

## 2-3

### ÉDITORIAL

Le fléchissement (sans) surprise du dollar et ce qui pourrait entraîner un changement de direction

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-9

### BAROMÈTRE

Zone euro : Les entreprises recourent au crédit bancaire pour résister plutôt que pour financer l'activité.

Zone euro : Forte dépendance de l'économie à la politique de vaccination

Le durcissement des mesures sanitaires pèse sur l'activité des services

## 10

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 11-13

### CALENDRIER

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

## 14

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

## LE FLÉCHISSEMENT (SANS) SURPRISE DU DOLLAR ET CE QUI POURRAIT ENTRAÎNER UN CHANGEMENT DE DIRECTION

Ces derniers mois, le dollar US s'est affaibli face à l'euro tandis que l'écart entre les rendements obligataires réels des bons du Trésor américain et du Bund allemand s'est creusé. Parmi les facteurs à l'œuvre, la politique de la Réserve fédérale est cruciale car elle influence les flux de capitaux à partir des Etats-Unis et le comportement des investisseurs de la zone euro. Le plus grand risque pouvant entraîner un changement de direction serait un nouvel épisode du « taper tantrum » de 2013, lorsque la Réserve fédérale évoquait un début de normalisation de sa politique monétaire. Cependant, il ne faut pas s'attendre de sitôt à un tel changement d'orientation.

Ces derniers mois, l'écart entre le rendement nominal des *Treasuries* à 10 ans et celui du *Bund* a considérablement augmenté. Il serait logique de penser, pour ceux qui n'auraient pas suivi les marchés des changes dernièrement, qu'une telle évolution aurait dû aboutir à un raffermissement du dollar vis-à-vis de l'euro. Après tout, lorsque les rendements américains augmentent tandis que ceux de l'Allemagne ou d'autres pays de la zone euro restent relativement stables, voire ont baissé, on peut s'attendre à des flux de capitaux de la zone euro vers les États-Unis. Or, cela n'a manifestement pas été le cas, comme l'illustre le graphique 1.

De nombreux arguments théoriques montrent, à l'évidence, pourquoi cette hypothèse ne fonctionne pas, tout au moins pas dans tous les cas. Pour n'en citer qu'un, l'écart de taux (*spread*) peut refléter des évolutions différentes en termes d'inflation et d'anticipations d'inflation. Cela ne justifie alors pas une appréciation de la monnaie dont le rendement est plus élevé. Or, ainsi qu'il ressort du graphique 2, le différentiel de rendements réels s'est creusé récemment mais cela n'a pas enrayer le fléchissement du billet vert. De plus, il semble que depuis 2011, la corrélation entre le différentiel de rendements réels et le taux de change EUR/USD a été positive, et non négative, comme le modèle de taux de change basé sur les flux de capitaux le laisserait supposer.

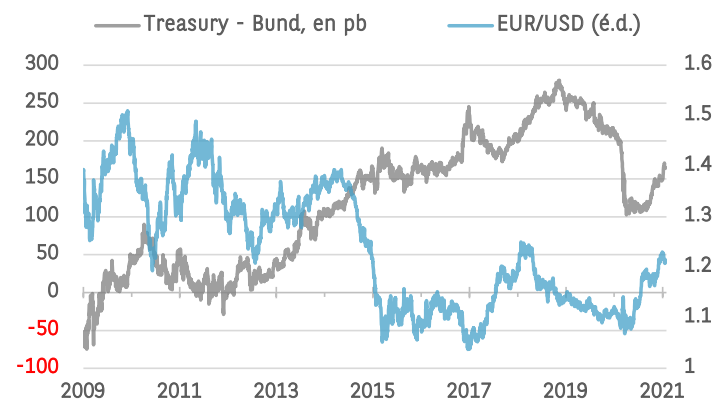
Cela témoigne de la complexité de l'exercice d'explication et de prévision des taux de change. Certains modèles théoriques fonctionnent parfois mais pas toujours<sup>1</sup>. La difficulté consiste ainsi à identifier le modèle le plus pertinent au moment de produire une prévision ou de prendre une décision d'investissement. Plusieurs facteurs ont joué un rôle dans la dépréciation du dollar au cours des derniers mois. Premièrement, la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale portant sur le ciblage de l'inflation moyenne peut être considérée comme un engagement en faveur d'une politique accommodante sur une plus longue période, alors qu'on peut avoir de sérieux doutes sur la volonté de la BCE d'emboîter le pas à la Fed au moment de dévoiler les conclusions de sa propre revue stratégique plus tard dans l'année.

1 Ce point fait l'objet d'une analyse empirique et très détaillée dans "Exchange rate prediction redux: new models, new data, new currencies", document de travail 2018 de la BCE, février 2017. Les auteurs concluent que « dans l'ensemble, les combinaisons de modèles/spécifications/monnaies qui marchent bien au cours d'une période donnée ne marcheront pas nécessairement aussi bien au cours d'une autre période ».

Deuxièmement, l'augmentation du différentiel de rendements réels peut être associée au plan massif de relance budgétaire américain et à l'accroissement consécutif du besoin d'emprunt. Dans ce cas, la remontée des rendements ne justifie pas une appréciation du dollar. Troisièmement, d'après les données historiques, une politique monétaire américaine très accommodante, conjuguée à l'amélioration des perspectives économiques mondiales, se traduit en général par des flux de capitaux des États-Unis vers le reste du monde. C'est très probablement le cas en ce moment, à en juger par le raffermissement de plusieurs monnaies émergentes face au dollar et par la solide performance récente des actions des pays émergents.

Une telle évolution pourrait indirectement entraîner une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar dans la mesure où les investisseurs de la zone euro seraient moins enclins à investir dans les marchés émergents que leurs homologues américains.

EUR/USD ET ÉCART DE TAUX OBLIGATAIRES NOMINAUX À 10 ANS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Le plus grand risque pouvant entraîner un changement de direction serait la réédition de l'épisode du « taper tantrum » de 2013, lorsque la Réserve fédérale évoquait un début de normalisation de sa politique monétaire.

