

2-3

ÉDITORIAL

États-Unis : en matière de relance budgétaire, le risque est de ne pas faire assez

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

États-Unis : l'espoir d'en sortir

PMI : dynamisme généralisé du secteur manufacturier mais tableau plus mitigé pour les services

Covid-19 : un rythme de vaccination hétérogène

10

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-13

CALENDRIER

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

14

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTATS-UNIS: EN MATIÈRE DE RELANCE BUDGÉTAIRE, LE RISQUE EST DE NE PAS EN FAIRE ASSEZ

L'état désastreux dans lequel se trouve le marché du travail américain justifie un effort important pour soutenir l'économie. C'est l'avis de Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, et de Janet Yellen, secrétaire au Trésor. Le plan de relance budgétaire massif de l'administration Biden est critiqué par des économistes de renom qui l'estiment trop important et susceptible de déclencher des tensions inflationnistes. Les considérations de gestion du risque jouent un rôle important dans le calibrage du plan de relance budgétaire. Les risques liés à une action insuffisante sont plus importants que ceux découlant d'une action excessive. Cependant, en cas d'effort budgétaire conséquent, la Réserve fédérale finira par devoir démontrer son indépendance et ne devra pas craindre de relever les taux en dépit des implications pour les finances publiques.

Lors de sa récente audition par la commission des finances du Sénat en vue de sa nomination, Janet Yellen a déclaré : « *Les économistes ne sont pas toujours d'accord entre eux, mais je pense qu'il existe à présent un consensus : à défaut d'un programme de relance complémentaire, nous prenons le risque d'une récession plus douloureuse et plus longue ainsi que d'effets néfastes pour l'économie à long terme* »¹.

Avec le recul, ces propos semblent quelque peu optimistes. Le plan de relance budgétaire de USD 1 900 mds, défendu par l'administration Biden, a été critiqué, notamment par Larry Summers². Tout en reconnaissant que « *l'ambition [du plan Biden], son rejet de l'orthodoxie budgétaire et son engagement à réduire les inégalités économiques sont autant d'objectifs louables* », il se dit préoccupé par l'importance de ce plan, au moins égal à trois fois l'écart de production (*output gap*). Cela pourrait, d'après lui, « *déclencher des tensions inflationnistes d'une ampleur inédite depuis une génération, avec des effets sur la valeur du dollar et la stabilité financière* ». De plus, ce programme limiterait les possibilités d'accroître, ultérieurement, les investissements dans les infrastructures, dans l'éducation, dans les énergies renouvelables, etc.

Venant d'un économiste de renom et d'un ancien secrétaire au Trésor, ces remarques ne doivent pas être prises à la légère. Olivier Blanchard, ex-chef économiste du FMI, émet lui aussi des réserves sur la taille du plan, considérant qu'une enveloppe de USD 1 000 mds devrait être suffisante³. Paul Krugman, prix Nobel d'économie en 2008, estime, en revanche, que ce plan n'est pas trop ambitieux. Sa taille a été calculée sur la base d'une approche *bottom-up* avec une identification prudente des besoins. De plus, on ignore l'ampleur du risque inflationniste et si, en cas de hausse excessive de l'inflation, la Réserve fédérale sera en mesure de la maîtriser sans déclencher une récession⁴.

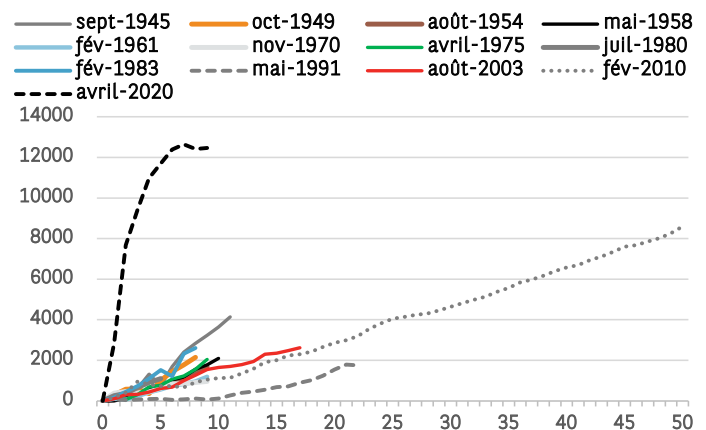
La nécessité de « frapper fort », comme l'a souligné Janet Yellen lors de son audition, et les inquiétudes soulevées par d'autres, concernant les conséquences possibles sur l'inflation, reposent la question de l'arbitrage entre l'inflation et le chômage, qui est au cœur du débat macroéconomique depuis des décennies.

La conduite de la politique monétaire s'est longtemps fondée sur cette relation – également appelée « courbe de Phillips » –, qui a conduit à un resserrement préventif lorsque le chômage était sur une trajectoire fortement descendante et s'approchait de son niveau

naturel. Cependant, au cours des dernières années, ce lien entre le taux de chômage et l'inflation s'est considérablement distendu, entraînant – dès la dernière partie de la présidence d'Alan Greenspan à la tête de la Fed – un changement dans la conduite de la politique monétaire. Celle-ci réagit désormais à l'inflation, le niveau naturel de chômage étant très difficile à estimer avec précision⁵. De plus, suite à sa revue stratégique, la Réserve fédérale a adopté, l'année dernière, une approche asymétrique vis-à-vis de l'emploi. Un niveau élevé de chômage déclencherait des mesures de détente tandis qu'un niveau très bas n'entraînerait pas nécessairement un durcissement, sauf augmentation des risques d'inflation ou d'instabilité⁶.

Dans un récent discours⁷, Jerome Powell n'a pas caché son inquiétude sur l'état désastreux du marché du travail. Le repli du taux de chômage publié à 6,3 % en janvier a « *considérablement sous-estimé* » la détérioration de ce marché.

CRÉATIONS D'EMPLOIS CUMULÉES DEPUIS LES POINTS BAS DE L'EMPLOI



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

1 Source : Hearing to Consider the Anticipated Nomination of the Honorable Janet L. Yellen to Secretary of the Treasury, United States Senate Committee on Finance, 19 janvier 2021, www.finance.senate.gov.

2 Larry Summers, The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too, The Washington Post, 4 février 2021.

3 Olivier Blanchard, The Federal Debt and the Covid-19 Recession, podcast, Econofact, 8 février 2021.

4 Paul Krugman, Fighting Covid is Like Fighting a War, The New York Times, 7 février 2021.

5 C'est ce qu'a clairement expliqué Jerome Powell dans son discours de Jackson Hole en 2018. Voir : La Fed se méfie des étoiles, BNP Paribas, Ecoweek, 31 août 2018. <https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/en-US/Avoiding-risks-stargazing-8/31/2018,31226>

6 La Réserve fédérale inaugure une nouvelle ère dans son ciblage de l'inflation, BNP Paribas, Ecoweek, 31 août 2020. <https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/en-US/Federal-Reserve-enters-inflation-targeting-8/31/2020,39276>

7 Getting Back to a Strong Labor Market, Remarks by Jerome H. Powell at the Economic Club of New York, 10 février 2021. Source : Réserve fédérale. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210210a.htm>

Corrigé de la baisse du taux d'activité et des erreurs d'enregistrement – certains chômeurs étant déclarés comme ayant un emploi –, le taux de chômage est proche de 10 %. De plus, les inégalités se sont creusées : « le repli de l'emploi est d'à peine 4 % dans le quartile supérieur de la distribution des salaires contre 17 %, un chiffre impressionnant, dans le quartile inférieur... l'emploi pour cette catégorie de travailleurs n'a guère évolué au cours des derniers mois alors que pour les catégories à haut revenu, il a continué à s'améliorer ».

