

2-3

## ÉDITORIAL

Le coût de l'annulation de la dette publique (et du débat qu'elle suscite)

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

## BAROMÈTRE

Zone euro : l'amélioration conjoncturelle tarde à se confirmer  
Mobilité : le prolongement et le durcissement des mesures sanitaires pèsent sur l'activité des services

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.

## LE COÛT DE L'ANNULATION DE LA DETTE PUBLIQUE (ET DU DÉBAT QU'ELLE SUSCITE)

Récemment, plusieurs appels ont été lancés en faveur de l'annulation d'une partie de la dette publique détenue par la BCE. Une telle opération constituerait une violation du traité européen. Sur le plan économique, elle serait inutile étant donné que les intérêts versés à la BCE au titre de la dette reviennent aux États sous forme de dividendes. En outre, cela aurait un coût : la hausse des anticipations d'inflation et/ou l'augmentation de la prime de risque d'inflation entraîneraient une remontée des rendements obligataires. La nature extrême de cette mesure pourrait également saper la confiance. En réalité, du fait des taux d'intérêt très faibles les États ont beaucoup de temps devant eux pour restaurer les finances publiques. Enfin, la simple évocation, par de hauts responsables, de la possibilité d'une annulation de la dette pourrait entraîner un autre coût : les marchés financiers pourraient estimer que l'impensable l'est de moins en moins.

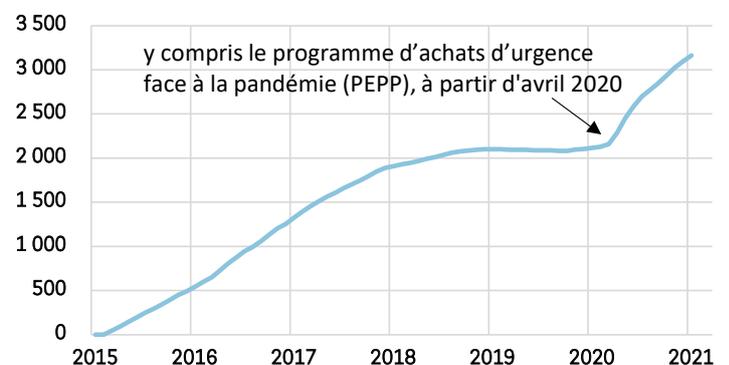
La réaction des politiques publiques à la pandémie de Covid-19 a entraîné une forte augmentation concomitante de l'endettement public et du volume des obligations d'État inscrites au bilan des banques centrales. Dans la zone euro, cela a donné lieu à des plaidoyers en faveur de l'annulation, par la Banque centrale européenne, d'une partie des obligations souveraines qu'elle détient.

En décembre dernier déjà, des responsables italiens, ainsi que le conseiller économique du Premier ministre, avaient formulé des suggestions dans ce sens<sup>1</sup>. Plus récemment, cent cinquante économistes ont publié une tribune pour demander un accord entre la BCE, qui annulerait les dettes publiques détenues en portefeuille ou les transformerait en titres perpétuels à coupon zéro, et les États européens, qui s'engageraient en échange à investir « *les mêmes montants dans un vaste plan de reconstruction sociale et écologique* »<sup>2</sup>. Le produit des dettes actuellement détenues par la Banque centrale européenne ayant déjà été utilisé par les États, cette proposition implique que la BCE rachète encore plus de dettes et les annule aussitôt après. Sans surprise, la banque centrale n'a pas tardé à réagir en la personne de sa présidente, Christine Lagarde, selon laquelle « *l'annulation de la dette d'État par la Banque centrale est inenvisageable. Ce serait une violation du traité européen qui interdit strictement le financement monétaire [des États]* »<sup>3</sup>.

Qu'en est-il de la logique économique ? Une première série d'arguments va dans le sens de l'inutilité d'un effacement de la dette publique détenue par la banque centrale. Premièrement, cela n'aura pas pour effet d'améliorer les finances publiques. Les intérêts acquittés au titre de la dette à la banque centrale sont, en effet, reversés aux États sous forme de dividendes. Or, l'effacement de la dette impliquerait l'annulation des paiements d'intérêts comme des dividendes. Deuxièmement, on pourrait avancer que la diminution de

l'encours de la dette publique abaisserait la prime de risque demandée et entraînerait, par conséquent, un repli des rendements obligataires. Cependant, dans la mesure où les investisseurs s'attendent à ce que la banque centrale réinvestisse perpétuellement la dette arrivant à échéance, ils ne tiendront pas compte des titres de dette publique, figurant au bilan de la banque centrale, dans la fixation du prix qu'ils souhaitent payer pour l'acquisition des obligations. Troisièmement, et pour ce même motif, l'argument de l'équivalence ricardienne – selon lequel l'augmentation de l'endettement public agit comme un frein sur la consommation, les ménages anticipant une hausse de la fiscalité – ne devrait pas s'appliquer.

BCE : PORTEFEUILLES DE TITRES SOUVERAINS ACHETÉS  
DANS LE CADRE DU PSPP ET DU PEPP (MDS EUR)



SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

1 « *The case against cancelling debt at the ECB* », Financial Times, 9 décembre 2020.

2 « *Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin* », tribune publiée dans plusieurs journaux le 5 février 2021.

