

2-3

## ÉDITORIAL

Acheteurs de bitcoins : la prudence est de mise

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

## BAROMÈTRE

Incertitude : sur une tendance baissière générale

Etats-unis : l'embellie se confirme

Accélération des campagnes de vaccination et hausse de la mobilité

10

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11-12

## CALENDRIER

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

13

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ACHETEURS DE BITCOINS: LA PRUDENCE EST DE MISE

Il ressort de l'analyse des fonctions d'une monnaie que les cryptomonnaies doivent être considérées comme un instrument d'investissement, plutôt que comme une alternative à une monnaie fiduciaire. Depuis le début de 2020, les corrélations sont plus élevées entre le bitcoin, le cuivre, les actions et, surtout, les points morts d'inflation. L'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur momentum et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours. Lorsque la valeur fondamentale d'un instrument est très difficile, sinon impossible, à déterminer et que les variations du cours à court terme sont un multiple de celles observées sur les marchés actions, la prudence est de mise.

Jeudi 11 mars, un fichier jpeg réalisé par Beeple, un artiste numérique, s'est vendu chez Christie's USD 69,3 millions<sup>1</sup>. Avant la mise aux enchères, la maison de vente avait annoncé qu'elle acceptait le paiement en Ethereum, une cryptomonnaie dont le cours (exprimé en dollars), à l'instar du bitcoin, s'est récemment spectaculairement apprécié.

Cet événement soulève d'intéressantes questions sur le marché de l'art, l'utilisation des cryptomonnaies, l'influence de l'appréciation des cryptomonnaies sur le prix des actifs réels – œuvres d'art, voitures de collection, biens immobiliers, etc. – ainsi que sur une possible corrélation avec les actifs financiers. Depuis leur lancement, la question de savoir si les cryptomonnaies possèdent les trois fonctions des monnaies classiques fait débat.

La première, la fonction d'unité de compte, suscite un certain scepticisme. L'utilisation d'une cryptomonnaie, parallèlement à une monnaie classique comme l'euro ou le dollar, obligerait les commerçants à afficher leurs prix dans les deux monnaies. Or, la forte volatilité du cours du bitcoin, par exemple, en dollars américains impliquerait des variations quotidiennes des prix des produits. Les consommateurs pourraient aussi avoir du mal à interpréter les prix en bitcoin, qui se présenteraient avec de nombreuses décimales après la virgule pour les petits articles. Actuellement, un bitcoin correspond à 47 535 euros, de sorte qu'un café d'une valeur de 3 euros serait affiché au prix de 0,000063 bitcoin, qui est difficile à interpréter.

Concernant la deuxième fonction, celle de moyen d'échange, il est peu probable qu'elle devienne le principal déterminant du développement des cryptomonnaies. Après tout, elles doivent être achetées avant le règlement d'un achat. Ainsi, pour effectuer ce type d'opérations de manière récurrente, il faut gérer des soldes en cryptomonnaies, ce qui pose la question de la qualité de ces monnaies en tant que réserve de valeur. Cette troisième fonction comporte deux aspects : l'aspect sécurité – les cryptomonnaies sont-elles détenues dans un lieu numérique sécurisé ? – et l'aspect économique. Concernant ce dernier, une réserve de valeur appropriée signifie que le panier de biens et services pouvant être achetés est stable dans le temps. Pour une monnaie classique, cela suppose une inflation basse et prévisible – d'où l'accent mis par les banques centrales sur le ciblage de l'inflation pour

ancrer les anticipations d'inflation – de sorte que l'érosion du pouvoir d'achat puisse, dans une large mesure, être aisément couverte à l'aide d'obligations de qualité<sup>2</sup>. Le cours réel du bitcoin – soit le ratio entre son cours en USD et l'indice américain des prix à la consommation – a connu de fortes fluctuations ces dernières années ; autrement dit, le panier de biens et services pouvant être achetés au moyen d'un nombre donné de bitcoins connaît des variations considérables. Cela signifie que les ménages qui utiliseraient le bitcoin comme principale réserve de valeur seraient confrontés à un immense risque de consommation, à savoir celui de ne pas être en mesure d'acheter le panier de consommation normal. Le bitcoin ou « l'or numérique », comme on le désigne parfois, n'est pas une bonne couverture contre l'inflation, à l'instar du métal jaune. « *En temps 'normal', l'or ne semble pas être une bonne couverture contre l'inflation réalisée ou non anticipée à court terme. Le métal précieux peut très bien agir comme une couverture contre l'inflation à long terme. Cependant, le*

2 Les obligations nominales peuvent servir de protection contre l'inflation attendue tandis que les valeurs indexées sur l'inflation peuvent être utilisées comme un moyen de protection contre l'inflation non anticipée. Avec une politique monétaire très accommodante, l'intérêt des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation comme outils de couverture contre l'inflation est limité, voire nul.

### COURS DU BITCOIN EN USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

1 « *JPG file sells for \$69 million, as 'NFT mania' gathers pace* », New York Times, 11 mars 2021.

” L'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur momentum et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours.



long terme peut dépasser l'horizon d'investissement d'un investisseur ou son espérance de vie »<sup>3</sup>. Sauf à considérer que nous sommes à la veille d'une phase d'inflation galopante – ce qui ne correspond pas au signal envoyé par les marchés financiers ni aux indicateurs de l'inflation attendue, basés sur les enquêtes – la couverture du risque d'inflation peut s'effectuer à l'aide des produits de taux traditionnels.

