

2-3

ÉDITORIAL

États-Unis : nervosité sur les perspectives d'inflation à court terme

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

Allemagne : les premiers bourgeons du printemps

Royaume-Uni, peut-être la fin du commencement

Recrudescence de la pandémie sur fond de campagnes de vaccination à deux vitesses

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.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉTATS-UNIS : NERVOUSITÉ SUR LES PERSPECTIVES D'INFLATION À COURT TERME

Ces derniers mois, les directeurs d'achat de la zone euro et des États-Unis ont fait état d'une hausse significative des prix des intrants ainsi que d'un allongement des délais de livraison. Ces évolutions reflètent l'effet perturbateur de la pandémie, l'offre ayant du mal à répondre au redressement de la demande. Selon une enquête de la Fed d'Atlanta, les entreprises qui connaissent les plus fortes perturbations sont, en général, celles dont les anticipations d'inflation sont les plus élevées. Seront-elles pour autant prêtes à relever leurs prix de vente ? Cela reste à voir. La Réserve fédérale n'a pas d'inquiétude à cet égard. Aux États-Unis, la nervosité sera néanmoins grande au second semestre à l'occasion de la publication des données sur l'inflation alors que l'économie devrait être en mesure de combler rapidement son écart de production (*output gap*).

À propos des longues files d'attente de porte-conteneurs géants à l'entrée de certains ports, le New York Times parlait récemment d'« embouteillages maritimes »¹. C'est le résultat du déséquilibre entre l'offre et la demande, provoqué par la pandémie de Covid-19. Pour ne rien arranger, on craint à présent que le porte-conteneurs échoué dans le canal de Suez ne bloque ce dernier pendant une semaine, ce qui entraînerait une rupture plus importante encore des approvisionnements et une hausse temporaire des prix, sous l'effet des pénuries et du recours à l'autre route maritime, plus longue et plus chère, qui contourne l'Afrique.

L'analyse et la prévision de l'inflation constituent des exercices complexes. Il faut, tout d'abord, voir la forêt au-delà des arbres. Des facteurs exceptionnels, comme l'allongement des périodes de soldes et les effets de base, comme la réduction temporaire du taux de la TVA en Allemagne l'année dernière, compliquent l'interprétation. La dynamique à court terme pourrait être assez différente des tendances à long terme. Ces derniers mois, les directeurs d'achat de la zone euro et des États-Unis ont signalé une augmentation significative des prix des intrants ainsi qu'un allongement des délais de livraison.

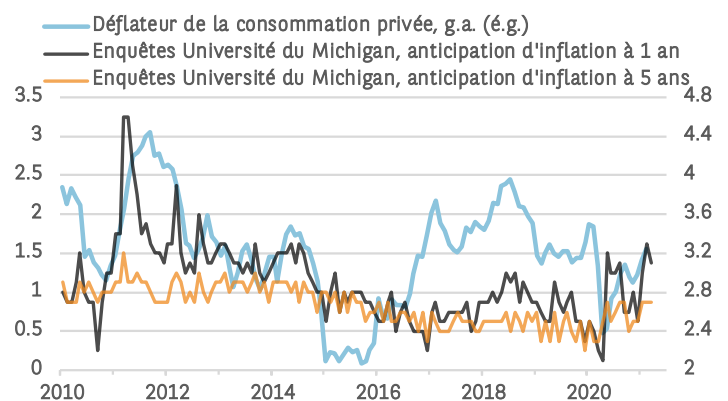
De manière quasi-inévitable, l'effet perturbateur de la pandémie entraîne un déséquilibre entre une demande qui se redresse et une offre qui peine à suivre. La pénurie de semi-conducteurs en est une bonne illustration. La réaction de l'offre à la pandémie constitue clairement un problème aux États-Unis. La Réserve fédérale d'Atlanta a récemment analysé la remontée significative et rapide des anticipations d'inflation, observée dans le cadre d'une enquête auprès des entreprises de son district. Plus de 50 % des entreprises interrogées font état de retards de livraison, tandis que l'incertitude relative aux salariés disponibles, induite par la pandémie, pèse sur les capacités de production. « Les sociétés qui connaissent les perturbations les plus sévères ont aussi tendance à être celles dont les anticipations d'inflation sont les plus élevées² ». On ignore si elles seront, pour autant, prêtes à relever leurs prix, et les détaillants prêts à répercuter la hausse sur leurs clients. Cela dépend de facteurs tels que les pressions concurrentielles, l'élasticité-

prix de la demande, ainsi que de l'accroissement de cette dernière, qui bénéficiera du plan de sauvetage américain de USD 1 900 mds.

À cet égard, les chercheurs de la Fed d'Atlanta font subtilement remarquer que leurs explications de la progression des anticipations d'inflation contribuent à « limiter les spéculations selon lesquelles l'impact inflationniste potentiel de la relance budgétaire récente sur la demande est à l'origine de la hausse des anticipations d'inflation dans un an ». Autrement dit, la thèse selon laquelle la relance budgétaire entraîne une remontée des anticipations d'inflation doit encore se vérifier dans les données.

Jerome Powell, président de la Réserve fédérale américaine, a reconnu qu'il pourrait y avoir des goulets d'étranglement. Il a néanmoins ajouté que la hausse de l'inflation devrait être relativement modeste et temporaire, l'offre restant très dynamique. « Il y a des créations d'entreprises, des réouvertures de restaurants, les compagnies

ANTICIPATIONS D'INFLATION AMÉRICAINE À 1 ET 5 ANS



SOURCES : BEA, UNIVERSITY OF MICHIGAN, BNP PARIBAS

¹ "I've never seen anything like this": chaos strikes global shipping. New York Times, 6 mars 2021.

² Inflation Expectations Reflect Concerns over Supply Disruptions, Crimped Capacity, Federal Reserve Bank of Atlanta, 22 mars 2021.

La nervosité sera forte au second semestre, avec la publication des données sur l'inflation aux États-Unis alors que l'économie devrait être en mesure de combler rapidement son *output gap*.

