

2-3

ÉDITORIAL

Ruptures d'approvisionnement, quelques signes encourageants

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-13

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : indices PMI, État-Unis, Allemagne, mobilité & vaccination.

14

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

15-17

CALENDRIER

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

18

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

RUPTURES D'APPROVISIONNEMENT, QUELQUES SIGNES ENCOURAGEANTS

Le cycle économique actuel est atypique, et cela influence la démarche analytique. L'attention se porte sur l'offre et sa capacité à répondre au niveau de la demande, plutôt que sur la demande elle-même. Les ruptures d'approvisionnement jouent un rôle central mais les récents indices PMI suggèrent que le plus dur serait derrière nous. Dans la zone euro comme aux États-Unis, la part des entreprises confrontées à une hausse des prix des intrants, et qui envisagent d'augmenter leurs prix à la production, a commencé à diminuer. De plus, les délais de livraison raccourcissent. L'indice des tensions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale de la Réserve fédérale de New York semble avoir atteint un pic. Néanmoins, la visibilité est très faible. Étant donné l'importance des ruptures d'approvisionnement dans les perspectives de croissance et d'inflation, l'incertitude des prévisions devrait rester très élevée.

L'analyse du cycle économique se concentre généralement sur le volet de la demande, et vise à déterminer si la croissance sera faible ou forte. Pour cela, elle intègre différentes variables telles que le revenu des ménages, le marché du travail, la confiance, les bénéfices des entreprises, les taux d'intérêt, etc.

Cette approche est logique. Après tout, la production évolue en fonction de la demande. Ce n'est qu'à un stade avancé du cycle économique que l'offre peut être au centre de l'analyse cyclique, lorsque des goulets d'étranglement apparaissent sur le marché du travail ou celui des produits, et entraînent un risque de hausse des salaires et de l'inflation.

Le cycle économique actuel est atypique, et cela influence la démarche analytique. La situation sanitaire (attendue) est bien sûr essentielle – par son influence sur les dépenses, la mobilité, la production – pour évaluer les perspectives conjoncturelles. Néanmoins, une fois ce facteur pris en compte, l'accent est mis sur l'offre et sa capacité à répondre au niveau de la demande, plutôt que sur la demande elle-même.

La vigueur de la demande à court terme ne fait aucun doute dans la plupart des économies avancées¹, alors que depuis de nombreux mois déjà, les ruptures d'approvisionnement pèsent sur la demande et freinent la croissance mondiale.

Une telle situation soulève de nombreuses questions. Les perspectives de croissance dépendent dans une large mesure du relâchement ou non des contraintes d'offre. En outre, il est difficile d'évaluer l'état réel de la demande. Aux États-Unis, les dernières minutes du FOMC en sont l'illustration : « La demande de logements est restée forte... Les pénuries de matériaux semblent avoir gêné la finition des constructions... » L'investissement des entreprises américaines souffre également des contraintes d'offre : « La croissance de l'investissement fixe des entreprises semble augmenter de nouveau à un rythme lent au quatrième trimestre, les goulets d'étranglement de l'offre continuant de peser sur leurs dépenses d'équipement, et la disponibilité limitée

1 Les dépenses des ménages devraient être soutenues par la croissance du revenu, la confiance, la baisse du taux de chômage, les taux d'intérêt faibles et l'épargne accumulée pendant le déconfinement, tandis que l'inflation forte constitue un facteur négatif. Les investissements des entreprises devraient bénéficier de l'augmentation des bénéfices, de l'utilisation croissante des capacités de production, de bonnes perspectives côté demande, de taux d'intérêt faibles et d'un accès facile au financement. En outre, dans la zone euro, la politique budgétaire soutiendra également la croissance.

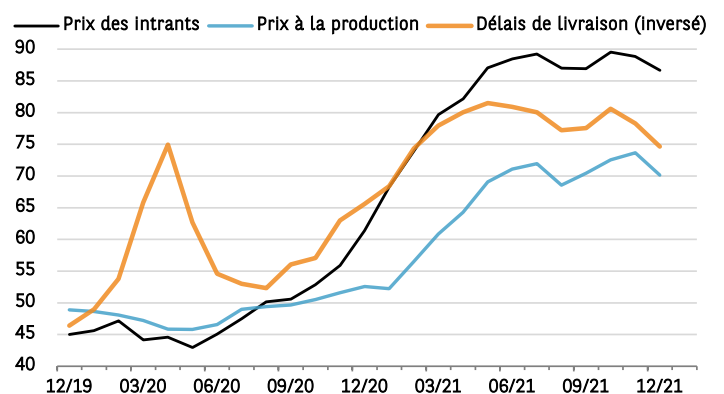
de matériaux freine toujours les dépenses dans les constructions non résidentielles. »

L'estimation de l'évolution possible de l'inflation est également plus complexe² et le degré d'incertitude des prévisions d'inflation est plus élevé qu'auparavant. C'est ce qu'a reconnu Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, dans une récente interview : « Nous sommes conscients de l'incertitude entourant nos projections d'inflation. Les risques sont orientés à la hausse. »³ Elle a également souligné le rôle des données d'enquête : « La plupart des économistes ne s'attendaient pas une hausse de l'inflation d'une telle ampleur. Nous comptons de plus en plus sur des enquêtes auprès des entreprises et des ménages pour mieux comprendre ce qui se passe. Certaines entreprises disent s'attendre à ce que les goulets d'étranglement durent jusqu'en 2023. »

2 Historiquement, l'amplitude cyclique des enquêtes PMI sur les prix des *inputs* et des *outputs* était plutôt stable mais depuis la pandémie, elle dépasse la bande historique. Cela signifie que les relations statistiques antérieures entre les enquêtes et les prix à la production et à la consommation pourraient ne plus prévaloir, rendant plus difficiles les prévisions d'inflation.

