

## 2-3

### ÉDITORIAL

États-Unis : la remontée des rendements obligataires doit-elle inquiéter les investisseurs en actions ?

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-8

### BAROMÈTRE

Allemagne : le durcissement du confinement pèse sur les services  
Italie : la reprise industrielle s'accélère  
Une dynamique encourageante de la mobilité et une progression des campagnes de vaccination

## 9

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 10-13

### 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 : LA REMONTÉE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES DOIT-ELLE INQUIÉTER LES INVESTISSEURS EN ACTIONS ?

Jusqu'à une date récente, la hausse des taux d'intérêt à long terme n'a pas empêché le marché actions de grimper, mais à en juger par les évolutions de la semaine, l'inquiétude semble gagner les investisseurs. L'impact potentiel de la remontée des taux obligataires sur les cours des actions dépend des facteurs à l'origine de cette augmentation : accélération de la croissance, baisse de l'incertitude, hausse des anticipations d'inflation. Ce dernier facteur est le plus délicat car il pourrait entraîner une réévaluation en profondeur des perspectives de politique monétaire. Au cours des deux dernières décennies, la relation entre la hausse des taux et le marché actions n'a pas été significative d'un point de vue statistique, ce qui s'explique entre autres par l'approche gradualiste de la politique monétaire. Comme le montrent ses déclarations récentes, Jerome Powell sait parfaitement combien il est important de ne pas prendre le marché par surprise.

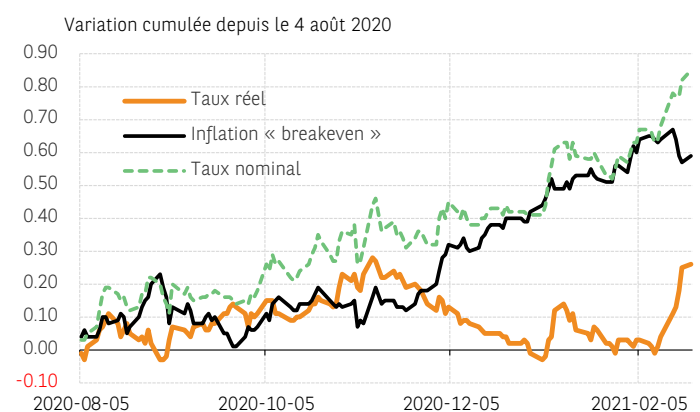
L'année dernière, les rendements des Treasuries ont fortement baissé, la pandémie de Covid-19 ayant provoqué une fuite vers les valeurs refuge. D'autres facteurs, comme la politique de la Réserve fédérale et les perspectives d'inflation, ont aussi joué un rôle. Le rendement à 10 ans a atteint un plus bas pour l'année, en août, à 0,52 %. Depuis, les taux d'intérêt à long terme sont sur une tendance haussière. La décomposition de la variation cumulée des rendements nominaux des Treasuries montre que, à la fin du mois de janvier, les rendements nominaux étaient plus ou moins équivalents à la hausse des points morts d'inflation<sup>1</sup>. Le rendement obligataire réel - rendement des obligations indexées sur l'inflation -, après avoir progressé jusqu'au début du mois de novembre, était revenu à son niveau du mois d'août. En février, cependant, la hausse des rendements nominaux a été alimentée par la progression des rendements réels alors que les points morts d'inflation ont, en fait, légèrement diminué.

Jusqu'à une date récente, la hausse des taux longs n'a pas empêché l'ascension du marché actions, mais l'accélération récente de la remontée des rendements obligataires a fait craindre un impact possible sur les marchés boursiers. Ainsi, cette semaine, le mouvement mondial de remontée des taux obligataires a poussé les marchés actions à la baisse. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse durable des rendements obligataires correspond à une augmentation du taux d'actualisation utilisé pour le calcul de la valeur actualisée nette des dividendes futurs, entraînant ainsi un repli des cours des actions. Cependant, toutes les hausses de taux obligataires ne se ressemblent pas. Lorsqu'elles reflètent des anticipations d'accélération de la croissance du PIB réel, la trajectoire des dividendes futurs doit également être révisée à la hausse. Avec une augmentation du numérateur et du dénominateur, les cours des actions ne baissent pas nécessairement en réaction à la remontée des rendements. La progression des taux à long terme peut également traduire le sentiment d'un repli de l'incertitude et d'une diminution de la probabilité de résultats économiques très négatifs. Cela devrait entraîner une réduction de l'autre composante du taux d'actualisation, à savoir la prime de risque actions exigée. Les rendements peuvent également augmenter sous l'effet d'une hausse

des anticipations d'inflation. L'impact sur le cours des actions est alors ambigu. L'accélération de la hausse des prix pourrait signifier une progression des bénéfices nominaux, mais cela suppose que les prix relatifs restent inchangés. L'augmentation des anticipations d'inflation pourrait laisser craindre, et c'est plus important, un resserrement de la politique monétaire, ce qui, normalement, devrait peser sur les cours des actions.