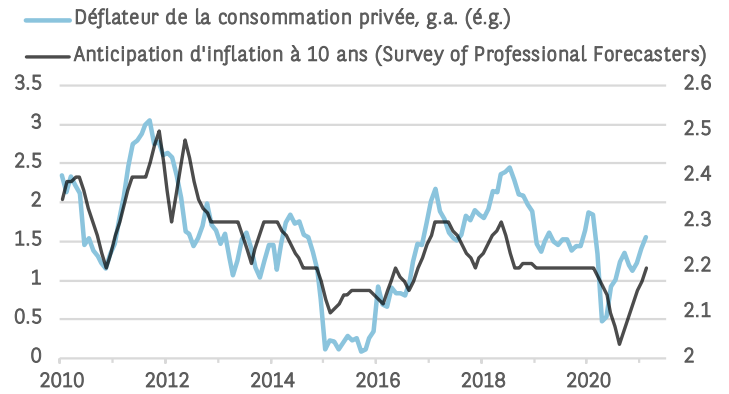


aériennes vont reprendre leur activité, voilà ce qui va arriver. On pourrait donc assister à une sorte de gonflement exceptionnel des prix, mais cela ne changera rien à l'inflation à terme. Les anticipations d'inflation sont en effet solidement ancrées autour de 2 %³».

Avant la pandémie, la variation annuelle anticipée à long terme des coûts unitaires – facteur exerçant une influence sur le comportement des entreprises en matière de fixation des prix – oscillait dans une fourchette étroite d'environ 40 points de base. De même, les anticipations d'inflation à cinq ans des ménages, susceptibles d'influencer les revendications salariales, ainsi que les anticipations d'inflation à dix ans des prévisionnistes professionnels, qui constituent un indicateur de la crédibilité de la banque centrale, présentent une amplitude cyclique très limitée. Il existe une certaine corrélation entre l'inflation observée récemment et les anticipations d'inflation. Elle peut être associée à un comportement d'extrapolation, mais la transmission de l'inflation réelle aux anticipations est faible. Pour autant, la nervosité sera forte au second semestre, avec la publication des données sur l'inflation aux États-Unis alors que l'économie, sous l'effet conjugué d'une campagne de vaccination très réussie, d'une politique monétaire accommodante et d'une relance budgétaire massive, devrait être en mesure de combler rapidement son *output gap*.

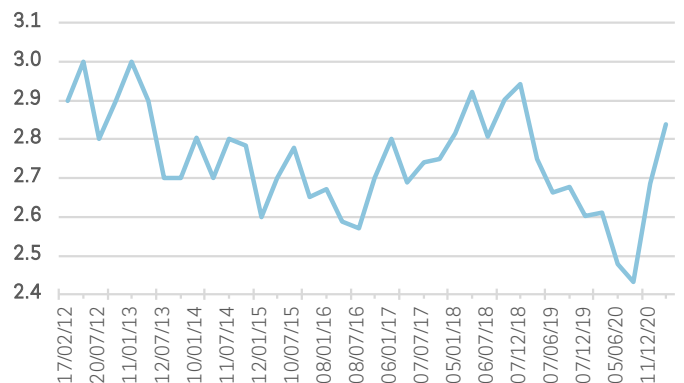
William De Vijlder

ANTICIPATIONS D'INFLATION AMÉRICAINE À 10 ANS



SOURCES : BEA, UNIVERSITY OF MICHIGAN, BNP PARIBAS

VARIATION ANNUELLE MOYENNE DES COÛTS UNITAIRES POUR LES 5 À 10 PROCHAINES ANNÉES, %



SOURCES : ATLANTA FED BUSINESS EXPECTATIONS SURVEY, BNP PARIBAS

3 Source : Réserve fédérale, conférence de presse de Jerome Powell, 17 mars 2021



REVUE DES MARCHÉS

4

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-3-21 au 26-3-21

📉 CAC 40	5 998	▶ 5 989	-0.2 %
📈 S&P 500	3 913	▶ 3 975	+1.6 %
📉 Volatilité (VIX)	21.0	▶ 18.9	-2.1 pb
📈 Euribor 3m (%)	-0.54	▶ -0.54	+0.2 pb
📉 Libor \$ 3m (%)	0.20	▶ 0.19	-0.4 pb
📉 OAT 10a (%)	-0.11	▶ -0.18	-6.8 pb
📉 Bund 10a (%)	-0.33	▶ -0.39	-5.6 pb
📉 US Tr. 10a (%)	1.73	▶ 1.66	-7.1 pb
📉 Euro vs dollar	1.19	▶ 1.18	-0.9 %
📉 Or (once, \$)	1 740	▶ 1 733	-0.4 %
📉 Pétrole (Brent, \$)	64.8	▶ 61.8	-4.7 %

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	-0.33	-0.22	le 26/02	-0.46	le 04/01
Eonia	-0.48	-0.47	le 26/01	-0.50	le 01/01	Bund 2a	-0.70	-0.65	le 25/02	-0.75	le 01/01
Euribor 3m	-0.54	-0.53	le 26/02	-0.56	le 06/01	Bund 10a	-0.39	-0.26	le 25/02	-0.60	le 04/01
Euribor 12m	-0.49	-0.48	le 01/03	-0.52	le 02/02	OAT 10a	-0.18	-0.03	le 25/02	-0.41	le 04/01
\$ FED	0.25	0.25	le 01/01	0.25	le 01/01	Corp. BBB	0.67	0.72	le 18/03	0.50	le 08/01
Libor 3m	0.19	0.19	le 13/01	0.18	le 19/02	\$ Treas. 2a	0.14	0.17	le 08/03	0.11	le 05/02
Libor 12m	0.28	0.34	le 01/01	0.28	le 18/03	Treas. 10a	1.66	1.73	le 19/03	0.91	le 01/01
€ Bque Angl	0.10	0.10	le 01/01	0.10	le 01/01	High Yield	4.81	4.87	le 09/03	4.60	le 19/02
Libor 3m	0.09	0.09	le 24/03	0.03	le 01/01	£ Gilt. 2a	0.06	0.13	le 26/02	-0.08	le 04/01
Libor 12m	0.16	0.16	le 24/03	0.07	le 11/01	£ Gilt. 10a	0.80	0.91	le 18/03	0.21	le 04/01

Au 26-3-21

Au 26-3-21

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 21	+bas 21	2021
USD	1.18	1.23 le 06/01	1.18 le 25/03	-3.6%
GBP	0.86	0.91 le 06/01	0.86 le 09/03	-4.4%
CHF	1.11	1.11 le 04/03	1.08 le 18/01	+2.5%
JPY	129.24	130.11 le 12/03	125.22 le 18/01	+2.3%
AUD	1.55	1.60 le 04/01	1.53 le 18/03	-2.4%
CNY	7.72	8.00 le 01/01	7.69 le 25/03	-3.6%
BRL	6.74	6.95 le 03/03	6.33 le 18/01	+6.1%
RUB	89.43	92.20 le 28/01	86.53 le 16/03	-1.2%
INR	85.54	89.88 le 07/01	85.52 le 25/03	-4.3%

