reprendre la terminologie relative à la soutenabilité de la dette⁴, la croissance attendue du PIB nominal à long terme (g) baisserait, ce qui pourrait entraîner une augmentation du taux d'intérêt nominal moyen (r) via l'effet lié à la prime de risque souverain. À l'inverse, la réalisation des investissements nécessaires permettrait de préserver g . Il reste à établir dans quelle mesure les coûts d'emprunt augmenteraient en conséquence. L'émission d'obligations vertes – dont le rendement est, en général, plus faible que celui des obligations conventionnelles – serait un bon moyen de réduire une telle probabilité. Une communication claire en direction du marché, sur la manière dont le produit de l'émission obligataire sera affecté, pourrait y contribuer aussi. Les investissements publics verts devraient avoir un rendement correspondant à un multiple du coût d'emprunt, surtout si on tient compte des effets indirects, de sorte que, pour la société dans son ensemble, ils soient créateurs de valeur, ce à quoi les investisseurs obligataires devraient être sensibles.

William De Vijlder

⁴ La soutenabilité de la dette publique s'analyse traditionnellement en termes de solde primaire (déficit budgétaire hors charges d'intérêt), de croissance attendue à long terme du PIB nominal (g) et de taux d'intérêt nominal moyen (r).



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 16-4-21 au 23-4-21

➔ CAC 40	6 287	▶	6 258	-0.5 %
➔ S&P 500	4 185	▶	4 180	-0.1 %
➔ Volatilité (VIX)	16.3	▶	17.3	+1.1 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶	-0.54	-0.1 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.19	▶	0.18	-1.3 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.08	▶	-0.08	-0.2 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.30	▶	-0.30	+0.2 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.57	▶	1.57	-0.6 pb
➔ Euro vs dollar	1.20	▶	1.20	+0.6 %
➔ Or (once, \$)	1 779	▶	1 776	-0.2 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	66.9	▶	65.5	-2.1 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	€ Moy. 5-7a	-0.22	-0.19
Eonia	-0.48	-0.47	Bund 2a	-0.68	-0.65
Euribor 3m	-0.54	-0.53	Bund 10a	-0.30	-0.26
Euribor 12m	-0.48	-0.47	OAT 10a	-0.08	-0.03
\$ FED	0.25	0.25	Corp. BBB	0.66	0.72
Libor 3m	0.18	0.24	Treas. 2a	0.16	0.17
Libor 12m	0.28	0.34	Treas. 10a	1.57	1.75
£ Bque Angl	0.10	0.10	High Yield	4.64	4.87
Libor 3m	0.09	0.09	£ Gilt. 2a	0.04	0.13
Libor 12m	0.16	0.16	Gilt. 10a	0.78	0.91

Au 23-4-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.20	1.23	30/03 -1.5%
GBP	0.87	0.91	05/04 -2.7%
CHF	1.10	1.11	18/01 +2.1%
JPY	130.24	130.46	14/04 +3.1%
AUD	1.56	1.60	18/03 -1.6%
CNY	7.82	8.00	25/03 -2.2%
BRL	6.61	6.95	18/01 +4.0%
RUB	90.34	92.47	16/03 -0.2%
INR	90.39	90.39	27/03 +1.1%

Au 23-4-21 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	65.5	69.7	11/03	+26.2%
Or (once)	1 776	1 947	05/01	-6.4%
Métaux, LME	4 002	4 027	25/02	+17.2%
Cuivre (tonne)	9 582	9 582	23/04	+23.6%
Blé (tonne)	271	2.7	22/04	+9.7%
Mais (tonne)	259	2.6	23/04	+37.4%