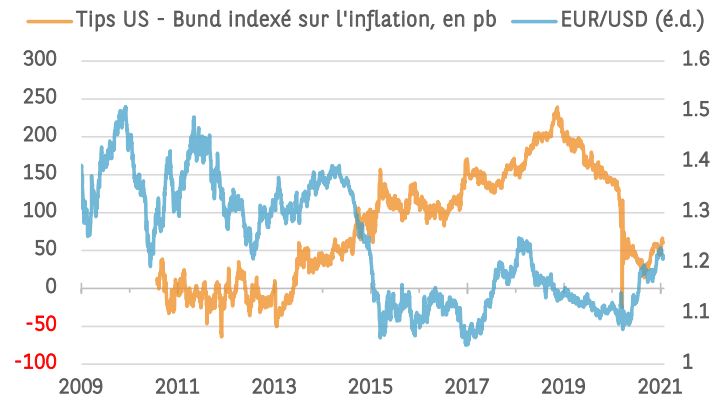


Quatrièmement, le différentiel de taux d'intérêt à court terme entre les États-Unis et la zone euro s'est nettement contracté en 2020. Pour les investisseurs européens, détenteurs historiques d'importants actifs américains, la couverture de ce risque de change est devenue très bon marché. L'accroissement de la couverture des expositions existantes devrait probablement peser sur le dollar<sup>2</sup>. Cinquièmement, la juste valeur du dollar face à l'euro – basée sur la relation à long terme entre le taux de change et certaines variables économiques – est d'environ 1,34<sup>3</sup>, de sorte que ce niveau peut agir comme un aimant lorsque d'autres facteurs « poussent » la monnaie dans cette direction. Nous nous attendons à la persistance de ces facteurs à l'horizon des prévisions et à la poursuite de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar vers 1,25 à la fin de cette année et vers 1,30 à la fin de 2022.

Qu'est-ce qui pourrait entraîner un changement de direction ? En théorie, une modification soudaine de l'orientation des banques centrales. Cependant, un tel changement est très peu probable. La Réserve fédérale ne sera pas pressée de durcir le ton tandis que la politique de la BCE est déjà très accommodante. La barre est donc placée très haut pour une politique encore plus accommodante. Un autre facteur pourrait être la chute soudaine de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux. Un mouvement vers un environnement « *risk-off* » va généralement de pair avec une appréciation du dollar, qui s'explique par la réduction de l'exposition des investisseurs américains aux marchés étrangers. Sauf détérioration brutale et considérable des perspectives économiques, une telle phase « *risk-off* » devrait, cependant, être de courte durée. Il nous semble plus intéressant de se demander si la poursuite de l'élargissement du différentiel de rendement et la dépréciation du dollar ne pourraient pas finir par s'autocorriger. Pour des investisseurs ayant l'intention de conserver leurs obligations jusqu'à l'échéance, et qui ne sont pas soumis à une comptabilisation en valeur de marché, l'écart de rendement deviendra, à un certain moment, intéressant et offrira une protection suffisante face à une nouvelle dépréciation potentielle du dollar. Un écart de rendement de 200 pb des obligations d'État à 10 ans par rapport au *Bund* offre une solide protection face au risque de baisse de la monnaie. Cet argument ne s'applique pas aux investisseurs soumis à une comptabilisation en valeur de marché. De plus, ils peuvent estimer que les *Treasuries* présentent plus de risques que les obligations de la zone euro au vu des perspectives de croissance du PIB et d'inflation. Le plus grand risque pouvant entraîner un changement de direction serait la réédition de l'épisode du « *taper tantrum* » de 2013, lorsque la Réserve fédérale évoquait un début de normalisation de sa politique monétaire. Cependant, il ne faut pas s'attendre de sitôt à un tel changement d'orientation : la Fed voudra d'abord dépasser son objectif d'inflation.

**William De Vijlder**

#### EUR/USD ET ÉCART DE TAUX OBLIGATAIRES RÉELS À 10 ANS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

<sup>2</sup> Cet argument m'a été présenté par Alexander Jekov, stratéliste de change de BNP Paribas Global Markets.

<sup>3</sup> Calculs fournis par BNP Paribas Global Markets.



## REVUE DES MARCHÉS

4

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 15-1-21 au 21-1-21

➔ CAC 40	5 612	▶	5 591	-0.4	%
➔ S&P 500	3 768	▶	3 853	+2.3	%
➔ Volatilité (VIX)	24.3	▶	21.3	-3.0	pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.55	▶	-0.54	+0.9	pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.22	▶	0.22	-0.1	pb
➔ OAT 10a (%)	-0.38	▶	-0.31	+6.7	pb
➔ Bund 10a (%)	-0.57	▶	-0.53	+4.2	pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.10	▶	1.11	+1.1	pb
➔ Euro vs dollar	1.21	▶	1.22	+0.5	%
➔ Or (once, \$)	1 825	▶	1 865	+2.1	%
➔ Pétrole (Brent, \$)	55.2	▶	56.2	+1.8	%

## 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	€ Moy. 5-7a	-0.41	-0.40	le 13/01	-0.46	le 04/01
Eonia	-0.48	-0.48	le 08/01	-0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.68	-0.67	le 12/01	-0.75	le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.54	le 20/01	-0.56	le 06/01	Bund 10a	-0.53	-0.50	le 12/01	-0.60	le 04/01
Euribor 12m	-0.51	-0.50	le 13/01	-0.51	le 08/01	OAT 10a	-0.31	-0.31	le 12/01	-0.41	le 04/01
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.55	0.56	le 12/01	0.50	le 08/01
Libor 3m	0.22	0.24	le 13/01	0.22	le 20/01	Treas. 2a	0.13	0.15	le 06/01	0.12	le 04/01
Libor 12m	0.32	0.34	le 01/01	0.31	le 18/01	Treas. 10a	1.11	1.14	le 12/01	0.91	le 01/01
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01	High Yield	4.71	4.86	le 12/01	4.71	le 21/01
Libor 3m	0.03	0.03	le 13/01	0.03	le 01/01	€ Glit. 2a	-0.05	-0.01	le 12/01	-0.08	le 04/01
Libor 12m	0.08	0.09	le 13/01	0.07	le 11/01	Glit. 10a	0.35	0.38	le 12/01	0.21	le 04/01