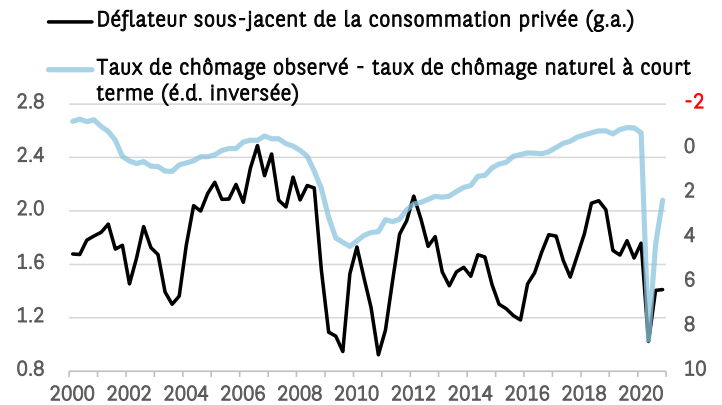
Environ dix millions de postes doivent encore être créés pour revenir au niveau d'emploi antérieur à la pandémie. Après la Grande récession, il a fallu environ cinquante mois à l'économie américaine pour créer les huit millions d'emplois perdus précédemment. Plus cela prend du temps, plus les difficultés sont grandes à court terme mais aussi plus le risque de conséquences à long terme est élevé. Ainsi, retrouver un emploi est de plus en plus difficile pour les chômeurs de longue durée

Dans un tel contexte, la nécessité de maintenir le soutien monétaire ne fait aucun doute : « mes collègues et moi-même sommes fermement déterminés à faire tout ce qui est en notre pouvoir pour promouvoir cet objectif de l'emploi ». Cependant, « pour atteindre et maintenir un niveau maximum d'emploi, il faudra plus qu'une politique monétaire accommodante. Il faudra une mobilisation de l'ensemble de la société et la contribution du secteur public comme du secteur privé ». À l'évidence, J. Powell et J. Yellen sont sur la même longueur d'onde concernant l'analyse de la situation et les mesures à mettre en œuvre. La banque centrale doit pouvoir compter sur la politique budgétaire pour une meilleure efficacité de sa politique monétaire, tandis que le Trésor a besoin d'une orientation accommodante de la Réserve fédérale pour que le coût des nouveaux emprunts reste bas.

Les considérations de gestion du risque jouent un rôle important dans la décision relative à la taille du plan de relance budgétaire. Les conséquences d'une action insuffisante – découlant de la crainte d'une flambée de l'inflation – semblent évidentes. Cela signifierait une lente résorption du chômage, en particulier pour les ménages à bas revenus, ceux qui ont plus souffert que d'autres et dont la situation financière est déjà tendue. Il est plus difficile d'évaluer les conséquences d'une action excessive des pouvoirs publics. « Faire tourner l'économie à plein régime » devrait permettre de revenir rapidement à un niveau d'emploi maximum et de combler l'*output gap*. Il est difficile de dire dans quelle mesure cela générerait une accélération durable de l'inflation étant donné que la relation entre l'écart de chômage (*unemployment gap*) – soit la différence entre le taux de chômage et son niveau naturel – ou l'écart de production et l'inflation n'est pas si étroite. Autrement dit, on ignore l'importance du resserrement monétaire que le scénario « d'une action excessive » provoquerait, ni quelle serait la réaction des marchés financiers – secteur de l'économie qui, outre l'immobilier, est le plus sensible aux hausses de taux d'intérêt. Comme on pouvait s'y attendre, l'approche axée sur la gestion du risque recommande d'éviter de ne pas en faire assez. La Réserve fédérale se réjouira du fait que cela permettra d'avancer le début de la normalisation de la politique monétaire. Elle devra aussi relever le défi de démontrer son indépendance et ne pas craindre de relever les taux en dépit de ce que cela impliquerait pour une économie dont la dette publique a nettement augmenté.

William De Vijlder

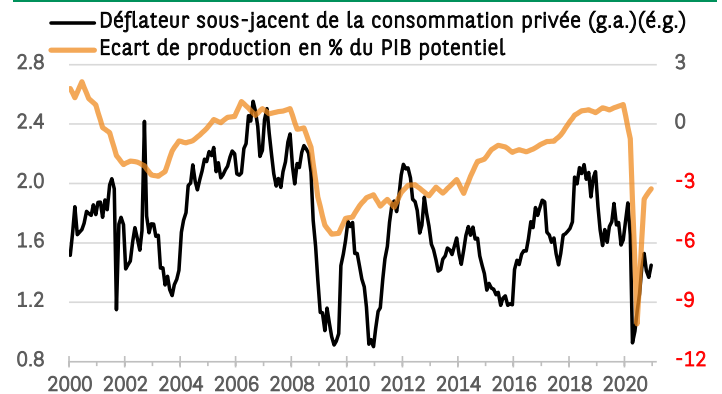
DÉFLATEUR DE LA CONSOMMATION ET TAUX DE CHÔMAGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, BLS, FRED, BNP PARIBAS

DÉFLATEUR DE LA CONSOMMATION ET ÉCART DE PRODUCTION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BEA, CBO, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 5-2-21 au 11-2-21

➔ CAC 40	5 659	▶	5 670	+0.2 %
➔ S&P 500	3 887	▶	3 916	+0.8 %
➔ Volatilité (VIX)	20.9	▶	21.3	+0.4 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶	-0.54	-0.6 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.19	▶	0.20	+1.0 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.29	▶	-0.30	-1.0 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.47	▶	-0.49	-2.2 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.17	▶	1.14	-3.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.20	▶	1.21	+0.9 %
➔ Or (once, \$)	1 808	▶	1 837	+1.6 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	59.5	▶	61.2	+2.9 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21	
€ BCE	0.00	01/01	0.00	01/01	€ Moy. 5-7a -0.42	
Eonia	-0.48	-0.47	26/01	-0.50	01/01	Bund 2a -0.71
Euribor 3m	-0.54	-0.54	05/02	-0.56	06/01	Bund 10a -0.49
Euribor 12m	-0.50	-0.49	25/01	-0.52	02/02	OAT 10a -0.30
\$ FED	0.25	0.25	01/01	0.25	01/01	Corp. BBB 0.54
Libor 3m	0.20	0.24	13/01	0.19	05/02	Treas. 2a 0.11
Libor 12m	0.31	0.34	01/01	0.30	02/02	Treas. 10a 1.14
£ Bque Angl	0.10	0.10	01/01	0.10	01/01	High Yield 4.63
Libor 3m	0.05	0.05	10/02	0.03	01/01	£ Gilt. 2a 0.02
Libor 12m	0.12	0.12	08/02	0.07	11/01	£ Gilt. 10a 0.49

Au 11-2-21

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.21	1.23 le 06/01	1.20 le 04/02 -0.8%
GBP	0.88	0.91 le 06/01	0.88 le 05/02 -1.9%
CHF	1.08	1.09 le 07/01	1.08 le 18/01 -0.1%
JPY	127.05	127.42 le 07/01	125.22 le 18/01 +0.6%
AUD	1.56	1.60 le 04/01	1.56 le 14/01 -1.4%
CNY	7.81	8.00 le 01/01	7.74 le 04/02 -2.4%
BRL	6.52	6.69 le 11/01	6.33 le 18/01 +2.6%
RUB	89.29	92.20 le 28/01	88.87 le 20/01 -1.3%
INR	88.39	89.88 le 07/01	87.40 le 04/02 -1.1%