3 Interview de Christine Lagarde au Journal du Dimanche, 7 février 2021, source : site web de la BCE.

La simple évocation par de hauts responsables de la possibilité d'une annulation de la dette pourrait aussi entraîner un coût : les marchés financiers pourraient estimer que l'impensable l'est de moins en moins



Selon un deuxième argumentaire, l'effacement de la dette aurait, en fait, un coût. Premièrement, les investisseurs pourraient considérer qu'un précédent serait ainsi créé : si on le fait cette fois-ci, cela se refera. Cela entamerait la crédibilité de la banque centrale et pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation<sup>4</sup>. Deuxièmement, même dans le cas où celles-ci n'augmenteraient pas – en raison, par exemple, d'un important écart de production (*output gap*) négatif –, l'effacement de la dette pourrait toujours provoquer une augmentation de la prime de risque d'inflation. Cette prime compenserait, auprès des investisseurs, l'incertitude entourant la trajectoire future de l'inflation. Concrètement, même si les investisseurs peuvent ne pas avoir révisé à la hausse leurs anticipations d'inflation, les rendements obligataires pourraient toujours remonter si les investisseurs estiment que le risque d'une inflation supérieure aux attentes dépasse celui d'une inflation inférieure à ces mêmes attentes<sup>5</sup>. L'effacement de la dette accroît, à l'évidence, ce risque. Troisièmement, l'annulation de la dette au bilan de la banque centrale pourrait être interprétée comme un signal inquiétant : l'état des finances publiques doit être particulièrement désastreux pour justifier une mesure aussi extrême. Une telle interprétation serait de nature à entamer la confiance. En réalité, la très grande faiblesse des taux d'intérêt implique que les États ont beaucoup de temps devant eux pour restaurer les finances publiques.

Une remontée des rendements obligataires, due à la hausse des anticipations d'inflation et/ou à l'augmentation de la prime de risque d'inflation, finirait par être coûteuse. À titre d'illustration, une augmentation permanente de 50 points de base du coût moyen d'emprunt entraînerait un accroissement annuel de la charge d'intérêts de 0,75 % du PIB dans un pays, avec un ratio dette/PIB de 150 %. Cela impliquerait également une augmentation de l'excédent primaire ou une contraction du déficit primaire<sup>6</sup> pour stabiliser le ratio de la dette.

Il convient de souligner que si de hauts responsables évoquent simplement la possibilité d'une annulation de la dette, l'effet de signal induit pourrait entraîner un coût : les marchés financiers pourraient estimer que l'impensable l'est de moins en moins. Cela exercerait également des pressions sur la BCE et ouvrirait un débat sur la durée pendant laquelle elle devrait réinvestir la dette arrivant à échéance. Autre conséquence : la barre de la solidarité fiscale s'en trouverait relevée comme dans le cadre du plan *Next Generation EU*. Certains pays seront réticents à accepter les transferts si d'autres plaident en faveur d'un effacement de la dette. Pour toutes ces raisons, la prime de risque demandée pourrait augmenter, entraînant une hausse du niveau des rendements des obligations d'État en général et/ou des *spreads* souverains. Dans une interview récente, Christine Lagarde faisait très justement observer : « *Si l'énergie dépensée à réclamer une annulation de la dette était consacrée à un débat sur l'utilisation de cette dette, ce serait beaucoup plus utile* ».

**William De Vijlder**

4 Benoît Coeuré, « *Si on annule une fois les créances des banques centrales sur les États, on le refera inévitablement* », Les Echos, 1<sup>er</sup> juillet 2020

5 Pour une recherche empirique faisant ressortir cette relation, voir *Inflation risks and inflation risk premia*, document de travail de la BCE n°1162, mars 2010.

6 La stabilisation du ratio dette publique/PIB implique un excédent primaire si le coût nominal moyen d'emprunt ( $r$ ) est supérieur au taux de croissance nominal moyen du PIB ( $g$ ). Si  $r < g$ , un déficit primaire est autorisé.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 12-2-21 au 18-2-21

↗ CAC 40	5 704	↘ 5 728	+0.4 %	
↘ S&P 500	3 935	↘ 3 914	-0.5 %	
↗ Volatilité (VIX)	20.0	↘ 22.5	+2.5 pb	
↗ Euribor 3m (%)	-0.55	↘ -0.54	+0.4 pb	
↗ Libor 3m (%)	0.19	↘ 0.18	-1.2 pb	
↘ OAT 10a (%)	-0.25	↘ -0.15	+10.4 pb	
↗ Bund 10a (%)	-0.46	↘ -0.38	+8.5 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	1.18	↘ 1.27	+8.9 pb	
↘ Euro vs dollar	1.21	↘ 1.21	-0.4 %	
↘ Or (once, \$)	1 827	↘ 1 778	-2.7 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	62.6	↘ 64.0	+2.3 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	€ Moy. 5-7a	-0.32	-0.32 le 17/02
Eonia	-0.48	-0.47 le 26/01	Bund 2a	-0.68	-0.67 le 12/01
Euribor 3m	-0.54	-0.54 le 05/02	Bund 10a	-0.38	-0.38 le 18/02
Euribor 12m	-0.50	-0.49 le 25/01	OAT 10a	-0.15	-0.15 le 18/02
\$ FED	0.25	0.25 le 01/01	Corp. BBB	0.62	0.62 le 18/02
Libor 3m	0.18	0.18 le 13/01	Treas. 2a	0.11	0.15 le 06/01
Libor 12m	0.30	0.34 le 01/01	Treas. 10a	1.27	1.28 le 17/02
£ Bque Angl	0.10	0.10 le 01/01	High Yield	4.61	4.86 le 12/01
Libor 3m	0.06	0.06 le 17/02	€ Gilt. 2a	0.03	0.05 le 05/02
Libor 12m	0.13	0.13 le 17/02	Gilt. 10a	0.64	0.65 le 16/02