3 Interview dans Le Monde d'Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, réalisé par Eric Albert le 16 décembre et publié le 22 décembre 2021.

ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER, TENSIONS SUR LES PRIX



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IHS MARKIT, BNP PARIBAS

Malgré les fortes tensions du côté de l'offre, des signes encourageants semblent indiquer qu'elles commencent à se relâcher.

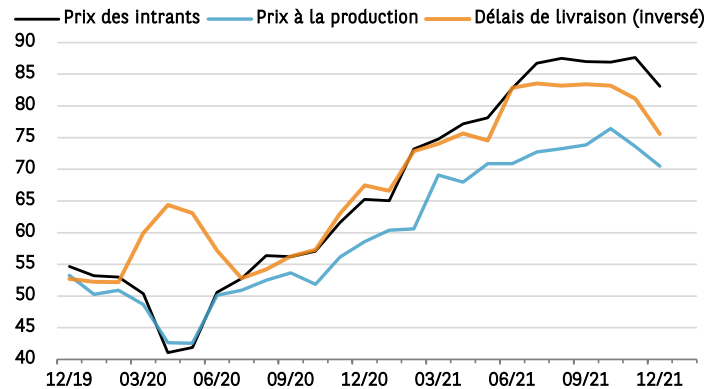
D'après les dernières données des indices des directeurs des achats (PMI), le pire est peut-être derrière nous en matière de ruptures d'approvisionnement (cf. graphiques 1 et 2). Ainsi, dans la zone euro comme aux États-Unis, la part des entreprises, confrontées à une hausse des prix des intrants et qui envisagent d'augmenter leurs prix à la production, a commencé à diminuer. De plus, les délais de livraison raccourcissent. Cela donne à penser que les pressions sur les prix diminuent, tout en restant à des niveaux très élevés.

L'indice des tensions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale de la Réserve fédérale de New York permet une évaluation plus complète. Il est basé sur des indicateurs portant sur les coûts de transport transfrontaliers, et sur les indices PMI⁴ pour le secteur manufacturier. Les premiers indicateurs proviennent de l'indice Baltic Dry sur le coût de l'expédition des matières premières, de l'indice Harpex qui suit les taux d'expédition des conteneurs, et des indices des prix du fret aérien à l'étranger et à l'arrivée pour le transport aérien entre les États-Unis, d'une part, et l'Asie et l'Europe, d'autre part. Concernant les enquêtes PMI, trois séries sont utilisées : le délai de livraison, les carnets de commandes et les stocks achetés, ce qui permet de mesurer l'ampleur de l'accumulation des stocks⁵. De plus, les données PMI sont corrigées pour tenir compte de l'influence des fluctuations de la demande⁶. Selon les économistes de la Fed de New York, l'indice « *semble suggérer que les tensions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale, bien qu'historiquement élevées, ont atteint un sommet et pourraient commencer à se réduire légèrement* ».

La visibilité est toutefois très faible. Dans un récent article du *Financial Times*⁷, des sources dans l'industrie affirment que la congestion des ports pourrait durer encore un certain temps. De plus, le variant Omicron pourrait causer d'autres perturbations si les taux d'infection élevés provoquaient une pénurie de personnel. Étant donné l'importance des ruptures d'approvisionnement dans les perspectives de croissance et d'inflation, l'incertitude des prévisions devrait rester très élevée.

William De Vijlder

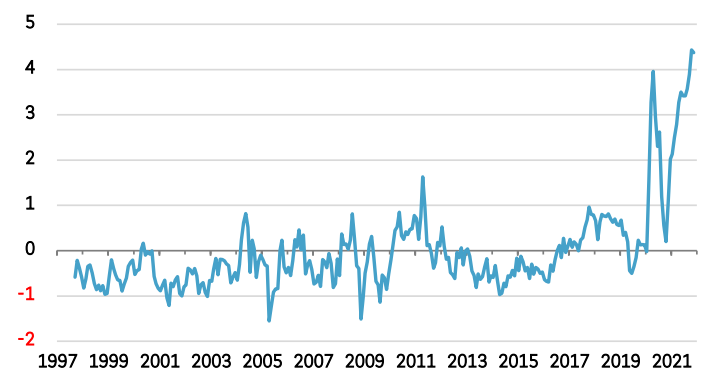
ÉTATS-UNIS : PMI MANUFACTURIER, TENSIONS SUR LES PRIX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IHS MARKIT, BNP PARIBAS

TENSIONS SUR LA CHAÎNE D'APPROVISIONNEMENT (INDICE AGRÉGÉ MONDIAL)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK, BNP PARIBAS

4 Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, *A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, January 4, 2022, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/01/a-new-barometer-of-global-supply-chain-pressures/>.

5 Cela couvre la zone euro, la Chine, le Japon, la Corée du Sud, Taiwan, le Royaume-Uni et les États-Unis.

6 On l'obtient par une régression entre les données PMI de la chaîne d'approvisionnement (délais de livraison, carnets de commandes et stocks achetés) et l'indice PMI des « nouvelles commandes » comme variable explicative. Les résidus de ces régressions, qui reflètent l'effet net lié à l'offre, sont ensuite intégrés dans l'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale.