Comme le montre le tableau, la relation observée entre les rendements obligataires et le marché actions a évolué dans le temps. Pour la période commençant en 1983, une progression durable des rendements à 1 et 10 ans – il faut entendre par « durable » une augmentation sur une période de quatre semaines – ainsi qu'une pentification de la courbe de taux sont associées à une baisse statistiquement significative du marché actions.

### RENDEMENT DES TREASURIES À 10 ANS ET INFLATION « BREAKEVEN »



SOURCES : FRED, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Il s'agit de l'écart entre le rendement des obligations nominales et celui des obligations indexées sur l'inflation.

En l'absence d'une forte hausse surprise de l'inflation, l'attention du marché actions, dans les prochains mois, se portera probablement davantage sur l'évolution de la croissance bénéficiaire que sur les taux d'intérêt.



Pour les observations commençant en 1990, la relation avec la hausse du rendement à 10 ans n'est plus significative et la pente de la courbe de taux est moins significative. Concernant la période la plus récente, qui débute en 2000, les trois variables n'ont plus aucun pouvoir explicatif significatif pour le comportement du marché actions. Les deux dernières décennies ont été marquées par un long marché haussier, interrompu par deux récessions. Les périodes de hausse des rendements obligataires ou les deux cycles de resserrement de la politique monétaire de la Fed n'ont pas eu d'incidence réelle. Le gradualisme de la politique monétaire ainsi que les précautions prises pour éviter de créer la surprise y ont contribué. La déclaration de Ben Bernanke en mai 2013, selon laquelle la Fed envisageait de ralentir le rythme de ses achats d'actifs (épisode du « *taper tantrum* ») avait pris le marché par surprise, mais il a fallu moins de deux mois au S&P500 pour rattraper ses pertes. Les investisseurs ont réalisé que le ralentissement du rythme des achats d'actifs par la Fed n'allait pas tuer la croissance.

La Réserve fédérale a parfaitement conscience qu'il est crucial d'éviter les surprises. Son président, Jerome Powell, a d'ailleurs insisté sur ce point dans sa déclaration devant le Congrès cette semaine. Il s'est non seulement voulu rassurant sur les perspectives d'inflation, mais il a aussi rappelé que le FOMC « *indiquerait clairement [son] évaluation des progrès enregistrés vers [ses] objectifs bien avant toute modification du rythme des achats d'actifs* »<sup>2</sup>. En l'absence d'une forte hausse surprise de l'inflation, l'attention du marché actions se portera probablement davantage sur l'évolution de la croissance bénéficiaire que sur les taux d'intérêt.

**William De Vijlder et Tarik Rharrab**

## MARCHÉ ACTIONS ET RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Variable dépendante : variation sur quatre semaines du S&P500 (en %)

Variable indépendante	depuis 1983		depuis 1990		depuis 2000	
	coefficient	statistique t	coefficient	statistique t	coefficient	statistique t
Rendement des <i>Treasuries</i> à 1 an (variation sur quatre semaines)	-4.13	-4.42	-3.72	-2.44	-2.23	-0.98
Rendement des <i>Treasuries</i> à 10 ans (variation sur quatre semaines)	-2.96	-3.11	-1.71	-1.48	1.16	0.79
Pente de la courbe de taux américaine (10 ans moins 1 an) (variation sur quatre semaines)	-4.64	-1.95	-4.97	-1.81	-5.18	-1.57

LES RÉGRESSIONS ONT ÉTÉ RÉALISÉES SUR LA BASE D'UNE DISTINCTION ENTRE LES VARIATIONS POSITIVES ET NÉGATIVES DES VARIABLES EXPLICATIVES. LES COEFFICIENTS INDIQUÉS SONT CEUX DES VARIATIONS POSITIVES. POUR TENIR COMPTE DE L'AUTOCORRÉLATION DES VARIABLES, DUE À UNE FENÊTRE MOBILE SUR QUATRE SEMAINES, NOUS AVONS UTILISÉ UN ESTIMATEUR DE NEWEY-WEST.

SOURCES : REFINITV, BNP PARIBAS

<sup>2</sup> Déclaration de Jerome Powell, Président de la Réserve fédérale devant la Commission des banques, du logement et des affaires urbaines du Sénat américain, le 23 février 2021.

### VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-2-21 au 25-2-21

➔ CAC 40	5 774	▶ 5 784	+0.2 %
➔ S&P 500	3 907	▶ 3 829	-2.0 %
➔ Volatilité (VIX)	22.1	▶ 28.9	+6.8 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	+0.5 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.18	▶ 0.19	+1.5 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.13	▶ -0.03	+10.4 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.35	▶ -0.26	+8.4 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.33	▶ 1.50	+17.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.21	▶ 1.22	+0.8 %
➔ Or (once, \$)	1 785	▶ 1 778	-0.4 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	62.9	▶ 66.9	+6.3 %

### MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 21	+bas 21	Rendements (%)	+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01	0.00	le 01/01
Eonia	-0.48	-0.47	le 26/01	-0.50	le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.54	le 05/02	-0.56	le 06/01
Euribor 12m	-0.50	-0.49	le 25/01	-0.52	le 02/02
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01
Libor 3m	0.19	0.24	le 13/01	0.18	le 19/02
Libor 12m	0.28	0.34	le 01/01	0.28	le 24/02
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01
Libor 3m	0.06	0.06	le 24/02	0.03	le 01/01
Libor 12m	0.14	0.14	le 24/02	0.07	le 11/01

€ Moy. 5-7a	+haut 21	+bas 21
Bund 2a	-0.25	-0.25
Bund 10a	-0.65	-0.65
OAT 10a	-0.26	-0.26
OAT 10a	-0.03	-0.03
Corp. BBB	0.71	0.71
\$ Treas. 2a	0.17	0.17
Treas. 10a	1.50	1.50
High Yield	4.67	4.86
£ Gilt. 2a	0.11	0.11
Gilt. 10a	0.82	0.82

Au 25-2-21

### TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.22	1.23	le 06/01
GBP	0.86	0.91	le 06/01
CHF	1.10	1.10	le 25/02
JPY	129.90	129.90	le 25/02
AUD	1.54	1.60	le 04/01
CNY	7.89	8.00	le 01/01
BRL	6.73	6.73	le 25/02
RUB	90.55	92.20	le 28/01
INR	88.53	89.88	le 07/01

Au 25-2-21

### MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	66.9	67.2	le 24/02	51.2
Or (once)	1 778	1 947	le 05/01	1 770
Métaux, LMEX	4 027	4 027	le 25/02	3 415
Cuivre (tonne)	9 456	9 456	le 25/02	7 749
Blé (tonne)	261	2.6	le 15/01	247
Mais (tonne)	214	2.2	le 08/02	188

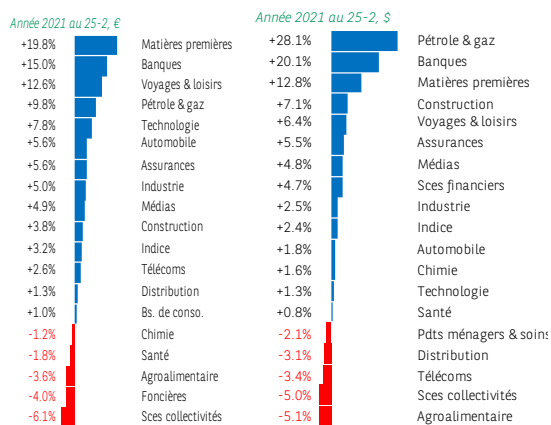
Au 25-2-21

### INDICES ACTIONS

Cours	+haut 21	+bas 21	2021
<b>Monde</b>			
MSCI Monde	2 760	2 830	le 15/02
<b>Amérique du Nord</b>			
S&P500	3 829	3 935	le 12/02
<b>Europe</b>			
EuroStoxx50	3 685	3 734	le 15/02
CAC 40	5 784	5 798	le 24/02
DAX 30	13 879	14 109	le 15/02
IBEX 35	8 318	8 408	le 08/01
FTSE100	6 652	6 873	le 08/01
<b>Asie Pacifique</b>			
MSCI, loc.	1 115	1 133	le 16/02
Nikkei	30 168	30 468	le 16/02
<b>Emergents</b>			
MSCI Emergents (\$)	1 384	1 445	le 17/02
Chine	119	130	le 17/02
Inde	727	734	le 15/02
Brsil	1 669	1 941	le 14/01
Russie	684	722	le 14/01

Au 25-2-21

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

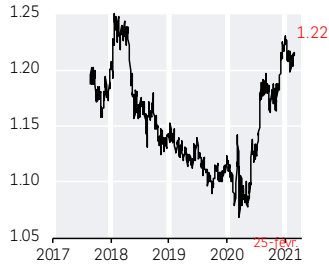


SOURCE : THOMSON REUTERS



# REVUE DES MARCHÉS

## EURO-DOLLAR



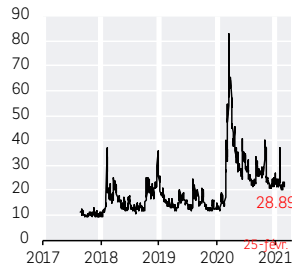
## EUROSTOXX50



## S&P500



## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



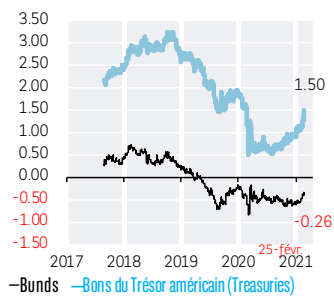
## MSCI MONDE (USD)