Au 11-2-21 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)	
Pétrole, Brent	61.2	61.6 le 10/02	51.2 le 04/01	+17.9%	+18.9%
Or (once)	1 837	1 947 le 05/01	1 790 le 04/02	-3.2%	-2.4%
Métaux, LME	3 643	3 643 le 11/02	3 415 le 01/01	+6.7%	+7.6%
Cuivre (tonne)	8 289	8 303 le 10/02	7 749 le 01/01	+7.0%	+7.9%
Blé (tonne)	247	2.6 le 15/01	247 le 11/02	-0.3%	+0.6%
Mais (tonne)	208	2.2 le 08/02	188 le 04/01	+10.4%	+11.4%

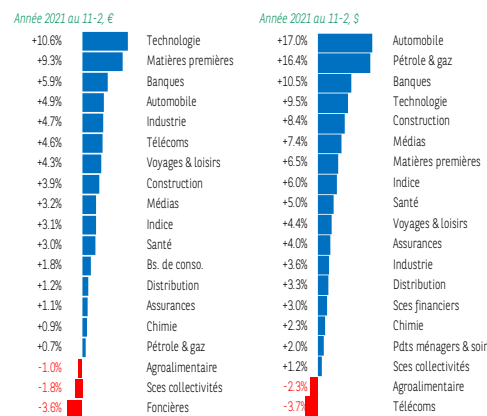
Au 11-2-21 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 807	2 807 le 11/02	2 662 le 29/01	+4.4%
Amérique du Nord				
S&P500	3 916	3 916 le 11/02	3 701 le 04/01	+4.3%
Europe				
EuroStoxx50	3 672	3 672 le 11/02	3 481 le 29/01	+3.4%
CAC 40	5 670	5 707 le 08/01	5 399 le 29/01	+2.1%
DAX 30	14 041	14 060 le 04/02	13 433 le 29/01	+2.3%
IBEX 35	8 038	8 408 le 08/01	7 758 le 29/01	-0.4%
FTSE100	6 529	6 873 le 08/01	6 407 le 29/01	+1.1%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 112	1 112 le 11/02	1 044 le 06/01	+6.5%
Nikkei	29 563	29 563 le 10/02	27 056 le 06/01	+7.7%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 428	1 428 le 11/02	1 292 le 01/01	+10.6%
Chine	128	128 le 11/02	108 le 01/01	+17.9%
Inde	727	727 le 11/02	659 le 29/01	+7.4%
Brésil	1 818	1 941 le 14/01	1 727 le 29/01	+0.3%
Russie	693	722 le 14/01	647 le 01/02	+3.1%

Au 11-2-21 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

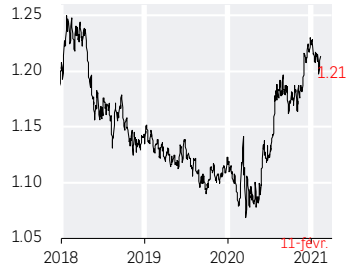


SOURCE : THOMSON REUTERS

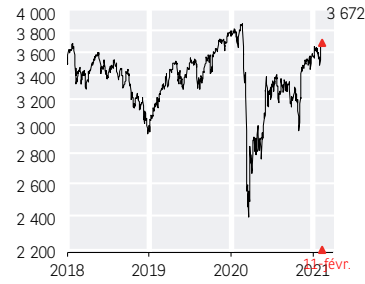


REVUE DES MARCHÉS

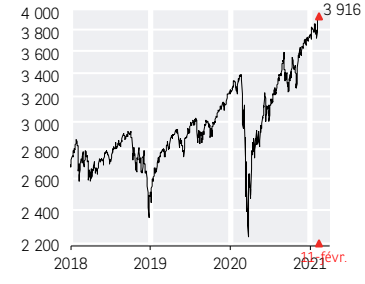
EURO-DOLLAR



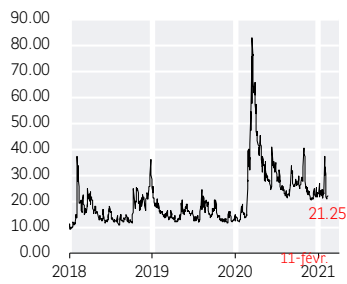
EUROSTOXX50



S&P500



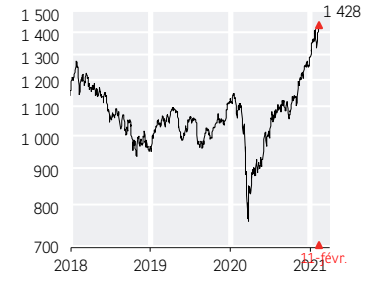
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



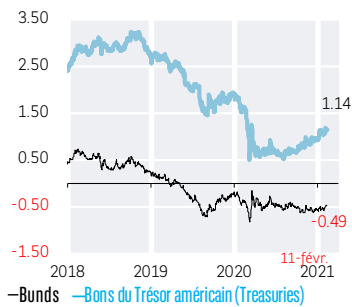
MSCI MONDE (USD)



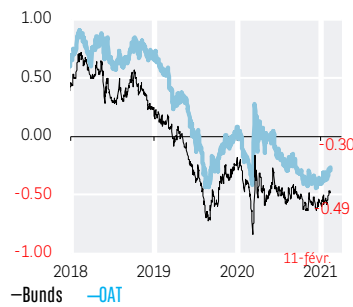
MSCI ÉMERGENTS (USD)



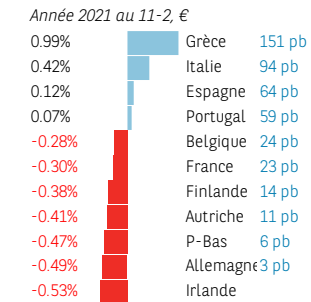
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



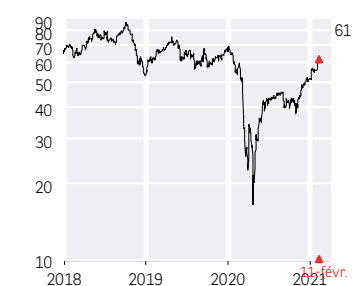
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



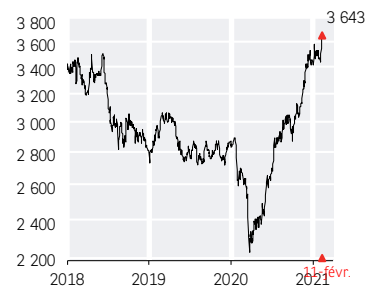
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



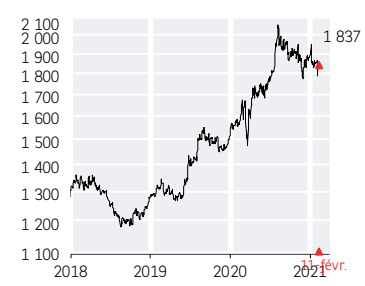
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ÉCONOMIE AMÉRICAINE : L'ESPOIR D'EN SORTIR