7 *Is there an end in sight to supply chain disruption?*, *Financial Times*, 9 janvier 2022.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 31-12-21 au 7-1-22

➔ CAC 40	7 153	➔ 7 219	+0.9 %	
➔ S&P 500	4 766	➔ 4 677	-1.9 %	
➔ Volatilité (VIX)	17.2	➔ 18.8	+1.5 pb	
➔ Euribor 3m (%)	-0.57	➔ -0.58	-0.4 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	0.21	➔ 0.24	+2.7 pb	
➔ OAT 10a (%)	0.12	➔ 0.21	+8.3 pb	
➔ Bund 10a (%)	-0.18	➔ -0.08	+10.4 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	1.50	➔ 1.77	+27.1 pb	
➔ Euro vs dollar	1.14	➔ 1.13	-0.2 %	
➔ Or (once, \$)	1 822	➔ 1 792	-1.7 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	78.4	➔ 81.9	+4.4 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 22		+bas 22		Rendements (%)		+haut 22		+bas 22	
€ BCE	0.00	0.00	le 03/01	0.00	le 03/01	€ Moy. 5-7a	0.01	0.01	le 07/01	-0.04	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01	Bund 2a	-0.60	-0.60	le 07/01	-0.64	le 05/01
Euribor 3m	-0.58	-0.57	le 04/01	-0.58	le 05/01	Bund 10a	-0.08	-0.08	le 07/01	-0.13	le 04/01
Euribor 12m	-0.49	-0.49	le 07/01	-0.50	le 05/01	OAT 10a	0.21	0.21	le 07/01	0.15	le 04/01
\$ FED	0.25	0.25	le 03/01	0.25	le 03/01	Corp. BBB	0.95	0.95	le 07/01	0.90	le 05/01
Libor 3m	0.24	0.24	le 07/01	0.21	le 03/01	\$ Treas. 2a	0.79	0.81	le 06/01	0.70	le 04/01
Libor 12m	0.66	0.66	le 07/01	0.58	le 03/01	Treas. 10a	1.77	1.77	le 07/01	1.63	le 03/01
£ Bque Angl	0.25	0.25	le 03/01	0.25	le 03/01	High Yield	5.20	5.20	le 07/01	5.07	le 03/01
Libor 3m	0.49	0.49	le 07/01	0.26	le 03/01	£ Gilt. 2a	0.84	0.84	le 07/01	0.69	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01	Gilt. 10a	1.18	1.18	le 07/01	0.97	le 03/01

Au 7-1-22

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.13	1.13 le 07/01	1.13 le 03/01	-0.2%
GBP	0.84	0.84 le 03/01	0.83 le 04/01	-0.4%
CHF	1.04	1.04 le 07/01	1.03 le 04/01	+0.7%
JPY	131.22	131.33 le 04/01	130.20 le 03/01	+0.2%
AUD	1.58	1.58 le 07/01	1.56 le 05/01	+1.3%
CNY	7.23	7.23 le 07/01	7.20 le 03/01	-0.2%
BRL	6.42	6.44 le 06/01	6.40 le 03/01	+1.3%
RUB	85.38	86.31 le 06/01	84.45 le 03/01	+0.1%
INR	84.32	84.32 le 07/01	83.85 le 03/01	-0.2%

Au 7-1-22

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	81.9	82.0 le 06/01	79.0 le 03/01	+4.4%	+4.7%
Or (once)	1 792	1 825 le 05/01	1 792 le 07/01	-1.7%	-1.5%
Métaux, LME	4 524	4 541 le 04/01	4 489 le 06/01	+0.5%	+0.7%
Cuivre (tonne)	9 692	9 789 le 04/01	9 543 le 06/01	-0.5%	-0.3%
Blé (tonne)	290	2.9 le 04/01	285 le 06/01	+21.8%	+22.1%
Mais (tonne)	234	2.3 le 04/01	226 le 03/01	+2.4%	+2.6%

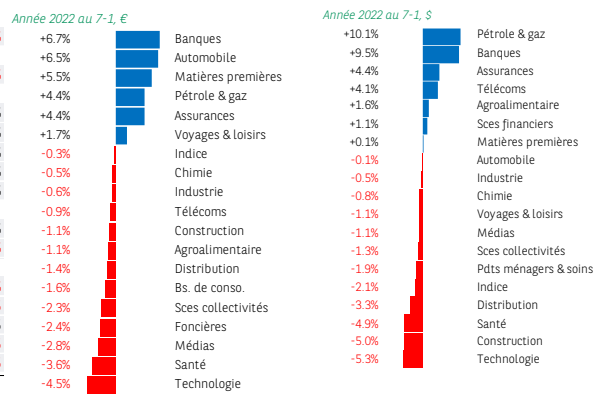
Au 7-1-22

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde				
MSCI Monde	3 178	3 248 le 04/01	3 178 le 07/01	-1.7%
Amérique du Nord				
S&P500	4 677	4 797 le 03/01	4 677 le 07/01	-1.9%
Europe				
EuroStoxx50	4 306	4 392 le 05/01	4 306 le 07/01	+0.2%
CAC 40	7 219	7 376 le 05/01	7 217 le 03/01	+0.9%
DAX 30	15 948	16 272 le 05/01	15 948 le 07/01	+0.4%
IBEX 35	8 752	8 796 le 04/01	8 752 le 07/01	+0.4%
FTSE100	7 485	7 517 le 05/01	7 385 le 03/01	+1.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 146	1 165 le 05/01	1 142 le 06/01	+0.4%
Nikkei	28 479	29 332 le 05/01	28 479 le 07/01	-1.1%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 226	1 235 le 04/01	1 217 le 06/01	-0.5%
Chine	82	83 le 03/01	80 le 05/01	-1.6%
Inde	863	865 le 05/01	856 le 03/01	+2.1%
Bésil	1 400	1 403 le 03/01	1 372 le 06/01	-0.9%
Russie	749	772 le 03/01	737 le 06/01	-0.9%