Au 26-3-21

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 21	+bas 21	2021	2021(€)
Pétrole, Brent	61.8	69.7 le 11/03	51.2 le 04/01	+19.0%	+23.4%
Or (once)	1 733	1 947 le 05/01	1 682 le 08/03	-8.7%	-5.3%
Métaux, LMEX	3 791	4 027 le 25/02	3 415 le 01/01	+11.0%	+15.1%
Cuivre (tonne)	8 967	9 456 le 25/02	7 749 le 01/01	+15.7%	+20.0%
Blé (tonne)	236	2.6 le 15/01	236 le 26/03	-4.8%	-1.2%
Mais (tonne)	215	2.2 le 08/02	188 le 04/01	+14.2%	+18.4%

Au 26-3-21

Variations

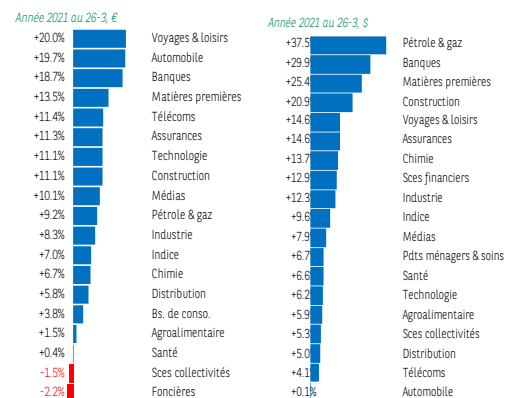
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 21	+bas 21	2021
Monde				
MSCI Monde	2 815	2 830 le 15/02	2 662 le 29/01	+4.6%
Amérique du Nord				
S&P500	3 975	3 975 le 26/03	3 701 le 04/01	+5.8%
Europe				
EuroStoxx50	3 867	3 868 le 18/03	3 481 le 29/01	+8.8%
CAC 40	5 989	6 063 le 18/03	5 399 le 29/01	+7.9%
DAX 30	14 749	14 776 le 18/03	13 433 le 29/01	+7.5%
IBEX 35	8 498	8 658 le 16/03	7 758 le 29/01	+5.3%
FTSE100	6 741	6 873 le 08/01	6 407 le 29/01	+4.3%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 127	1 137 le 18/03	1 044 le 06/01	+7.9%
Nikkei	29 177	30 468 le 16/02	27 056 le 06/01	+6.3%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 307	1 445 le 17/02	1 288 le 25/03	+1.3%
Chine	108	130 le 17/02	106 le 25/03	-0.6%
Inde	705	736 le 03/03	659 le 29/01	+3.7%
Brésil	1 623	1 941 le 14/01	1 561 le 09/03	-4.8%
Russie	690	740 le 16/03	647 le 01/02	+5.4%

Au 26-3-21

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCE : THOMSON REUTERS

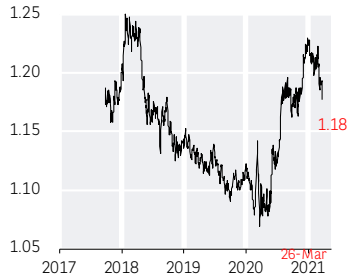


BNP PARIBAS

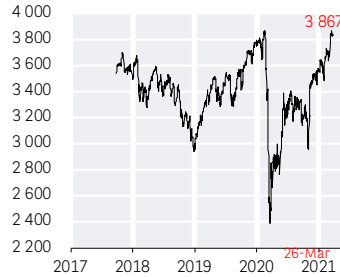
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



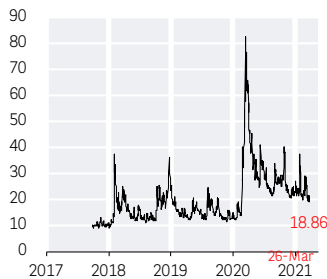
EUROSTOXX50



S&P500



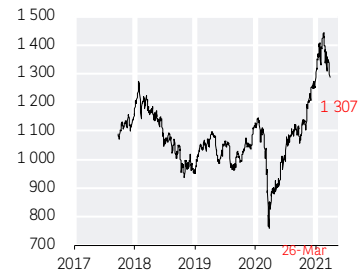
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



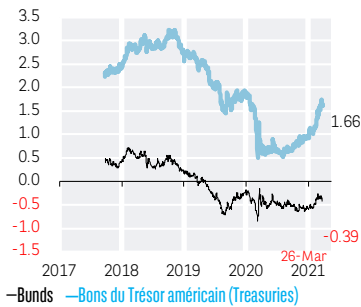
MSCI MONDE (USD)



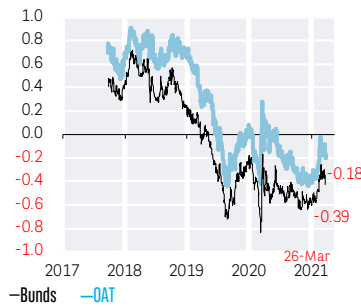
MSCI ÉMERGENTS (USD)



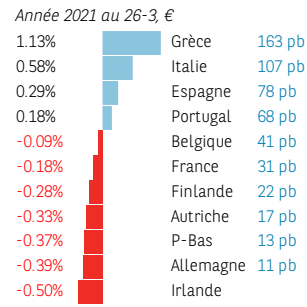
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



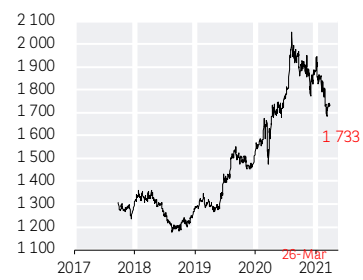
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ALLEMAGNE : LES PREMIERS BOURGEONS DU PRINTEMPS

Notre Baromètre fait état d'une légère dégradation du climat économique en Allemagne ces derniers mois. La zone en bleu du graphique a rétréci par rapport à la situation d'il y a trois mois (zone délimitée par les pointillés), principalement en raison de l'effondrement des ventes de détail. Hors TVA, celles-ci ont en effet reculé de 4,8 % en janvier par rapport au mois précédent, ce qui s'explique en partie par la fermeture des magasins non essentiels depuis la mi-décembre. Ajoutons que les consommateurs avaient avancé leurs achats ce mois-là, le taux réduit de TVA temporaire devant expirer au 1er janvier. D'autres indicateurs de l'activité dans les services et le commerce, comme l'indice GfK de confiance des ménages ou les indices du climat des affaires de l'institut IFO pour ces secteurs étaient un peu plus faibles, ces trois derniers mois, par rapport aux trois mois précédents.