Au 18-2-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.21	1.23 le 06/01	1.20 le 04/02
GBP	0.87	0.91 le 06/01	0.87 le 18/02
CHF	1.08	1.09 le 07/01	1.08 le 18/01
JPY	127.71	128.12 le 16/02	125.22 le 18/01
AUD	1.56	1.60 le 04/01	1.56 le 17/02
CNY	7.81	8.00 le 01/01	7.74 le 04/02
BRL	6.58	6.69 le 11/01	6.33 le 18/01
RUB	89.46	92.20 le 28/01	88.87 le 20/01
INR	87.71	89.88 le 07/01	87.40 le 04/02

Au 18-2-21

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	64.0	64.4 le 17/02	51.2 le 04/01	+23.3%
Or (once)	1 778	1 947 le 05/01	1 770 le 17/02	-6.3%
Métaux, LME	3 759	3 759 le 18/02	3 415 le 01/01	+10.1%
Cuivre (tonne)	8 573	8 573 le 18/02	7 749 le 01/01	+10.6%
Blé (tonne)	257	2.6 le 15/01	247 le 11/02	+4.0%
Mais (tonne)	213	2.2 le 08/02	1.88 le 04/01	+12.7%

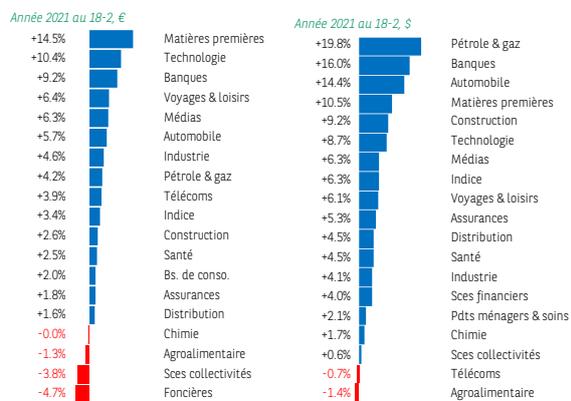
Au 18-2-21

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 803	2 830 le 15/02	2 662 le 29/01	+4.2%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	3 914	3 935 le 12/02	3 701 le 04/01	+4.2%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 681	3 734 le 15/02	3 481 le 29/01	+3.6%
CAC 40	5 728	5 787 le 16/02	5 399 le 29/01	+3.2%
DAX 30	13 887	14 109 le 15/02	13 433 le 29/01	+1.2%
IBEX 35	8 058	8 408 le 08/01	7 758 le 29/01	-0.2%
FTSE100	6 617	6 873 le 08/01	6 407 le 29/01	+2.4%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 122	1 133 le 16/02	1 044 le 06/01	+7.4%
Nikkei	30 236	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+10.2%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 425	1 445 le 17/02	1 292 le 01/01	+10.4%
Chine	127	130 le 17/02	108 le 01/01	+16.9%
Inde	729	734 le 15/02	659 le 29/01	+7.4%
Brésil	1 794	1 941 le 14/01	1 727 le 29/01	+0.3%
Russie	683	722 le 14/01	647 le 01/02	+2.3%

Au 18-2-21

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

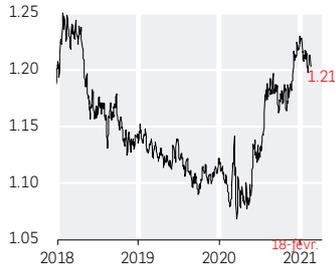


SOURCE : THOMSON REUTERS

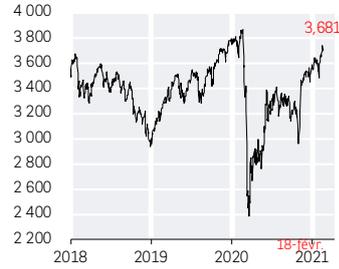


# REVUE DES MARCHÉS

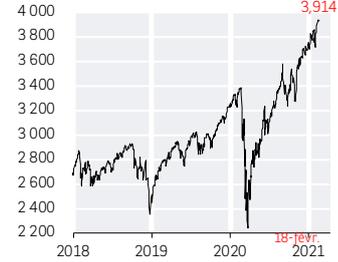
## EURO-DOLLAR



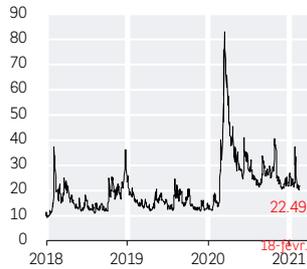
## EUROSTOXX50



## S&P500



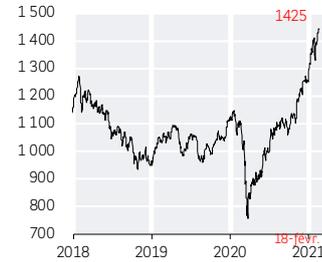
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



## MSCI MONDE (USD)



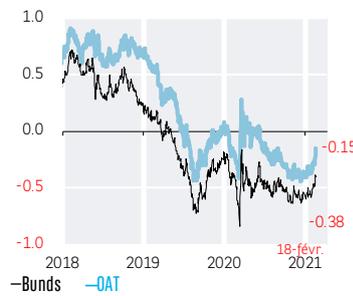
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