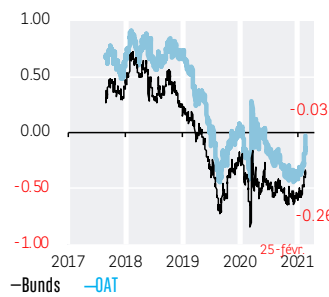
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

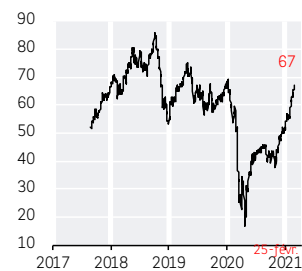


## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2021 au 25-2, €

1.26%	Grèce	158 pb
0.77%	Italie	108 pb
0.42%	Espagne	73 pb
0.37%	Portugal	69 pb
-0.02%	Belgique	29 pb
-0.03%	France	29 pb
-0.14%	Finlande	18 pb
-0.17%	Autriche	15 pb
-0.23%	P-Bas	9 pb
-0.26%	Allemagne	5 pb
-0.32%	Irlande	

## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## ALLEMAGNE : LE DURCISSEMENT DU CONFINEMENT PÈSE SUR LES SERVICES

En février, le climat économique s'est légèrement dégradé par rapport au mois précédent. Notre indicateur interne du climat des affaires en Allemagne (la somme non pondérée des composants du Baromètre) s'est légèrement détérioré à -0,35 en février, contre -0,1 le mois précédent. Depuis avril 2020, l'indicateur du climat économique est en territoire négatif.

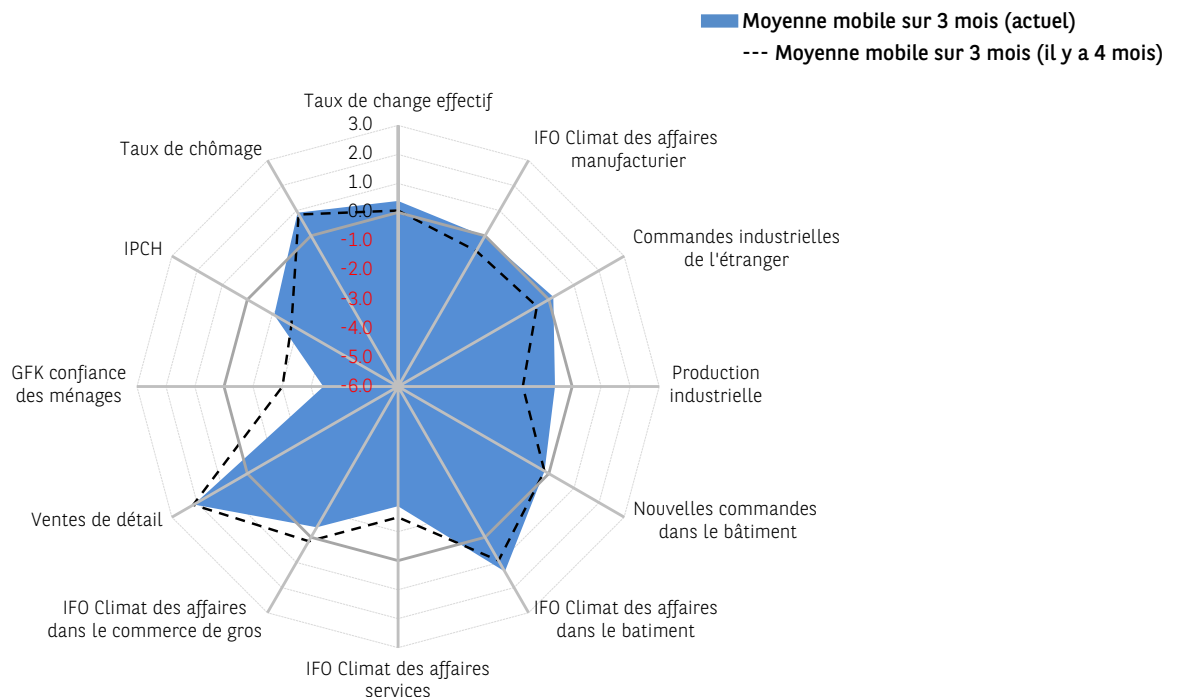
Cette situation s'explique par le durcissement du confinement depuis la mi-décembre, avec la fermeture des commerces non essentiels, qui a fait suite à celle des restaurants, bars et activités de loisirs, début novembre. Le graphique du Baromètre en est la parfaite illustration. Il montre en effet une légère contraction de la zone en bleu par rapport au trimestre précédent (zone délimitée par la ligne en pointillés). L'activité dans le secteur des services s'est, en particulier, repliée. C'est ce que confirme également l'enquête Ifo. Les soldes d'opinion relatifs au commerce de gros et de détail étaient nettement négatifs en janvier comme en février. En revanche, le secteur manufacturier a bénéficié d'une demande extérieure robuste, en particulier, de la part de la Chine.