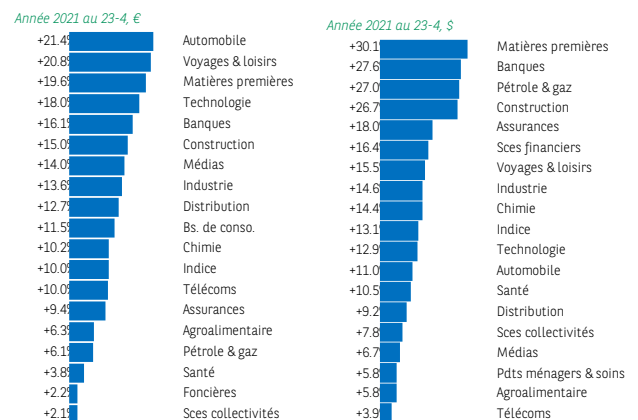
Au 23-4-21 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 946	2 953	16/04	2 662
Amérique du Nord				
S&P500	4 180	4 185	16/04	3 701
Europe				
EuroStoxx50	4 013	4 033	16/04	3 481
CAC 40	6 258	6 297	19/04	5 399
DAX 30	15 280	15 460	16/04	13 433
IBEX 35	8 619	8 711	19/04	7 758
FTSE100	6 939	7 020	16/04	6 407
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 116	1 137	18/03	1 044
Nikkei	29 021	30 468	16/02	27 056
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 353	1 445	17/02	1 288
Chine	111	130	17/02	106
Inde	679	736	03/03	659
Brésil	1 767	1 941	14/01	1 561
Russie	712	740	16/03	647

Au 23-4-21 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

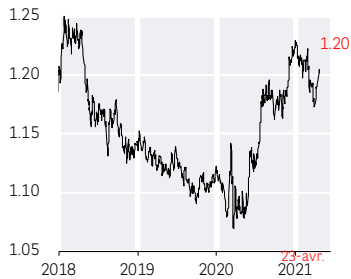


SOURCE : THOMSON REUTERS

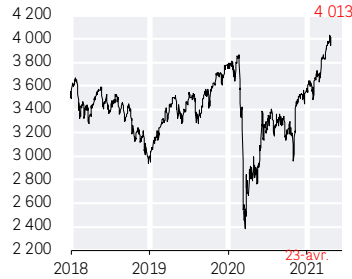


REVUE DES MARCHÉS

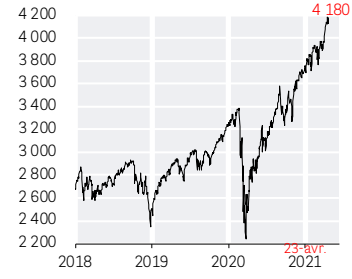
EURO-DOLLAR



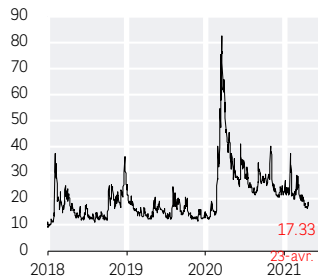
EUROSTOXX50



S&P500



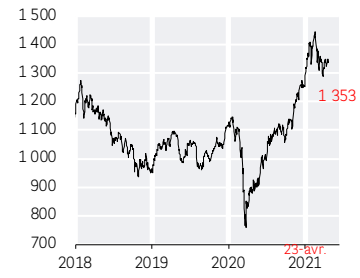
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



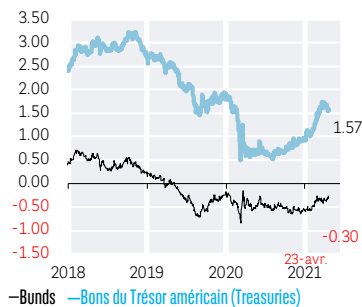
MSCI MONDE (USD)



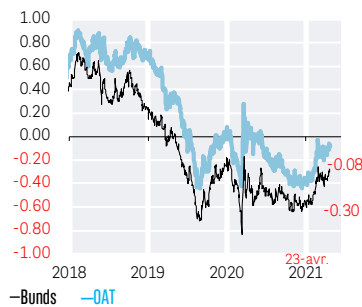
MSCI ÉMERGENTS (USD)



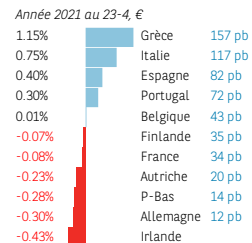
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