Au 21-1-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021		
USD	1.22	1.23	le 06/01	1.21	le 18/01	-0.7%
GBP	0.89	0.91	le 06/01	0.89	le 21/01	-1.1%
CHF	1.08	1.09	le 07/01	1.08	le 18/01	-0.4%
JPY	125.84	127.42	le 07/01	125.22	le 18/01	-0.4%
AUD	1.56	1.60	le 04/01	1.56	le 14/01	-1.3%
CNY	7.85	8.00	le 01/01	7.83	le 15/01	-1.8%
BRL	6.53	6.69	le 11/01	6.33	le 18/01	+2.7%
RUB	89.65	91.36	le 07/01	88.87	le 20/01	-0.9%
INR	88.69	89.88	le 07/01	88.36	le 15/01	-0.8%

Au 21-1-21 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)		
Pétrole, Brent	56.2	56.7	le 12/01	51.2	le 04/01	+8.3%	+9.1%
Or (once)	1 865	1 947	le 05/01	1 825	le 15/01	-1.7%	-1.1%
Métaux, LMEX	3 523	3 580	le 07/01	3 415	le 01/01	+3.2%	+3.9%
Cuivre (tonne)	8 014	8 167	le 07/01	7 749	le 01/01	+3.4%	+4.1%
Blé (tonne)	258	2.6	le 15/01	247	le 01/01	+4.5%	+5.2%
Mais (tonne)	202	2.1	le 14/01	188	le 04/01	+6.9%	+7.6%

Au 21-1-21 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021		
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 766	2 766	le 21/01	2 670	le 04/01	+2.8%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	3 853	3 853	le 21/01	3 701	le 04/01	+2.6%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	3 618	3 645	le 08/01	3 548	le 05/01	+1.8%
CAC 40	5 591	5 707	le 08/01	5 551	le 01/01	+0.7%
DAX 30	13 907	14 050	le 08/01	13 651	le 05/01	+1.4%
IBEX 35	8 122	8 408	le 08/01	8 074	le 01/01	+0.6%
FTSE100	6 715	6 873	le 08/01	6 461	le 01/01	+3.9%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 086	1 086	le 21/01	1 044	le 06/01	+4.0%
Nikkei	28 757	28 757	le 21/01	27 056	le 06/01	+4.8%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 406	1 406	le 21/01	1 292	le 01/01	+8.9%
Chine	121	121	le 20/01	108	le 01/01	+11.9%
Inde	706	708	le 14/01	678	le 01/01	+4.5%
Brésil	1 812	1 941	le 14/01	1 812	le 21/01	-0.1%
Russie	699	722	le 14/01	669	le 01/01	+4.2%

Au 21-1-21 Variations

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

Innée 2021 au 21-1, €		Année 2021 au 21-1, \$	
+9.6%	Matières premières	+20.6%	Automobile
+7.5%	Pétrole & gaz	+12.2%	Pétrole & gaz
+7.4%	Technologie	+7.6%	Construction
+4.5%	Construction	+7.1%	Matières premières
+4.1%	Banques	+6.5%	Banques
+3.6%	Santé	+5.2%	Santé
+3.5%	Industrie	+4.8%	Technologie
+3.0%	Indice	+3.9%	Distribution
+3.0%	Voyages & Loisirs	+3.8%	Chimie
+2.9%	Télécoms	+3.6%	Indice
+2.4%	Automobile	+1.7%	Assurances
+2.2%	Scs collectivités	+1.2%	Voyages & Loisirs
+1.8%	Médias	+1.2%	Industrie
+1.7%	Distribution	+0.9%	Scs financiers
+1.4%	Assurances	+0.6%	Scs collectivités
+1.0%	Chimie	+0.1%	Pdts ménagers & soins
-0.5%	Bs. de conso.	-0.8%	Médias
-1.0%	Agroalimentaire	-0.9%	Télécoms
-3.6%	Foncières	-3.8%	Agroalimentaire

SOURCE : THOMSON REUTERS

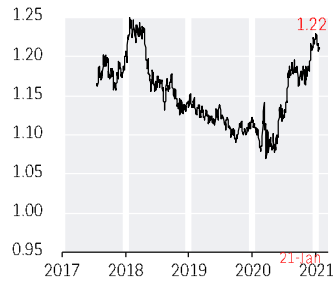


BNP PARIBAS

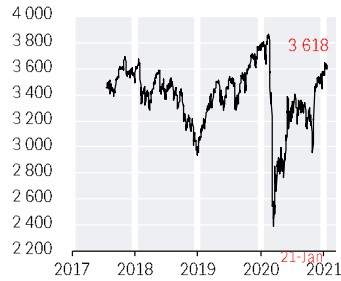
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

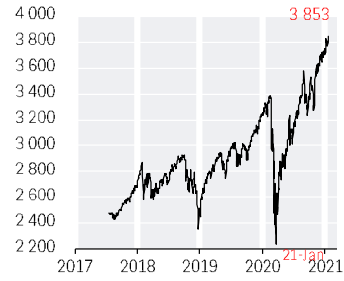
## EURO-DOLLAR



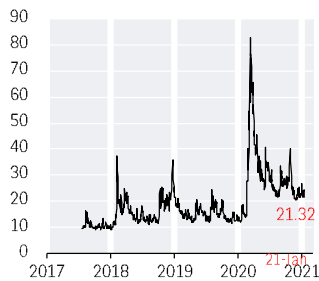
## EUROSTOXX50



## S&P500



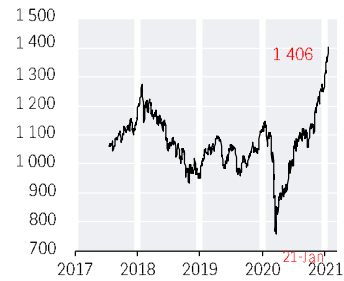
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



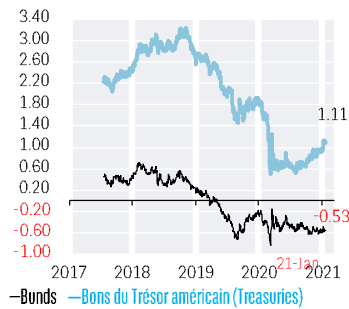
## MSCI MONDE (USD)