En février, le solde d'opinion dans ce secteur s'inscrivait à 16, le plus haut depuis novembre 2018. Le climat des affaires s'est également amélioré dans le secteur du bâtiment malgré la vague de froid survenue au cours du mois.

Une lueur d'espoir point néanmoins à l'horizon pour le secteur des services. Grâce au confinement et à la campagne de vaccination en cours, les infections ont considérablement baissé. A la fin du mois de février, le taux d'incidence sur sept jours est tombé à moins de 60 cas pour 100 000 habitants, contre 135 au début de l'année. Début mars, la Chancelière et les Premiers ministres des seize Länder se réuniront pour évaluer la situation. On peut s'attendre à un assouplissement des mesures de confinement, qui devrait stimuler la production dans ce secteur également.

**Raymond Van Der Putten**

### 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 -6 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

7

## ITALIE : LA REPRISE INDUSTRIELLE S'ACCÉLÈRE

Comme le montre notre baromètre, l'activité manufacturière a continué de se renforcer en ce début d'année. L'indice de confiance des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur a en effet atteint en janvier son niveau le plus élevé depuis mars 2018 (55,1). L'industrie italienne bénéficie vraisemblablement davantage de l'activité aux États-Unis, qui est plus soutenue qu'en Europe. En effet, près de 10% des exportations de biens italiens sont destinés aux États-Unis, ce qui est comparativement plus élevé que la part des exportations allemandes vers ce pays (données du FMI). Néanmoins, cette reprise n'est pas uniquement centrée sur la demande extérieure : les commandes industrielles pour le secteur domestique ont terminé l'année 2020 à leur plus haut niveau depuis mars 2011.

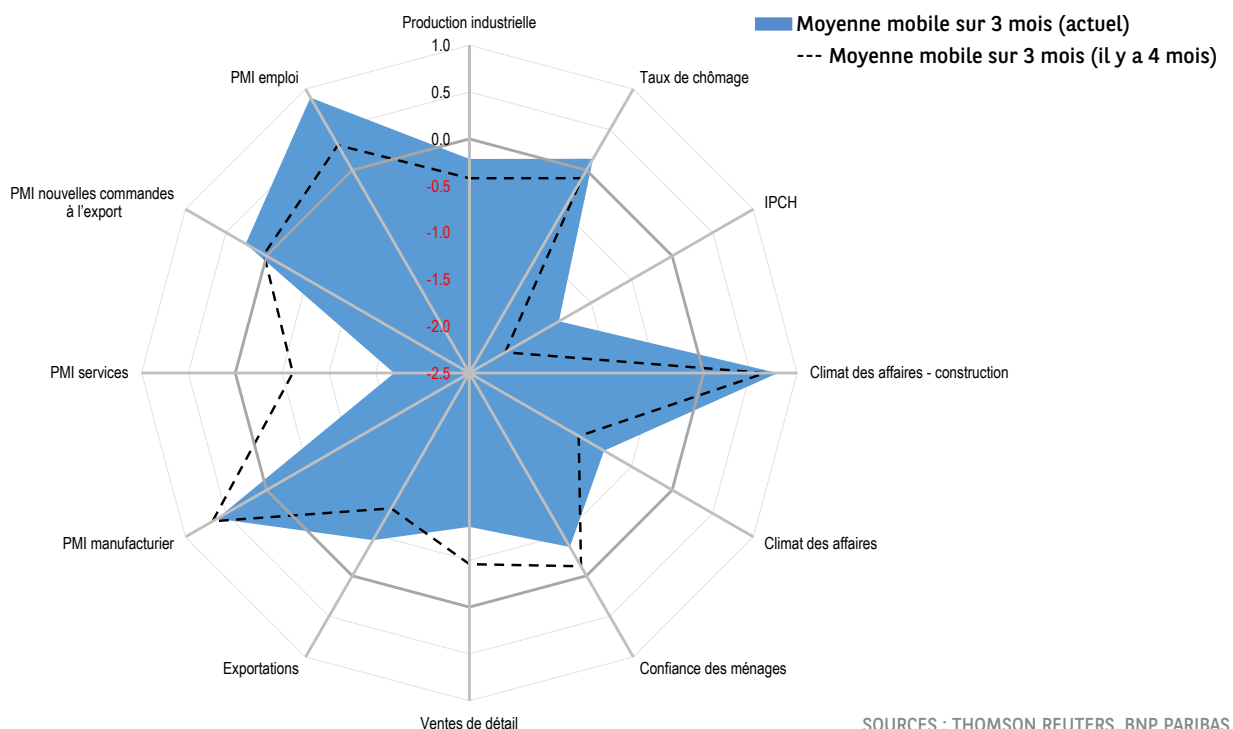
Par ailleurs, et contrairement à cet été où le rebond industriel avait été principalement marqué par une hausse des biens de consommation, la dynamique actuelle est cette fois-ci tirée par les biens intermédiaires et d'investissement. L'activité dans les services se trouve encore fortement impactée par les restrictions en place pour lutter contre le coronavirus : le PMI pour les services (44,7) reste en effet bien en dessous de la barre des 50 indiquant une expansion d'activité.