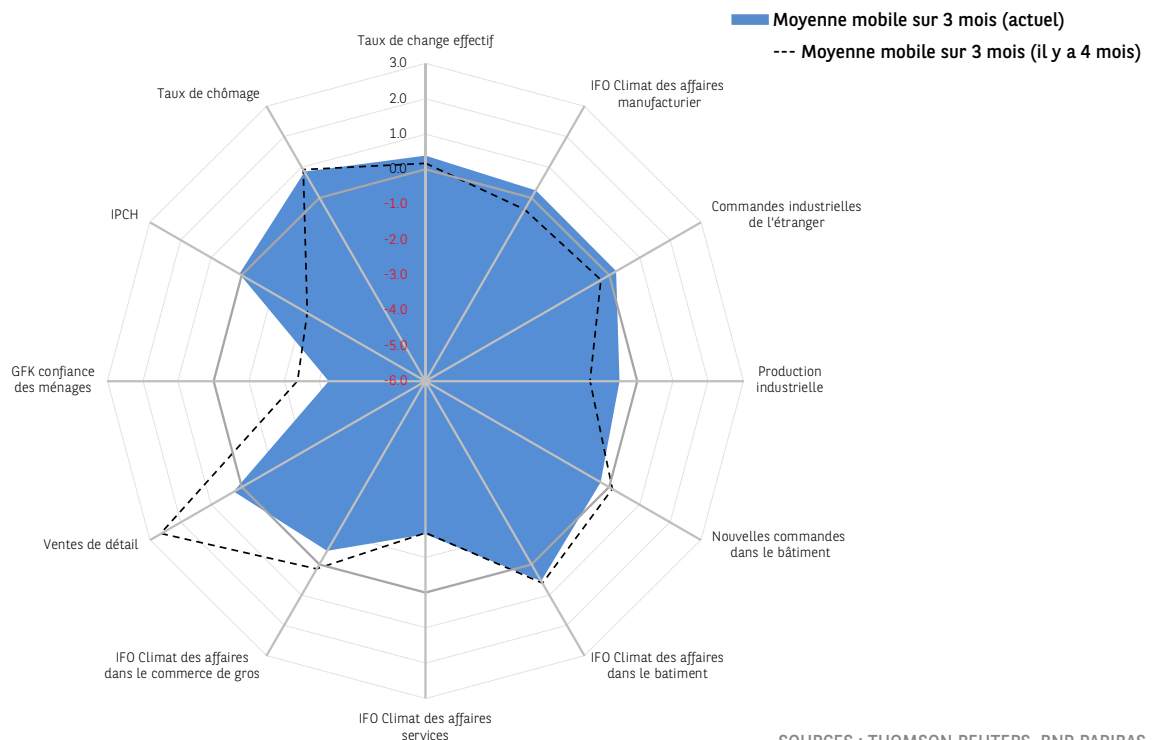
On peut toutefois noter quelques premiers signes d'amélioration. En mars, la confiance des ménages s'est redressée à la suite de l'assouplissement des restrictions sanitaires, et l'institut GfK estime que cette tendance va encore se renforcer en avril. Mais les consommateurs pourraient s'être réjouis trop vite. L'enquête ayant eu lieu en début de mois, elle ne tenait pas compte des problèmes entourant le vaccin d'AstraZeneca, ni de la forte progression du nombre de contaminations. Il est probable que les ménages modèrent leurs

espoirs de voir la crise bientôt se terminer, ce que devrait refléter la prochaine enquête. Toutefois, la vaccination avance malgré la pénurie de doses et les mesures de confinement sont prolongées jusqu'au 18 avril. Ainsi, la courbe des nouveaux cas devrait fléchir, ce qui laisse espérer un retour à la normale. L'enquête IFO a également fait état d'une nette amélioration pour le commerce et les services en mars. Néanmoins, la situation reste mauvaise, avec quelques exceptions notables telles que les supermarchés et les fournisseurs de services informatiques.

Les conditions économiques dans l'industrie manufacturière et dans la construction se sont globalement améliorées, comme le prouve le léger élargissement de la zone en bleu vers la partie droite du graphique. Les indicateurs restent cependant proches de leur moyenne à long terme (dodécagone intérieur, ligne continue à zéro). Selon l'enquête IFO de mars, les constructeurs étaient plus satisfaits de leur activité actuelle. De plus, leurs attentes sont au plus haut niveau depuis novembre 2010. Un optimisme similaire a été noté dans le secteur de la construction. Bref, l'économie devrait connaître un fort rebond au printemps.

Raymond Van Der Putten

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 -6 et +3. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



