

## 2-3

### ÉDITORIAL

Les raisons de l'importance du niveau d'endettement public – Le point de vue des marchés financiers

## 4

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 5-7

### BAROMÈTRE

Les nouvelles infections à la COVID-19 continuent de faire fluctuer les indices des directeurs des achats

Mobilité : Un début d'année sous pression

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 9-11

### CALENDRIER

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

## 12

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

## LES RAISONS DE L'IMPORTANCE DU NIVEAU D'ENDETTEMENT PUBLIC - LE POINT DE VUE DES MARCHÉS FINANCIERS

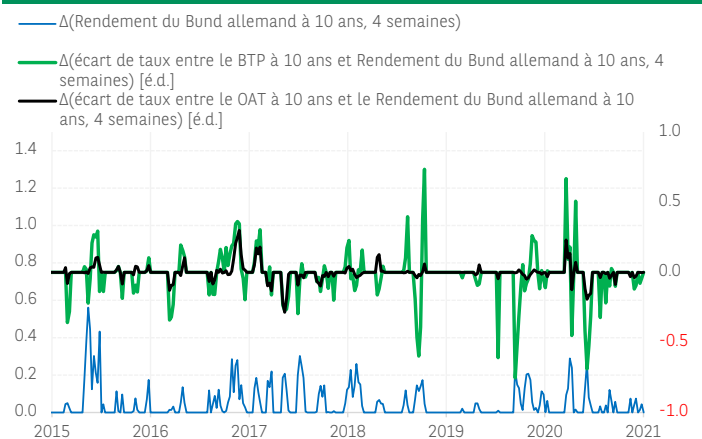
Dorénavant, la lutte contre les récessions incombera très probablement aux États, une tâche qui sera facilitée par les conditions de financement bon marché créées par les banques centrales. En conséquence, l'endettement public pourrait-il rester élevé. Il convient, toutefois, d'appréhender les éventuelles conséquences négatives. Le coût de la dette au travers de la prime de risque souverain constitue un canal de transmission possible. Un autre facteur peut également jouer un rôle. Depuis 2015, on note qu'en cas de remontée des rendements obligataires allemands, la hausse des taux longs italiens est encore plus forte – le *spread* s'élargit – tandis que celle des rendements français reste en ligne avec les taux allemands. Ceci montre que, même dans un contexte d'achats de titres du secteur public par la BCE, le niveau élevé de la dette italienne influence la réaction aux hausses des rendements du *Bund*. À l'évidence, en l'absence d'assouplissement quantitatif, on pourrait s'attendre à ce que cet impact soit au moins aussi fort.

Aux États-Unis, la victoire des deux candidats du parti démocrate au second tour des élections sénatoriales en Géorgie a déclenché un fort rallye des petites capitalisations (*small caps*) et autres valeurs sensibles au cycle économique. Avec le contrôle du Sénat par les démocrates, le marché a, en effet, anticipé un renforcement du plan de relance. Il s'agit d'un exemple parmi tant d'autres du rôle désormais déterminant de la politique budgétaire face aux conséquences économiques de la pandémie de Covid-19. Cette observation vaut aussi bien pour les États-Unis qu'au niveau mondial. Nous pouvons raisonnablement supposer que cette situation perdurera dans le monde d'après-pandémie. L'orientation de la politique des principales banques centrales – niveau des taux directeurs, assouplissement quantitatif, *forward guidance* – va probablement rester très accommodante pendant plusieurs années encore. En outre, il est très peu probable que les conditions soient [à terme] réunies pour justifier un cycle de resserrement susceptible de créer une marge suffisante pour nettement baisser les taux quand les circonstances l'exigent. Dorénavant, la lutte contre les récessions relèvera donc très probablement de la responsabilité des États, une tâche qui sera facilitée par les conditions de financement bon marché créées par les banques centrales<sup>1</sup>. Le faible coût d'emprunt public donne de la marge de manœuvre à la politique budgétaire pour stimuler la croissance. Plus l'écart négatif entre les coûts d'emprunt (*r*) et la croissance moyenne du PIB nominal (*g*) est grand, plus le déficit budgétaire primaire correspondant à un niveau stable d'endettement public peut être élevé. Il existe une certaine similitude avec l'effet des taux d'intérêt sur les marchés boursiers : dans certaines conditions, des taux d'intérêt bas justifient une hausse des niveaux de valorisation. Cependant, des ratios cours/bénéfices élevés augmentent la sensibilité aux taux d'intérêt et aux chocs de croissance. Il en va de même des finances publiques : une augmentation des taux d'intérêt ou un ralentissement de la croissance va entraîner une hausse du ratio dette/PIB, sauf réduction du déficit primaire.