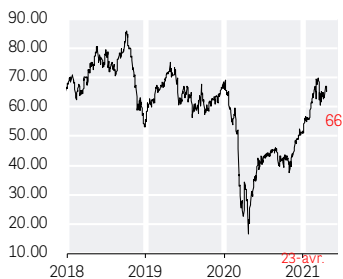
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



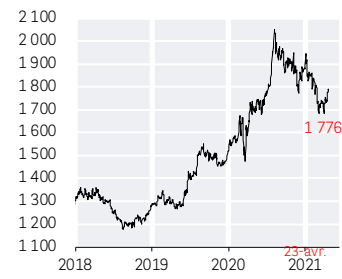
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



CHINE : LE REBOND DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE A ATTEINT SON PIC

La croissance de l'économie a atteint 18,3% en glissement annuel au T1 2021, et 0,6% en glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières (données du Bureau statistique chinois). Les derniers indicateurs d'activité, ainsi que la lecture de notre baromètre, sont fortement biaisés par de très importants effets de base entre les premiers mois de 2020 (lorsque les mesures de confinement ont stoppé l'activité) et les premiers mois de 2021. Les taux de croissance de la production dans l'industrie et dans les services, de l'investissement et des ventes au détail, calculés en glissement annuel, sont ainsi hors normes au T1 2021.

Une fois ces effets de base exclus, le redressement de l'activité apparaît dynamique sur les premiers mois de l'année. Toutefois, le pic du rebond de la croissance du PIB, qui a suivi le choc de la Covid-19, est passé. Il a notamment été atteint dans le secteur industriel. En revanche, l'activité dans les services devrait encore se renforcer à court terme.

Les indices PMI ont légèrement reculé en janvier-février. La consommation privée de biens et de services a perdu en vigueur, freinée par les nouvelles restrictions de déplacement, introduites en réponse à la hausse des contaminations dans certaines régions autour de Pékin et au nord-est du pays. Les ménages sont également restés fragilisés par un marché du travail encore dégradé. Cependant, les indices PMI restent clairement à des niveaux d'expansion de l'activité, et ceux du

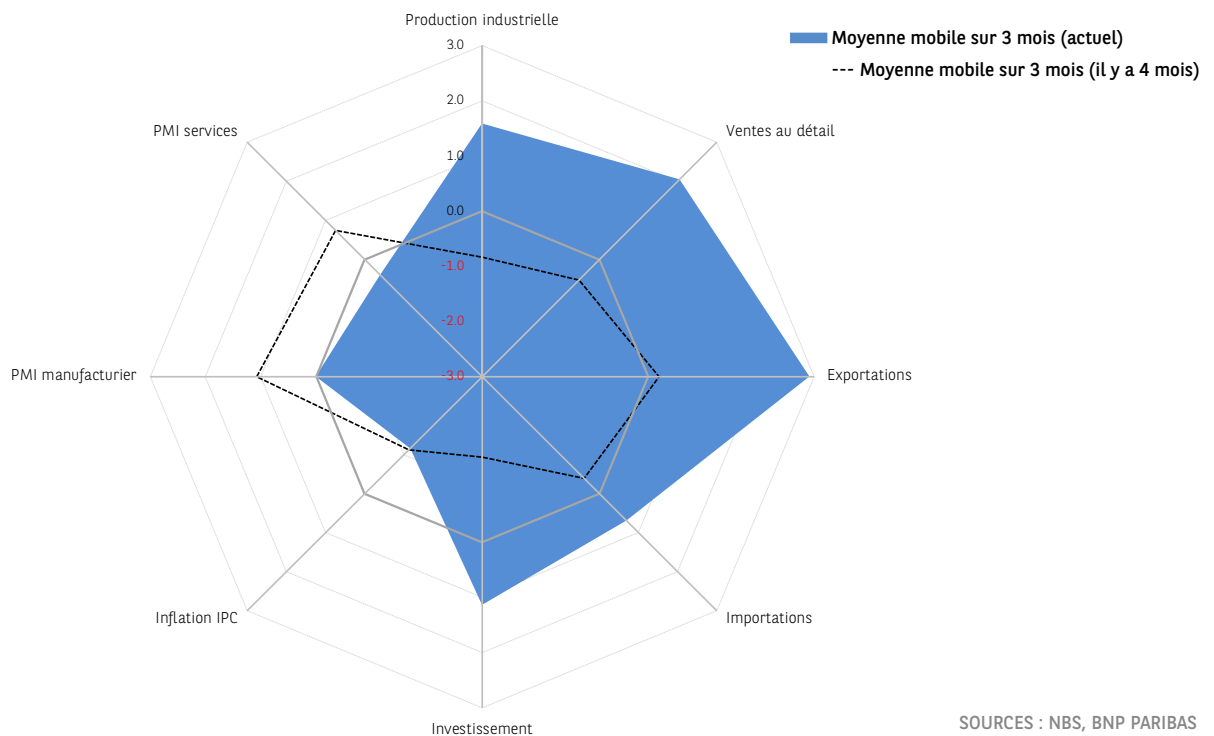
secteur des services sont remontés dès le mois de mars (l'indice Markit est passé à 54,3 contre 51,5 en février). Concernant le secteur manufacturier, le PMI de Markit a très légèrement fléchi encore en mars (à 50,6), alors que celui publié par le Bureau statistique chinois (dont le périmètre est moins étendu) a rebondi.