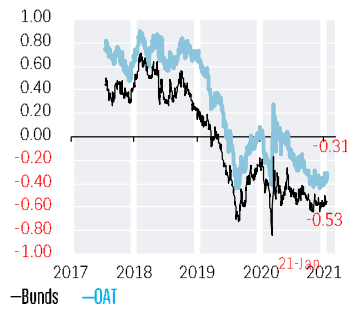
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

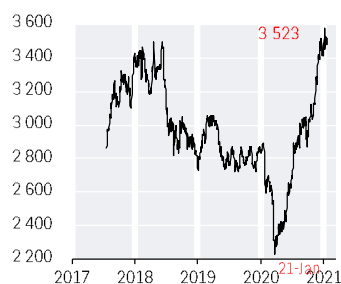
Année 2021 au 21-1, €

1.03%	Grèce	156 pb
0.66%	Italie	119 pb
0.13%	Espagne	66 pb
0.08%	Portugal	61 pb
-0.31%	France	22 pb
-0.31%	Belgique	22 pb
-0.42%	Finlande	11 pb
-0.44%	Autriche	9 pb
-0.49%	P-Bas	4 pb
-0.53%	Allemagne	0 pb
-0.54%	Irlande	

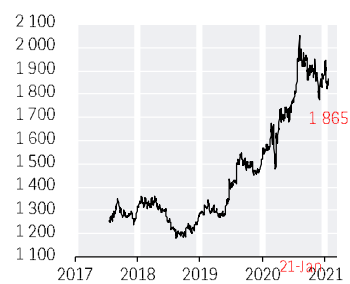
## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## ZONE EURO : LES ENTREPRISES RECOURENT AU CRÉDIT BANCAIRE POUR RÉSISTER PLUTÔT QUE POUR FINANCER L'ACTIVITÉ

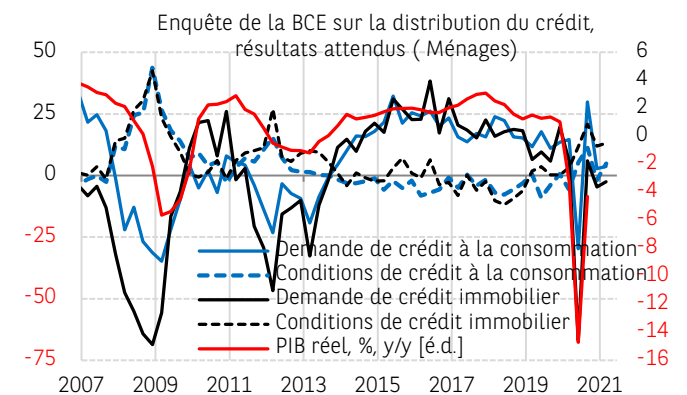
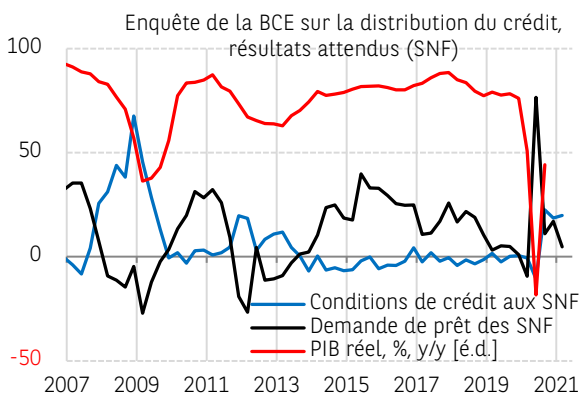
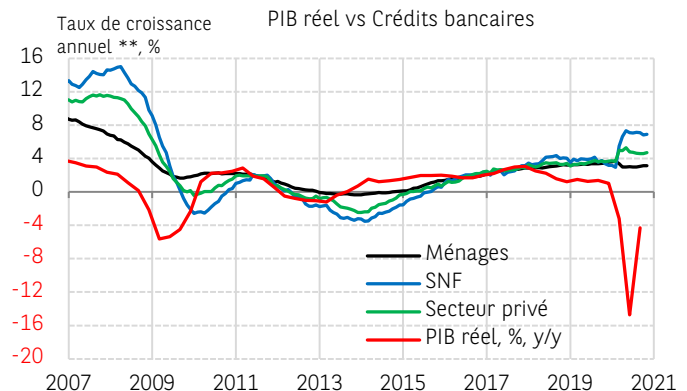
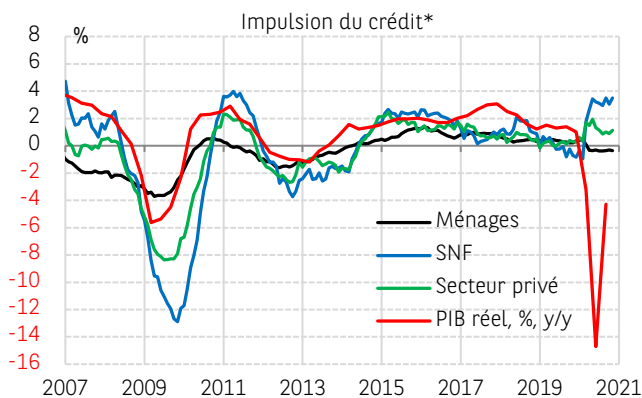
Alors que les encours de crédits bancaires et le PIB évoluent traditionnellement de conserve, la crise de la Covid-19 a provoqué leur déconnexion dans la zone euro. Ainsi, dans un contexte de contraction du PIB en glissement annuel, particulièrement marquée au deuxième trimestre 2020 en raison des mesures de confinement, et qui s'est atténuée au troisième à la faveur de l'allègement des restrictions et du rebond trimestriel, les encours de crédit bancaire au secteur privé ont fortement accéléré (+6,9% sur un an en novembre 2020) sous l'influence des dispositifs gouvernementaux de soutien au financement des entreprises, à l'image du Prêt garanti par l'État (PGE) en France, et de la forte implication des banques. Alors que le crédit bancaire aux sociétés non financières finance habituellement la formation des stocks et l'investissement, il vise plutôt aujourd'hui à limiter les conséquences de la chute des chiffres d'affaires sur les trésoreries et, dans les situations les plus favorables, à étayer ces dernières face à l'incertitude.