1 C'est ce qu'a récemment fait remarquer Laurence Boone, économiste en chef de l'OCDE : « la responsabilité de stabiliser l'économie pendant la phase de reprise devrait incomber au premier chef à la puissance publique, le rôle des banques centrales indépendantes se limitant à un accompagnement [des politiques adoptées] » (source : « OECD warns governments to rethink constraints on public spending », Financial Times, 4 janvier 2021).

Même dans l'hypothèse (héroïque) d'un monde sans chocs, on peut se demander si un niveau élevé, quoique stable, d'endettement public ne risque pas d'avoir des conséquences négatives. L'un des canaux de transmission possibles est la valorisation de la dette publique où les coûts d'emprunt augmentent lorsque les États acceptent un relèvement du niveau de la dette souveraine. L'ampleur des achats de titres publics par les banques centrales a pour le moment, dans une large mesure, permis d'écarter cette inquiétude. Les politiques de contrôle de la courbe des taux – comme celle mise en œuvre par la Banque du Japon – offrent une protection améliorée pour les agences publiques d'émission de la dette. Dans la zone euro, le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou *PEPP*) de la BCE a joué un rôle déterminant dans la stabilisation des rendements du *Bund* et la compression des *spreads* souverains.

### RENDEMENT DU BUND À 10 ANS ET ÉCART AVEC LE BTP ET LE OAT 10 ANS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Si un gouvernement optait pour la stabilisation du ratio dette/PIB aux niveaux actuels, un test de résistance de la différence entre le coût d'emprunt et la croissance du PIB est recommandé afin d'évaluer le caractère durable d'une telle politique



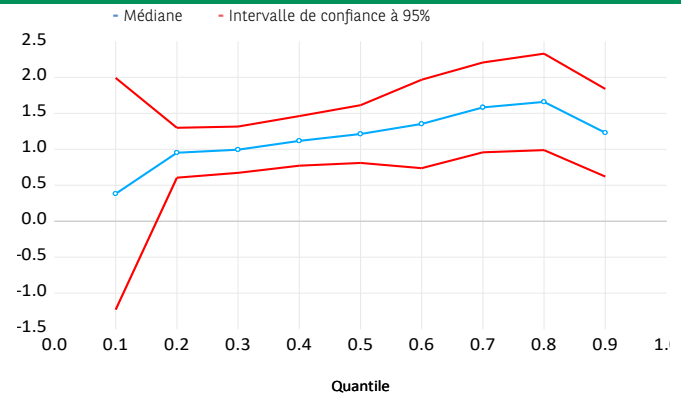
Mais que se passera-t-il lorsque l'Institut de Francfort mettra un terme à ses achats nets fin mars 2022 ou ultérieurement<sup>2</sup>? Une telle décision serait le signe de la confiance de la BCE dans les perspectives de croissance. Elle ne devrait pas, par conséquent, laisser craindre une augmentation du risque souverain, tout au contraire. Cependant, les rendements du *Bund* devraient remonter sous l'effet d'une prime de terme moins négative. Quel en serait l'impact potentiel sur les *spreads* souverains ? Le *graphique 1* illustre la réaction de l'écart de taux (*spread*) entre la France et l'Allemagne et entre l'Italie et l'Allemagne à la hausse des taux longs allemands sur une période de quatre semaines. Il est difficile d'en tirer des conclusions en dehors du fait que le *spread OAT-Bund* est moins volatil que le *spread BTP-Bund*. Pour examiner la question plus en détail, nous avons eu recours à une méthodologie de régression spécifique, qui permet d'établir une relation non linéaire. Comme le montre le *graphique 2*, à l'appui de données hebdomadaires recueillies depuis 2015, la variation du rendement de l'OAT 10 ans est, pour l'essentiel, équivalente à celle du *Bund* de même échéance. Cependant, le rendement des obligations d'État italiennes augmente davantage que celui des obligations allemandes et l'écart est d'autant plus grand que la remontée du rendement du *Bund* est forte. À en juger par ces résultats, même dans un contexte d'achats de titres du secteur public par la BCE, le niveau élevé de l'endettement public italien a une incidence sur la réaction aux remontées des rendements du *Bund*<sup>3</sup>. À l'évidence, en l'absence d'assouplissement quantitatif, on pourrait s'attendre à ce que cet impact soit au moins aussi fort. Aussi est-il recommandé, lorsqu'un État opte pour la stabilisation du ratio dette/ PIB aux niveaux actuels – au lieu d'avoir comme ambition d'abaisser sensiblement ce ratio –, de soumettre l'écart entre *r* (coût d'emprunt) et *g* (croissance du PIB) à un stress-test pour évaluer l'impact sur le solde primaire et éviter que l'endettement ne finisse par augmenter.