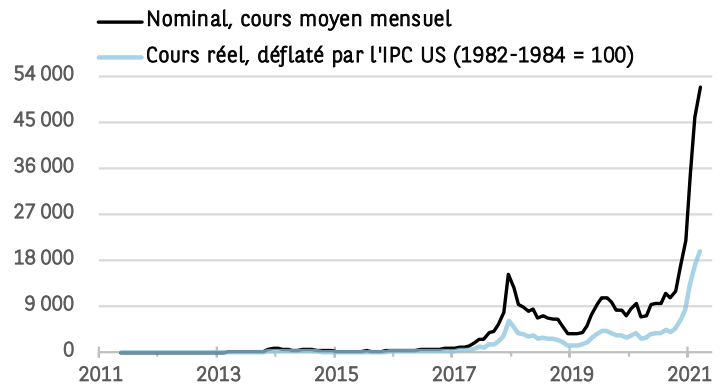
Ainsi qu'il ressort de l'analyse des fonctions d'une monnaie, les cryptomonnaies doivent être considérées comme un instrument d'investissement, plutôt que comme une alternative à une monnaie fiduciaire. Cependant, considérant que, contrairement aux actions et aux obligations, elles n'offrent pas un droit sur les *cash-flows* futurs, leur cours actuel dépend exclusivement du cours attendu auquel elles seront achetées ou vendues à une date future.

Il est très difficile de répondre à la question des facteurs déterminant ces anticipations de cours. La recherche montre qu'il n'existe quasiment aucune corrélation entre le taux de change bitcoin/USD et celui de l'euro, du yen et du franc suisse par rapport au dollar<sup>4</sup>. En d'autres termes, les facteurs déterminant le cours du bitcoin se distinguent de ceux des monnaies traditionnelles. Cela montre également que les variables macroéconomiques traditionnelles ne jouent pas un rôle significatif, sinon les corrélations auraient été plus fortes. Pour une analyse plus détaillée, nous présentons au Tableau 1 la corrélation entre les variations hebdomadaires du cours du bitcoin en USD, du S&P500, du rendement des *Treasuries* à 10 ans, du rendement des obligations américaines à haut rendement, des points morts d'inflation aux États-Unis – écart entre le rendement des obligations nominales et celui des obligations indexées sur l'inflation – et du cours du cuivre. La partie triangulaire supérieure de la matrice illustre les corrélations depuis le début de 2017. Il existe une certaine corrélation entre le cours du bitcoin, d'une part, les actions et points morts d'inflation, de l'autre. Les autres corrélations avec le bitcoin sont très faibles. Il est intéressant de noter, comme le montre la partie inférieure, que les

<sup>3</sup> *The golden dilemma*, Claude B. Erb and Campbell R. Harvey, NBER Working Paper 18706, janvier 2013.

<sup>4</sup> *Is bitcoin a real currency? An economic appraisal*, David Yermack, NBER Working Paper 19747, December 2013. Les corrélations ont été calculées pour la période allant du 19 juillet 2010 au 21 mars 2014.

### COURS DU BITCOIN EN USD, NOMINAL ET RÉEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV COIN METRICS, BNP PARIBAS

corrélations sont plus élevées depuis le début de 2020 entre le bitcoin, le cuivre, les actions et, en particulier, les points morts d'inflation. Cela indiquerait que les investisseurs se tournent vers le bitcoin lorsque les anticipations d'inflation sont en hausse. Il se pourrait aussi que les fluctuations du sentiment des investisseurs jouent également un rôle, entraînant un renforcement de la corrélation avec les actions. Cependant, l'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur *momentum* et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours. L'intérêt manifesté par les médias (sociaux) peut renforcer cette dynamique, ainsi que le développement d'instruments financiers, tels que les fonds négociés en bourse (ETF), les contrats à terme (futures) et les options, qui facilitent la prise de positions. Lorsque la valeur fondamentale d'un instrument est très difficile, sinon impossible, à déterminer et que les variations du cours à court terme sont un multiple de celles observées sur les marchés actions, la prudence doit être de mise au moment de constituer et de gérer une exposition.

**William De Vijlder**

### MATRICE DE CORRÉLATION

Données depuis début 2017

	Bitcoin en USD	S&P500	Rendement du bon du Trésor US 10 ans	Rendement <i>high yield</i> US	Inflation <i>breakeven</i> US	Cuivre
Prix du bitcoin en USD, variation hebdomadaire en %	1	<b>0,187</b>	<b>0,017</b>	<b>-0,078</b>	<b>0,187</b>	<b>0,058</b>
S&P500, variation hebdomadaire en %	<b>0,374</b>	1	0,241	-0,708	0,564	0,387
Rendement du bon de Trésor US 10 ans, variation hebdomadaire en points de base	<b>0,081</b>	0,174	1	-0,036	0,357	0,186
Rendement des obligations <i>high yield</i> US, variation hebdomadaire en pdb	<b>-0,153</b>	-0,758	0,007	1	-0,423	-0,410
Inflation <i>breakeven</i> sur base des obligations indexées à 10 ans, variation hebdomadaire en points de base	<b>0,413</b>	0,631	0,196	-0,444	1	0,338
Prix du cuivre (LME), variation hebdomadaire en %	<b>0,168</b>	0,466	0,140	-0,530	0,327	1

TABLEAU 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## REVUE DES MARCHÉS

4

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 5-3-21 au 11-3-21

➔ CAC 40	5 783	▶ 6 034	+4.3 %
➔ S&P 500	3 842	▶ 3 939	+2.5 %
➔ Volatilité (VIX)	24.7	▶ 21.9	-2.8 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	-0.5 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.19	▶ 0.18	-0.1 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.11	▶ -0.16	-4.9 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.34	▶ -0.37	-2.7 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.56	▶ 1.53	-2.8 pb
➔ Euro vs dollar	1.19	▶ 1.20	+0.4 %
➔ Or (once, \$)	1 696	▶ 1 722	+1.5 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	69.5	▶ 69.7	+0.3 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 21	+bas 21
€ BCE	0.00	0.00	le 01/01 0.00 le 01/01
Eonia	-0.48	-0.47	le 26/01 -0.50 le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.53	le 26/02 -0.56 le 06/01
Euribor 12m	-0.49	-0.48	le 01/03 -0.52 le 02/02
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01 0.25 le 01/01
Libor 3m	0.18	0.24	le 13/01 0.18 le 19/02
Libor 12m	0.28	0.34	le 01/01 0.28 le 05/03
£ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01 0.10 le 01/01
Libor 3m	0.08	0.08	le 10/03 0.03 le 01/01
Libor 12m	0.15	0.15	le 09/03 0.07 le 11/01