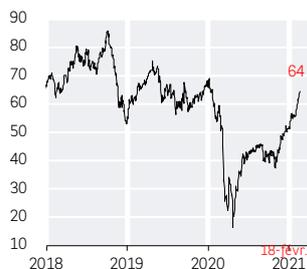


## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

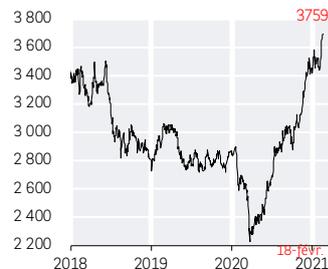
Année 2021 au 18-2, €

1.04%	Grèce	144 pb
0.62%	Italie	103 pb
0.28%	Espagne	69 pb
0.25%	Portugal	65 pb
-0.13%	Belgique	28 pb
-0.15%	France	26 pb
-0.25%	Finlande	16 pb
-0.28%	Autriche	12 pb
-0.34%	P-Bas	7 pb
-0.38%	Allemagne	3 pb
-0.41%	Irlande	

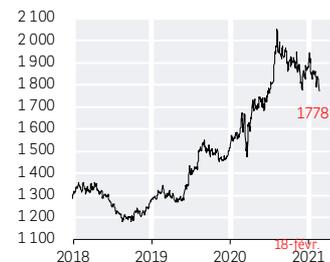
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## ZONE EURO : L'AMÉLIORATION CONJONCTURELLE TARDE À SE CONFIRMER

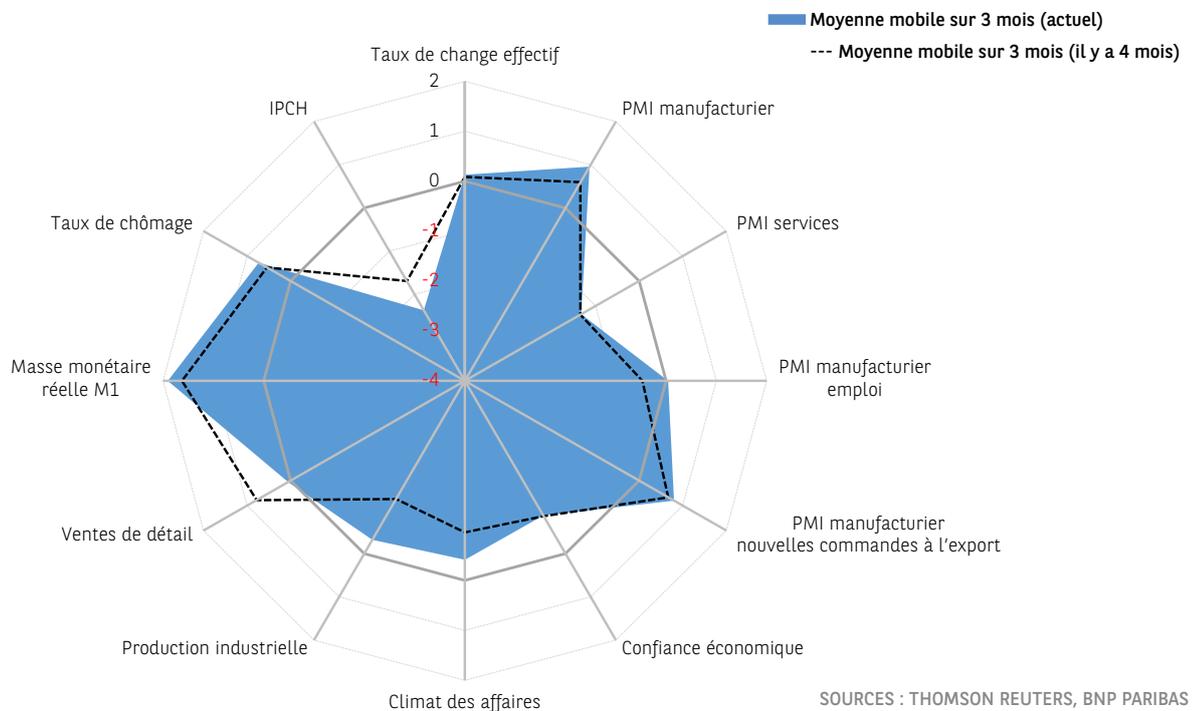
L'épidémie montre des signes d'amélioration en Europe comme aux États-Unis. Si le nombre de contaminations reste élevé dans certains pays, et malgré la crainte de l'accélération des variants du virus, la diminution des cas quotidiens et l'avancée des campagnes de vaccination éclaircissent l'horizon économique. Comme déjà indiqué à plusieurs reprises, une normalisation plus franche et pérenne de la situation économique dépendra de la pleine maîtrise de l'épidémie de Covid-19 et du retour de la confiance des agents économiques.

Toutefois, l'économie de la zone euro peine à poursuivre son rattrapage, dans un contexte de restrictions sanitaires. En effet, après une sensible amélioration conjoncturelle post-printemps 2020, la phase de rattrapage s'est depuis globalement stabilisée. Sans surprise, le secteur des services en zone euro reste particulièrement pénalisé. L'indice des directeurs d'achats (PMI) de ce secteur s'est légèrement dégradé ces trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents et demeure bas au regard de sa moyenne de long terme. Le PMI des services a atteint seulement 44,7 en février 2021, et ne parvient plus à dépasser le seuil des 50 (qui sépare les zones d'expansion de celle de contraction) depuis l'été 2020. L'accélération de l'activité dans ce secteur dépendra notamment du retour de la confiance des agents économiques.