William De Vijlder et Tarik Rharrab

2 Lors de sa réunion du mois de décembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022, ajoutant que, dans tous les cas, des achats nets seraient effectués jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée (source : BCE).

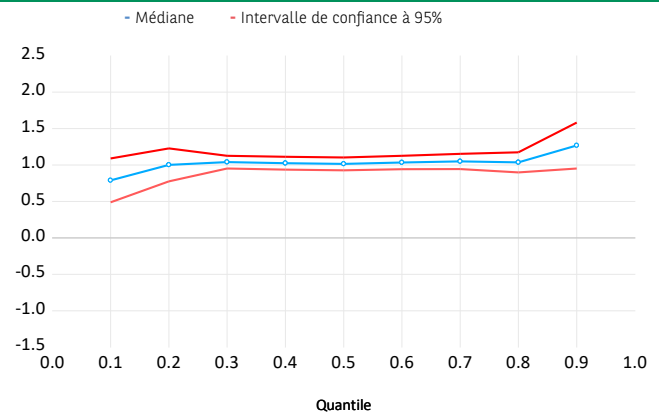
3 En théorie, d'autres facteurs, comme la crédibilité de la politique budgétaire, pourraient également jouer un rôle.

#### COEFFICIENTS DE RÉGRESSION QUANTILE DU BTP À 10 ANS EN CAS DE HAUSSE DU TAUX BUND À 10 ANS\*



SOURCE : CALCULS BNP PARIBAS

#### COEFFICIENTS DE RÉGRESSION QUANTILE DE L'OAT À 10 ANS LORSQUE BUND À 10 ANS EST POSITIF\*

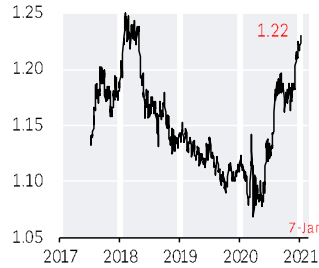


SOURCE : CALCULS BNP PARIBAS

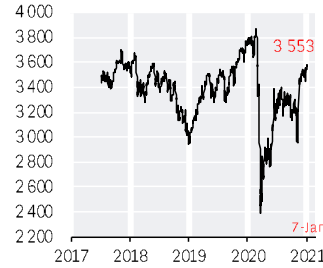
\* La relation entre le OAT à 10 ans et le Bund à 10 ans et entre le BTP à 10 ans et le Bund à 10 ans a été analysée sur base d'une régression quantile. Cette approche cherche à capter une éventuelle non-linéarité de la relation. En outre, celle-ci peut être différente en fonction d'une hausse ou d'une baisse du taux Bund à 10 ans. Les graphiques montrent le résultat en cas de hausse du taux Bund. La fréquence des données est hebdomadaire. Les variables sont exprimées en différentiel sur 4 semaines depuis 2015.