BAROMÈTRE

7

ROYAUME-UNI : PEUT-ÊTRE LA FIN DU COMMENCEMENT

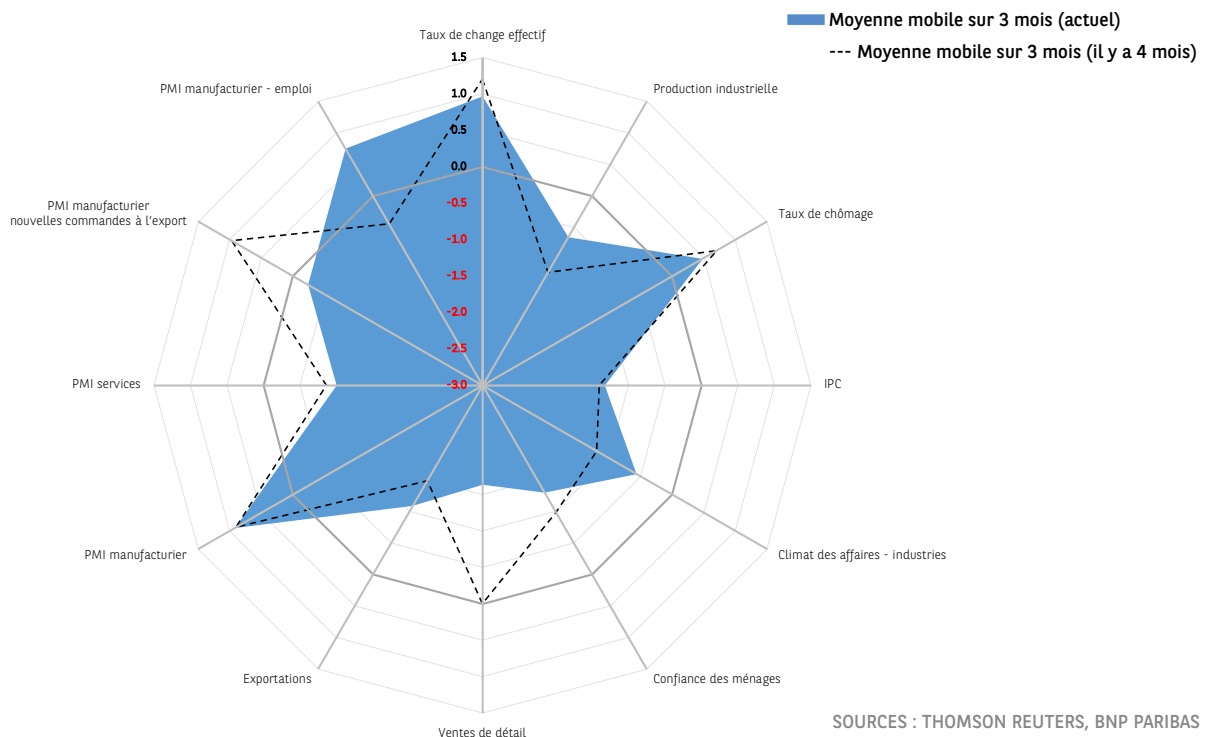
Particulièrement endeuillé par l'épidémie de Covid-19 (plus de 126 000 Britanniques y ont déjà succombé), le Royaume-Uni n'en reste pas moins l'un des pays qui, aujourd'hui, vaccinent le plus. Avec 31 millions de doses injectées depuis le début de l'année, le taux de couverture de sa population atteint 46%, contre 14% seulement dans l'Union européenne (UE), dont le retard comme le degré de frustration vis-à-vis de son fournisseur britannique augmentent.

Conséquence outre-Manche, la maladie régresse. Avec désormais moins de 90 décès quotidiens (contre 1 500 au pic de la vague épidémique de janvier) et un taux de contaminations au plus bas depuis l'apparition du virus, l'espoir d'en sortir se matérialise enfin. Soumise à la double peine du Brexit et de la crise sanitaire, l'économie parvient même à se stabiliser. En janvier, un confinement strict ainsi qu'une chute historique des exportations vers l'UE - conséquence de la réintroduction des barrières non-tarifaires - ont encore fait baisser le PIB de 3%, après que celui-ci eut déjà chuté de près de 10% en 2020. Mais depuis, les indicateurs d'activité se redressent. C'est notamment

le cas des enquêtes auprès des directeurs d'achat, plus optimistes, ou encore des rapports de mobilité fournis par le moteur de recherche Google, moins figés. Présenté le 3 mars dernier par le Chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak, le Budget de la prochaine année fiscale (avril 2021-avril 2022) se veut résolument combatif. Déjà très sollicité en 2020 (où les déficits publics se sont affichés à 16,9% du PIB), il prévoit d'engager directement 60 milliards de livres, ou 3 points de PIB supplémentaires, dans l'économie afin de l'aider à surmonter l'épidémie. Le temps des sacrifices (hausse du taux de l'impôt sur les sociétés, gel des barèmes de l'impôt sur les revenus, etc.) viendra, lui, plus tard... en 2023.

Jean-Luc Proutat

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 -3 et +1,5. 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.



RECRUESCENCE DE LA PANDÉMIE SUR FOND DE CAMPAGNES DE VACCINATION À DEUX VITESSES

Selon les dernières données de l'Université Johns-Hopkins, le nombre de cas de Covid-19 continue d'augmenter dans le monde. Cette recrudescence s'observe en Europe, en Asie (à l'exception de la Chine) et sur l'ensemble du continent américain (graphique 1). Néanmoins, les États-Unis et le Royaume-Uni enregistrent une baisse notable du nombre de cas depuis la mi-janvier.

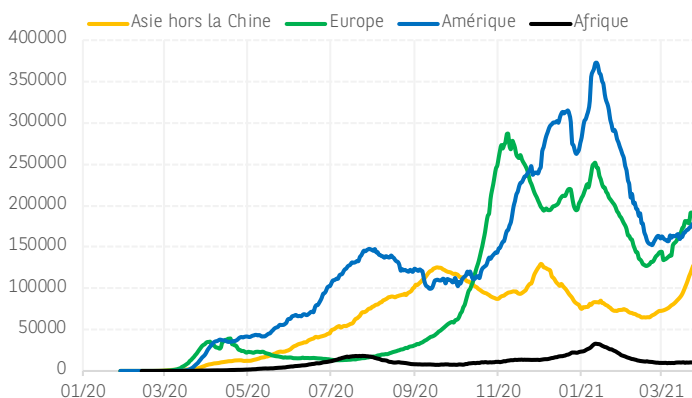
Cette recrudescence de la pandémie a contraint certains pays à durcir les restrictions sanitaires mises en place ces derniers mois. À titre d'exemple, l'Italie et la France ont opté pour un durcissement des mesures au niveau régional, depuis le 15 mars et le 20 mars respectivement. L'impact négatif de ces durcissements est manifeste dans le dernier rapport Google sur la mobilité. L'Italie et la France enregistrent une diminution de la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs avec des baisses respectives de -49% et -41% en moyenne mobile sur sept jours par rapport à la référence* (graphique 3). En revanche, la fréquentation continue de s'améliorer en Allemagne atteignant -39% par rapport à la référence. Malgré une légère amélioration, la fréquentation des commerces et des établissements de loisirs au Royaume-Uni reste la plus affectée, autour de -52 % en dessous de la référence.

Malgré un contexte sanitaire sans amélioration, l'indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB continue de s'améliorer. Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends résultant de requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. Notons toutefois que ces calculs pourraient refléter en partie un effet de base (graphique 3).

Enfin, le déploiement du dispositif de vaccination est vital pour un retour à la normale de l'économie mondiale. En un mois, le nombre de doses administrées pour 100 personnes a progressé de 2 points dans le monde : 3,7% de la population mondiale a ainsi reçu au moins une dose (graphique 2) contre 1,7% le mois précédent. Ce chiffre reste très faible et montre également une hétérogénéité dans les campagnes de vaccinations. Par pays, Israël est toujours en tête, 60,1% de sa population ayant reçu au moins une dose soit une progression de 7,2 points sur un mois. Viennent ensuite le Royaume-Uni (42,2%), le Chili (31,1%) et les États-Unis (25,6%). Ces trois pays enregistrent la plus forte variation sur un mois, avec une progression de 15,3 points, 14,7 points et 12,0 points respectivement. Dans l'Union européenne, la vaccination reste hétérogène. Seulement 9,7% de la population de l'UE a reçu au moins une dose, ce qui la positionne loin derrière le Royaume-Uni et les États-Unis.