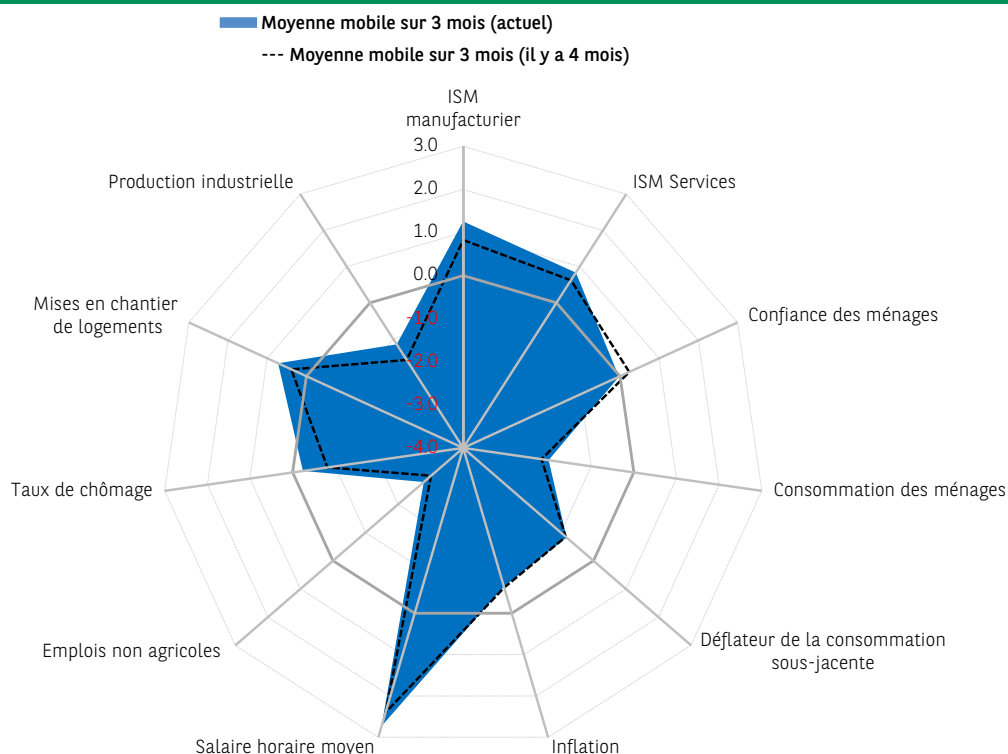
Alors que l'épidémie de Covid-19 n'a jamais fait autant de victimes aux États-Unis, l'espoir d'en sortir n'a jamais été aussi réel. Avec près de 3 000 décès par jour en moyenne depuis le 15 janvier, soit 50% de plus que lors du pic d'avril 2020, la situation sanitaire reste objectivement mauvaise. Au 12 février, le bilan s'établit à 470 000 morts, toujours un record dans le monde.

Parallèlement, la campagne vaccinale s'accélère. Avec près de 45 millions de doses déjà administrées et un nombre de contaminations en baisse (100 000 nouveaux cas par jour contre près du double il y a un mois), les États-Unis entrevoient le bout du tunnel. Sauf propagation d'un variant incontrôlable, l'obtention d'une immunité collective pour le début de l'automne 2021 devient envisageable, une hypothèse dans laquelle s'inscrit prudemment le conseiller en chef de la Maison Blanche pour les questions sanitaires, le docteur Anthony Fauci. L'économie américaine récupérerait alors l'essentiel du terrain perdu depuis 2019, aidée en cela par un plan de soutien budgétaire massif de USD 1 900 milliards (9 points de PIB), toujours en discussion au Congrès.

En attendant, l'activité restera sous perfusion monétaire. Dans une allocution devant le Club économique de New-York, le président de la Réserve fédérale, Jérôme Powell, a justifié le biais « *patiemment accommodant* » de sa politique aux vues de la situation sur le marché de l'emploi, loin d'être satisfaisante. En janvier, les créations de postes dans le secteur non agricole ont été modestes (+49 000) et trop peu nombreuses pour compenser les pertes de décembre (-227 000 postes) ; comparés à la situation pré-Covid, les effectifs au travail accusent toujours un déficit de 10 millions, une perte supérieure à celle occasionnée par la crise financière de 2008. Le chiffre du taux de chômage (6,3%) reste quant à lui minoré par un taux d'activité historiquement faible. Mesurée à 1,4% sur un an en janvier, l'inflation n'est pas un sujet. Si J. Powell entrevoit une accélération, dans le sillage de la remontée des prix du pétrole ou à l'occasion de la levée des contraintes pesant sur les déplacements, il la juge transitoire. Le retour au plein emploi et les tensions sur les prix qui peuvent en découler interviendront plus tard.

Jean-Luc Proutat

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +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.



BAROMÈTRE

PMI : DYNAMISME GÉNÉRALISÉ DU SECTEUR MANUFACTURIER MAIS TABLEAU PLUS MITIGÉ POUR LES SERVICES

L'indice mondial composite des directeurs d'achat fluctue dans une fourchette étroite depuis août dernier. À 52,3, il se situe toujours au-dessus du seuil de 50, malgré une évolution à la baisse depuis le pic de 53,3 atteint en octobre. Cependant, la dynamique est très hétérogène selon les pays. L'indice américain a fait un bond considérable en janvier, atteignant un plus haut au cours de la période sous revue. L'indice se maintient à un très haut niveau en Inde, mais il s'est replié en Chine. À l'exception de l'Allemagne (50,8), les chiffres concernant les pays européens sont inférieurs au seuil de 50, parfois dans une forte proportion, comme en Irlande, en Espagne et au Royaume-Uni.

Dans le secteur manufacturier, le message est assez différent. Au niveau mondial, l'indice s'est très légèrement replié en janvier, restant proche du plus haut au cours des douze derniers mois. Il est important de souligner que quinze pays affichent un PMI de 54 et trois seulement un PMI inférieur à 46. Le PMI américain poursuit son embellie, se classant à la deuxième place, juste derrière la Suisse. La zone euro et ses membres enregistrent de bons résultats, à l'exception de l'Espagne, qui s'est repliée en dessous de 50. Les chiffres sont particulièrement robustes en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis que l'Italie est en nette progression. Il en va de même de la Turquie. La Chine, en revanche, a de nouveau accusé un repli. L'indice ressort à présent à 51,5, contre 54,9 en novembre.

Le tableau est moins favorable pour les nouvelles commandes à l'exportation. L'indice s'est de nouveau inscrit en retrait au niveau mondial et il s'est sensiblement amélioré aux États-Unis. En Chine, cependant, il a reculé bien en deçà de la barre de 50. Il s'est également replié au Vietnam, mais moins qu'en Chine. La plus forte baisse a été enregistrée en Russie. En Europe, les données pour l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie sont particulièrement robustes. Au Royaume-Uni, l'indice dégringole, passant de 55,6 à 48,4.

Comme le montre la composante emploi du PMI manufacturier, les entreprises restent prudentes dans leur évaluation des besoins de recrutement. Au niveau mondial, l'indice a été remarquablement stable au cours des trois derniers mois, légèrement au-dessus du seuil de 50. Il s'est amélioré aux États-Unis et a légèrement augmenté dans la zone euro. En France, il est passé en dessous de la barre de 50, à 49,1, alors qu'en Allemagne, il a progressé à 47,8. En Espagne, il a enregistré une chute considérable, à 46,9. Le PMI des services est à nouveau en légère baisse au niveau mondial, mais à 51,6, il reste bien au-dessus de 50. Cela s'explique par les excellents résultats des États-Unis – où l'indice a sensiblement rebondi –, de l'Australie, de la Chine – qui a accusé une forte diminution, de 56,3 à 52,0 – et de l'Inde. Les mauvais chiffres pour la zone euro reflètent l'impact des restrictions mises en œuvre pour lutter contre la pandémie.