Au 7-1-22

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

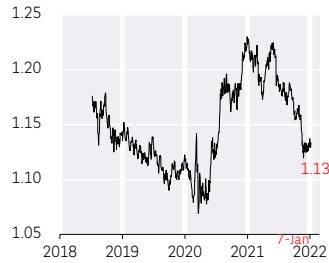


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



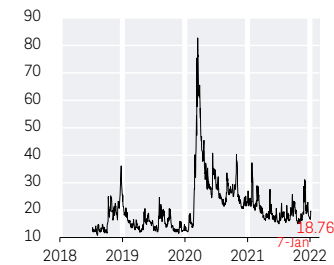
EUROSTOXX50



S&P500



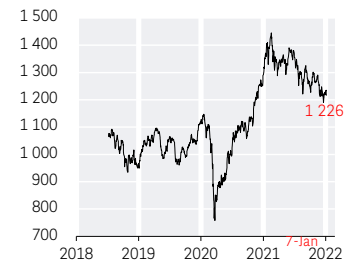
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



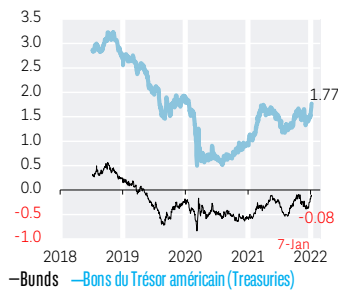
MSCI MONDE (USD)



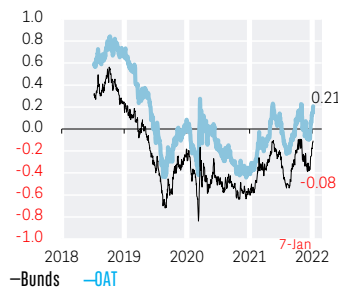
MSCI ÉMERGENTS (USD)



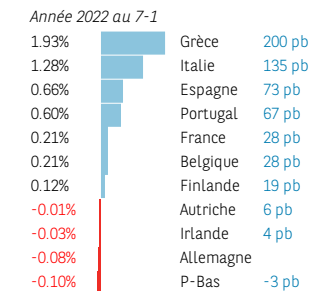
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



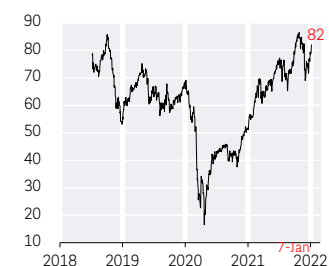
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS



PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



PMI : LES PRESSIONS SUR LES PRIX MANUFACTURIERS CONTINUENT DE S'ATTÉNUER, MAIS ELLES RESTENT ÉLEVÉES

Le PMI manufacturier mondial, resté stable en décembre, a peu évolué depuis le printemps 2021. Cela masque néanmoins d'importantes différences d'un pays à l'autre. Pour ce qui est des données les plus récentes, les États-Unis et la zone euro ont enregistré une légère baisse. Les chiffres sont restés pour l'essentiel inchangés en France et en Allemagne, tandis qu'ils ont accusé un repli en Italie et aux Pays-Bas. L'Italie affiche toujours le meilleur résultat de la zone euro. La République tchèque et la Pologne poursuivent leur progression. La Chine a fait mieux que le mois dernier tandis que l'Inde a enregistré un recul assez marqué.

En léger retrait aux États-Unis, le PMI des services s'est replié dans la zone euro, en Allemagne, en Irlande, en Italie et en Espagne. L'indice n'a guère bougé en France. Il a également enregistré une chute notable au Royaume-Uni. Ces évolutions reflètent l'impact de la vague Omicron. L'indice a fortement reflé au Japon et, encore plus, en Inde. La dynamique du PMI composite a été marquée par les évolutions enregistrées dans le secteur des services avec, par conséquent, un fléchissement des données relatives à la zone euro, l'Allemagne, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne et un indice quasiment inchangé en France. L'indice a aussi accusé une chute notable au Royaume-Uni.

À en juger par la composante « emploi » du PMI manufacturier, les perspectives du marché du travail restent favorables dans les économies avancées. Les chiffres se sont améliorés aux États-Unis et dans la zone euro, et ont fait un bond en Allemagne. L'indice s'est inscrit en fort repli aux Pays-Bas. Il a enregistré une nette progression en République tchèque et en Pologne. Il s'est stabilisé en Chine, mais à un niveau légèrement inférieur à 50, ce qui reste préoccupant. Les nouvelles commandes à l'exportation sont restées stables aux États-Unis et elles ont marqué le pas dans la zone euro, avec néanmoins des évolutions contrastées d'un pays à l'autre (en progression en France, mais en net repli en Allemagne et en Espagne). L'indice se maintient à un niveau faible au Royaume-Uni et en Chine. Il est en forte hausse au Brésil, au Mexique, en République tchèque, en Indonésie et au Vietnam. La composante « prix des intrants » du PMI est restée, de manière générale, à des niveaux très élevés. Cependant, après un décrochage en novembre, l'indice a accusé en décembre un nouveau repli aux États-Unis, dans la zone euro, en France, en Allemagne et en Irlande. Il a également évolué à la baisse dans plusieurs autres pays en décembre.

Dans le secteur des services, les pressions sur les prix des intrants se sont allégées dans la zone euro, mais elles se sont renforcées aux États-Unis. Les niveaux élevés enregistrés montrent que la grande majorité des entreprises continuent de faire face à des hausses de prix. Cela dit l'indice mondial des prix à la production manufacturière s'est inscrit en retrait pour le deuxième mois d'affilée, avec de nets décrochages aux États-Unis et dans plusieurs pays de la zone euro. La situation est, en outre, très hétérogène dans les pays émergents.