Comme dans de nombreux pays européens, l'inflation en Italie a rebondi ces derniers mois, sous l'effet, principalement, d'une hausse des prix dans le secteur des transports et dans celui de l'hôtellerie et de la restauration. En glissement annuel, l'indice des prix à la consommation (IPC) est ainsi repassé en territoire positif en janvier (+0,69%) tandis que la mesure sous-jacente (qui exclut l'énergie et les aliments non transformés) était à son plus haut niveau depuis un an (+0,78%).

La formation rapide d'un gouvernement dirigé par Mario Draghi a permis au pays d'éviter une crise politique plus profonde, alors même que la situation sanitaire reste, comme partout ailleurs, fragile. La coalition, qui rassemble des partis politiques de tout bord, a, pour l'heure, réussi à rassurer les marchés financiers et l'écart (le spread) avec les taux d'intérêt souverains allemands a continué de se resserrer. De nombreux défis attendent cependant le nouveau gouvernement dans les semaines à venir, dont celui concernant l'élaboration finale du plan de relance national. Les détails précis de ce dernier ainsi que les sources de financement devront être envoyés à Bruxelles avant la fin avril.

Guillaume Derrien

## ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -2,5 et +1. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## UNE DYNAMIQUE ENCOURAGEANTE DE LA MOBILITÉ ET UNE PROGRESSION DES CAMPAGNES DE VACCINATION

Le dernier rapport de Google sur la mobilité (Google Mobility Report), publié le 23 février dernier, montre une dynamique encourageante de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs dans le monde et notamment en Europe.

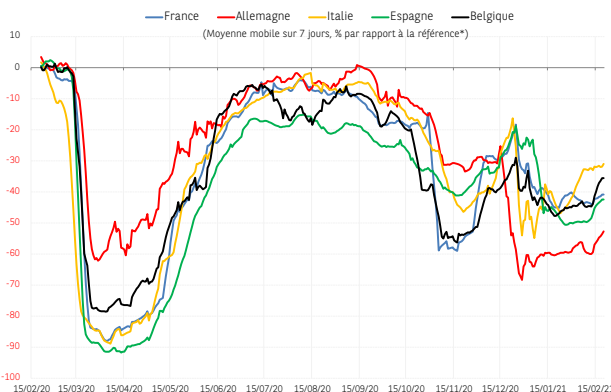
La Belgique et l'Espagne ont enregistré un regain de dynamisme des déplacements après une stagnation depuis la mi-janvier, la moyenne mobile s'est améliorée, atteignant 36% et 43% par rapport à la référence\*. Le 1er février, l'Italie a assoupli les restrictions sanitaires dans la plupart de ses régions, permettant la réouverture des restaurants et des bars jusqu'à 18h00. En conséquence, la hausse de la fréquentation enregistrée depuis la fin du mois de janvier continue sa dynamique ascendante, la moyenne mobile s'est légèrement améliorée, atteignant 31% par rapport à la référence. La France et l'Allemagne ont enregistré une hausse de la fréquentation succédant à une baisse en début de mois, la moyenne mobile s'est améliorée, atteignant 36% et 43% par rapport à la référence 41% et 53% par rapport à la référence. Au Royaume-Uni, la fréquentation reste faible par rapport aux autres pays européens malgré une dynamique ascendante depuis la mi-janvier.

Aux États-Unis et au Japon, la fréquentation a rebondi légèrement après une courte baisse. La fréquentation dans ces deux pays reste supérieure à celle des autres pays européens.