Au 11-3-21

Rendements (%)	
€ Moy. 5-7a	-0.27
Bund 2a	-0.67
Bund 10a	-0.37
OAT 10a	-0.16
Corp. BBB	0.67
\$ Treas. 2a	0.15
Treas. 10a	1.53
High Yield	4.79
£ Gilt. 2a	0.08
Gilt. 10a	0.77

Au 11-3-21

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.20	1.23 le 06/01	1.19 le 08/03	-2.2%
GBP	0.86	0.91 le 06/01	0.86 le 09/03	-4.3%
CHF	1.11	1.11 le 04/03	1.08 le 18/01	+2.4%
JPY	129.76	129.90 le 25/02	125.22 le 18/01	+2.7%
AUD	1.54	1.60 le 04/01	1.53 le 24/02	-2.9%
CNY	7.77	8.00 le 01/01	7.71 le 05/03	-3.0%
BRL	6.66	6.95 le 03/03	6.33 le 18/01	+4.7%
RUB	87.77	92.20 le 28/01	87.71 le 10/03	-3.0%
INR	87.21	89.88 le 07/01	86.68 le 09/03	-2.4%

Au 11-3-21

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021
Pétrole, Brent	69.7	69.7 le 11/03	51.2 le 04/01	+34.4%
Or (once)	1 722	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-9.3%
Métaux, LME	3 843	4 027 le 25/02	3 415 le 01/01	+12.6%
Cuivre (tonne)	9 069	9 456 le 25/02	7 749 le 01/01	+17.0%
Blé (tonne)	248	2.6 le 15/01	247 le 11/02	+0.3%
Mais (tonne)	208	2.2 le 08/02	188 le 04/01	+10.4%

Au 11-3-21

Via

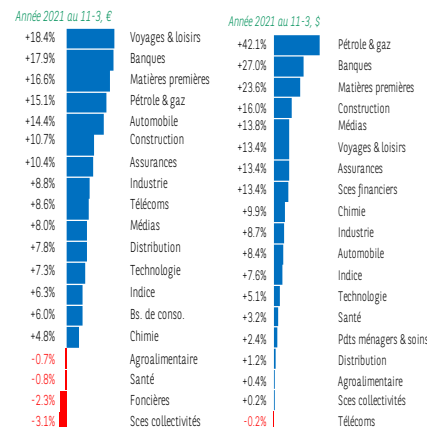
## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21
<b>Monde</b>			
MSCI Monde	2 806	2 830 le 15/02	2 662 le 29/01
<b>Amérique du Nord</b>			
S&P500	3 939	3 939 le 11/03	3 701 le 04/01
<b>Europe</b>			
EuroStoxx50	3 846	3 846 le 11/03	3 481 le 29/01
CAC 40	6 034	6 034 le 11/03	5 399 le 29/01
DAX 30	14 569	14 569 le 11/03	13 433 le 29/01
IBEX 35	8 593	8 593 le 11/03	7 758 le 29/01
FTSE100	6 737	6 873 le 08/01	6 407 le 29/01
<b>Asie Pacifique</b>			
MSCI, loc.	1 104	1 133 le 16/02	1 044 le 06/01
Nikkei	29 212	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01
<b>Emergents</b>			
MSCI Emergents (\$)	1 358	1 445 le 17/02	1 292 le 01/01
Chine	115	130 le 17/02	108 le 08/03
Inde	731	736 le 03/03	659 le 29/01
Brésil	1 678	1 941 le 14/01	1 561 le 09/03
Russie	717	722 le 14/01	647 le 01/02

Au 11-3-21

Varic

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



SOURCE : THOMSON REUTERS

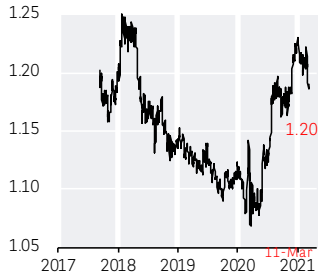


BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

## EURO-DOLLAR



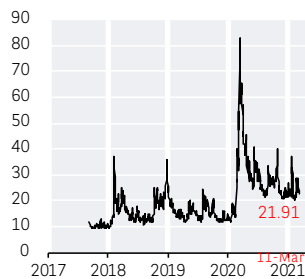
## EUROSTOXX50



## S&P500



## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



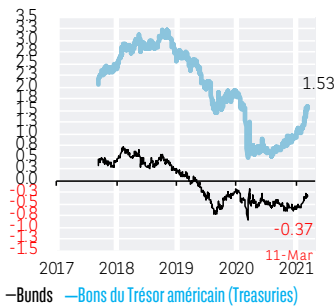
## MSCI MONDE (USD)



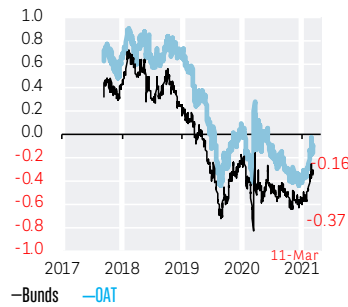
## MSCI ÉMERGENTS (USD)



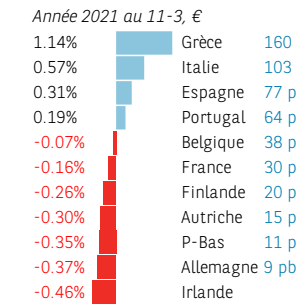
## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