William De Vijlder

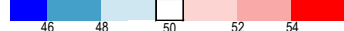
PMI COMPOSITE

	Marchés développés														Marchés émergents																								
	A. Nord				Europe					Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie																
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRÉSIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	ÉGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM				
févr-20	46,1		49,6	51,6			52,0	50,7	56,3	50,7		51,8		53,0			47,0			50,9				50,9															
mars-20	39,2		40,9	29,7			28,9	35,0	37,3	20,2		26,7		36,0			36,2			37,6				39,5															
avr-20	26,2		27,0	13,6			11,1	17,4	17,3	10,9		9,2		13,8			25,8			26,5				13,9															
mai-20	36,3		37,0	31,9			32,1	32,3	25,7	33,9		29,2		30,0			27,8			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															
juil-20	51,1		50,3	54,9			57,3	56,3	55,9	52,5		52,8		57,0			44,9			47,3				47,3															
août-20	52,5		54,8	61,9			51,6	54,4	54,0	49,5		48,4		59,1			45,2			53,9				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															
oct-20	53,3		56,3	50,0			47,5	55,0	49,0	49,2		44,1		52,1			48,0			55,9				47,1															
nov-20	53,1		58,6	45,3			40,6	51,7	47,7	42,7		41,7		49,0			48,1			53,8				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				48,3															
Jan-21			58,7	47,8			47,7	50,8	40,3	47,2		43,2		41,2			47,1			48,9				52,3															

* Manufacturier et services

PMI MANUFACTURIER

	Marchés développés														Marchés émergents																				
	A. Nord				Europe					Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie												
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRÉSIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	ÉGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
févr-20	47,1	51,8	50,7	49,2	50,2	46,8	49,8	48,0	55,2	51,2	48,7	52,9	50,4	49,2	51,7	44,3	54,3	47,8	48,7	52,3	50,0	46,5	48,2	48,2	52,4	47,1	45,4	52,5	39,7	49,1	40,3	33,1	54,5	51,9	49,0
mars-20	47,3	46,1	48,5	44,5	45,8	44,9	43,2	45,4	42,5	45,1	40,3	50,5	45,7	43,5	47,8	53,7	38,5	44,8	45,4	48,4	47,9	41,3	42,4	47,5	48,1	44,2	35,0	42,4	41,8	45,2	50,1	34,9	51,8	45,3	41,9
avr-20	39,6	33,0	36,1	33,4	31,6	37,6	31,5	34,5	29,5	36,0	31,1	41,3	30,8	41,2	32,6	36,8	26,3	41,9	44,7	36,0	35,0	35,1	31,9	31,3	33,4	29,7	30,9	44,4	30,3	44,1	49,4	36,9	27,4	27,5	32,7
mai-20	42,4	40,6	39,8	39,4	40,4	54,5	40,6	36,6	41,1	39,2	45,4	40,5	38,3	42,5	40,7	41,6	40,5	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	47,9	47,8	49,8	47,4	46,5	52,3	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	56,4	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	56,5	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	51,6	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	54,7	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	53,8	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	54,5	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	53,0	55,5	53,4	54,8	54,0	63,2	51,3	58,2	48,7	50,3	53,8	50,4	52,5	52,9	53,7	56,3	52,1	48,7	50,5	66,1	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	46,6	49,6	57,8	42,3	52,2	51,5	54,4	49,8	54,5	55,6	52,1	54,7	49,0	50,4	54,0	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	41,7	51,1	58,3	46,9	57,2	52,8	58,2	51,0	57,3	57,5	###	48,7	50,0	50,5	51,5	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
Jan-21	53,5	54,4	59,2	54,8	54,2	42,1	51,6	57,1	50,0	51,8	55,1	58,8	49,3	59,4	54,1		49,8	50,7	56,5	43,0	57,0	51,9	50,9	54,4	48,7		57,1	51,2	51,5	47,8	57,7	52,2	51,3		



SOURCE: MARKIT, BNP PARIBAS



PMI DES SERVICES

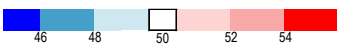
	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
févr-20	47.1	49.4	52.6	52.5	52.5	59.9	52.1	52.1	53.2	47.0	46.8	50.4	52.0	45.4	26.5	33.1	57.5
mars-20	36.8	39.8	26.4	27.4	31.7	32.5	17.4	23.0	34.5	38.7	33.8	34.5	37.1	35.0	43.0	34.9	49.3
avr-20	23.7	26.7	12.0	10.2	16.2	13.9	10.8	7.1	13.4	27.1	21.5	27.4	12.2	30.9	44.4	36.9	5.4
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	47.6	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
Jan-21		58.3	45.4	47.3	46.7	36.2	44.7	41.7	39.5		46.1	47.0	52.7		52.0	47.8	52.8

PMI MANUFACTURIER – NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORTATION

	Marchés développés														Marchés émergents																				
	A. Nord				Europe						Asie-Océanie				AMLAT		Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie												
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	IRAQ	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
févr-20	45.0	50.5	49.1	47.6	49.3	47.5	46.1	57.7	48.4	48.5	50.8	49.5		49.6	44.5		47.1	48.1	49.2	51.1	44.8	44.1	47.8	52.8	39.4	46.5	45.9	50.6	47.7	49.8	36.4	18.6	54.2	49.1	49.2
mars-20	43.0	44.2	46.2	37.0	36.0	34.7	35.8	34.4	41.7	36.0	45.5	40.9		43.0	44.6		40.0	43.0	46.3	49.0	33.9	35.4	43.1	42.0	33.2	38.8	21.3	41.3	39.4	44.3	46.4	17.7	46.9	29.8	37.0
avr-20	27.1	30.9	24.9	18.9	17.5	15.6	18.8	18.8	25.7	18.2	28.1	17.3		25.2	42.6		33.0	42.5	30.2	30.8	22.7	21.7	22.0	21.2	11.8	37.1	17.5	37.8	32.3	35.2	33.7	19.7	10.3	8.5	17.7
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	47.8	49.8	51.8	49.6	45.9	54.8	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		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	#N/A		48.6	50.7	52.8	38.4	55.1	52.6	50.4	47.7	49.7		44.6	51.5	47.6	52.9	51.8	40.2	51.8	41.1	52.8
Jan-21	50.1	49.9	54.0	54.7	54.0	49.6	58.8	42.3	47.7	54.5	58.1	49.8		48.4			48.2	50.9	49.9	41.9	53.3	53.7	41.3	53.4	52.4			53.5	45.9	55.2	47.4	43.9	53.9	44.2	49.9

PMI MANUFACTURIER – EMPLOI

	Marchés développés														Marchés émergents																			
	A. Nord				Europe						Asie-Océanie				AMLAT		Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie											
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	IRAQ	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
févr-20	47.2	51.1	50.6	47.7	51.1	56.6	48.6	45.0	57.7	48.4	49.2	53.9	49.2	50.4	49.7	49.5	51.4	50.9	51.7	49.4	44.1	47.3	47.9	53.2	46.8	50.0	37.1	49.4	41.2	50.4	50.6	48.4		
mars-20	47.3	44.6	47.0	44.3	42.7	41.1	45.4	43.0	46.2	42.6	45.3	49.0	45.2	42.2	44.2	47.6	45.4	49.6	46.5	49.2	41.5	43.2	49.9	51.9	47.0	49.6	39.1	44.8	48.6	50.4	47.0	44.3		
avr-20	41.5	25.1	36.4	35.8	33.3	40.4	32.5	37.2	30.0	30.5	39.3	39.9	30.9	40.8	28.1	38.8	41.4	46.1	39.0	34.2	35.4	38.6	33.4	44.5	46.1	47.2	26.9	46.4	47.7	43.1	34.3	38.2		
mai-20	43.1	32.7	38.0	37.6	41.0	33.8	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	45.2	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	47.4	50.9	49.6	42.9	48.5	49.1	48.8	37.2	48.4	50.8	45.0	42.9	47.4	46.1	43.9	48.2	47.2	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	49.2	44.7	40.2	50.5	47.5	49.4	48.3	46.7	45.7	43.8	47.8	49.2	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		
sept-20	49.5	54.3	52.5	47.1	49.1	45.6	46.5	44.2	50.9	49.1	51.9	47.7	50.1	47.1	46.5	51.8	51.5	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	54.0	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	46.8	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	46.2	50.4	46.5	47.8	53.0	53.2	52.4	48.5	51.8	48.8	53.4	49.9	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		
Jan-21	50.2	51.3	54.7	49.4	51.2	47.8	49.1	47.8	50.9	50.8	53.2	52.1	46.9	52.2	50.6	52.9	48.7	51.2	44.2	52.1	52.1	50.2	56.1	48.7	49.3			50.2	49.6	48.1	47.5	49.9		