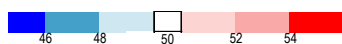
William De Vijlder

PMI MANUFACTURIER

	Marchés développés																	Marchés émergents																	
	A. Nord										Europe							Asie-Océanie		AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie							
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
mars-21	55.0	58.5	59.1	62.5	63.4	66.0	59.3	66.6	51.8	57.1	59.8	64.7	56.9	66.3	58.9	59.9	64.1	52.7	50.8	52.8	45.6	58.0	54.3	51.1	52.6	48.0	46.4	53.3	58.5	52.6	50.6	50.5	55.4	53.2	53.6
avr-21	55.9	57.2	60.5	62.9	64.7	67.0	58.9	66.2	54.4	60.8	60.7	67.2	57.7	69.5	60.9	61.7	58.2	53.6	50.9	52.3	48.4	58.9	53.7	50.4	50.4	47.7	47.1	55.2	58.1	52.7	51.9	50.3	55.5	54.6	54.7
mai-21	56.0	57.0	62.1	63.1	66.4	65.9	59.4	64.4	58.0	64.1	62.3	69.4	59.4	69.9	65.6	61.8	58.4	53.0	50.7	53.7	47.6	61.8	57.2	51.9	49.3	48.6	47.9	56.4	58.3	52.3	52.0	52.5	50.8	55.3	53.1
juin-21	55.5	56.5	62.1	63.4	67.0	65.6	59.0	65.1	58.6	64.0	62.2	68.8	60.4	66.7	63.9	63.2	60.0	52.4	50.8	56.4	48.8	62.7	59.4	49.2	51.3	49.9	47.5	56.4	57.5	52.2	51.3	51.4	48.1	53.5	44.1
juil-21	55.4	56.2	63.4	62.8	63.9	69.8	58.0	65.9	57.4	63.3	60.3	67.4	59.0	71.1	60.4	60.8	62.5	53.0	51.0	56.7	49.6	62.0	57.6	47.5	54.0	49.1	47.0	55.8	43.5	54.0	50.3	51.3	55.3	40.1	45.1
août-21	54.1	57.2	61.1	61.4	61.8	67.5	57.5	62.6	59.3	62.8	60.9	65.8	59.5	67.7	60.3	51.6	39.8	52.7	50.9	53.6	47.1	61.0	56.0	46.5	54.1	49.8	46.6	54.1	56.2	53.8	49.2	53.3	52.3	43.7	40.2
sept-21	54.1	57.0	60.7	58.6	62.8	65.6	55.0	58.4	58.4	60.3	59.7	62.0	58.1	68.1	57.1	51.2	51.5	51.5	50.8	54.4	48.6	58.0	53.4	49.8	52.5	48.9	46.9	58.6	54.7	53.3	50.0	51.7	53.7	52.2	40.2
oct-21	54.2	57.7	58.4	58.3	60.6	71.9	53.6	57.8	58.9	62.1	61.1	62.5	57.4	65.4	57.8	50.4	54.2	53.2	50.8	51.7	49.3	55.1	53.8	51.6	51.2	48.7	46.6	57.7	53.6	55.7	50.6	50.8	55.9	57.2	52.1
nov-21	54.2	57.2	58.3	58.4	58.1	68.1	55.9	57.4	58.3	59.9	62.8	60.7	57.1	62.5	58.1	54.8	50.6	54.5	50.6	49.8	49.4	57.1	54.4	51.7	52.0	48.7	46.1	56.9	57.2	55.9	49.9	52.6	57.6	53.9	52.2
déc-21	54.2	56.5	57.7	58.0	58.7	64.4	55.6	57.4	59.0	58.3	62.0	58.7	56.2	62.7	57.9		54.3	50.7	49.8	49.4	59.1	56.1	51.6	52.1	49.0	46.7	53.9		55.6	50.9	50.8	55.5	53.5	52.5	

PMI DES SERVICES

	MONDE	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
mars-21	54.7	60.4	49.6	48.2	51.5	54.6	48.6	48.1	56.3	58.7	48.3	44.1	55.8	46.4	54.3	50.5	54.6
avr-21	57.0	64.7	50.5	50.3	49.9	57.7	47.3	54.6	61.0	61.0	49.5	42.9	55.2	47.1	56.3	50.3	54.0
mai-21	59.5	70.4	55.2	56.6	52.8	62.1	53.1	59.4	62.9	61.2	46.5	48.3	57.5	47.9	55.1	52.5	46.4
juin-21	57.4	64.6	58.3	57.8	57.5	63.1	56.7	62.5	62.4	57.8	48.0	53.9	56.5	47.5	50.3	51.4	41.2
juil-21	56.3	59.9	59.8	56.8	61.8	66.6	58.0	61.9	59.6	51.8	47.4	54.4	53.5	47.0	54.9	51.3	45.4
août-21	52.8	55.1	59.0	56.3	60.8	63.7	58.0	60.1	55.0	45.6	42.9	55.1	49.3	46.6	46.7	53.3	56.7
sept-21	53.8	54.9	56.4	56.2	56.2	63.7	55.5	56.9	55.4	45.7	47.8	54.6	50.5	46.9	53.4	51.7	55.2
oct-21	55.6	58.7	54.6	56.6	52.4	63.4	52.4	56.6	59.1	47.6	50.7	54.9	48.8	46.6	53.8	50.8	58.4
nov-21	55.6	58.0	55.9	57.4	52.7	59.3	55.9	59.8	58.5	49.6	53.0	53.6	47.1	46.1	52.1	52.6	58.1
déc-21	57.6	53.1	57.0	48.7	55.4	53.0	55.8	53.2		51.1	53.6	49.5	46.7		50.8	55.5	