## BAROMÈTRE

6

## INCERTITUDE : SUR UNE TENDANCE BAISSIÈRE GÉNÉRALE

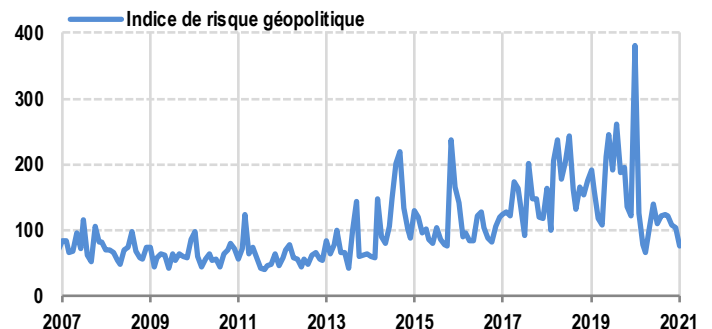
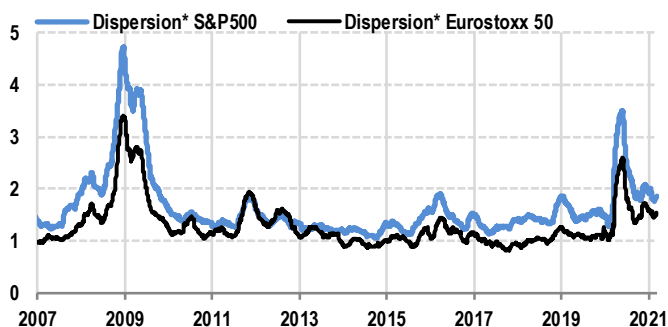
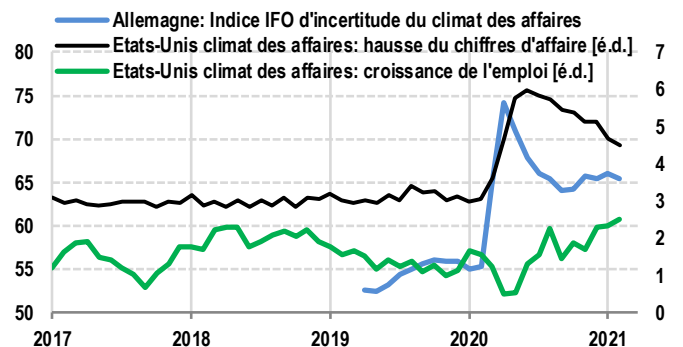
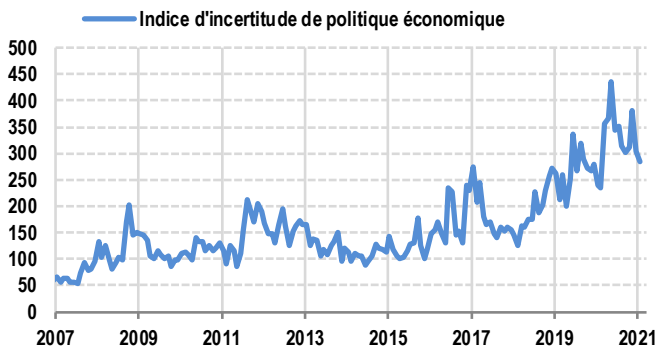
La tendance à la baisse de nos indicateurs d'incertitude se poursuit. Cela tient à l'amélioration de la situation sanitaire dans plusieurs pays, aux campagnes de vaccination et à l'anticipation d'un vaste plan de relance budgétaire aux États-Unis.

En haut à gauche, notre indicateur de couverture médiatique fait apparaître une baisse sensible du nombre de références à l'incertitude ces dernières semaines. En poursuivant dans le sens des aiguilles d'une montre, les enquêtes auprès des entreprises montrent que l'incertitude relative à la croissance du chiffre d'affaires a poursuivi son repli aux États-Unis, mais qu'elle continue à augmenter concernant les perspectives d'emploi. En Allemagne, l'incertitude des entreprises est plus ou moins stable depuis plusieurs mois maintenant. La baisse de notre indicateur basé sur le risque géopolitique s'est récemment accélérée.

Enfin, notre indicateur de l'incertitude basé sur la bourse (dispersion des performances journalières des actions qui, ensemble, constituent un indice boursier) a également reflué tout en se maintenant au-dessus du niveau pré-pandémie. La volatilité récente du marché obligataire a peut-être joué un rôle ainsi que le repositionnement des investisseurs dans la perspective d'une accélération de la croissance

William De Vijlder

## ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



\* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

SOURCES : REFINITIV, ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, IFO, ATLANTA FED, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉTATS-UNIS : L'EMBELLIE SE CONFIRME