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



COVID-19 : UN RYTHME DE VACCINATION HÉTÉROGÈNE

Le déploiement de la vaccination est essentiel pour le retour à la normale des différentes économies. Selon les dernières données disponibles sur le site *Our World in Data* de l'université d'Oxford, 152 millions de doses de vaccin contre la Covid-19 ont été administrées dans 73 pays, soit 72 millions de doses et 9 pays supplémentaires par rapport à la fin du mois de janvier. Les États-Unis, le Royaume-Uni et la Chine comptent le plus de doses administrées (au total 98 millions, soit près de 65% de la production mondiale). Ces trois pays sont les principaux producteurs de vaccins contre la Covid-19.

Si on rapporte le nombre de vaccins administrés à la taille de la population, Israël est largement en tête avec 69,5 doses pour 100 personnes, soit 6 millions au total. Viennent ensuite les Émirats arabes unis avec 47,4 doses administrées pour 100 personnes. Le Royaume-Uni, premier pays au monde à avoir autorisé le vaccin produit par Pfizer/Biotech (le 2 décembre dernier), et qui fait face à un variant plus virulent que le premier coronavirus, totalise 20 doses administrées pour 100 personnes. Les États-Unis, le pays déplorant le plus de morts devant le Brésil rapporté à sa population, affiche un ratio de doses par habitant de 13,4%, soit 44,8 millions au total et environ 30% de la production mondiale de vaccins.

Le Danemark fait la course en tête dans l'Union européenne, avec un ratio de 6,1%, suivi par l'Espagne (ratio de 4,8%). L'Allemagne, le pays le plus peuplé de l'Union européenne (83,8 millions), affiche un ratio de 4,2% derrière l'Italie (ratio de 4,6%), et compte le plus de doses administrées dans l'Union européenne, avec 3,5 millions au total. En Amérique du Sud, le Chili arrive en tête avec un ratio de 5,6%, soit 1,1 million de doses administrées. C'est l'un des premiers pays sud-américains à proposer un vaccin à sa population. Parmi les pays les plus peuplés du continent, le Brésil arrive loin derrière le Chili, avec un ratio de 1,9%. La Chine, le pays le plus peuplé du monde, compte 2,8 doses administrées pour 100 personnes, soit 40,5 millions de doses au total, ce qui équivaut à 26,6% de la production mondiale de vaccins contre la Covid-19. La Chine produit trois vaccins conçus respectivement par Sinopharm, CanSino Biologics et Sinovac Biotech. Il convient de noter que le vaccin CanSino est uniquement autorisé en Chine. Enfin, le Maroc, premier pays africain à lancer la campagne de vaccination, affiche un ratio légèrement supérieur au ratio mondial, avec 2% contre 1,9%.

Tarik Rharrab

DOSES CUMULÉES DU VACCIN COVID-19 ADMINISTRÉES POUR 100 PERSONNES*

	Date de mise à jour	Nombre de personnes vaccinées	Population (millions)	
Israël	(69.5)	(10 févr)	6.0	8.7
Emirats Arabes Unis	(47.4)	(10 févr)	4.7	9.9
Royaume-Uni	(20.0)	(09 févr)	13.6	67.9
États Unis	(13.4)	(10 févr)	44.8	331.0
Danemark	(6.1)	(09 févr)	0.4	5.8
Chili	(5.6)	(09 févr)	1.1	19.1
Espagne	(4.8)	(09 févr)	2.2	46.8
Slovénie	(4.7)	(09 févr)	0.1	2.1
Pologne	(4.7)	(09 févr)	1.8	37.8
Italie	(4.6)	(10 févr)	2.8	60.5
Norvège	(4.2)	(09 févr)	0.2	5.4
Finlande	(4.2)	(10 févr)	0.2	5.5
Allemagne	(4.2)	(09 févr)	3.5	83.8
Suède	(4.0)	(10 févr)	0.4	10.1
Belgique	(4.0)	(09 févr)	0.5	11.6
Portugal	(3.9)	(10 févr)	0.4	10.2
France	(3.5)	(09 févr)	2.4	65.3
Autriche	(3.5)	(08 févr)	0.3	9.0
Turquie	(3.3)	(10 févr)	2.8	84.3
Canada	(3.1)	(10 févr)	1.2	37.7
Chine	(2.8)	(09 févr)	40.5	1439.3
Pays-Bas	(2.7)	(10 févr)	0.5	17.1
Maroc	(2.0)	(10 févr)	0.7	36.9
Brésil	(1.9)	(10 févr)	4.1	212.6
Monde	(1.9)	(10 févr)	151.5	7794.8

*Nombre de personnes ayant reçu au moins une dose. Hors pays avec une population de moins de 500 000 habitants.

SOURCES : DONNÉES OFFICIELLES COLLECTÉES PAR OUR WORLD IN DATA, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

Avec un recul de leur PIB évalué à 3,6% en 2020, les États-Unis ont connu une récession historique, moins sévère cependant que dans la plupart des autres pays. Le bilan sanitaire de l'épidémie de Covid-19 est, en revanche, très lourd, les États-Unis restant à ce jour le pays le plus endeuillé de la planète et affichant un taux de mortalité bien supérieur à celui de l'Union européenne. À l'approche de l'hiver, la maladie était en nette recrudescence, forçant certains États (New-York, Californie...) à durcir les mesures de distanciation physique. Alors que l'économie paraissait pouvoir éviter la rechute, elle risque d'aborder 2021 au point mort, un retour progressif à la normale étant ensuite prévu à la faveur de la diffusion d'un vaccin.

CHINE

Après une contraction sans précédent au T1 2020, l'activité a enregistré un rebond en V depuis le T2. Le redressement a d'abord été principalement tiré par la production industrielle et l'investissement dans les infrastructures et le secteur immobilier. Les exportations ont ensuite profité du rebond de la demande externe. Enfin, les services et la consommation privée ont regagné en vigueur depuis l'été. À court terme, la politique budgétaire devrait continuer de soutenir la croissance. Les conditions de crédit, après avoir été assouplies prudemment pour soutenir les entreprises en 2020, deviennent moins accommodantes depuis le T4, les autorités cherchant à contenir les risques dans le système financier.

ZONE EURO

Après avoir nettement rebondi au T3 2020 (+12,6%), surprenant même à la hausse les attentes, le PIB de la zone euro devrait sensiblement ralentir au T4 2020. La recrudescence de l'épidémie dans la plupart des États membres et des nouvelles restrictions sanitaires mises en place pèsent sur la dynamique de rattrapage. La perte d'activité causée par la crise de la Covid-19 ne sera probablement pas effacée avant la fin de l'année 2021. Malgré l'espoir suscité par l'arrivée des vaccins, les inquiétudes relatives à la situation sanitaire en zone euro et à l'évolution du chômage ces prochains mois pèsent sur la confiance des consommateurs, qui reste dégradée. Les risques de défaut des entreprises augmentent également, pénalisant l'investissement privé. Le soutien de la politique budgétaire, au niveau national et européen, ainsi que le maintien d'une politique monétaire accommodante et flexible demeurent essentiels.