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

PMI MANUFACTURIER - PRIX DES INTRANTS

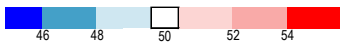
	Marchés développés																				Marchés émergents													
	A. Nord		Europe								Asie-Océanie				AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie											
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
mars-21	68.4	69.5	74.8	79.7	82.3	82.6	75.8	83.7	78.4	75.2	75.9	83.8	74.8	80.6	71.3	59.9	50.8	87.3	57.0	81.9	81.2	72.6	74.2	51.7	51.5	52.9	61.5	51.8	57.3	63.4	64.6			
avr-21	69.7	71.7	77.2	82.2	85.7	84.5	79.0	84.3	81.8	76.3	81.6	86.3	78.3	80.4	74.1	60.4	50.9	86.8	60.3	85.8	84.5	76.3	70.3	55.1	52.7	51.1	62.0	53.8	59.4	62.9	64.3			
mai-21	71.7	72.5	78.1	87.1	91.3	86.4	79.8	93.1	81.9	78.9	83.7	90.1	80.1	87.6	82.1	62.4	51.0	81.1	57.0	93.0	85.0	74.4	71.4	55.2	53.2	50.6	64.4	56.0	57.0	62.8	65.4			
juin-21	70.7	72.5	82.8	88.5	91.5	81.1	80.3	92.5	83.0	80.5	89.2	93.9	83.6	89.2	78.8	63.2	51.1	84.0	59.6	93.5	88.2	76.0	75.7	55.9	53.0	51.8	56.7	55.2	57.0	63.5	57.8			
juil-21	71.2	72.0	86.7	89.2	93.0	75.3	84.1	93.7	81.7	79.5	88.6	96.7	79.6	87.5	84.6	66.7	51.3	81.0	62.6	96.7	84.9	71.8	77.1	53.9	51.5	52.3	55.6	55.4	56.7	65.5	66.6			
août-21	70.3	77.2	87.5	87.0	88.1	84.3	80.3	93.0	78.8	74.6	84.1	93.5	80.7	86.4	81.3	64.5	51.4	79.1	59.4	89.1	79.4	65.8	70.0	57.9	51.4	52.0	56.2	55.3	56.3	66.2	65.7			
sept-21	71.2	77.4	87.0	86.9	90.2	79.7	85.5	90.3	89.6	82.9	82.3	87.8	82.7	84.4	78.1	68.0	51.7	78.1	55.3	86.5	78.1	65.0	70.2	59.3	52.5	51.4	58.6	57.3	57.5	65.7	66.0			
oct-21	74.4	77.3	86.9	89.5	91.5	71.6	88.4	91.3	92.3	87.8	86.6	91.2	87.7	87.4	81.8	70.4	51.8	77.6	62.9	88.5	80.8	63.7	74.8	64.5	52.6	51.1	65.1	56.7	60.3	69.5	67.5			
nov-21	71.5	74.5	87.6	88.9	89.5	84.1	84.6	91.0	94.5	84.5	88.0	90.4	89.0	89.7	78.3	72.3	51.7	81.4	62.4	90.7	82.3	66.6	87.3	63.7	52.4	50.9	52.3	56.5	60.1	71.0	70.4			
déc-21	69.7	71.7	83.1	86.7	85.1	79.9	81.0	88.9	86.6	83.1	87.8	88.6	85.9	86.0		71.9	51.4	77.5	67.8	85.0	81.9	66.7	92.1	59.3	53.0	52.3	50.8	57.0	58.8	71.4	59.4			

PMI DES SERVICES - PRIX DES INTRANTS

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRÉSIL	RUSSIE	CHINE	INDE
mars-21	62.5	72.7	55.6	52.4	59.0	60.6	54.4	54.6	64.0	64.7	54.3	69.6	65.1	53.7	56.8
avr-21	63.2	73.3	57.6	55.6	60.5	59.9	52.6	60.2	64.9	69.7	54.0	69.3	62.2		57.8
mai-21	65.3	77.1	59.6	54.8	63.0	65.3	58.2	61.3	67.3	68.1	52.9	66.5	68.3	56.6	56.7
juin-21	64.1	74.2	63.2	56.0	70.0	66.5	60.0	64.4	71.8	65.4	52.5	67.5	62.4	50.9	56.5
juil-21	64.1	72.3	63.1	58.0	67.7	68.5	61.3	63.2	74.2	74.1	53.8	64.2	61.8	54.8	56.7
août-21	63.8	72.5	63.3	58.5	68.7	70.3	59.9	62.5	72.3	71.5	53.7	68.5	61.2	52.1	57.1
sept-21	65.2	74.1	65.2	63.9	67.9	70.8	60.9	65.2	73.5	64.5	54.0	73.2	63.1	53.0	55.7
oct-21	65.4	71.7	67.5	66.5	70.0	73.1	62.7	68.3	78.7	73.6	54.7	72.6	64.7	53.6	57.5
nov-21	68.5	75.7	71.4	67.5	73.9	72.6	69.5	75.4	82.0	65.3	57.7	74.4	64.9	55.6	57.6
déc-21		77.4	69.6	67.2	70.4	71.5	68.7	73.0	76.4		58.2	65.9	65.8		57.0