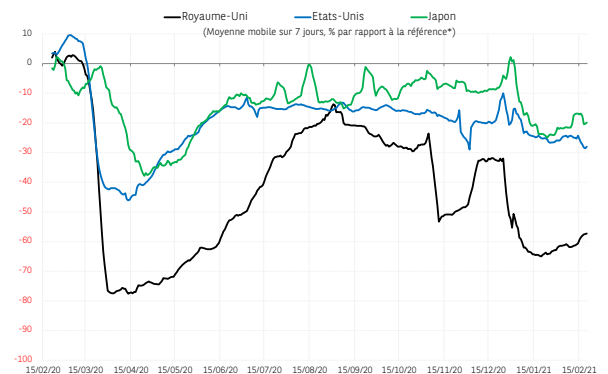
Par ailleurs, les campagnes de vaccination ont bien progressé dans le monde. Selon les dernières données disponibles sur le site Our World in Data de l'université d'Oxford, 102,74 millions de doses de vaccin contre la Covid-19 ont été administrées dans les huit pays considérés (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Japon, Royaume-Uni et États-Unis), soit plus de 45% des doses administrées dans le monde. En se basant sur le nombre de vaccins rapporté à la taille de la population, Le Royaume-Uni, premier pays au monde à avoir autorisé le vaccin (le 2 décembre) est en tête avec 27,86 doses administrées pour 100 personnes\*\*, soit 18,91 millions de doses au total. Viennent ensuite les États-Unis avec 19,87 doses administrées pour 100 personnes, soit 66,46 millions de doses au total. L'Espagne, qui affiche un ratio de 7,03% est suivie par l'Allemagne, l'Italie, la Belgique et la France, qui enregistrent respectivement des ratios de 6,62%, 6,33%, 6,12 % et 6,09%, soit 17,34 millions de doses au total dans ces cinq pays de la zone euro. Enfin, le Japon affiche un ratio très faible (0,01%).

Tarik Rharrab

### FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR 23/02/2021), 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 le rapport sur la mobilité de Google

\*\* Nombre de personnes ayant reçu au moins une dose.





## 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

En Allemagne le climat des affaires Ifo s'est amélioré à la faveur d'une meilleure appréciation de la situation actuelle et d'une amélioration de la composante « attentes » de l'enquête. La confiance des consommateurs est également à la hausse. La croissance du 4ème trimestre s'est révélée supérieure à l'estimation précédente. En France, le climat des affaires a accusé une certaine baisse alors que le consensus s'attendait à ce qu'il se maintienne. La confiance des consommateurs est en légère baisse. Les enquêtes de la Commission européenne (confiance économique, confiance industrielle, confiance dans les services) ont enregistré une amélioration et surpris favorablement. Aux États-Unis, la confiance des consommateurs du Conference Board s'est redressée, créant une surprise positive. A noter une hausse considérable de la composante « appréciation de la situation actuelle », tandis que la composante « attentes » a marqué une légère baisse. Les ventes de nouveaux logements se sont révélées très dynamiques. Les revenus personnels ont enregistré, comme attendu, un bond considérable suite aux mesures de stimulation prises en faveur des ménages. Le sentiment de l'Université du Michigan s'est quelque peu amélioré en raison d'un plus grand optimisme dans les attentes.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
22/02/2021	Allemagne	Attentes IFO	Févr.	91,7	94,2	91,5
22/02/2021	Allemagne	Conjoncture IFO	Févr.	89,1	90,6	89,2
22/02/2021	Allemagne	Climat des affaires IFO	Févr.	90,5	92,4	90,3
22/02/2021	États-Unis	Activité économique de la Fed de Chicago	Janv.	0,5	0,7	0,4
22/02/2021	États-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Dallas	Févr.	5,0	17,2	7,0
23/02/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Déc.	5,1%	5,1%	5,0%
23/02/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	1,4%	1,4%	1,4%
23/02/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf.Board)	Févr.	90,0	91,3	88,9
23/02/2021	États-Unis	Conjoncture (Conf.Board)	Févr.	--	92,0	85,5
23/02/2021	États-Unis	Attentes (Conf.Board)	Févr.	--	90,8	91,2
23/02/2021	États-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Févr.	15,0	14,0	14,0
24/02/2021	Allemagne	PIB t/t	T4	0,1%	0,3%	0,1%
24/02/2021	Allemagne	Consommation privée t/t	T4	-1,5%	-3,3%	10,8%
24/02/2021	Allemagne	Dépenses publiques t/t	T4	-0,6%	-0,5%	0,6%
24/02/2021	Allemagne	Investissement en capital t/t	T4	1,9%	1,0%	3,9%
24/02/2021	France	Confiance des affaires	Févr.	92,0	90,0	91,0
24/02/2021	France	Confiance dans l'industrie	Févr.	99,0	97,0	96,0
24/02/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs	Janv.	1,7%	4,3%	5,5%
25/02/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mars	-14,0	-12,9	-15,5
25/02/2021	France	Confiance des consommateurs	Févr.	92,0	91,0	92,0