FRANCE

Le risque d'un profil de croissance en W s'est matérialisé. Après le choc récessif massif au premier semestre 2020, dû au premier confinement, l'économie s'est vigoureusement redressée au T3 avant de rechuter au T4, sous l'impact du nouveau confinement mis en place pour endiguer la seconde vague épidémique de Covid-19. Le deuxième « V » devrait toutefois être moins marqué que le premier : à la baisse, notamment parce que le confinement est moins strict et moins long ; à la hausse, du fait notamment de son allègement progressif et sous conditions. D'importants moyens budgétaires ont été déployés pour amortir, efficacement, le double choc mais l'économie n'en est pas moins fragilisée, ce qui pèse sur sa capacité de rebond. Le démarrage d'une large campagne de vaccination en 2021 permet toutefois d'entrevoir la lumière au bout du tunnel. La croissance devrait aussi bénéficier des premiers effets attendus du plan France Relance. Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise courant 2022 et l'économie 100% de son niveau de fonctionnement normal. L'inflation se redresserait également mais resterait extrêmement faible.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la politique monétaire devrait rester inchangée pendant un bon moment : le FOMC souhaite en effet que l'inflation dépasse le seuil de 2 % pour compenser une hausse des prix restée trop longtemps en dessous de cet objectif. Aussi a-t-il décidé, lors de sa réunion du mois de décembre, de maintenir le rythme actuel d'achats d'actifs « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi et d'inflation. D'autres mesures pourraient être prises en cas d'aggravation de la situation économique. Les rendements de *Treasuries* devraient évoluer à la hausse sous l'effet du programme de relance budgétaire et de la reprise économique, mais aussi en raison du choix de la Fed qui vise, du moins temporairement, une inflation supérieure à 2 %.

Dans la zone euro, la BCE a encore assoupli sa politique monétaire lors de la réunion du mois de décembre. Elle a, en particulier, décidé d'augmenter l'enveloppe du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou PEPP) et de prolonger sa durée au moins jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Ces mesures visent à soutenir l'économie de manière à provoquer un rebond de l'inflation, qui

a reculé à un niveau très bas. Cette orientation très accommodante – qui sera maintenue assez longtemps – devrait limiter les écarts de rendement des obligations souveraines, sachant qu'à un moment donné, les spéculations selon lesquelles la date de fin du PEPP ne pourra plus être reportée finiront probablement par provoquer un élargissement des *spreads*. Comme toujours, les taux longs en zone euro seront largement affectés par les rendements américains. La perspective d'une reprise plus durable, grâce au déploiement du vaccin, devrait contribuer à une légère remontée des rendements obligataires.

La Banque du Japon ne devrait pas changer son orientation, et notamment sa stratégie de contrôle de la courbe des rendements.

Nous prévoyons un affaiblissement du dollar US face à l'euro. En raison du faible écart de taux d'intérêt à court terme, les frais de couverture de l'exposition au dollar pour les investisseurs internationaux sont faibles. L'euro reste sous-évalué face au dollar et la nouvelle stratégie de la Fed, basée sur une inflation moyenne, reflète une orientation plus accommodante que celle de la BCE, ce qui devrait soutenir l'euro. Ces facteurs jouent aussi pour le dollar face au yen.

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	4.2	4.1	1.8	1.2	1.9	1.9
Japon	0.3	-5.3	1.1	3.0	0.5	0.0	-0.4	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-9.9	4.0	8.6	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro	1.3	-6.8	3.8	5.5	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne	0.6	-5.3	2.7	5.1	1.4	0.5	1.3	1.2
France	1.5	-8.3	5.5	4.7	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie	0.3	-8.9	4.5	4.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne	2.0	-11.0	5.4	5.9	0.8	-0.3	0.4	0.9
Chine	6.1	3.0	9.5	5.3	2.9	2.9	2.3	2.8
Inde*	4.2	-11.4	11.6	5.0	4.8	4.9	4.3	3.8
Brésil	1.1	-4.5	3.0	3.0	3.7	2.7	4.0	4.0
Russie	1.3	-4.5	3.8	3.0	4.3	3.2	3.5	3.5

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
MISE À JOUR : LE 23 NOVEMBRE 2020 ; *CROISSANCE ACTUALISÉE LE 7 JANVIER 2021

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021					
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
Fed Funds (borne supérieure)		0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
E-Unis Treas. 10a		1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50
Z. euro Taux de dépôt		-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a		-0.35	-0.50	-0.40	-0.20	-0.20	0.10
OAT 10a		-0.10	-0.25	-0.15	0.10	0.10	0.50
BTP 10 ans		0.75	0.60	0.80	1.20	1.20	1.70
BONO 10 ans		0.35	0.20	0.40	0.60	0.60	1.00
R-Uni Taux BoE		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gilt 10a		0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.75
Japon Taux BoJ		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JGB 10a		0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.15
Taux de change		2021					
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
USD EUR / USD		1.22	1.24	1.25	1.25	1.25	1.30
USD / JPY		101	100	98	98	98	95
GBP / USD		1.39	1.41	1.44	1.44	1.44	1.59
EUR EUR / GBP		0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.82
EUR / JPY		123	124	123	123	123	124
Pétrole		2021					
moyenne de la période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e
Pétrole USD/baril		56	54	55	59	56	-

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)
MISE À JOUR ET SPOT : 23/11/2020



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, l'évaluation de la situation actuelle dans l'enquête Eco Watchers s'est détériorée, mais moins que prévu. Fait important, l'évaluation des perspectives enregistre une amélioration alors qu'une baisse avait été anticipée. La croissance des commandes de machines-outils s'est maintenue. Le sentiment de la Banque de France s'est révélé conforme aux attentes et s'est légèrement amélioré. En Chine, les chiffres du financement global ont connu une forte hausse, au-delà des prévisions. Les prix à la consommation ont enregistré un déclin inattendu. Au Royaume-Uni, les chiffres du PIB du 4e trimestre ont dépassé les attentes, tirés par les dépenses publiques et la formation brute de capital fixe. Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation hors prix d'énergie et produits alimentaires, est resté stable - le consensus avait prévu une augmentation de 0,2% - tandis que l'optimisme des petites entreprises a à peine évolué par rapport au mois précédent. Le rythme des emplois à pourvoir s'est accéléré, mais, par ailleurs, les demandes initiales d'assurance chômage ont marqué une hausse par rapport aux attentes. Le sentiment de l'Université du Michigan a déçu, se révélant en dessous des attentes. Bien que l'indice de la situation actuelle n'ait que peu évolué, les attentes enregistre une baisse marquée alors que le consensus tablait sur une amélioration.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
08/02/2021	Japon	Enquête Eco Watchers (conjoncture)	Janv.	30,0	31,2	34,3
08/02/2021	Japon	Enquête Eco Watchers (perspectives)	Janv.	35,0	39,9	36,1
08/02/2021	Allemagne	Production industrielle m/m	Déc.	0,3%	0,0%	1,5%
09/02/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Janv.	--	9,7%	9,9%
09/02/2021	Allemagne	Exportations m/m	Déc.	-0,6%	0,1%	2,3%
09/02/2021	Allemagne	Importations m/m	Déc.	-2,0%	-0,1%	5,4%
09/02/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Janv.	97,0	95,0	95,9
09/02/2021	États-Unis	Offres d'emploi (JOLTS)	Déc.	6 400	6 646	6 572
09/02/2021	France	Sentiment de la Banque de France	Janv.	98,0	98,0	98,0
09/02/21-15/02/21	Chine	Financement global	Janv.	4600,0b	5170,0b	1719.2b
10/02/2021	Chine	IPC g.a.	Janv.	0,0%	-0,3%	0,2%
10/02/2021	Chine	IPP g.a.	Janv.	0,3%	0,3%	-0,4%
10/02/2021	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Janv.	1,4%	1,4%	1,4%
10/02/2021	France	Production industrielle m/m	Déc.	0,4%	-0,8%	-0,7%
10/02/2021	États-Unis	IPX hors alimentation et énergie m/m	Janv.	0,2%	0,0%	0,0%
10/02/2021	Royaume-Uni	Investissement global des entreprises t/t	T4	-1,3%	1,3%	9,4%
10/02/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T4	0,5%	1,0%	16,0%
10/02/2021	Royaume-Uni	Consommation privée t/t	T4	-0,2%	-0,2%	19,5%
10/02/2021	Royaume-Uni	Dépenses publiques t/t	T4	1,3%	6,4%	10,4%
10/02/2021	Royaume-Uni	Formation brute de capital fixe t/t	T4	-1,0%	2,1%	17,9%
10/02/2021	Royaume-Uni	Exportations t/t	T4	6,4%	0,1%	-0,4%
10/02/2021	Royaume-Uni	Importations t/t	T4	11,0%	8,9%	11,7%
11/02/2021	Zone euro	Prévisions économiques de la Commission européenne		0,0%	0,0%	0,0%
11/02/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	6 févr.	760k	793k	812k
12/02/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Déc.	--		2,50%
12/02/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	80,9	76,2	79,0
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (conjoncture)	Févr.	89,0	86,2	86,7
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (attentes)	Févr.	76,0	69,8	74,0
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 1 an)	Févr.	--	3,3%	--
12/02/2021	États-Unis	Université du Michigan (inflation 5-10 ans)	Févr.	--	2,7%	--