À ce titre, l'indice de confiance économique reste dégradé en zone euro, tout comme celui relatif à la confiance des consommateurs. La hausse du chômage, qui jusqu'ici est restée contenue, pourrait s'accroître au cours de l'année. Le secteur manufacturier de la zone euro envoie des signaux plus encourageants. Le PMI du secteur s'est stabilisé à un niveau élevé depuis plusieurs mois et a même progressé à 57,7 en février 2021, après 54,8 en janvier. La composante « nouvelles commandes à l'export » reste bien orientée, dans un contexte de normalisation rapide du commerce mondial, qui a retrouvé en novembre dernier son niveau de fin 2019. Les entreprises exportatrices ont notamment pu bénéficier de la reprise économique en Chine, partenaire commercial important de la zone euro. Face à un environnement économique encore incertain, la politique monétaire restera accommodante. La hausse marquée de l'inflation en janvier 2021 en zone euro pourrait n'être que de courte durée et celle-ci pourrait demeurer encore longtemps inférieure à la cible de 2%. L'agrégat monétaire étroit M1 reste, à ce titre, très dynamique, progressant nettement plus fortement que sa moyenne historique.

**Louis Boisset**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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

## MOBILITÉ : LE PROLONGEMENT ET LE DURCISSEMENT DES MESURES SANITAIRES PÈSENT SUR L'ACTIVITÉ DES SERVICES

Le rapport sur la mobilité (*Google Mobility Report*), publié par Google le 14 février dernier, montre un dynamisme de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs dans certains pays et un fléchissement dans d'autres.

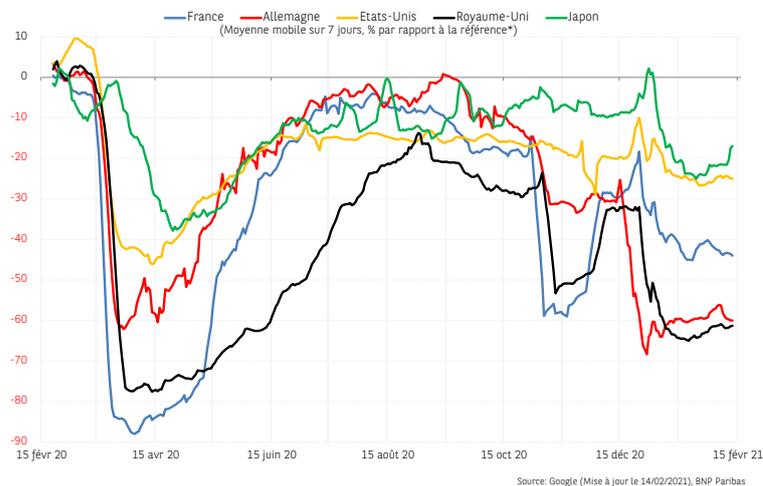
En France, en complément du couvre-feu national, le gouvernement a décidé la fermeture des centres commerciaux non alimentaires et couverts, d'une surface supérieure à 20 000 mètres carrés, à compter du 31 janvier à minuit. Après la dynamique enregistrée durant la dernière semaine de janvier, cette nouvelle restriction a entraîné la baisse de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs, de près de 44% par rapport à la référence\* avec une moyenne mobile sur 7 jours (graphique 1). En Allemagne, après la dynamique enregistrée dès la fin du mois de décembre 2020, la fréquentation fléchit depuis le début du mois de février, avec une moyenne mobile sur 7 jours de près de 60% par rapport à la référence. Malgré une baisse encourageante du nombre des personnes infectées, la Chancelière allemande Angela Merkel a annoncé que la levée des restrictions sanitaires n'interviendra que le 7 mars prochain, ce qui devrait avoir des conséquences sur la fréquentation des commerces et loisirs dans les semaines à venir. Il convient de noter que l'Allemagne a fermé partiellement ses frontières avec l'Autriche et la République tchèque pour contenir la diffusion du variant anglais.

Au Royaume-Uni, la fréquentation poursuit la dynamique encourageante enregistrée depuis la mi-janvier. Le 16 février, 16,5 millions de personnes y ont reçu au moins une dose de vaccin. En outre, la pandémie ralentit après plus d'un mois de confinement. Aux États-Unis, la fréquentation reste relativement stable. Au Japon, elle poursuit sa dynamique enregistrée depuis la fin du mois de janvier.

Le prolongement et le durcissement des mesures sanitaires pèsent sur l'activité des services du mois de février, reflétant un déclin de l'activité de ce secteur. En France, l'indice PMI des services s'est dégradé à 43,6 en février contre 47,3 en janvier, un plus bas depuis novembre 2020. En Allemagne, l'activité des services a continué de décélérer, l'indice PMI atteignant 45,9 en février, un plus bas depuis mai 2020. Au Japon, le PMI des services a continué de décélérer aussi, atteignant 45,8 en février, un plus bas depuis six mois. Au Royaume-Uni, l'indice des services a surpris positivement, atteignant 49,7, après une chute à 39,5 en janvier, au-delà du consensus (41). Comme pour les autres pays, l'indice reste sous la barre des 50 qui sépare la contraction de l'expansion. Aux États-Unis, l'indice PMI des services s'est établi à 58,9 en février contre 58,3 en janvier, le plus haut depuis mars 2015.