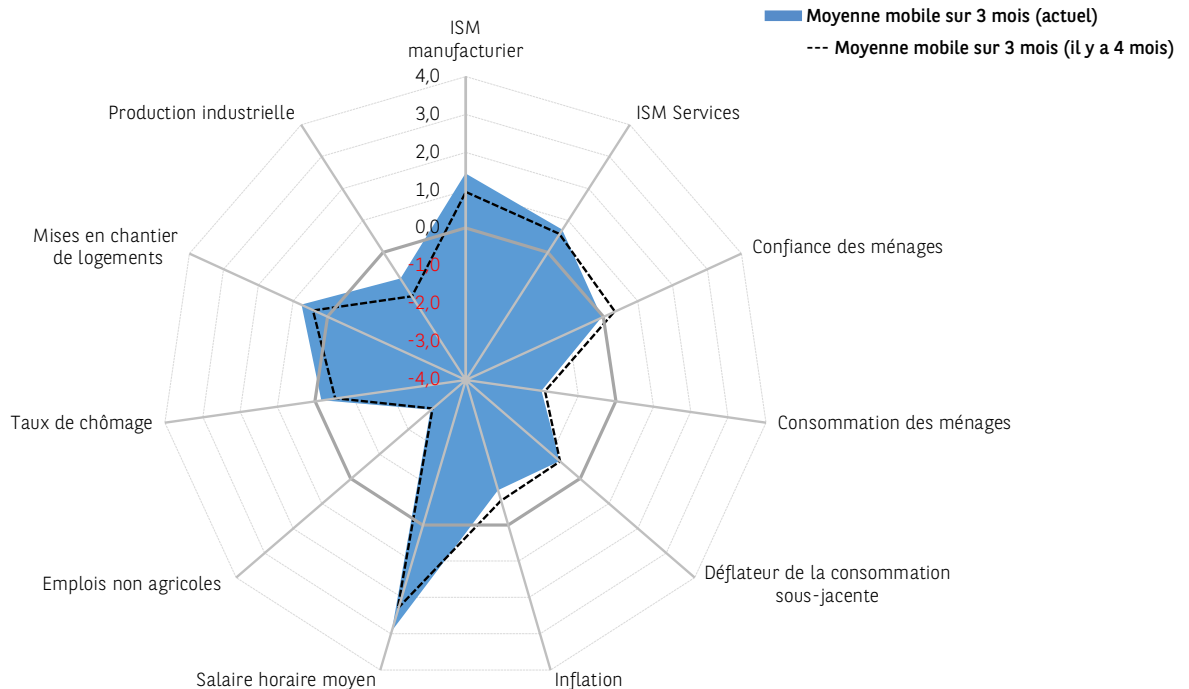
Alors que les États-Unis ont franchi le cap dramatique des 500 000 morts de la Covid-19, d'autres statistiques, plus réjouissantes, font s'envoler les marchés. Le Standard & Poor's 500, principal indice boursier américain, a ainsi terminé la séance du 11 mars à 3 939 points, nouveau record absolu. L'accélération de la campagne vaccinale (déjà 100 millions de doses administrées), le recul concomitant du taux des contaminations, pratiquement au plus bas depuis le début de l'épidémie, confortent jour après jour l'espoir d'en sortir.

Dans une allocution télévisée, le président Biden a retenu la date symbolique du 4 juillet, jour de fête nationale, comme celle d'un possible retour à la normale. Déjà, les indicateurs de mobilité fournis par l'outil de recherche sur internet Google s'améliorent ; avec la reprise de l'emploi (379 000 postes créés en février), ils confirment que, après sa baisse de régime des derniers mois de 2020, le moteur de la consommation monte dans les tours. Celui-ci va, en outre, recevoir une quantité de carburant exceptionnelle. Le gigantesque plan de relance adopté mercredi par le Congrès fait en effet la part belle à la demande, puisqu'il prévoit de transférer directement aux ménages

près de la moitié des 1 900 milliards de dollars qu'il contient, sous forme de chèques, compléments d'indemnités chômage, ou crédits d'impôts. Dire quelle sera la véritable propension des Américains à consommer ou épargner cette somme est toujours une gageure. Toutefois, l'impulsion est telle que le taux de croissance de l'économie américaine ne peut être que réévalué. L'OCDE (Organisation pour la coopération et le développement économiques) n'hésite pas à lui ajouter plus de 3 points par rapport à sa précédente prévision, la hausse du PIB américain envisagé pour 2021 étant désormais de 6,5%. Si l'Organisation relativise le risque d'inflation, les prix s'animent tout de même aux États-Unis, principalement en raison de la forte remontée des cours du pétrole. Leur glissement annuel, déjà un peu plus élevé en février (1,7%), pourrait avoisiner 2,5% en mars et donc temporairement dépasser l'objectif officiel de 2% fixé par la Réserve fédérale.

Jean-Luc Proutat

### ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

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

## ACCÉLÉRATION DES CAMPAGNES DE VACCINATION ET HAUSSE DE LA MOBILITÉ

Alors que dans le monde, le nombre de cas de Covid-19 repart à la hausse depuis deux semaines, après une baisse de plus d'un mois et demi, de nombreux pays ont rejoint les campagnes de vaccination débutées au mois de décembre 2020. Selon les dernières données disponibles sur le site *Our World in Data* (université d'Oxford), 319,56 millions de doses de vaccin ont ainsi été administrées dans 118 pays ; les États-Unis, la Chine, le Royaume-Uni et l'Inde ayant administré 60% des doses produites.

Si on rapporte le nombre de vaccins administrés à la taille de la population, Israël arrive largement en tête avec 103,7 doses pour 100 personnes, soit 58,18% de la population ayant reçu la première dose\*. Viennent ensuite les Émirats Arabes Unis, avec un 51,31% doses pour 100 personnes (35,19% de la population ayant reçu une première dose). En troisième position, on trouve le Royaume-Uni avec 35,2% doses pour 100 personnes. Les États-Unis, où le nombre de personnes contaminées par jour ralentit depuis deux mois, comptent 28,1% doses pour 100 personnes.

Dans l'Union européenne, la vaccination est très hétérogène. L'UE totalise 9,82% de doses administrées pour 100 personnes : 6,79% de la population ontnt reçu une première dose. Le Maroc, premier pays africain à lancer une campagne de vaccination (fin janvier), compte un total de 12,33% de doses administrées pour 100 personnes, soit 10,88% de la population ayant reçu une première dose. L'accélération des campagnes est essentielle pour permettre un assouplissement des restrictions sanitaires et un retour à la normale des différentes économies.