Si leur dynamique apparaît moins éloignée des évolutions conjoncturelles, les encours de crédits aux ménages n'ont néanmoins connu qu'une décélération limitée (+3,1% sur un an en novembre 2020). L'accélération des encours de crédits à l'habitat (+4,7% sur un an en novembre 2020) contraste avec le recul des encours de crédits à la consommation (-1%). Globalement, l'impulsion du crédit, en hausse sensible au printemps 2020, s'est maintenue à un niveau qui n'avait pas été atteint depuis 2011 et très inhabituel au regard de la conjoncture.

Pour le premier trimestre 2021, les banques interrogées par la BCE dans le cadre de la dernière enquête BLS anticipent une hausse limitée de la demande de financement émanant des entreprises, une stabilité relative de la demande de crédits à la consommation et un léger tassement de la demande de prêts à l'habitat. Elles prévoient simultanément un léger resserrement des critères d'octroi, plus prononcé pour les prêts à l'habitat.

**Laurent Quignon**

### CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



SOURCES : BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS

\*l'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM \*\* corrigés des titrisations



## ZONE EURO : FORTE DÉPENDANCE DE L'ÉCONOMIE À LA POLITIQUE DE VACCINATION

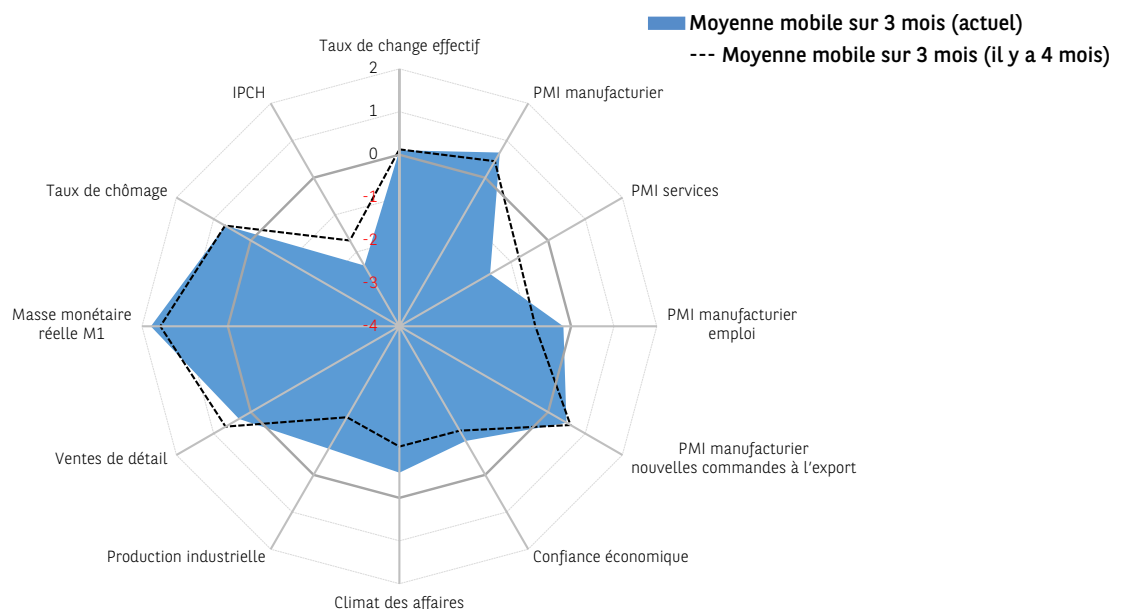
En Europe, le coronavirus est encore loin d'avoir dit son dernier mot. Depuis le début de l'année, de nombreux États membres de l'Union européenne ont introduit de nouvelles restrictions afin d'endiguer l'épidémie. L'Allemagne, l'Irlande et le Portugal sont par exemple toujours confinés tandis que plusieurs autres pays ont mis en place un couvre-feu (France, Italie, Espagne, etc.). Ces mesures (ré)apparaissent sur fond de début de campagnes de vaccination à travers le monde et l'Europe. Si celles-ci constituent le principal signe d'espoir d'en finir avec cette crise sanitaire et économique, l'atteinte d'une immunité suffisamment large pourrait prendre beaucoup de temps.

Sur le front économique, l'ampleur du rebond et la vitesse de rattrapage des niveaux d'activité d'avant-crise dépendront de la maîtrise de l'épidémie, et donc en grande partie de l'efficacité du processus de vaccination. Depuis l'émergence de la Covid-19, les indicateurs conjoncturels de la zone euro réagissent à l'évolution des mesures sanitaires. C'est toujours le cas. L'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) dans le secteur des services, particulièrement affecté par les restrictions, baisse à nouveau au mois de janvier et reste à un niveau déprimé (45 en janvier après 46,4 en décembre). À l'inverse, l'activité manufacturière, bien qu'en légère baisse en janvier (54,7 après 55,2 en décembre), reste à un niveau

élevé au regard de sa moyenne de long terme. Ce secteur bénéficie notamment du franc rebond économique chinois, la composante « nouvelles commandes à l'export » affichant de solides performances. L'indice du sentiment économique de la Commission européenne, qui avait rebondi après le premier confinement, se stabilise depuis septembre et reste bas par rapport à ses niveaux d'avant-crise et de long terme. Cet indice reflète notamment l'évolution de la confiance des consommateurs en zone euro, qui reste relativement inférieure à sa moyenne de long terme. Ce point est important, les dépenses de consommation des ménages demeurant un déterminant-clé de la reprise. La vitesse de vaccination pourrait doper cette confiance et alimenter la consommation privée, par le biais notamment du dégonflement de l'épargne accumulée. Cette dynamique entraînerait des effets positifs pour le reste de l'économie. Les prix ont une nouvelle fois baissé en décembre 2020 en zone euro (-0,3% en glissement annuel), ce qui confirme la nécessité de maintenir un ample niveau d'accommodation monétaire. Certaines craintes d'un retour des tensions inflationnistes émergent. Toutefois, le cas échéant, un changement de communication de la BCE dépendra de la nature et de l'origine de ces tensions.