# REVUE DES MARCHÉS

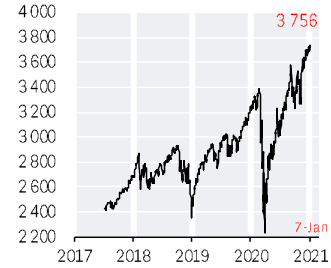
**EURO-DOLLAR**



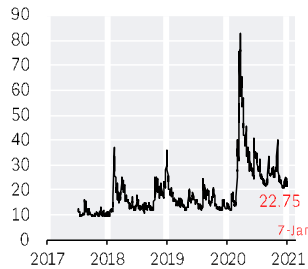
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



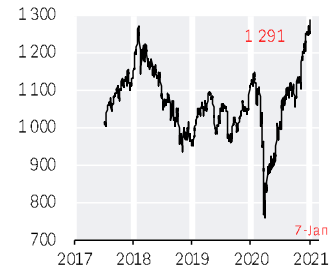
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



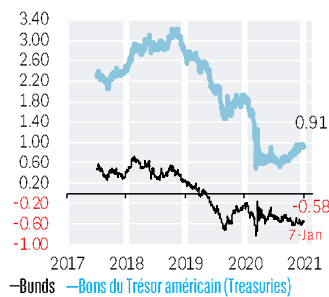
**MSCI MONDE (USD)**



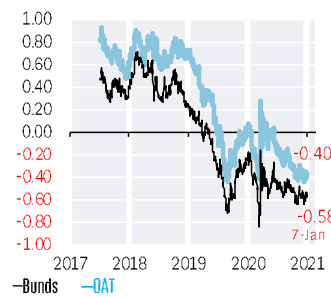
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

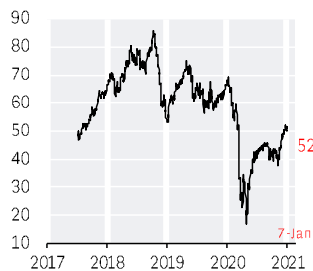


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2021 au 7-1, €

0.52%	Italie	109 pb
0.06%	Portugal	63 pb
0.06%	Espagne	63 pb
-0.38%	Belgique	19 pb
-0.40%	France	17 pb
-0.48%	Irlande	10 pb
-0.48%	Finlande	9 pb
-0.50%	Autriche	7 pb
-0.55%	P-Bas	2 pb
-0.58%	Allemagne	

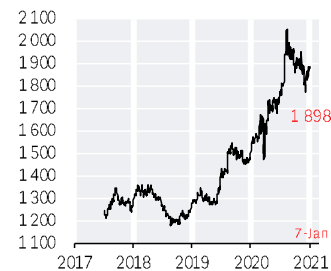
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS







## MOBILITÉ : UN DÉBUT D'ANNÉE SOUS PRESSION

2021 débute sous pression avec la hausse des cas de contamination au coronavirus dans plusieurs pays, et notamment les pays européens qui ont durci les restrictions sanitaires pour contenir le niveau de contamination. On peut s'attendre à ce que dans les semaines à venir, ces nouvelles restrictions aient un impact visible sur la dynamique de fréquentation des commerces et des établissements de loisirs. Mi-décembre, cette dynamique commençait déjà à freiner dans la plupart des pays européens, comme le montre le dernier *Google Mobility Report*, publié le 3 janvier dernier.