PMI MANUFACTURIER - PRIX A LA PRODUCTION

	Marchés développés																				Marchés émergents													
	A. Nord		Europe								Asie-Océanie				AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie											
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS*	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
mars-21	59.3	61.6	69.1	60.9	60.8	66.8	58.3	62.8	61.2	58.1	59.9	63.3	58.5	63.7		51.9		73.3	46.7	58.7	66.0	65.3	62.1	50.4	58.3	49.0	49.5	49.7	52.0	53.1	54.6			
avr-21	59.8	63.3	68.0	64.3	62.4	66.9	63.8	64.4	64.6	62.8	65.5	66.7	62.6	65.3		51.4		77.2	48.6	61.6	69.0	67.1	61.8	51.8	56.2	50.7	51.1	49.3	54.2	52.9	56.9			
mai-21	62.6	65.9	70.9	69.1	67.9	68.9	65.8	70.6	66.3	64.6	72.0	70.4	65.1	68.3		51.5		76.5	47.5	65.5	73.8	66.9	62.3	51.3	50.8	51.0	49.8	52.7	53.3	51.5	58.0			
juin-21	60.8	64.9	70.9	71.1	68.4	64.5	66.4	73.7	69.5	66.3	71.6	77.1	67.1	73.2		51.6		72.5	49.3	68.7	76.2	66.2	66.4	51.0	54.6	51.1	50.1	52.5	52.1	52.9	50.8			
juil-21	60.3	65.2	72.8	71.9	73.2	69.5	66.8	75.1	64.9	68.9	72.6	77.1	63.9	73.1		53.3		69.5	50.0	72.6	72.6	61.1	64.7	50.7	55.1	51.9	50.4	52.1	51.7	53.2	53.6			
août-21	60.1	65.1	73.2	68.6	69.0	60.8	61.6	72.6	61.0	66.0	68.1	72.4	62.7	71.6		54.4		69.3	49.5	72.6	72.0	62.3	61.1	54.4	52.0	53.1	49.6	54.8	52.3	53.5	53.9			
sept-21	60.9	67.7	73.9	70.4	73.0	57.6	66.7	73.3	67.7	69.3	68.4	74.9	64.8	71.9		54.9		66.3	48.6	70.6	71.4	57.2	61.6	52.2	50.9	51.1	48.7	53.7	52.0	54.3	51.3			
oct-21	63.7	67.1	76.4	72.6	73.3	78.8	66.1	75.6	77.2	70.2	71.5	78.4	68.8	74.2		56.6		67.2	51.0	71.8	75.2	58.5	67.2	54.6	51.3	53.7	49.0	53.1	52.3	54.0	54.7			
nov-21	61.3	65.8	73.6	73.7	71.1	64.6	68.2	76.3	76.5	71.7	73.4	79.5	70.7	74.0		56.1		66.2	48.8	72.3	71.4	58.4	78.3	54.3	51.9	52.6	48.5	52.6	52.1	54.0	59.3			
déc-21	59.9	63.7	70.5	70.2	70.4	60.9	62.7	70.9	72.8	69.9	73.2	76.6	69.6	74.3		55.9		65.9	52.6	70.9	72.2	59.8	79.9	53.5	53.4	52.6	49.0	54.8	51.0	53.7	55.3			



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : ALERTE DE DERNIÈRES « MINUTES »

La Réserve fédérale (Fed) ne plaisante plus. Face au dérapage inédit de l'inflation (6,9% sur un an en novembre dernier, probablement à peine moins en décembre), elle va resserrer sa politique monétaire, davantage que prévu.

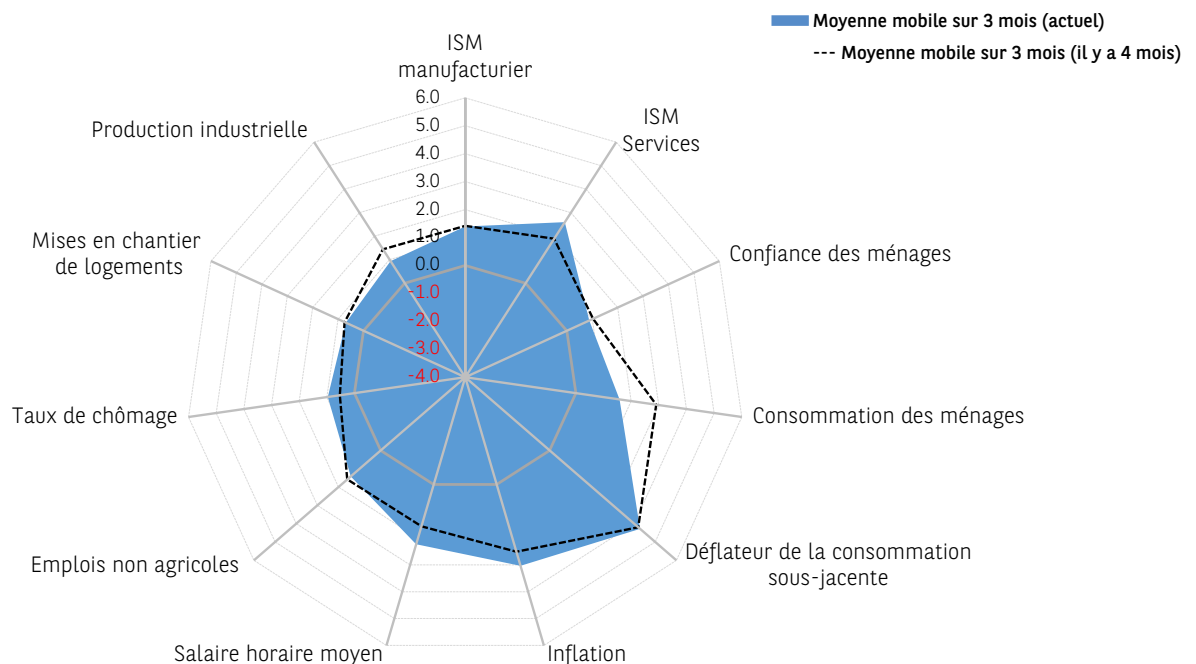
Alors que l'arrêt du *quantitative easing* a déjà été précipité, les dernières « minutes » du Comité de l'*Open market* (FOMC) révèlent que la taille du bilan de la Fed pourrait être réduite « à un rythme plus rapide que lors des épisodes de normalisation précédents » et « dès après la première hausse des taux d'intérêt » (FOMC, 2021¹). Les marchés anticipent maintenant un tour de vis d'un quart de point en mars, suivi d'au moins deux autres en 2022. Jusqu'à présent peu sensible aux annonces de la Fed, le rendement à 10 ans des *Treasuries* remonte. À 1,70% le 6 janvier, il gagne 20 points de base depuis le début de l'année.