**Louis Boisset**

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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





## LE DURCISSEMENT DES MESURES SANITAIRES PÈSE SUR L'ACTIVITÉ DES SERVICES

Contraints par le rebond de l'épidémie, de nombreux pays ont renforcé les restrictions sanitaires. L'effet de ces mesures apparaît dans le dernier rapport de Google sur la mobilité, publié le 19 janvier, qui synthétise en plusieurs indicateurs le déplacement de la population dans plusieurs pays. Il montre en effet une importante baisse de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs, qui demeure toutefois bien inférieure à celle mesurée au printemps pour la plupart des pays (graphique 1).

Au Royaume-Uni, après une dynamique ascendante observée mi-novembre, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs s'est stabilisée après mi-décembre. Elle a ensuite chuté fortement avec l'entrée en vigueur des nouvelles restrictions (moyenne mobile sur 7 jours en baisse de près de 65% par rapport à la référence\*, cf. graphique 1). Le pays de Galles et l'Irlande du Nord ont instauré un troisième confinement après Noël. À son tour, l'Écosse a décrété un confinement strict le 4 janvier, suivi de l'Angleterre le 5 janvier. En Allemagne, on enregistre un timide rebond de la fréquentation après une forte baisse à la fin du mois de décembre dernier (moyenne mobile sur 7 jours de près de 60% par rapport à la référence). Le 14 janvier dernier, le gouvernement fédéral et les 16 Länder ont décidé de prolonger et durcir les mesures au moins jusqu'au 14 février, ce qui devrait avoir des conséquences négatives sur la fréquentation des commerces et de loisirs dans les semaines à venir. En France, un couvre-feu est en vigueur depuis le 15 décembre dernier, étendu de 18h à 6h à partir du 16 janvier pour une durée minimum de 15 jours. Conséquence : la fréquentation des commerces et des établissements

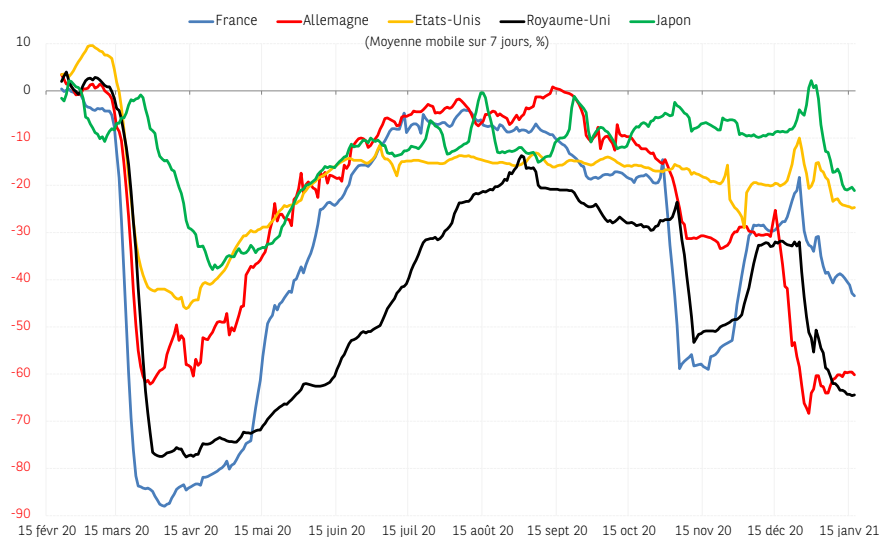
de loisirs a enregistré une baisse de près de 43% en moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence.

Aux États-Unis, la fréquentation continue de baisser. Après un sobre rebond au début du mois de janvier, elle atteint entre 75% et 80% de son niveau d'avant-crise. Au Japon, le retour à la normale enregistré fin décembre a été de courte durée et suivi d'une rechute. À noter que la baisse de la fréquentation aux États-Unis et au Japon reste nettement inférieure à celle de l'Europe.

Ce contexte de durcissement des mesures sanitaires apparaît dans les indices PMI des services du mois de janvier, reflétant une baisse de l'activité de ce secteur. En France, l'indice PMI des services s'est replié à 46,5 en janvier contre 49,1 en décembre, un plus bas de deux mois. En Allemagne, l'activité des services a continué de décélérer, l'indice PMI des services atteignant 46,8 en janvier, sa quatrième baisse mensuelle consécutive. Au Japon, le PMI des services a nettement baissé à 45,7 en janvier après s'être stabilisé à 47,7 en décembre. Au Royaume-Uni, les services ont chuté fortement (38,8 en janvier contre 49,4 en décembre). Il convient de noter que dans les quatre pays, l'indice reste sous la barre des 50, qui sépare la contraction de l'expansion. Aux États-Unis, l'indice PMI des services s'est établi à 57,5 en janvier contre 54,8 en décembre, bien au-delà du consensus (53,6), et le deuxième le plus haut depuis mars 2015. Ces chiffres confirment la corrélation étroite entre la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs et l'indice de l'activité des services (PMI).