De fait, les indicateurs d'activité du mois de mars montrent que la croissance de la consommation privée et des services est repartie à la hausse. Les mesures de restrictions ont été levées et, surtout, le revenu disponible des ménages s'est fortement redressé au T1 2021. Ainsi, le rattrapage de la consommation privée et de l'activité dans les services, dont le rebond après le choc de la Covid-19 a commencé beaucoup plus tardivement que celui de l'investissement et de la production industrielle, devrait s'accélérer dans les prochains mois.

La performance des exportations demeure solide et les perspectives restent bonnes à très court terme, ce qui devrait encourager l'investissement manufacturier. En revanche, les projets d'infrastructures publiques ont commencé à ralentir avec le début de normalisation de la politique budgétaire. L'investissement immobilier, qui est resté dynamique jusqu'en janvier-février, commence seulement à marquer le pas sous l'effet du resserrement de la politique de crédit.

Christine Peltier

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 +3. 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.

AMÉLIORATION DE LA FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET DES ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS

La pandémie de Covid-19 ne faiblit pas et enregistre un nouveau record mondial du nombre de contaminations pour la semaine du 13 au 20 avril. La plus forte hausse est enregistrée en Asie, en particulier en Inde. En Europe et sur le continent américain, on enregistre à l'inverse une baisse des contaminations durant cette même semaine (graphique 1).

La fréquentation des commerces et des établissements de loisirs, toujours affectée par les restrictions sanitaires, s'est améliorée dans les principaux pays développés durant la semaine du 9 au 16 avril par rapport à la semaine précédente, en particulier au Royaume-Uni où on enregistre une forte hausse de la fréquentation – elle passe de -51% à -34% par rapport à la référence*. Cette hausse est due à la réouverture des bars et des restaurants le 12 avril dernier. La fréquentation a aussi progressé en Italie, en Allemagne et en Belgique, passant de -51% à -40%, de -47% à -40% et de -43% à 38% respectivement. En France, elle a augmenté très légèrement et reste la plus basse d'Europe (graphique 3).