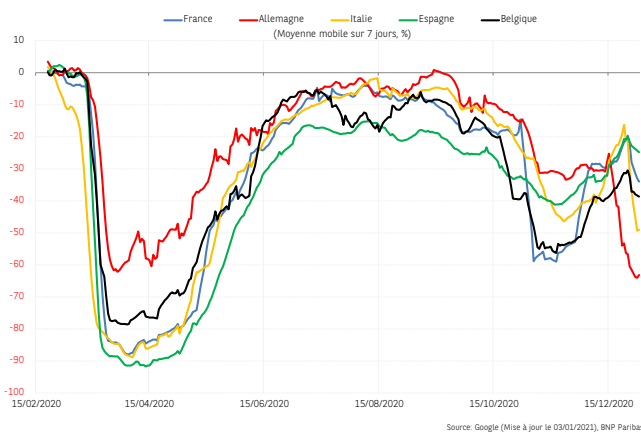
En Allemagne, qui fait face à une explosion du nombre de nouveaux cas, le gouvernement fédéral et les länders ont décidé de durcir les restrictions. Par conséquent, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs a enregistré la plus forte baisse depuis le début de la pandémie, avec une moyenne mobile sur 7 jours en baisse de près de 64% par rapport à la référence\* (graphique 1). Récemment, les autorités ont accepté de prolonger et durcir les mesures au moins jusqu'à fin janvier. L'Italie enregistre aussi une forte baisse de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs depuis le pic de la deuxième vague de l'épidémie observé pendant la première quinzaine de novembre, avec une chute de 49% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. En Belgique et en France, on enregistre aussi une baisse de la fréquentation, avec respectivement 39% et 34% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. Dans les deux pays, le confinement été assoupli et un couvre-feu remplace les déplacements. En France, le couvre-feu de 20 heures à 6 heures est en vigueur sur l'ensemble du pays depuis le 15 décembre,

étendu par un couvre-feu de 18 heures à 6 heures sur 15 départements depuis le 2 janvier. Selon le Premier ministre Jean Castex, le couvre-feu de 18 heures pourrait s'étendre à 10 départements supplémentaires (dès le 8 janvier). En Belgique, le couvre-feu de 22 heures à 6 heures est en vigueur sauf dans les Flandres (de minuit à 5 heures). L'Espagne, où le couvre-feu est en vigueur depuis fin octobre 2020, enregistre une légère baisse de la fréquentation, avec 25% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence. Le pays a franchi la barre des 2 millions de cas de contamination. De l'autre côté de la Manche, on enregistre une importante baisse de la fréquentation, soit 55% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence (graphique 2). Cette baisse est la plus importante enregistrée depuis le reconfinement au début du mois de novembre. Le Royaume-Uni fait face à un rebond spectaculaire de l'épidémie depuis plusieurs semaines avec 62 322 nouveaux cas le 6 janvier, un nouveau record depuis le début de la pandémie. Face à cette envolée des contaminations, le Premier ministre Boris Johnson a annoncé, le lundi 4 janvier, un reconfinement pour l'Angleterre (dès le 6 janvier). Le Pays de Galles, l'Écosse et l'Irlande du Nord ont également annoncé des règles plus strictes. Cela aura sans doute des conséquences sur la fréquentation des commerces et loisirs dans les semaines à venir.

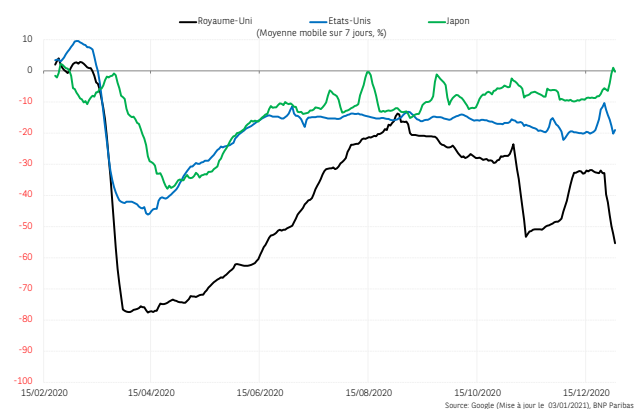
Enfin, aux États-Unis, le rebond des fréquentations a été de courte durée et suivi d'une rechute. Au Japon, on s'approche d'un retour à la normale depuis la dernière semaine du mois de décembre.

Tarik Rharrab

### FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR LE 03/01/2021), 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 rapports sur la mobilité de Google.