**Tarik Rharrab**

### FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET LOISIRS



GRAPHIQUE 1

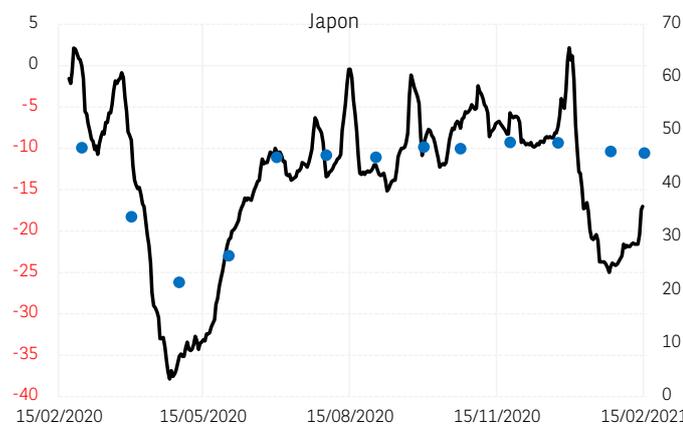
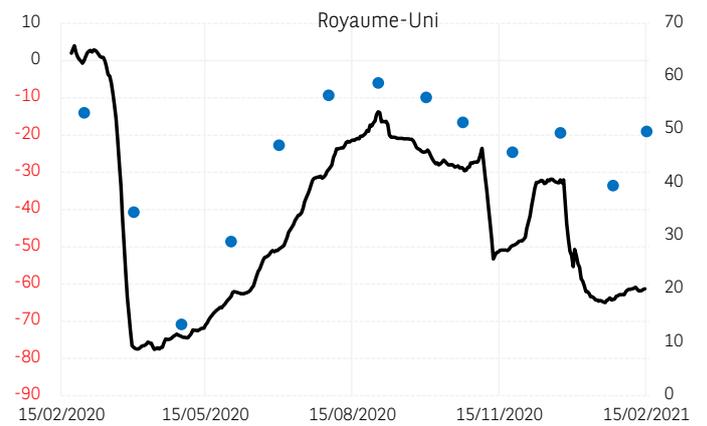
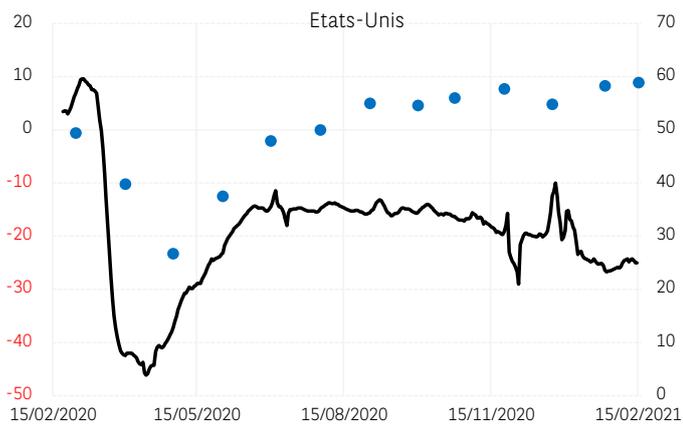
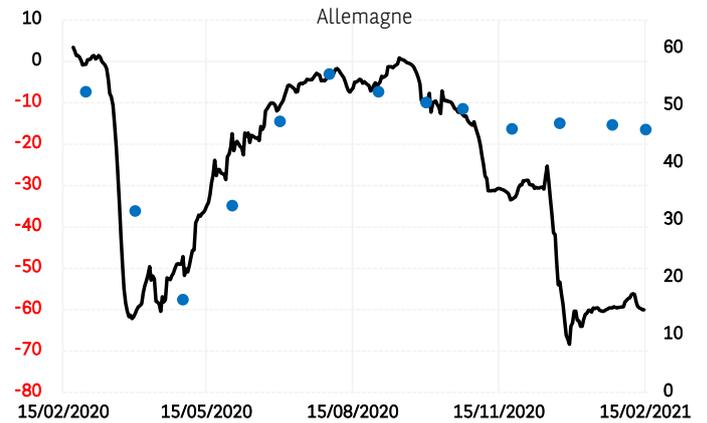
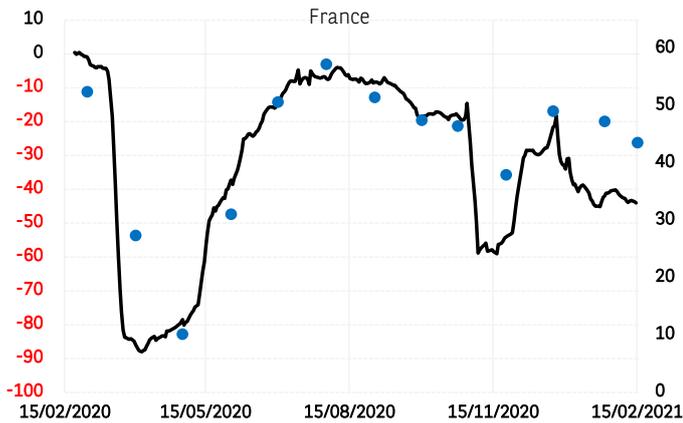
SOURCES : GOOGLE (14 FÉVRIER 2021), BNP PARIBAS

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



ENQUÊTES MARKIT AUPRÈS DES DIRECTEURS D'ACHAT DU SECTEUR DES SERVICES (PMI)

● PMI Services (éch. droite) — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours)



SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR AU 14/02/2021), MARKIT (MISE À JOUR AU 19/02/2021),



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

## 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 &amp; 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<sup>er</sup> 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		0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
E-Unis (borne supérieure)		1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50
Treas. 10a							
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