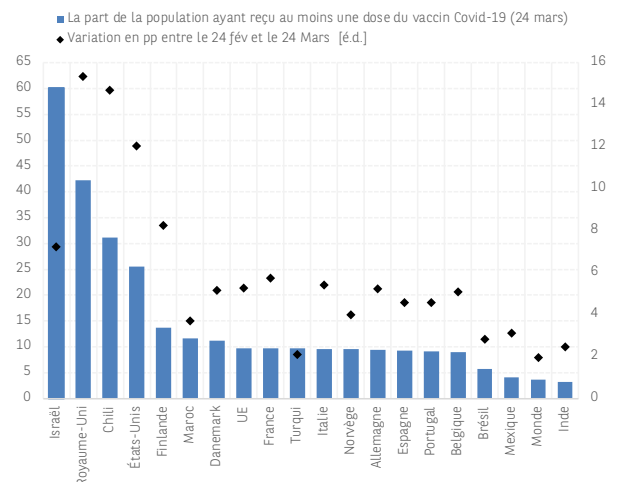
Tarik Rharrab

NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

PART DE LA POPULATION AYANT REÇU AU MOINS UNE DOSE DE VACCIN



GRAPHIQUE 2

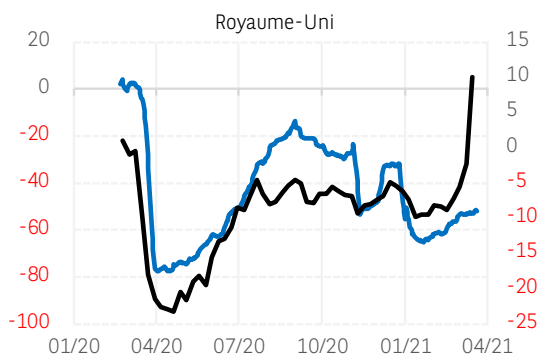
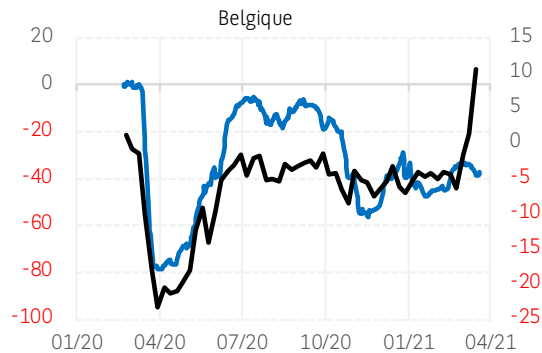
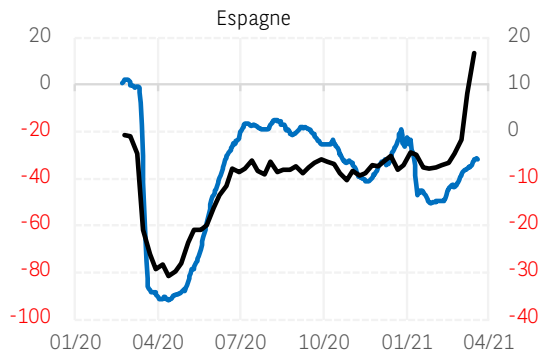
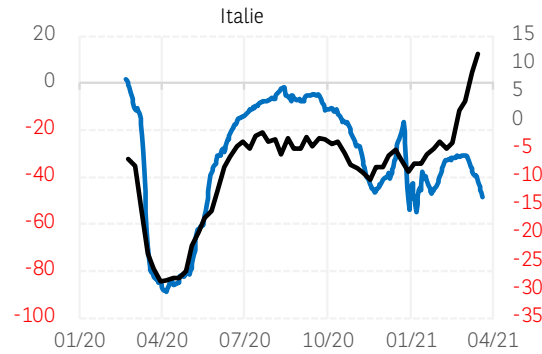
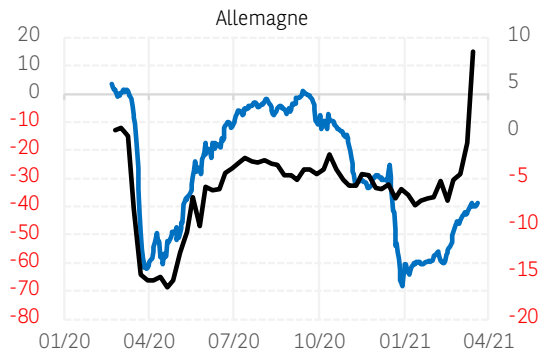
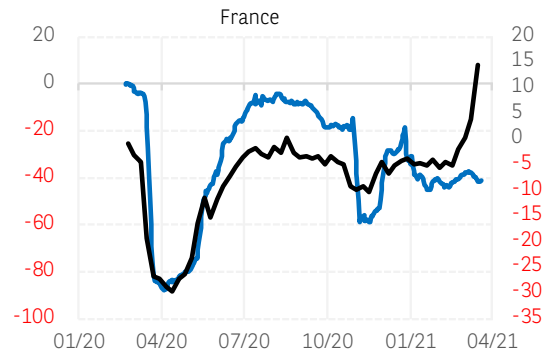
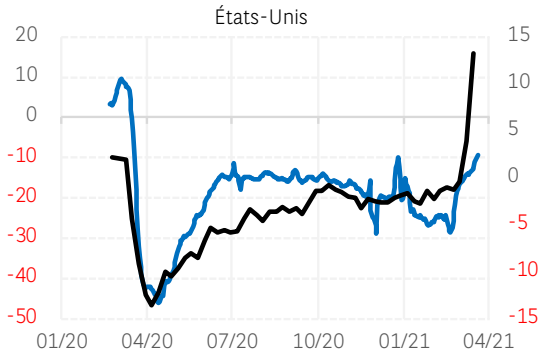
SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (24/03/2021), BNP PARIBAS

* 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.



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE (G.A.)

— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement annuel du PIB [é.d.]