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine à venir sera chargée avec, en particulier, les indices PMI flash de plusieurs pays, ainsi que les minutes de la réunion du FOMC. Pour la zone euro, nous connaissons la dernière estimation du PIB du T4 2020, l'enquête ZEW du climat économique, l'indice de confiance des consommateurs et le nombre des immatriculations de voitures. La France publiera ses chiffres du chômage et de l'inflation. En Allemagne, l'enquête ZEW sera disponible. Au Japon, nous connaissons le détail du PIB du T4, des exportations, des commandes de machines-outils et des ventes des grands magasins. Le Royaume-Uni publiera les données de l'inflation, de confiance des consommateurs, des ventes de détail et des commandes. Enfin, aux États-Unis, nous aurons les chiffres du marché immobilier, l'indice des prix à la production, les ventes de détail et l'indice des affaires de la Réserve fédérale de Philadelphie.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
15/02/2021	Japon	PIB t/t	T4	2,50%	5,30%
15/02/2021	Japon	Consommation des ménages (variations trimestrielles)	T4	2,00%	5,10%
15/02/2021	Japon	Investissements des entreprises (variations trimestrielles)	T4	2,40%	-2,40%
15/02/2021	Japon	Stocks (part du PIB)	T4	-0,20%	-0,20%
15/02/2021	Japon	Exportations nettes (part du PIB)	T4	0,90%	2,70%
16/02/2021	France	Taux de chômage (BIT)	T4	--	9,00%
16/02/2021	Zone euro	Emploi t/t	T4	--	1,00%
16/02/2021	Zone euro	PIB t/t	T4	--	-0,70%
16/02/2021	Zone euro	Enquête ZEW (attentes)	Févr.	--	58,3
16/02/2021	Allemagne	Enquête ZEW (attentes)	Févr.	--	61,8
16/02/2021	Allemagne	Enquête ZEW (conjonctures)	Févr.	--	-66,4
17/02/2021	Japon	Exportations g.a.	Janv.	--	2,00%
17/02/2021	Japon	Commandes de machines de base m/m	Déc.	--	1,50%
17/02/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Janv.	--	-3,30%
17/02/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	--	1,40%
17/02/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Janv.	0,20%	0,10%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail m/m	Janv.	0,80%	-0,70%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail hors automobiles m/m	Janv.	0,80%	-1,40%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Janv.	0,40%	-1,90%
17/02/2021	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Févr.	84	83
17/02/2021	États-Unis	Minutes du FOMC	Janv.	--	--
17-21/02/21	Japon	Ventes en grands magasins (Tokyo)	Janv.	--	-15,90%
18/02/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Janv.	--	9,70%
18/02/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Janv.	-2,10%	4,50%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
18/02/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Janv.	-1,10%	5,80%
18/02/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Févr.	--	--
18/02/2021	États-Unis	Perspectives de La Fed de Philadelphie	Févr.	19	26,5
18/02/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Févr.	--	-15,5
19/02/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Févr.	--	-28
19/02/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Févr.	--	49,8
19/02/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Févr.	--	46,1
19/02/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Févr.	--	47,1
19/02/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et carburant m/m	Janv.	--	0,40%
19/02/2021	France	IPC harmonisé m/m	Janv.	--	0,30%
19/02/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	51,6
19/02/2021	France	PMI des services (Markit)	Févr.	--	47,3
19/02/2021	France	PMI composite (Markit)	Févr.	--	47,7
19/02/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Févr.	--	57,1
19/02/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Févr.	--	46,7
19/02/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Févr.	--	50,8
19/02/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	54,8
19/02/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Févr.	--	45,4
19/02/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Févr.	--	47,8
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	54,1
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Févr.	--	39,5
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Févr.	--	41,2
19/02/2021	Royaume-Uni	Tendances CBI commandes globales	Févr.	--	-38
19/02/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	59,2
19/02/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Févr.	--	58,7
19/02/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Févr.	--	58,3

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

Espagne : Elections en Catalogne : la question de l'indépendance reléguée au second plan?	EcoFlash	11 février 2021
Pays émergents : la crise n'a pas alourdi le coût d'emprunt domestique des états	Graphique de la Semaine	10 février 2021
Édition de février 2021	EcoTV	9 février 2021
EcoWeek 21.05 - Édition du 5 février 2021	EcoWeek	5 février 2021
Vers une reprise différée dans la zone euro ?	EcoTVWeek	5 février 2021
Banques américaines : des plans de rachats d'actions avant la cure d'amaigrissement des bilans	Graphique de la semaine	3 février 2021
EcoWeek 21.04 - Édition du 29 janvier 2021	EcoWeek	29 janvier 2021
Royaume-Uni : un mois après le Brexit	EcoTVWeek	29 janvier 2021
France : anciens et nouveaux indicateurs de suivi de la conjoncture	Graphique de la semaine	27 janvier 2021
EcoWeek 21.03 - Édition du 22 janvier 2021	EcoWeek	22 janvier 2021
France : situation conjoncturelle au tournant 2020-2021	EcoTVWeek	22 janvier 2021
Espagne : Vers une hausse prolongée du déficit public ?	EcoFlash	21 janvier 2021
Le rebond du marché boursier au Brésil : des facteurs internes à l'œuvre	Graphique de la semaine	20 janvier 2021
Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs	EcoEmerging	18 janvier 2021
EcoWeek 21.02 - Édition du 15 janvier 2021	EcoWeek	15 janvier 2021
La migration du risque en 2021	EcoTVWeek	15 janvier 2021
L'alourdissement de la charge des intérêts négatifs sur les réserves excédentaires temporairement compensé par les conditions des tltro iii	Graphique de la semaine	14 janvier 2021
Turquie : en finir avec la croissance en stop and go ?	Conjoncture	12 janvier 2021
EcoWeek 21.01 - Édition du 11 janvier 2021	EcoWeek	11 janvier 2021
Édition spéciale - 2021 : espoirs et défis	EcoTVWeek	7 janvier 2021
Édition de janvier 2021	EcoTV	7 janvier 2021



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+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

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE 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

ECONOMIES EMERGENTES 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 desquelles 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