10

## DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, la croissance au quatrième trimestre s'est révélée meilleure que prévu, grâce, tout particulièrement, aux dépenses très dynamiques des entreprises. Par ailleurs, la croissance des commandes de machines s'est accélérée, alors que le consensus tablait sur une baisse. La croissance des exportations s'est également redressée. Les PMI flash n'ont que peu bougé, affichant un léger mieux pour le secteur manufacturier - maintenant au-dessus de 50 - et une légère baisse pour les services. La zone euro a vu une légère révision à la hausse de la croissance de son PIB du quatrième trimestre qui passe de -0,7% à -0,6%. Les chiffres des immatriculations de voitures neuves ont été particulièrement mauvaises. Toutefois, la composante « attentes » de l'enquête ZEW enregistre une nette amélioration. Il en va de même pour les attentes ZEW en Allemagne. La confiance des consommateurs de la zone euro accuse une légère baisse. Les données flash PMI ont enregistré une amélioration significative pour le secteur manufacturier en France, en Allemagne et dans la zone euro tandis que la baisse du secteur des services a créé la déception. Au Royaume-Uni, la confiance des consommateurs a marqué une baisse et les ventes de détails ont enregistré un déclin considérable. Bien que le PMI manufacturier soit resté quasiment stable, la nette amélioration du PMI des services a créé la surprise. Aux États-Unis, les chiffres des ventes de détails se sont révélés particulièrement solides, bien au-delà des prévisions du consensus. Les données du marché du logement ont été, quant à elles, mitigées avec une hausse des permis de construire, mais une baisse des mises en chantier. Le chiffre des demandes initiales d'assurance chômage, en hausse, a déçu. L'enquête de la Fed de Philadelphie sur les perspectives dans le milieu des affaires a enregistré une baisse, toutefois moindre que prévu. Enfin, le flash PMI manufacturier a baissé, tout en restant à un niveau très élevé (58.5), tandis que celui des services a légèrement augmenté, atteignant 58.9.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
15/02/2021	Japon	PIB t/t	T4	2,4%	3,0%	5,3%
15/02/2021	Japon	Consommation des ménages (variations trimestrielles)	T4	2,0%	2,2%	5,1%
15/02/2021	Japon	Investissements des entreprises (variations trimestrielles)	T4	2,4%	4,5%	-2,4%
15/02/2021	Japon	Stocks (part du PIB)	T4	-0,2%	-0,4%	-0,2%
15/02/2021	Japon	Exportations nettes (part du PIB)	T4	0,9%	1,0%	2,6%
16/02/2021	France	Taux de chômage (BIT)	T4	9,1%	8,0%	9,1%
16/02/2021	Zone euro	Emploi t/t	T4	--	0,3%	1,0%
16/02/2021	Zone euro	PIB t/t	T4	-0,7%	-0,6%	-0,6%
16/02/2021	Zone euro	Enquête ZEW (attentes)	Févr.	--	69,6	58,3
16/02/2021	Allemagne	Enquête ZEW (attentes)	Févr.	59,5	71,2	61,8
16/02/2021	Allemagne	Enquête ZEW (conjonctures)	Févr.	-66,5	-67,2	-66,4
17/02/2021	Japon	Exportations g.a.	Janv.	6,8%	6,4%	2,0%
17/02/2021	Japon	Commandes de machines de base m/m	Déc.	-6,1%	5,2%	1,5%
17/02/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Janv.	--	-24,0%	-3,3%
17/02/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	1,3%	1,4%	1,4%
17/02/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Janv.	0,2%	1,2%	0,1%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail m/m	Janv.	1,1%	5,3%	-1,0%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail hors automobiles m/m	Janv.	1,0%	5,9%	-1,8%
17/02/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Janv.	1,0%	6,0%	-2,4%
17/02/2021	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Févr.	83,0	84,0	83,30

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
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.	--	9,7%	9,7%
18/02/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Janv.	-1,4%	10,4%	4,2%
18/02/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Janv.	-0,5%	-6,0%	8,2%
18/02/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Févr.	773k	861k	848k
18/02/2021	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Févr.	20,0	23,1	26,5
18/02/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Févr.	-15,0	-14,8	-15,5
19/02/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Févr.	-26,0	-23,0	-28,0
19/02/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Févr.	--	50,6	49,8
19/02/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Févr.	--	45,8	46,1
19/02/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Févr.	--	47,6	47,1
19/02/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et carburant m/m	Janv.	-2,1%	-8,8%	0,4%
19/02/2021	France	IPC harmonisé m/m	Janv.	0,3%	0,3%	0,3%
19/02/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	51,5	55,0	51,6
19/02/2021	France	PMI des services (Markit)	Févr.	47,0	43,6	47,3
19/02/2021	France	PMI composite (Markit)	Févr.	47,5	45,2	47,7
19/02/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Févr.	56,5	60,6	57,1
19/02/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Févr.	46,5	45,9	46,7
19/02/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Févr.	50,5	51,3	50,8
19/02/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	54,3	57,7	54,8
19/02/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Févr.	45,9	44,7	45,4
19/02/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Févr.	48,0	48,1	47,8
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	53,1	54,9	54,1
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Févr.	42,0	49,7	39,5
19/02/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Févr.	42,6	49,8	41,2
19/02/2021	Royaume-Uni	Tendances CBI commandes globales	Févr.	-35,0	-24,0	-38,0
19/02/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	58,8	58,5	59,2
19/02/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Févr.	--	58,8	58,7
19/02/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Févr.	58,0	58,9	58,3