SOURCES : OCDE (24/03/2021), GOOGLE (23/03/2021), 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 & CHANGES

Aux États-Unis, la politique monétaire devrait rester inchangée pendant un bon moment : le FOMC souhaite en effet que l'inflation dépasse le seuil de 2 % pour compenser une hausse des prix restée trop longtemps en dessous de cet objectif. Aussi a-t-il décidé, lors de sa réunion du mois de décembre, de maintenir le rythme actuel d'achats d'actifs « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi et d'inflation. D'autres mesures pourraient être prises en cas d'aggravation de la situation économique. Les rendements des *Treasuries* devraient évoluer à la hausse sous l'effet du programme de relance budgétaire et de la reprise économique, mais aussi en raison du choix de la Fed qui vise, du moins temporairement, une inflation supérieure à 2 %.

Dans la zone euro, la BCE a encore assoupli sa politique monétaire lors de la réunion du mois de décembre. Elle a, en particulier, décidé d'augmenter l'enveloppe du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou PEPP) et de prolonger sa durée au moins jusqu'à la fin du mois de mars 2022. Ces mesures visent à soutenir l'économie de manière à provoquer un rebond de l'inflation, qui

a reculé à un niveau très bas. Cette orientation très accommodante – qui sera maintenue assez longtemps – devrait limiter les écarts de rendement des obligations souveraines, sachant qu'à un moment donné, les spéculations selon lesquelles la date de fin du PEPP ne pourra plus être reportée finiront probablement par provoquer un élargissement des *spreads*. Comme toujours, les taux longs en zone euro seront largement affectés par les rendements américains. La perspective d'une reprise plus durable, grâce au déploiement du vaccin, devrait contribuer à une légère remontée des rendements obligataires.

La Banque du Japon ne devrait pas changer son orientation, et notamment sa stratégie de contrôle de la courbe des rendements.

Nous prévoyons un affaiblissement du dollar US face à l'euro. En raison du faible écart de taux d'intérêt à court terme, les frais de couverture de l'exposition au dollar pour les investisseurs internationaux sont faibles. L'euro reste sous-évalué face au dollar et la nouvelle stratégie de la Fed, basée sur une inflation moyenne, reflète une orientation plus accommodante que celle de la BCE, ce qui devrait soutenir l'euro. Ces facteurs jouent aussi pour le dollar face au yen.

CROISSANCE ET INFLATION

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

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} 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, % Fin de période	2021				2021e	2022e
	T1e	T2e	T3e	T4e		
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
E-Unis (borne supérieure)	1.10	1.20	1.30	2.00	2.00	
Treas. 10a						
Z. euro Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a	-0.35	-0.50	-0.40	-0.20	-0.20	0.10
OAT 10a	-0.10	-0.25	-0.15	0.10	0.10	0.50
BTP 10 ans	0.75	0.60	0.80	1.20	1.20	1.70
BONO 10 ans	0.35	0.20	0.40	0.60	0.60	1.00
R-Uni Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gilt 10a	0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.75
Japon Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
JGB 10a	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.15

Taux de change Fin de période	2021				2021e	2022e
	T1e	T2e	T3e	T4e		
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 moyenne de la période	2021				2021e	2022e
	T1e	T2e	T3e	T4e		
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

Le Royaume-Uni a affiché des données économiques plutôt bonnes. Le taux de chômage a baissé légèrement (le consensus tablait sur une hausse) et les indices des directeurs d'achat (PMI) se sont améliorés, en particulier ceux relatifs au secteur des services, qui ont largement dépassé les attentes. À noter que l'inflation a marqué une baisse inattendue. Au Japon, les PMI « flash » de mars n'ont que peu varié par rapport au mois précédent. En France, la confiance du milieu des affaires a connu une forte augmentation, bien au-delà des attentes, et les PMI « flash » se sont également améliorés. Le consensus avait misé sur des chiffres stables. Les PMI « flash » pour l'Allemagne et la zone euro en mars se sont révélés bien meilleurs qu'au mois dernier, dépassant nettement les attentes. La confiance des consommateurs en Allemagne et dans la zone euro s'est également améliorée de même que l'indice IFO du climat des affaires. Aux États-Unis, les PMI « flash » sont restés stables tandis que l'indice des demandes initiales d'assurance chômage s'est grandement amélioré, passant en-dessous du chiffre de 700 000. La confiance de l'Université du Michigan a montré quelque amélioration. Comme prévu, les revenus personnels en février ont enregistré une forte baisse par rapport à janvier. Au cours de ce mois, les ménages avaient pu bénéficier des aides de l'État approuvées par le Congrès au mois de décembre de l'année écoulée.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
23/03/2021	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Janv.	5,2%	5,0%	5,1%
23/03/2021	États-Unis	Ventes de nouveaux logements m/m	Févr.	-5,7%	-18,2%	4,3%
24/03/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mars	--	52	51,4
24/03/2021	Japon	PMI services (Jibun Bank)	Mars	--	46,5	46,3
24/03/2021	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mars	--	48,3	48,2
24/03/2021	Royaume-Uni	Déflateur de l'inflation g.a.	Févr.	1,4%	0,9%	1,4%
24/03/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mars	56,3	58,8	56,1
24/03/2021	France	PMI services (Markit)	Mars	45,5	47,8	45,6
24/03/2021	France	PMI composite (Markit)	Mars	47,2	49,5	47,0
24/03/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mars	60,5	66,6	60,7
24/03/2021	Allemagne	PMI services (Markit)	Mars	46,5	50,8	45,7
24/03/2021	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mars	51,6	56,8	51,1
24/03/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mars	57,6	62,4	57,9
24/03/2021	Zone euro	PMI services (Markit)	Mars	46	48,8	45,7
24/03/2021	Zone euro	PMI composite (Markit)	Mars	49,1	52,5	48,8
24/03/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mars	55	57,9	55,1
24/03/2021	Royaume-Uni	PMI services (Markit/CIPS)	Mars	51	56,8	49,5
24/03/2021	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mars	51,4	56,6	49,6
24/03/2021	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Févr.	0,50%	-0,80%	0,40%
24/03/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mars	59,5	59,0	58,6
24/03/2021	États-Unis	PMI services (Markit)	Mars	60,1	60,0	59,8
24/03/2021	États-Unis	PMI composite (Markit)	Mars	--	59,1	59,5