**Tarik Rharrab**

### FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR 17/01/2021), BNP PARIBAS

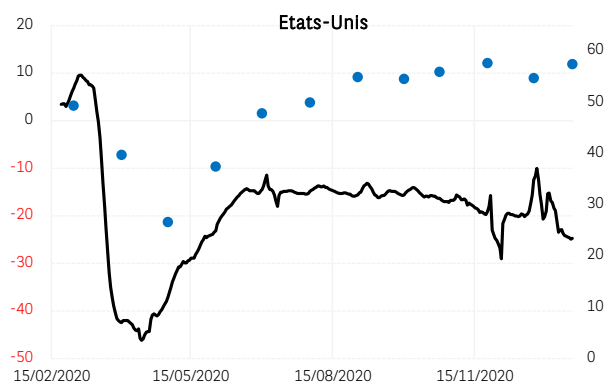
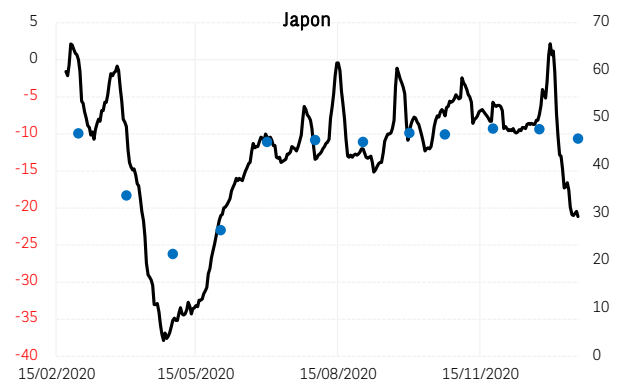
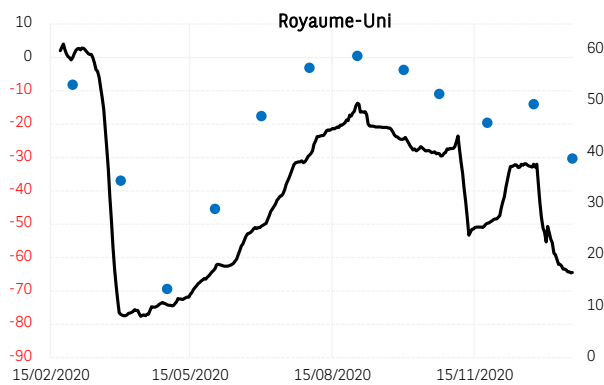
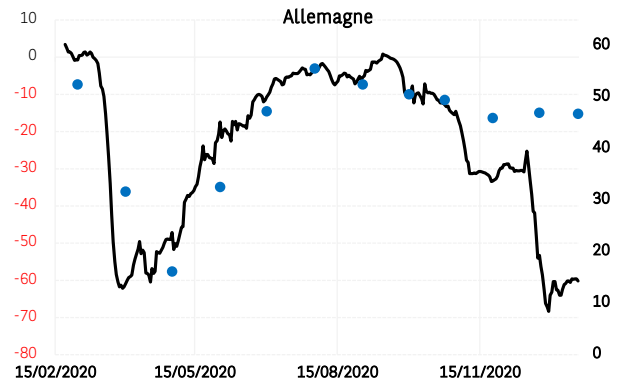
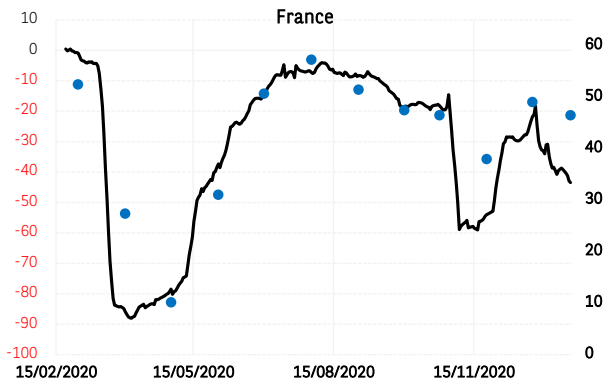
\* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 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 le rapport sur la mobilité de Google.





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

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



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR AU 17/01/2021), MARKIT, BNP PARIBAS

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

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

## TAUX &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 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	-5.6	2.7	5.1	1.4	0.4	1.3	1.2
France*	1.5	-9.0	5.5	4.7	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie*	0.3	-9.0	4.5	4.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne*	2.0	-11.6	5.4	5.9	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 : LE 23 NOVEMBRE 2020 ; \*CROISSANCE ACTUALISÉE 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 À JOUR ET SPOT : 23/11/2020



## CALENDRIER ACTUALISÉ

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, la croissance trimestrielle du PIB au quatrième trimestre s'est révélée légèrement inférieure à celle du trimestre précédent, bien que sur une base annuelle, il y ait eu une accélération significative. La croissance des investissements immobiliers et des investissements d'entreprises s'est quelque peu redressée mais les ventes de détail ont ralenti. Au Royaume-Uni, l'indice CBO de l'optimisme des entreprises accuse une chute, ce qui est sans aucun doute lié à l'augmentation du nombre des infections. L'enquête ZEW fait état d'une amélioration de la composante « attentes » pour l'Allemagne et la zone euro. Les données d'enquête (confiance des consommateurs, PMI flash) enregistrent une baisse dans la zone euro. En Allemagne, les indices PMI ont également marqué une dégradation. En revanche, en France, la confiance des entreprises est en légère hausse et l'indice PMI manufacturier est resté stable. PMI des services et PMI composites se sont dégradés. Le climat des affaires au Royaume-Uni a enregistré une baisse considérable. Aux Etats-Unis, les PMI flash ont marqué une forte augmentation, dépassant très largement les attentes.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
18/01/2021	Chine	PIB t/t	T4	2,7%	2,6%	3,0%
18/01/2021	Chine	PIB g.a.	T4	6,2%	6,5%	4,9%
18/01/2021	Chine	Production industrielle g.a.	Déc.	6,9%	7,3%	7,0%
18/01/2021	Chine	Ventes de détail g.a.	Déc.	5,5%	4,6%	5,0%
18/01/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Déc.	7,2%	7,0%	6,8%
18/01/2021	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Déc.	3,2%	2,9%	2,6%
18/01/2021	Chine	Taux de chômage	Déc.	5,2%	5,2%	5,2%
18/01/2021	Japon	Production industrielle m/m	Nov.	--	-0,5%	0,0%
18/01/21-24/01/21	Royaume-Uni	Optimisme du milieu des affaires (CBI)	Janv.	--	-22	0
19/01/2021	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Déc.	--	-3,3%	-12,0%
19/01/2021	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Janv.	59,4	61,8	55,0
19/01/2021	Allemagne	Conjoncture enquête ZEW	Janv.	-68,3	-66,4	-66,5
19/01/2021	Zone euro	Prévisions enquête ZEW	Janv.	--	58,3	54,4
20/01/2021	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	1,3%	1,4%	1,1%
20/01/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	0,2%	0,2%	0,2%
20/01/2021	États-Unis	Demandes de crédits immobilier	Janv.	--	-1,9%	16,7%
20/01/2021	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Janv.	86,0	83,0	86,0
21/01/2021	Japan	Commande de machines-outils	Déc.	--	9,9%	8,7%
21/01/2021	France	Climat des affaires	Janv.	92,0	92,0	91,0
21/01/2021	Zone euro	Taux de facilité de dépôt de l'ECB	Janv.	-0,5%	-0,5%	-0,5%
21/01/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Déc.	-1,7%	4,5%	6,2%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
21/01/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Déc.	0,8%	5,8%	3,0%
21/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	935k	900k	926k
21/01/2021	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Janv.	11,8	26,5	9,1
21/01/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	-15,0	-15,5	-13,8
21/01/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Janv.	-0,1%	-0,1%	-0,1%
22/01/2021	Japon	IPC hors aliments frais et énergie g.a.	Déc.	-0,4%	-0,4%	-0,3%
22/01/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Janv.	--	49,7	50,0
22/01/2021	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Janv.	--	45,7	47,7
22/01/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Janv.	--	46,7	48,5
22/01/2021	Japon	Ventes grands magasins de Tokyo	Déc.	--	-15,9%	-17,8%
22/01/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors véhicules et carburant	Déc.	1,0%	0,4%	-3,0%
22/01/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	50,5	51,5	51,1
22/01/2021	France	PMI des services (Markit )	Janv.	48,4	46,5	49,1
22/01/2021	France	PMI composite (Markit)	Janv.	49,0	47,0	49,5
22/01/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit / BME)	Janv.	57,2	57,0	58,3
22/01/2021	Allemagne	PMI des services (Markit )	Janv.	45,0	46,8	47,0
22/01/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Janv.	50,0	50,8	52,0
22/01/2021	Zone euro	Enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE				
22/01/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	54,4	54,7	55,2
22/01/2021	Zone euro	PMI des services (Markit )	Janv.	44,5	45,0	46,4
22/01/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Janv.	47,6	47,5	49,1
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	53,6	52,9	57,5
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Janv.	45,0	38,8	49,4
22/01/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Janv.	45,5	40,6	50,4
22/01/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.	-30,0	-28,0	-26,0
22/01/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Janv.	56,5	59,1	57,1
22/01/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Janv.	--	58,0	55,3
22/01/2021	États-Unis	PMI des services (Markit)	Janv.	53,6	57,5	54,8
22/01/2021	États-Unis	Ventes de logements existants m/m	Déc.	-2,0%	0,7%	-2,2%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