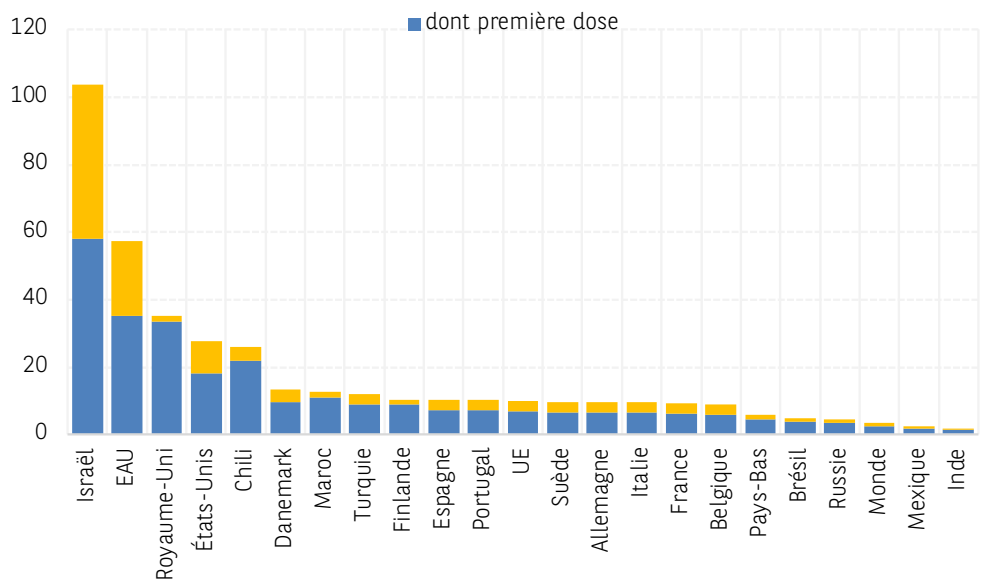
Par ailleurs, le dernier rapport de Google sur la mobilité (*Google Mobility Report*), publié le 9 mars, montre la poursuite de la dynamique ascendante de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs dans les principaux pays occidentaux, à l'exception de l'Italie et du Royaume-Uni où on enregistre une légère baisse depuis la fin du mois de février, après une hausse de plus d'un mois. En Allemagne, la fréquentation continue de s'améliorer en se rapprochant davantage de celle de ses pays voisins et atteignant 42% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence.\*\*

\*Le nombre de doses du vaccin contre la Covid-19 administrées peut varier selon le type de vaccin utilisé.

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

Tarik Rharrab

### NOMBRE DE DOSES DE VACCIN CONTRE LA COVID-19 ADMINISTRÉES PAR PAYS (POUR 100 PERSONNES)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : DONNÉES OFFICIELLES COLLECTÉES PAR OUR WORLD IN DATA (AU 09/03/2021), BNP PARIBAS

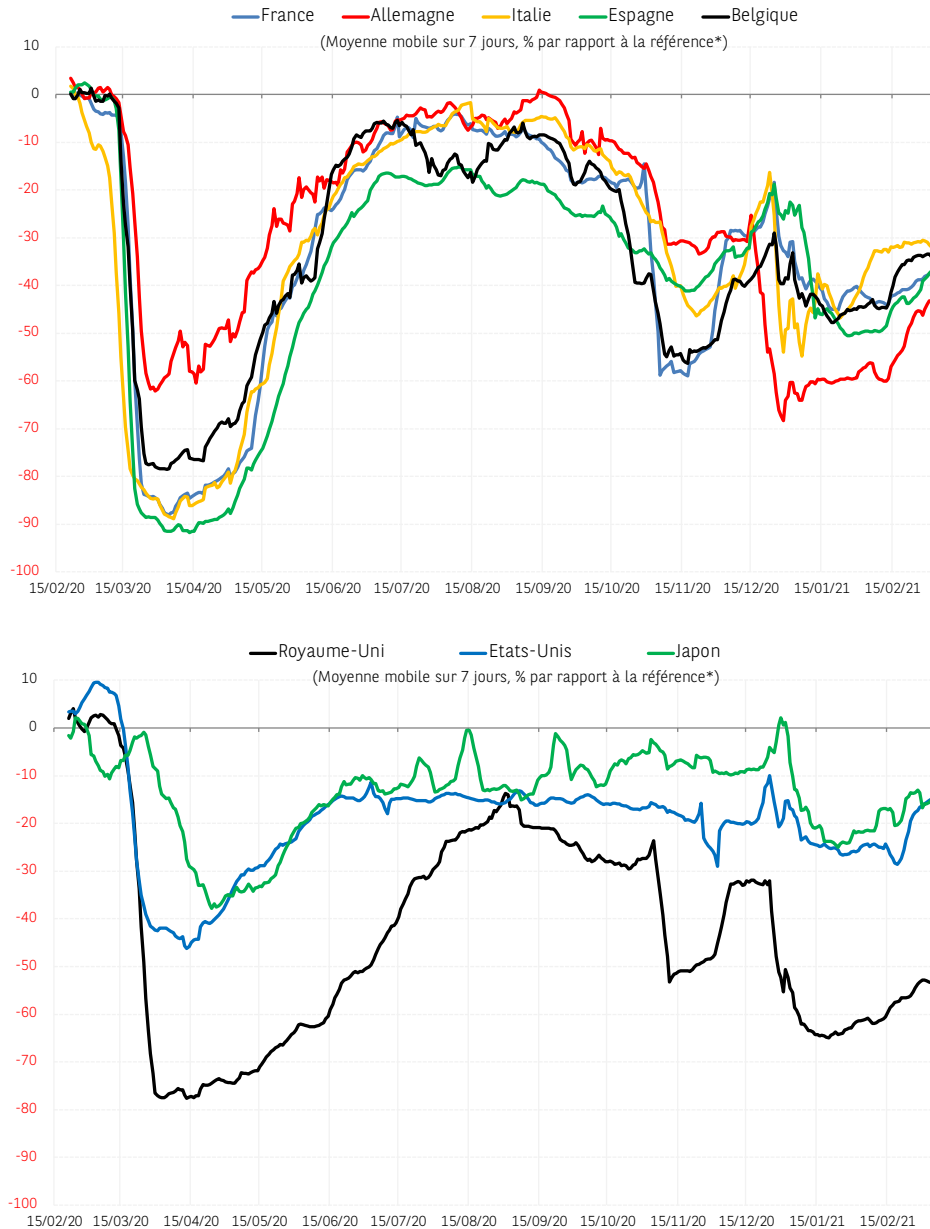


BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



## FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR 09/03/2021), 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