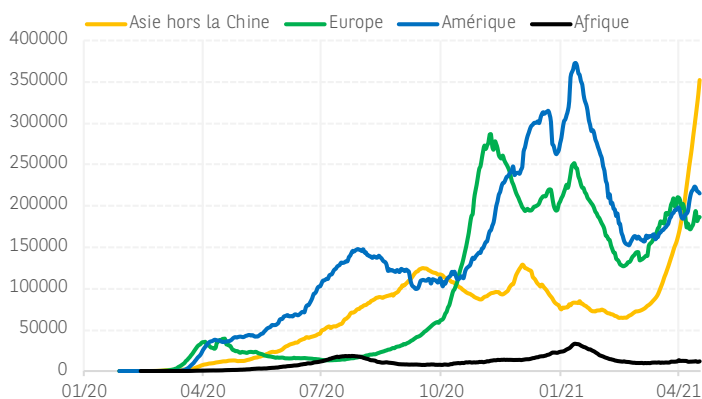
En lien avec la situation sanitaire qui s'est dégradée dans le monde, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance (en glissement annuel du PIB) continue de fléchir dans la plupart des principaux pays développés. Toutefois, en Belgique on note une récente amélioration de l'indicateur, tandis qu'il a continué de progresser au Japon. Cet indicateur est réalisé par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* (requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que sur l'incertitude). Il pourrait néanmoins refléter en partie un effet de base (graphique 3).

Enfin, les campagnes de vaccination continuent de progresser dans le monde. Cette accélération est due notamment à l'élargissement de la vaccination contre la Covid-19 dans les pays de l'Union européenne et à l'augmentation des livraisons des laboratoires Pfizer/BioNTech en avril, initialement prévue au quatrième trimestre 2021. En Inde et au Brésil, où la pandémie est la plus virulente, la vaccination progresse lentement (graphique 2).

Tarik Rharrab

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

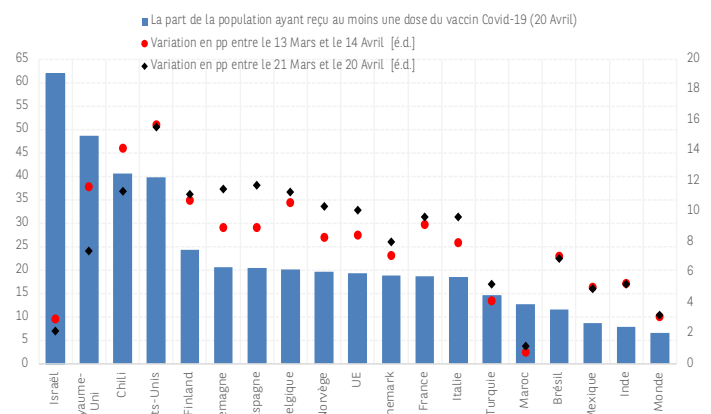
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (21/04/2021), BNP PARIBAS