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
25/02/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Févr.	--	-14,8	-14,8
25/02/2021	Zone euro	Confiance économique	Févr.	92,1	93,4	91,5
25/02/2021	Zone euro	Confiance dans l'industrie	Févr.	-5,0	-3,3	-6,1
25/02/2021	Zone euro	Confiance dans les services	Févr.	-17,4	-17,1	-17,7
25/02/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Janv.	0,8%	0,5%	0,7%
25/02/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T4	4,2%	4,1%	4,0%
25/02/2021	États-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Févr.	15,0	24,0	17,0
26/02/2021	Japon	Ventes de détail m/k	Janv.	-1,2%	--	-0,7%
26/02/2021	France	Dépenses de consommation m/m	Janv.	-4,0%	-4,6%	23,0%
26/02/2021	France	PIB t/t	T4	-1,3%	-1,4%	-1,3%
26/02/2021	États-Unis	Revenus personnels	Janv.	9,5%	10,0%	0,6%
26/02/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Janv.	2,5%	2,4%	-0,2%
26/02/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	76.5	76.8	76.2
26/02/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Févr.	--	86.2	86.2
26/02/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Févr.	--	70.7	69.8
26/02/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Févr.	--	3.3%	3.3%
26/02/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Févr.	--	2.7%	2.7%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine chargée s'annonce, tant par le nombre de données publiées que par leur importance. L'événement marquant sera, comme toujours, la publication du rapport sur le marché du travail américain, mais les enquêtes PMI qui paraîtront pour un grand nombre de pays seront également très attendues. Par ailleurs, la Réserve fédérale fera paraître son Livre beige. Enfin, nous connaissons les chiffres de l'inflation et des ventes de détail pour la zone euro ainsi que le taux de chômage.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/03/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Févr.	--	50,6
01/03/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Févr.	51,5	51,5
01/03/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	55
01/03/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Févr.	--	60,6
01/03/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	57,7
01/03/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	54,9
01/03/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Févr.	--	58,5
01/03/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Févr.	58,6	58,7
01/03/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Févr.	--	82,1
01/03/2021	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Févr.	--	61,1
01/03/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Févr.	--	52,6
03/01/21 - 03/02/21	Allemagne	Ventes de détails m/m	Janv.	1,00%	-9,60%
02/03/2021	Zone euro	IPC estimé g.a.	Févr.	--	0,90%
02/03/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Févr.	--	1,40%
03/03/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Févr.	--	45,8
03/03/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Févr.	--	47,6
03/03/2021	Chine	PMI composite (Caixin)	Févr.	--	52,2
03/03/2021	Chine	PMI des services (Caixin)	Févr.	51,4	52
03/03/2021	France	PMI des services (Markit)	Févr.	--	43,6
03/03/2021	France	PMI composite (Markit)	Févr.	--	45,2

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/03/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Févr.	--	45,9
03/03/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Févr.	--	51,3
03/03/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Févr.	--	44,7
03/03/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Févr.	--	48,1
03/03/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Févr.	--	49,7
03/03/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Févr.	--	49,8
03/03/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Févr.	--	58,8
03/03/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Févr.	--	58,9
03/03/2021	États-Unis	ISM des services	Févr.	58,7	58,7
03/03/2021	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
04/03/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Févr.	--	29,6
04/03/2021	Zone euro	Taux de chômage	Janv.	--	8,30%
04/03/2021	Zone euro	Ventes de détails m/m	Janv.	--	2,00%
04/03/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	27 févr.	--	--
04/03/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Janv.	--	--
05/03/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non-agricole	Févr.	160k	49k
05/03/2021	États-Unis	Taux de chômage	Févr.	6,40%	6,30%
05/03/2021	États-Unis	Salaires horaires moyen m/m	Févr.	0,20%	0,20%
05/03/2021	États-Unis	Salaires hebdomadaires moyen (toutes catégories d'emploi)	Févr.	34,9	35
05/03/2021	États-Unis	Taux de chômage	Févr.	--	61,40%
05/03/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Févr.	--	11,10%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

<a href="#">Europe Centrale : les sauts de puce de la croissance</a>	EcoTVWeek	26 février 2021
<a href="#">La branche hébergement – restauration a eu un recours intensif aux PGE</a>	Graphique de la Semaine	24 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.07 - Édition du 19 février 2021</a>	EcoWeek	19 février 2021
<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



# 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 agréé 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