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
24/03/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mars	-14,5	-10,8	-14,8
25/03/2021	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Avril	-12,1	-6,2	-12,9
25/03/2021	France	Climat des affaires	Mars	91,0	97,0	90,0
25/03/2021	Eurozone	Bulletin économique de la BCE				
25/03/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance-chômage	Mars	730k	684k	770k
25/03/2021	États-Unis	PIB annualisé t/t	T4	4,1%	4,3%	4,1%
26/03/2021	Japon	IPC de Tokyo hors aliments frais et énergie g.a.	Mars	0,2%	0,3%	0,2%
26/03/2021	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et carburant m/m	Févr.	1,7%	2,4%	-8,8%
26/03/2021	Allemagne	Attentes (IFO)	Mars	95,0	100,4	94,2
26/03/2021	Allemagne	Evaluation en cours (IFO)	Mars	91,3	93,0	90,6
26/03/2021	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Mars	93,2	96,6	92,4
26/03/2021	États-Unis	Revenus personnels	Févr.	-7,20%	-7,10%	10,00%
26/03/2021	États-Unis	Dépenses personnelles	Févr.	-0,80%	-1,00%	2,40%
26/03/2021	États-Unis	Sentiment économique (Université du Michigan)	Mars	83,6	84,9	83
26/03/2021	États-Unis	Conditions actuelles (Université du Michigan)	Mars	93,1	93	91,5
26/03/2021	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mars	78,8	79,7	77,5
26/03/2021	États-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Mars	--	3,10%	3,10%
26/03/2021	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mars	--	2,80%	2,70%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine chargée s'annonce avec, en vedette, le rapport sur le marché du travail aux États-Unis. Auparavant, les indices PMI pour plusieurs pays et l'indice ISM pour les États-Unis auront été publiés. Les résultats de l'enquête du Conference Board sur la confiance des consommateurs aux États-Unis seront communiqués de même que ceux des enquêtes de confiance de la Commission européenne. Par ailleurs, l'indice de la confiance des consommateurs en France et les résultats de l'enquête Tankan au Japon seront publiés.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
30/03/2021	Japon	Ventes de détail m/m	Févr.	--	-0,50%
30/03/2021	France	Confiance des consommateurs	Mars	--	91
30/03/2021	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mars	--	--
30/03/2021	Zone euro	Confiance économique	Mars	--	93,4
30/03/2021	Zone euro	Confiance dans l'industrie	Mars	--	-3,3
30/03/2021	Zone euro	Confiance dans le secteur des services	Mars	--	-17,1
30/03/2021	États-Unis	Confiance du Conference Board	Mars	96	91,3
30/03/2021	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Mars	--	92
30/03/2021	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Mars	--	90,8
31/03/2021	Chine	PMI non-manufacturier	Mars	52	51,4
31/03/2021	Chine	PMI manufacturier	Mars	51	50,6
31/03/2021	Chine	PMI composite	Mars	--	51,6
31/03/2021	Royaume-Uni	PIB t/t	T4	--	1,00%
31/03/2021	France	Dépenses des consommateurs m/m	Feb	--	-4,60%
31/03/2021	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mars	--	1,10%
01/04/2021	Japon	Tankan Petites entreprises manufacturières - Perspectives	T1	-20	-27
01/04/2021	Japon	Tankan Petites entreprises non-manufacturières - Perspectives	T1	-14	-12
01/04/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises manufacturières - Perspectives	T1	0	-10
01/04/2021	Japon	Tankan Grandes entreprises non-manufacturières - Perspectives	T1	-4	-5
01/04/2021	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mars	--	--
01/04/2021	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Mars	51,2	50,9
01/04/2021	France	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	--
01/04/2021	Allemagne	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	--
01/04/2021	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	--
01/04/2021	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	--
01/04/2021	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	--	--
01/04/2021	États-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	--
01/04/2021	États-Unis	ISM manufacturier	Mars	60,5	60,8
01/04/2021	États-Unis	Prix payés (ISM)	Mars	--	86
01/04/2021	États-Unis	Emploi (ISM)	Mars	--	54,4
02/04/2021	États-Unis	Evolution de l'emploi non agricole	Mars	580k	379k
02/04/2021	États-Unis	Taux de chômage	Mars	6,00%	6,20%
02/04/2021	États-Unis	Taux d'activité	Mars	--	61,40%
02/04/2021	États-Unis	Taux de sous-emploi	Mars	--	11,10%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

Les banques conservent de l'appétit pour les TLTRO	EcoTVWeek	26 mars 2021
Remontée des rendements des treasuries : aucune répercussion, pour le moment, sur les marchés obligataires émergents	Chart of the Week	24 mars 2021
Etats-Unis : Le plan de relance américain va-t-il trop loin?	EcoFlash	23 mars 2021
Pays-Bas : Victoire des libéraux aux élections législatives	EcoFlash	22 mars 2021
EcoWeek 21.11 -Édition du 22 mars 2021	EcoWeek	22 mars 2021
France : état des lieux après un an de crise	EcoTVWeek	19 mars 2021
Danemark : une rémunération négative s'applique à plus de 80% de l'encours des dépôts des entreprises	Graphique de la Semaine	17 mars 2021
EcoWeek 21.10 - Édition du 15 mars 2021	EcoWeek	15 mars 2021
EcoTV de mars 2021	EcoTV	11 mars 2021
France : la dette, pas seulement une question de taille	Graphique de la Semaine	10 mars 2021
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	9 mars 2021
Zone Euro : Doit-on craindre un durcissement des conditions financières dans la zone euro ?	EcoWeek	5 mars 2021
La remontée des rendements obligataires implique-t-elle un contrôle de la courbe des taux ?	EcoTVWeek	5 mars 2021
Inde : Rebond de la croissance de 0,4% au troisième trimestre de l'exercice budgétaire	Graphique de la Semaine	3 mars 2021
Royaume-Uni : Quelle trajectoire pour les finances publiques du Royaume-Uni après la crise de la Covid-19 ?	Conjoncture	2 mars 2021
Europe : le choc de la Covid-19 et la crainte d'une zombification accélérée	Conjoncture	2 mars 2021
EcoWeek 21.08 - Édition du 26 février 2021	EcoWeek	26 février 2021
Europe Centrale : les sauts de puce de la croissance	EcoTVWeek	26 février 2021
La branche hébergement – restauration a eu un recours intensif aux PGE	Graphique de la Semaine	24 février 2021
EcoWeek 21.07 - Édition du 19 février 2021	EcoWeek	19 février 2021
Espagne : le débat sur la réforme des retraites refait surface	EcoTVWeek	19 février 2021
Afrique Subsaharienne : Face au risque de surendettement en Afrique	Conjoncture	18 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 ÉMERGENTES 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 - 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