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



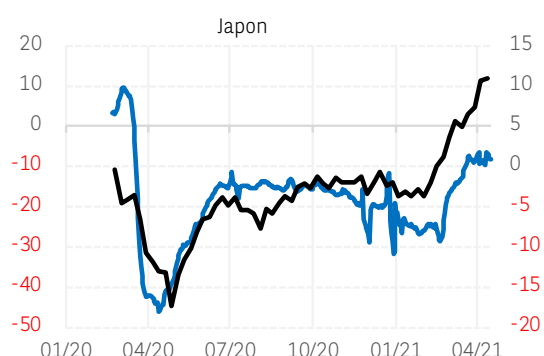
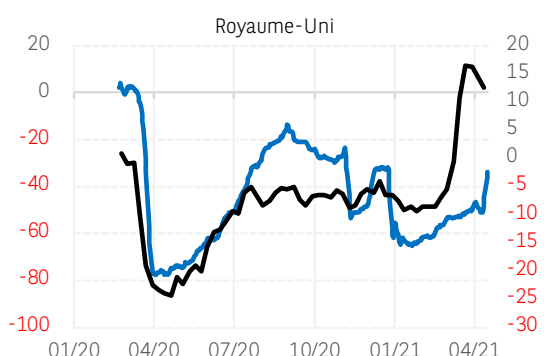
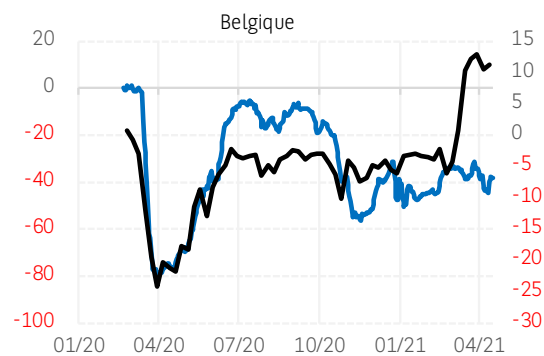
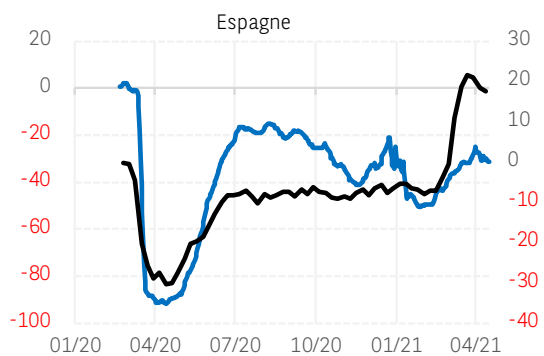
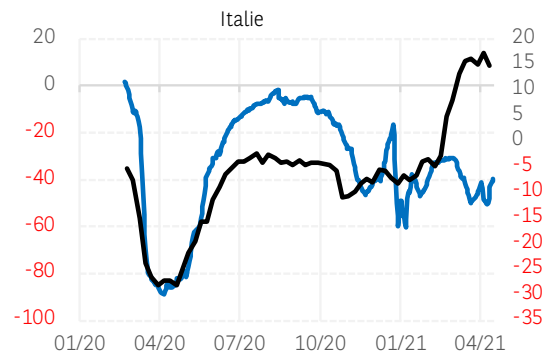
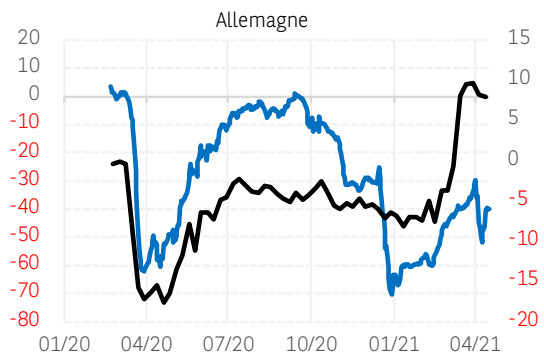
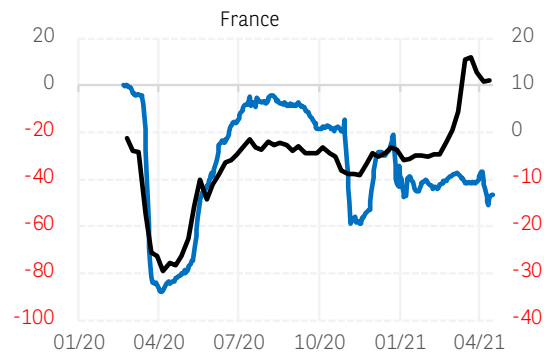
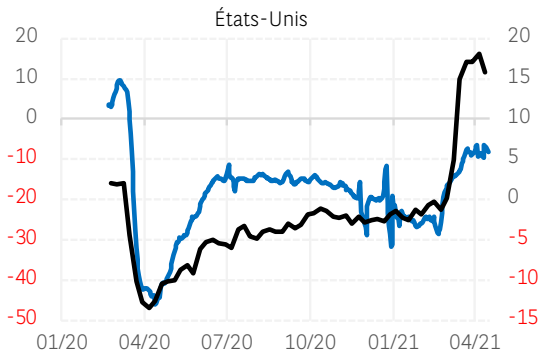
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 21/04/2021), 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 (20/04/2021), GOOGLE (20/04/2021), BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

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, %	Fin de période	2021				2021e	2022e
		T1	T2e	T3e	T4e		
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	Fin de période	2021				2021e	2022e
		T1	T2e	T3e	T4e		
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