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## 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 des *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 e	2021 e	2022 e	2019	2020 e	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.6	4.2	4.1	1.8	1.3	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	-11.1	4.0	8.6	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro	1.3	-7.3	3.8	5.5	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne	0.6	-5.9	4.2	3.6	1.4	0.4	1.3	1.2
France	1.5	-9.5	6.3	3.8	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie	0.3	-9.1	6.0	3.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne	2.0	-11.8	7.0	4.9	0.8	-0.4	0.4	0.9
Chine	6.1	2.3	9.5	5.3	2.9	2.6	2.3	2.8
Inde*	4.2	-11.4	11.6	5.0	4.8	5.8	4.3	3.8
Brésil	1.1	-4.5	3.0	3.0	3.7	3.1	4.0	4.0
Russie	1.3	-4.5	3.8	3.0	4.3	3.4	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: INFLATION LE 23/11/2020; CROISSANCE LE 7 JANVIER 2021

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		2021				2021e		2022e	
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e	2021e	2022e		
E-UNIS	Fed Funds (borne supérieure)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		
	Treas. 10a	1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50		
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		
	Bund 10a	-0.35	-0.50	-0.40	-0.20	-0.20	0.10		
	OAT 10a	-0.10	-0.25	-0.15	0.10	0.10	0.50		
	BTP 10 ans	0.75	0.60	0.80	1.20	1.20	1.70		
	BONO 10 ans	0.35	0.20	0.40	0.60	0.60	1.00		
R-UNI	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10		
	Gilt 10a	0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.75		
JAPON	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10		
	JGB 10a	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.15		
Taux de change		2021				2021e		2022e	
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				2021e		2022e	
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 A JOUR ET SPOT : 23/11/2020





## CALENDRIER ACTUALISÉ

9

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, le PMI manufacturier de décembre était conforme à celui du mois précédent mais le PMI non manufacturier a enregistré un léger repli. Le PMI composite reste toutefois nettement au-dessus du seuil des 50. Dans la zone euro, le PMI des services a quelque peu fléchi sous l'effet des mesures de confinement et pour la même raison, les ventes de détail ont enregistré une forte baisse – plus que prévu – en novembre. Toutefois, les enquêtes de la Commission européenne pour décembre ont montré une amélioration de la confiance des consommateurs et du secteur de l'industrie. La confiance du secteur des services n'a pas varié. En France, la confiance des consommateurs s'est nettement améliorée, dépassant les attentes. La production industrielle a décliné en novembre, conformément aux attentes. Il y a eu une chute nette des dépenses de consommation – au-delà des prévisions – en raison des mesures de confinement. Les indices PMI se sont révélés conformes aux attentes. En Allemagne, la confiance des consommateurs a accusé une baisse. Aux Etats-Unis, les données offrent un tableau mitigé avec une baisse du revenu et des dépenses personnelles des particuliers, une croissance plus lente des commandes de biens d'équipement et une baisse inattendue de la confiance des consommateurs. L'indice PMI des services a également fléchi. L'indice PMI manufacturier s'est toutefois légèrement redressé et les demandes initiales d'assurance chômage ont diminué. De plus, l'indice ISM manufacturier et l'indice ISM des services ont enregistré une nette amélioration, dépassant ainsi les attentes. Enfin, le rapport sur le marché du travail a déçu, l'économie américaine perdant 140 000 emplois. Bien que certains secteurs aient créé des emplois, les pertes ont été considérables dans les secteurs de l'hôtellerie et des loisirs, reflétant l'impact de la pandémie.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
21/12/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.	17,3	-13,9	-17,6
22/12/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.	-7,6	-7,3	-6,7
23/12/2020	États-Unis	Revenus personnels	Nov.	-0,30%	-1,10%	-0,70%
23/12/2020	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Nov.	-0,30%	-0,40%	0,50%
23/12/2020	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Déc.	81,1	80,7	81,4
24/12/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.	880k	803k	885k
24/12/2020	États-Unis	Commande de biens d'équipement civils hors aéronautique	Nov.	0,60%	0,40%	0,80%
29/12/2020	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Déc.	97	88,6	96,1
31/12/2020	Chine	PMI composite	Déc.	--	55,1	55,7
31/12/2020	Chine	PMI manufacturier	Déc.	52	51,9	52,1
31/12/2020	Chine	PMI non-manufacturier	Déc.	56,3	55,7	56,4
31/12/2020	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.	835k	787k	803k
04/01/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	56,3	57,1	56,5
04/01/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	51,1	51,1	51,1
04/01/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Déc.	58,6	58,3	58,6
04/01/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	55,5	55,2	55,5
04/01/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	57,3	57,5	57,3
04/01/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	56,3	57,1	56,5
05/01/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Déc.	56,8	60,7	57,5
06/01/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Déc.	--	47,7	47,2
06/01/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Déc.	--	48,5	48
06/01/2021	France	PMI des services (Markit)	Déc.	49,2	49,1	49,2