## INDICATEURS À SUIVRE

Les moments forts de la semaine à venir sont la réunion du FOMC et la première estimation de la croissance du PIB au T4 2020 aux États-Unis, en France et en Allemagne. D'importantes enquêtes seront en outre disponibles : l'enquête d'Ifo en Allemagne, celles sur la confiance des consommateurs dans plusieurs pays, mais aussi l'enquête de la Commission européenne sur le climat économique dans l'industrie et les services. Enfin, plusieurs enquêtes régionales seront publiées aux États-Unis.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
25/01/2021	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Janv.	--	92,1
25/01/2021	Allemagne	Prévisions (IFO)	Janv.	--	92,8
25/01/2021	Allemagne	Conjoncture (IFO)	Janv.	--	91,3
25/01/2021	États-Unis	Activité nationale (Fed de Chicago)	Déc.	--	0,27
25/01/2021	États-Unis	Activité industrielle (Fed de Dallas)	Janv.	--	9,7
26/01/2021	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi m/m	Nov.	--	-144k
26/01/2021	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf.Board)	Janv.	88,5	88,6
26/01/2021	États-Unis	Indice manufacturier (Fed de Richmond)	Janv.	--	19
27/01/2021	Japon	Indicateurs avancés	Nov.	--	96,6
27/01/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Feb	--	-7,3
27/01/2021	France	Confiance des consommateurs	Janv.	--	95
27/01/2021	France	Demandeurs d'emploi	T4	--	3673.4k
27/01/2021	États-Unis	Commande de biens d'équipements civils hors aéronautique	Déc.	--	0,50%
27/01/2021	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Janv.	0,25%	0,25%
01/27/21-02/02/21	Allemagne	Ventes de détails m/m	Déc.	--	1,90%
28/01/2021	Japon	Ventes de détails m/m	Déc.	--	-2,00%
28/01/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	--	--
28/01/2021	Zone euro	Climat économique	Janv.	--	90,4
28/01/2021	Zone euro	Confiance des industriels	Janv.	--	-7,2
28/01/2021	Zone euro	Confiance du secteur des services	Janv.	--	-17,4
28/01/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T4	4,80%	33,40%
28/01/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	--
28/01/2021	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Déc.	1,40%	-11,00%
28/01/2021	États-Unis	Activité industrielle (Fed de Kansas City )	Janv.	--	14
29/01/2021	Japon	Tokyo CPI Ex-Fresh Food, Energy YoY	Janv.	--	-0,40%
29/01/2021	Japon	Production industrielle m/m	Déc.	--	-0,50%
29/01/2021	Japon	Confiance des consommateurs	Janv.	--	31,8
29/01/2021	France	PIB t/t	T4	--	18,70%
29/01/2021	Allemagne	PIB t/t	T4	--	8,50%
29/01/2021	États-Unis	Revenus personnels	Déc.	0,10%	-1,10%
29/01/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Déc.	-0,50%	-0,40%
29/01/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	79,2	79,2
29/01/2021	États-Unis	Université du Michigan (conjoncture)	Janv.	--	87,7
29/01/2021	États-Unis	Université du Michigan (prévisions)	Janv.	--	73,8

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

<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>	Chart of the Week	20 janvier 2021
<a href="#">Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs</a>	EcoEmerging	18 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.02 - Édition du 15 janvier 2021</a>	EcoWeek	15 janvier 2021
<a href="#">La migration du risque en 2021</a>	EcoTVWeek	15 janvier 2021
<a href="#">L'alourdissement de la charge des intérêts négatifs sur les réserves excédentaires temporairement compensé par les conditions des tltro iii</a>	Graphique de la semaine	14 janvier 2021
<a href="#">Turquie : en finir avec la croissance en stop and go ?</a>	Conjoncture	12 janvier 2021
<a href="#">EcoWeek 21.01 - Édition du 11 janvier 2021</a>	EcoWeek	11 janvier 2021
<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



# 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 Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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