10

DERNIERS INDICATEURS

Au Royaume-Uni, de manière inattendue, la contraction de l'emploi en février a été - en moyenne mobile - plus limitée que prévu. Les ventes de détail de mars se sont fortement améliorées, dépassant les attentes, et l'optimisme des entreprises en avril a bondi, au-delà des prévisions du consensus. En revanche, la confiance des consommateurs n'a guère évolué en avril. Les données PMI « flash » d'avril se sont améliorées dans l'ensemble se révélant meilleures que prévu. En France, la confiance des entreprises est en léger déclin, mais c'est avec soulagement que l'on a constaté que la baisse du climat des services était plus limitée que prévu. La confiance dans le secteur manufacturier a marqué une forte amélioration. Le PMI composite s'est amélioré de façon inattendue à la faveur du redressement bienvenu du PMI des services, lequel a désormais franchi la barre des 50.0. L'indice PMI composite allemand s'est révélé inférieur aux attentes en raison d'un certain affaiblissement dans les services. Les indices PMI de la zone euro se sont encore améliorés, dépassant les attentes. Aux États-Unis, le PMI composite s'est encore amélioré, sous l'effet d'une forte hausse - plus élevée que prévu - de l'indice PMI des services et d'une amélioration - plus limitée - du secteur manufacturier. Enfin, lors de la conférence de presse faisant suite à la réunion de la BCE, Christine Lagarde, a insisté sur le fait que toute discussion au sujet de la réduction des achats d'actifs serait prématurée.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
20/04/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Févr.	5,1%	4,9%	5,00%
20/04/2021	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Févr.	--	-73k	-147k
20/04/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Mars	--	0,7	65,00%
22/04/2021	France	Confiance des entreprises	Avr.	93	95,0	97
22/04/2021	France	Climat industriel	Avr.	99	104,0	99
22/04/2021	Royaume-Uni	Optimisme des entreprises (CBI)	Avr.	--	38,0	-22
22/04/2021	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Avr.	-0,5%	0,0	-0,5%
22/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avr.	--	547k	586k
22/04/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Avr.	-11	-8,1	-10,8
23/04/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Avr.	-11	-15,0	-16
23/04/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Avr.	--	53,3	52,7
23/04/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Avr.	--	48,3	48,3
23/04/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Avr.	--	50,2	49,9
23/04/2021	Japon	Ventes nationales en grands magasins	Mars	--	21,8%	-10,7%
23/04/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors alimentation et carburants m/m	Mars	1,9%	4,9%	2,5%
23/04/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Avr.	59,2	59,2	59,3
23/04/2021	France	PMI des services (Markit France)	Avr.	44,1	50,4	48,2
23/04/2021	France	PMI composite (Markit France)	Avr.	46,5	51,7	50
23/04/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Avr.	65,5	66,4	66,6
23/04/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Avr.	51	50,1	51,5
23/04/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Avr.	57,3	56,0	57,3
23/04/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Avr.	62	63,3	62,5
23/04/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Avr.	49,1	50,3	49,6
23/04/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Avr.	53,3	53,7	53,2
23/04/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Avr.	59	60,7	58,9
23/04/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Avr.	59	60,1	56,3
23/04/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Avr.	57,8	60,0	56,4
23/04/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Avr.	60	60,6	59,1
23/04/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Avr.	61,3	63,1	60,4
23/04/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Avr.	--	62,2	59,7