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	2021 e	2022 e	2019	2020	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.5	4.2	4.1	1.8	1.2	1.9	1.9
Japon	0.3	-5.3	1.1	3.0	0.5	0.0	-0.4	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-9.9	4.0	8.6	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro	1.3	-6.8	3.8	5.5	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne	0.6	-5.3	2.7	5.1	1.4	0.5	1.3	1.2
France	1.5	-8.3	5.5	4.7	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie	0.3	-8.9	4.5	4.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne	2.0	-11.0	5.4	5.9	0.8	-0.3	0.4	0.9
Chine	6.1	3.0	9.5	5.3	2.9	2.9	2.3	2.8
Inde*	4.2	-11.4	11.6	5.0	4.8	4.9	4.3	3.8
B Brésil	1.1	-4.5	3.0	3.0	3.7	2.7	4.0	4.0
Russie	1.3	-4.5	3.8	3.0	4.3	3.2	3.5	3.5

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
MISE À JOUR : LE 23 NOVEMBRE 2020 ; \*CROISSANCE ACTUALISÉE LE 7 JANVIER 2021

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2021				2021e	2022e
	T1e	T2e	T3e	T4e		
Fin de période						
E-Unis						
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
(borne supérieure)						
Treas. 10a	1,10	1,20	1,30	2,00	2,00	
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 Bol	-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
	T1e	T2e	T3e	T4e		
Fin de période						
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 / 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
	T1e	T2e	T3e	T4e		
moyenne de la période						
Pétrole USD/baril	56	54	55	59	56	-

MISE A JOUR ET SPOT : 23/11/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