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine paraîtront les enquêtes de la Commission européenne sur la confiance économique et ses sous-séries. En France, le climat des affaires et la confiance des consommateurs seront publiés ainsi que les dépenses de consommation pour janvier et une estimation actualisée de la croissance du PIB du 4<sup>e</sup> trimestre. L'Allemagne publiera une mise à jour semblable ainsi que la composition de la croissance de son PIB. Par ailleurs, l'IFO publiera son climat des affaires. Au Japon, le chiffre des ventes de détails sera communiqué, tandis que nous connaissons le taux de chômage au Royaume-Uni. Enfin, plusieurs publications sont à prévoir pour les États-Unis : enquêtes régionales auprès des entreprises, actualisation du PIB du 4<sup>e</sup> trimestre, indice de confiance du Consumer Board et sentiment de l'Université du Michigan, commandes de biens d'équipement, revenus et dépenses personnels.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
22/02/2021	Allemagne	Attentes IFO	Févr.	--	91,1
22/02/2021	Allemagne	Conjoncture IFO	Févr.	--	89,2
22/02/2021	Allemagne	Climat des affaires IFO	Févr.	--	90,1
22/02/2021	États-Unis	Activité économique de la Fed de Chicago	Janv.	--	0,52
22/02/2021	États-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Dallas	Févr.	--	7
23/02/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Déc.	--	5,00%
23/02/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	--	1,40%
23/02/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf.Board)	Févr.	90	89,3
23/02/2021	États-Unis	Conjoncture (Conf.Board)	Févr.	--	84,4
23/02/2021	États-Unis	Attentes (Conf.Board)	Févr.	--	92,5
23/02/2021	États-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Févr.	--	14
24/02/2021	Allemagne	PIB t/t	T4	--	0,10%
24/02/2021	Allemagne	Consommation privée t/t	T4	--	10,80%
24/02/2021	Allemagne	Dépenses publiques t/t	T4	--	0,80%
24/02/2021	Allemagne	Investissement en capital t/t	T4	--	3,60%
24/02/2021	France	Confiance des affaires	Févr.	--	92
24/02/2021	France	Confiance dans l'industrie	Févr.	--	98
24/02/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs	Janv.	2,70%	1,60%
25/02/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mars	--	-15,6
25/02/2021	France	Confiance des consommateurs	Févr.	--	92
25/02/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Févr.	--	--
25/02/2021	Zone euro	Confiance économique	Févr.	--	91,5
25/02/2021	Zone euro	Confiance dans l'industrie	Févr.	--	-5,9
25/02/2021	Zone euro	Confiance dans les services	Févr.	--	-17,8
25/02/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Janv.	--	0,70%
25/02/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T4	4,30%	4,00%
25/02/2021	États-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Févr.	--	17
26/02/2021	Japon	Ventes de détail m/k	Janv.	--	-0,80%
26/02/2021	France	Dépenses de consommation m/m	Janv.	--	23,00%
26/02/2021	France	PIB t/t	T4	--	-1,30%
26/02/2021	États-Unis	Revenus personnels	Janv.	9,40%	0,60%
26/02/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Janv.	0,50%	-0,20%
26/02/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	76,2	76,2
26/02/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Févr.	--	86,2
26/02/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Févr.	--	69,8
26/02/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Févr.	--	3,30%
26/02/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Févr.	--	2,70%

SOURCE : BLOOMBERG



## LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<a href="#">Espagne : le débat sur la réforme des retraites refait surface</a>	EcoTVWeek	19 février 2021
<a href="#">Afrique Subsaharienne : Face au risque de surendettement en Afrique</a>	Conjoncture	18 février 2021
<a href="#">Commerce mondial de marchandises : retour rapide aux niveaux pré-pandémie</a>	Graphique de la Semaine	17 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.06 - Édition du 12 février 2021</a>	EcoWeek	12 février 2021
<a href="#">Espagne : Elections en Catalogne : la question de l'indépendance reléguée au second plan?</a>	EcoFlash	11 février 2021
<a href="#">Pays émergents : la crise n'a pas alourdi le coût d'emprunt domestique des états</a>	Graphique de la Semaine	10 février 2021
<a href="#">Édition de février 2021</a>	EcoTV	9 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.05 - Édition du 5 février 2021</a>	EcoWeek	5 février 2021
<a href="#">Vers une reprise différée dans la zone euro ?</a>	EcoTVWeek	5 février 2021
<a href="#">Banques américaines : des plans de rachats d'actions avant la cure d'amaigrissement des bilans</a>	Graphique de la semaine	3 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.04 - Édition du 29 janvier 2021</a>	EcoWeek	29 janvier 2021
<a href="#">Royaume-Uni : un mois après le Brexit</a>	EcoTVWeek	29 janvier 2021
<a href="#">France : anciens et nouveaux indicateurs de suivi de la conjoncture</a>	Graphique de la semaine	27 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.03 - Édition du 22 janvier 2021</a>	EcoWeek	22 janvier 2021
<a href="#">France : situation conjoncturelle au tournant 2020-2021</a>	EcoTVWeek	22 janvier 2021
<a href="#">Espagne : Vers une hausse prolongée du déficit public ?</a>	EcoFlash	21 janvier 2021
<a href="#">Le rebond du marché boursier au Brésil : des facteurs internes à l'œuvre</a>	Graphique de la semaine	20 janvier 2021
<a href="#">Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs</a>	EcoEmerging	18 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.02 - Édition du 15 janvier 2021</a>	EcoWeek	15 janvier 2021
<a href="#">La migration du risque en 2021</a>	EcoTVWeek	15 janvier 2021
<a href="#">L'alourdissement de la charge des intérêts négatifs sur les réserves excédentaires temporairement compensé par les conditions des tltro iii</a>	Graphique de la semaine	14 janvier 2021
<a href="#">Turquie : en finir avec la croissance en stop and go ?</a>	Conjoncture	12 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 desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change