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du FOMC et la publication du PIB du premier trimestre pour les États-Unis, la zone euro, l'Allemagne et la France marqueront les temps forts de la semaine prochaine qui sera très chargée. Par ailleurs, plusieurs données d'enquêtes seront publiées pour le mois d'avril : l'indice du sentiment économique de la Commission européenne et ses sous-séries, le climat des affaires IFO en Allemagne, la confiance des consommateurs du *Conference Board* et le sentiment de l'Université du Michigan aux États-Unis, la confiance des consommateurs au Japon, en France et en Allemagne, les indices PMI au Japon et en Chine. À noter, enfin, la réunion de la Banque du Japon.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
26/04/2021	Allemagne	Attentes IFO	Avr.	101,3	100,4
26/04/2021	Allemagne	Situation actuelle IFO	Avr.	94	93
26/04/2021	Allemagne	Climat des affaires IFO	Avr.	97,5	96,6
26/04/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mars	1,50%	-0,90%
26/04/2021	États-Unis	Livraison de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mars	--	-1,10%
27/04/2021	France	Demandeurs d'emploi	T1	--	3574,3k
27/04/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail (CBI)	Avr.	--	-45
27/04/2021	États-Unis	Confiance du Conference Board	Avr.	111,9	109,7
27/04/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Avr.	--	110
27/04/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Avr.	--	109,6
27/04/2021	Japon	Cible de rendement à 10 ans (Bank of Japan)	Avr.	0,00%	0,00%
27/04/2021	Allemagne	Ventes de détail m/m	Mars	--	1,20%
28/04/2021	Japan	Ventes de détail m/m	Mars	0,60%	3,10%
28/04/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	-5	-6,2
28/04/2021	France	Confiance des consommateurs	Avr.	93	94
28/04/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Avr.	0,25%	0,25%
29/04/2021	Zone euro	Confiance économique	Avr.	102	101
29/04/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Avr.	--	--
29/04/2021	Zone euro	Confiance industrielle	Avr.	--	2
29/04/2021	Zone euro	Confiance des services	Avr.	--	-9,3

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
29/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avr.	--	--
29/04/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	6,50%	4,30%
29/04/2021	États-Unis	Consommation personnelle	T1	10,30%	2,30%
29/04/2021	États-Unis	Déflateur de l'inflation t/t	T1	1,60%	1,30%
30/04/2021	Japon	PMI manufacturier (Iibun Bank)	Avr.	--	--
30/04/2021	Chine	PMI non manufacturier	Avr.	55,9	56,3
30/04/2021	Chine	PMI manufacturier	Avr.	51,7	51,9
30/04/2021	Chine	PMI composite	Avr.	--	55,3
30/04/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Avr.	34	36,1
30/04/2021	France	Dépense des consommateurs	Mars	--	0,00%
30/04/2021	France	PIB t/t	T1	-0,40%	-1,40%
30/04/2021	Allemagne	PIB t/t	T1	-1,50%	0,30%
30/04/2021	Zone euro	Taux de chômage	Mar	8,40%	8,30%
30/04/2021	Zone euro	IPC sous-jacent	Apr P	0,80%	0,90%
30/04/2021	Zone euro	PIB t/t	T1	-1,00%	-0,70%
30/04/2021	Zone euro	PIB g.a.	T1	-2,10%	-4,90%
30/04/2021	États-Unis	Revenus personnels	Mars	20,10%	-7,10%
30/04/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Mars	4,20%	-1,00%
30/04/2021	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Mars	3,30%	-1,20%
30/04/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Avr.	87,5	86,5
30/04/2021	États-Unis	Situation actuelle (Université du Michigan)	Avr.	--	97,2
30/04/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Avr.	--	79,7
30/04/2021	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Avr.	--	3,70%
30/04/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Avr.	--	2,70%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Israël : Une situation économique contrastée, mais des perspectives positives	EcoTVWeek	23 avril 2021
Les exportations japonaises bénéficient du redémarrage économique mondial et rebondissent nettement en mars 2021	Graphique de la Semaine	21 avril 2021
Zone Euro : La hausse de l'inflation pourrait n'être que temporaire	EcoFlash	19 avril 2021
EcoWeek 21.15 - Édition du 19 avril 2021	EcoWeek	19 avril 2021
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs des pays émergents	EcoEmerging	16 avril 2021
Pays émergents : courses de vitesse	EcoTVWeek	16 avril 2021
Le régime de change sous pression	Graphique de la Semaine	14 avril 2021
EcoWeek 21.14 - Édition du 12 avril 2021	EcoWeek	12 avril 2021
Édition d'avril 2021	EcoTV	9 avril 2021
Perspectives économiques : le suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	EcoPerspectives	8 avril 2021
Banques américaines : la réactivation du dispositif de mise en pension de la Fed, facteur de réduction des bilans	Graphique de la Semaine	7 avril 2021
EcoWeek 21.13 -Édition du 2 avril 2021	EcoWeek	2 avril 2021
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



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