11

## DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, l'enquête Eco Watchers a enregistré une amélioration importante, dépassant largement les attentes du consensus, tant en termes d'appréciation de la situation actuelle qu'en termes de perspectives. Le sentiment de la Banque de France s'est révélé conforme aux prévisions et légèrement supérieur en janvier. Contre toute attente, les exportations allemandes se sont redressées en janvier. L'estimation actualisée de la croissance du quatrième trimestre dans la zone euro a accusé une légère baisse (-0,7% contre -0,6% pour la précédente estimation). La BCE a annoncé qu'elle accélérerait ses achats d'actifs en réaction à la hausse des rendements obligataires. En Chine, l'inflation des prix à la production a nettement augmenté, légèrement plus que prévu. Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises n'a que peu évolué et le chiffre de l'inflation sous-jacente est plus bas qu'attendu. L'indicateur des demandes initiales d'assurance chômage a montré une amélioration et le rythme des offres d'emploi s'est accéléré. C'est le plan de relance budgétaire de USD 1 900 milliards, approuvé par le Sénat et le Congrès, qui a toutefois accaparé toute l'attention des médias. Au Royaume-Uni, l'estimation mensuelle du PIB pour janvier, quoique négative, s'est révélée bien meilleure que prévu. Enfin, aux États-Unis, le sentiment de l'Université du Michigan s'est amélioré très au-delà des prévisions, tant en ce qui concerne l'appréciation des conditions actuelles que les attentes. Fait notable, les perspectives d'inflation sur un an se sont quelque peu améliorées.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
08/03/2021	Japon	Eco Watchers (conjoncture)	Févr.	34,0	41,3	31,2
08/03/2021	Japon	Eco Watchers (perspectives)	Févr.	41,0	51,3	39,9
08/03/2021	France	Sentiment de la Banque de France	Févr.	99,0	99,0	98,0
09/03/2021	Japon	PIB t/t	T4	3,0%	2,8%	3,0%
09/03/2021	Japon	Commandes de machines-outils g.a.	Févr.	--	36,7%	9,7%
09/03/2021	France	Salaires du secteur privé	T4	-0,2%	-0,1%	-0,2%
09/03/2021	Allemagne	Exportations m/m	Janv.	-1,8%	1,4%	0,4%
09/03/2021	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE				
09/03/2021	Zone euro	Emploi t/t	T4	--	0,3%	0,3%
09/03/2021	Zone euro	PIB t/t	T4	-0,6%	-0,7%	-0,6%
09/03/2021	Zone euro	PIB g.a.	T4	-5,0%	-4,9%	-5,0%
09/03/2021	Zone euro	Dépenses publiques t/t	T4	0,6%	0,4%	4,6%
09/03/2021	Zone euro	Consommation des ménages t/t	T4	-3,0%	-3,0%	14,1%
09/03/2021	Zone euro	Capital brut t/t	T4	0,7%	1,6%	13,9%
09/03/2021	États-Unis	Optimiste des petites entreprises (NFIB)	Févr.	97,0	95,8	95,0
09/03/21-15/03/21	Chine	Financements agrégés	Févr.	910,0b	1710,0b	5174,2b
10/03/2021	Chine	IPC g.a.	Févr.	-0,3%	-0,2%	-0,3%
10/03/2021	Chine	IPP g.a.	Févr.	1,5%	1,7%	0,3%
10/03/2021	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Févr.	0,2%	0,1%	0,0%
11/03/2021	Zone euro	Taux de facilité des dépôts (BCE)	Mars	-0,5%	-0,5%	-0,5%
11/03/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	725k	712k	754k
11/03/2021	États-Unis	Offres d'emplois (Jolts)	Janv.	6 700	6 917	6 752
12/03/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Janv.	-4,9%	-2,9%	1,20%
12/03/2021	Royaume-Uni	PIB mensuel 3m/3m	Janv.	-2,6%	-1,7%	4,10%
12/03/2021	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Févr.	0,20%	0,2%	1,20%
12/03/2021	États-Unis	IPP hors	Févr.	0,30%	0,2%	1,20%
12/03/2021	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mars	78,5	83,0	76,8
12/03/2021	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mars	88,3	91,5	86,2
12/03/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mars	72,0	77,5	70,7
12/03/2021	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mars	3,30%	3,1%	3,30%
12/03/2021	États-Unis	Inflation à 5-10 ans (Université du Michigan)	Mars	--	2,7%	2,70%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine mettra les banques centrales à l'honneur avec les réunions du FOMC, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon. Sur le front des données, la semaine sera plutôt calme, sauf pour la Chine où de nombreux indicateurs seront publiés : production industrielle, investissements en biens d'équipement, investissement immobilier, taux de chômage et ventes de détail. En Europe, nous connaissons les résultats de l'enquête ZEW pour l'Allemagne et la zone euro. L'indicateur relatif à l'immatriculation des véhicules neufs paraîtra et nous connaissons le chiffre de l'inflation dans la zone euro. Aux États-Unis, les résultats des enquêtes régionales Empire State et de la Réserve fédérale de Philadelphie seront communiqués. Les chiffres des ventes de détail, de la production industrielle ainsi que des données liées au marché du logement (indice NAHB, permis de construire, mises en chantier) sont également attendus.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
15/03/2021	Japon	Commande de machines m/m	Janv.	-3,30%	5,20%
15/03/2021	Chine	Production industrielle cumul annuel g.a.	Févr.	32,60%	--
15/03/2021	Chine	Investissement cumul annuel. g.a.	Févr.	41,50%	--
15/03/2021	Chine	Investissement immobilier cumul annuel. g.a.	Févr.	53,40%	--
15/03/2021	Chine	Taux de chômage	Févr.	5,20%	--
15/03/2021	Chine	Ventes de détail cumul annuel. g.a.	Févr.	32,00%	--
15/03/2021	États-Unis	Indice manufacturier Empire	Mars	13	12,1
16/03/2021	Allemagne	Enquête Zew (attentes)	Mars	75	71,2
16/03/2021	Zone euro	Enquête Zew (attentes)	Mars	--	69,6
16/03/2021	États-Unis	Ventes de détail ( <i>Control Group</i> )	Févr.	0,30%	6,00%
16/03/2021	États-Unis	Production industrielle m/m	Févr.	0,60%	0,90%
16/03/2021	États-Unis	Capacité de production	Févr.	75,40%	75,60%
16/03/2021	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Mars	84	84
17/03/2021	Zone euro	Immatriculations de véhicules neufs (EU27)	Févr.	--	-24,00%
17/03/2021	Zone euro	IPC g.a.	Févr.	0,90%	0,90%
17/03/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Févr.	1,10%	1,10%
17/03/2021	États-Unis	Permis de construire m/m	Févr.	-8,70%	10,40%
17/03/2021	États-Unis	Mises en chantier m/m	Févr.	-0,60%	-6,00%
17/03/2021	États-Unis	Décision du FOMC sur le taux (borne supérieure)	Mars	0,25%	0,25%
18/03/2021	Zone euro	Coûts du travail g.a.	T4	--	1,60%
18/03/2021	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Mars	0,10%	0,10%
18/03/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	--	712k
18/03/2021	États-Unis	Perspectives de la Réserve fédérale de Philadelphie	Mar	20	23,1
19/03/2021	Japon	IPC hors produits frais et énergie	Févr.	0,20%	0,10%
19/03/2021	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mar	--	-23
19/03/2021	Japon	Taux de la Banque du Japon	Mars	--	-0,10%
19/03/2021	Japon	Cible de rendement à 10 ans (BoJ)	Mars	--	0,00%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<a href="#">EcoTV de mars 2021</a>	EcoTV	11 mars 2021
<a href="#">France : la dette, pas seulement une question de taille</a>	Graphique de la Semaine	10 mars 2021
<a href="#">Le Petit Atlas de l'économie française</a>	Petit Atlas	9 mars 2021
<a href="#">Zone Euro : Doit-on craindre un durcissement des conditions financières dans la zone euro ?</a>	EcoWeek	5 mars 2021
<a href="#">La remontée des rendements obligataires implique-t-elle un contrôle de la courbe des taux ?</a>	EcoTVWeek	5 mars 2021
<a href="#">Inde : Rebond de la croissance de 0,4% au troisième trimestre de l'exercice budgétaire</a>	Graphique de la Semaine	3 mars 2021
<a href="#">Royaume-Uni : Quelle trajectoire pour les finances publiques du Royaume-Uni après la crise de la Covid-19 ?</a>	Conjoncture	2 mars 2021
<a href="#">Europe : le choc de la Covid-19 et la crainte d'une zombification accélérée</a>	Conjoncture	2 mars 2021
<a href="#">EcoWeek 21.08 - Édition du 26 février 2021</a>	EcoWeek	26 février 2021
<a href="#">Europe Centrale : les sauts de puce de la croissance</a>	EcoTVWeek	26 février 2021
<a href="#">La branche hébergement - restauration a eu un recours intensif aux PGE</a>	Graphique de la Semaine	24 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.07 - Édition du 19 février 2021</a>	EcoWeek	19 février 2021
<a href="#">Espagne : le débat sur la réforme des retraites refait surface</a>	EcoTVWeek	19 février 2021
<a href="#">Afrique Subsaharienne : Face au risque de surendettement en Afrique</a>	Conjoncture	18 février 2021
<a href="#">Commerce mondial de marchandises : retour rapide aux niveaux pré-pandémie</a>	Graphique de la Semaine	17 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.06 - Édition du 12 février 2021</a>	EcoWeek	12 février 2021
<a href="#">Espagne : Elections en Catalogne : la question de l'indépendance reléguée au second plan?</a>	EcoFlash	11 février 2021
<a href="#">Pays émergents : la crise n'a pas alourdi le coût d'emprunt domestique des états</a>	Graphique de la Semaine	10 février 2021
<a href="#">Édition de février 2021</a>	EcoTV	9 février 2021
<a href="#">EcoWeek 21.05 - Édition du 5 février 2021</a>	EcoWeek	5 février 2021
<a href="#">Vers une reprise différée dans la zone euro ?</a>	EcoTVWeek	5 février 2021
<a href="#">Banques américaines : des plans de rachats d'actions avant la cure d'amaigrissement des bilans</a>	Graphique de la semaine	3 février 2021



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+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

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91    louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52    frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99    raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE 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

## ÉCONOMIES ÉAÉMERGENTES 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