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
06/01/2021	France	PMI composite (Markit)	Déc.	49,6	49,5	49,6
06/01/2021	Allemagne	PMI des services (Markit)	Déc.	47,7	47	47,7
06/01/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Déc.	52,5	52	52,5
06/01/2021	Zone euro	PMI des services (Markit)	Déc.	47,3	46,4	47,3
06/01/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Déc.	49,8	49,1	49,8
06/01/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Déc.	49,9	49,4	49,9
06/01/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Déc.	50,7	50,4	50,7
06/01/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Déc.	55,2	54,8	55,3
06/01/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.	--	55,3	55,7
06/01/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Déc.	32,5	31,8	33,7
06/01/2021	France	Confiance des consommateurs	Déc.	91	95	90
06/01/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Déc.	55,2	54,8	55,3
06/01/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.	--	55,3	55,7
06/01/2021	États-Unis	Minutes FOMC	Déc.			
07/01/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.	-17,3	-13,9	-17,6
07/01/2021	Zone euro	Ventes de détail m/m	Nov.	-3,40%	-6,10%	1,50%
07/01/2021	Zone euro	Confiance économique	Déc.	89,8	90,4	87,6
07/01/2021	Zone euro	Confiance du secteur industriel	Déc.	-8,6	-7,2	-10,1
07/01/2021	Zone euro	Confiance du secteur des services	Déc.	-15	-17,4	-17,3
07/01/2021	Zone euro	IPC m/m	Déc.	0,30%	0,30%	-0,30%
07/01/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	0,20%	0,20%	0,20%
07/01/2021	États-Unis	ISM des services	Déc.	54,5	57,2	55,9
07/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	800k	787k	787k
08/01/2021	France	Production industrielle m/m	Nov.	-1,00%	-0,90%	1,60%
08/01/2021	France	Dépenses de consommation m/m	Nov.	-15,90%	-18,9%	3,70%
08/01/2021	Zone euro	Taux de chômage	Nov.	8,50%	8,30%	8,40%
08/01/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non-agricole	Déc.	50k	-140k	245k
08/01/2021	États-Unis	Taux de chômage	Déc.	6,80%	6,70%	6,70%
08/01/2021	États-Unis	Taux d'activité	Déc.	61,50%	61,50%	61,50%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine plutôt calme s'annonce avec, notamment, la publication des chiffres de l'inflation pour la Chine, les États-Unis et la France. Quelques enquêtes vont paraître : EcoWatchers au Japon, le sentiment de la Banque de France, et pour les États-Unis, l'optimisme des petites entreprises, l'indice manufacturier de l'Empire State et le sentiment de l'Université du Michigan. Le Livre beige de la Réserve fédérale sera très attendu pour les indications qu'il donnera sur l'état actuel de l'économie américaine. À cet égard, l'indicateur des ventes de détail aura également une importance particulière.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
11/01/2021	Chine	IPP g.a.	Déc.	-0,80%	-1,50%
11/01/2021	Chine	IPC g.a.	Déc.	0,00%	-0,50%
12/01/2021	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Déc.	--	45,6
12/01/2021	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Déc.	--	36,5
12/01/2021	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Déc.	--	101,4
12/01/2021	France	Sentiment du secteur industriel de la Banque de France	Déc.	--	96
13/01/2021	Japon	Commande de machines-outils g.a.	Déc.	--	8,60%
13/01/2021	Zone euro	Production industrielle m/m	Nov.	0,20%	2,10%
13/01/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,10%	0,20%
13/01/2021	États-Unis	Livre beige de la Fed			
14/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	787k
14/01/2021	Chine	Exportations g.a.	Déc.	6,80%	14,90%
14/01/2021	Chine	Importations g.a.	Déc.	-0,70%	-0,80%
15/01/2021	United Kingdom	PIB mensuel (3m/3m)	Nov.	--	10,20%
15/01/2021	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	--	0,20%
15/01/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,10%	0,10%
15/01/2021	États-Unis	Indice manufacturier (Empire)	Janv.	3,8	4,9
15/01/2021	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Déc.	--	-0,50%
15/01/2021	États-Unis	Utilisation des capacités	Déc.	73,30%	73,30%
15/01/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Déc.	0,30%	0,40%
15/01/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	79,5	80,7
15/01/2021	États-Unis	Enquête sur la conjoncture (Université du Michigan)	Janv.	--	90
15/01/2021	États-Unis	Enquêtes sur les attentes (Université du Michigan)	Janv.	--	74,6

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">Édition spéciale – 2021 : espoirs et défis</a>	EcoTVWeek	7 janvier 2021
<a href="#">Édition de janvier 2021</a>	EcoTV	7 janvier 2021
<a href="#">Royaume-Uni : Brexit : Le pire a été évité</a>	EcoFlash	6 janvier 2021
<a href="#">Le changement climatique s'accélère</a>	Graphique de la Semaine	6 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 20.47 - Édition du 18 décembre 2020</a>	EcoWeek	18 décembre 2020
<a href="#">2020 : début d'une nouvelle ère</a>	EcoTVWeek	18 décembre 2020
<a href="#">Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine</a>	EcoPerspectives	17 décembre 2020
<a href="#">Égypte : rétablissement de la liquidité en devises</a>	Graphique de la Semaine	16 décembre 2020
<a href="#">EcoWeek 20.46 - Édition du 11 décembre 2020</a>	EcoWeek	11 décembre 2020
<a href="#">Édition de décembre 2020</a>	EcoTV	11 décembre 2020
<a href="#">L'EBA réactive ses lignes directrices relatives aux moratoires</a>	Graphique de la Semaine	9 décembre 2020
<a href="#">États-Unis : Les GSE sont-elles prêtes à être libérées de la tutelle de la FHFA ?</a>	EcoFlash	7 décembre 2020
<a href="#">EW 20.45 - Edition du 4 décembre 2020</a>	EcoWeek	4 décembre 2020
<a href="#">Après avoir salué la réduction de l'incertitude, les investisseurs se concentrent sur les perspectives de croissance</a>	EcoTVWeek	4 décembre 2020
<a href="#">L'emploi va-t-il résister en 2021 ?</a>	Graphique de la semaine	2 décembre 2020
<a href="#">Union Européenne : Europe du Sud : pourquoi une croissance potentielle si faible ?</a>	Conjoncture	30 novembre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : Quelles seront les conséquences économiques d'un Brexit dur ?</a>	Conjoncture	30 novembre 2020
<a href="#">Global : Et si l'immunisation contre la Covid-19 prenait plus de temps que prévu ?</a>	EcoWeek	27 novembre 2020
<a href="#">États-Unis : Mauvais signaux</a>	EcoWeek	27 novembre 2020
<a href="#">Royaume-Uni : Branché sur la BBC – Budget, Brexit, Covid</a>	EcoWeek	27 novembre 2020
<a href="#">Italie : La reprise à l'arrêt</a>	EcoWeek	27 novembre 2020
<a href="#">Espagne : Les yeux rivés sur les chiffres de l'emploi</a>	EcoWeek	27 novembre 2020



# 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