Au-delà des statistiques d'inflation, c'est la situation du marché du travail, jugée « tendue » par les membres du FOMC, qui autorise le changement de cap. Le tout dernier rapport sur l'emploi publié par le BLS (Bureau des statistiques du travail) n'invalidera certainement pas ce constat. Pour la première fois depuis janvier 2019, le taux de chômage est repassé sous la barre des 4% en décembre (3,9%), tandis que le nombre de postes créés (199 000 en décembre) était, une nouvelle fois, révisé en hausse. En 2021, ce sont près de 6,5 millions d'emplois qui auront été récupérés sur les quelque 9,4 millions perdus en 2020, alors même que beaucoup d'actifs (un peu plus de 2 millions, pour la plupart découragés ou empêchés par la Covid-19) manquaient à l'appel. À en juger par le nombre exceptionnellement élevé de postes vacants (en légère baisse mais toujours proche de 10 millions), ou par l'accélération à la hausse des salaires (+6% en rythme annualisé sur base horaire au dernier trimestre de 2021), la situation est effectivement tendue.

Jean-Luc Proutat

1 "Almost all participants agreed that it would likely be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate. [...]. Many participants judged that the appropriate pace of balance sheet runoff would likely be faster than it was during the previous normalization episode". FOMC, Minutes of the Dec. 14-15 Meeting, 2021.

ÉTATS-UNIS : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, 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 +6. 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.

ALLEMAGNE : LE RALENTISSEMENT SE CONFIRME

D'après les indicateurs disponibles pour la fin de l'année 2021, l'Allemagne aurait enregistré au T4 2021 au mieux une croissance très faible, mais une contraction du PIB n'est pas à exclure. Les commandes industrielles restent, certes, à un niveau relativement soutenu, mais la production demeure significativement freinée par des problèmes d'approvisionnement. Selon le dernier rapport PMI de Markit, dans le secteur manufacturier, les délais de livraison des fournisseurs demeurent supérieurs à ceux enregistrés durant le premier confinement en 2020 (les tensions se sont néanmoins atténuées depuis l'été dernier). L'indice PMI pour l'industrie manufacturière termine l'année 2021 à 57,4, son niveau le plus bas en douze mois.

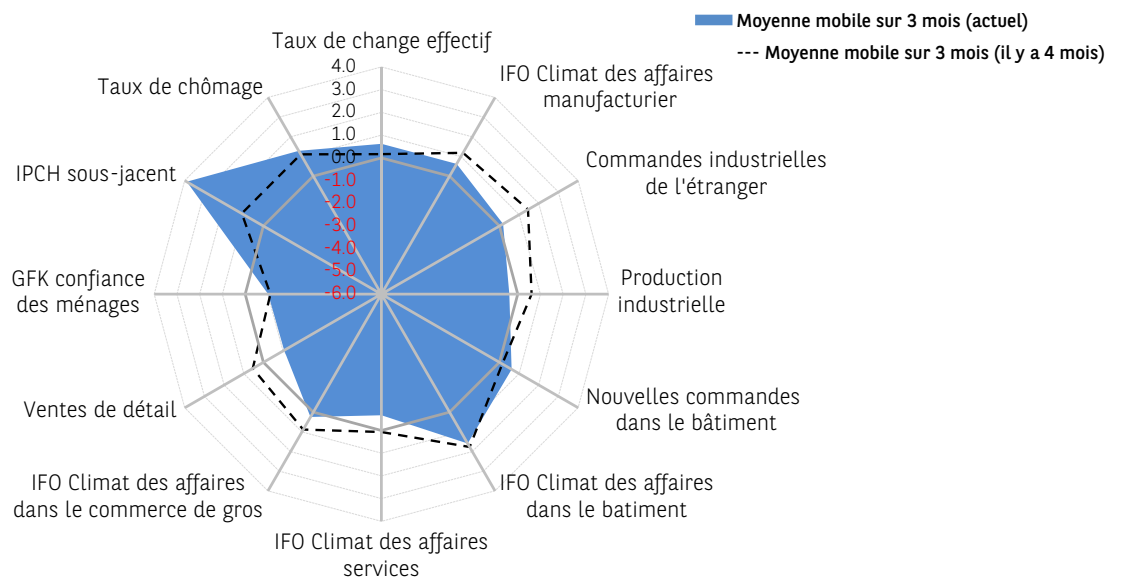
La baisse d'optimisme des entreprises est encore plus marquée dans les services. Elle reflète le durcissement des conditions d'accès aux commerces et autres lieux dit « non essentiels » pour les personnes non vaccinées, instauré par le gouvernement début décembre. L'indice PMI pour les services est ainsi retombé à 48,7 en décembre ; il passe, pour la première fois en huit mois, sous le seuil de 50, ce qui indique une contraction d'activité. La dynamique est la même dans le sondage de l'institut Ifo : l'indice afférant aux services enregistre sa plus forte chute mensuelle depuis la fin du premier confinement au printemps 2020.

Cette baisse d'optimisme n'a pour l'instant eu aucun impact tangible sur le marché du travail. Le chômage a continué de refluer en décembre, en baisse de 23 000 postes selon le ministère fédéral du Travail. Le nombre de personnes sans emploi a chuté de 386 000 sur l'ensemble de l'année 2021, ce qui a permis d'effacer une partie – un peu plus des deux tiers – de la hausse enregistrée en 2020 (+501 000). Le taux de chômage s'établissait en décembre à 5,2% de la population active, soit un niveau légèrement supérieur à la fin 2019.

Dans le contexte de remontée généralisée de l'inflation en Europe, l'Allemagne fait face à une des hausses les plus importantes. L'inflation y est actuellement bien plus élevée qu'en France par exemple (5,7% contre 3,4% en décembre, en mesure harmonisée). Cela s'explique en partie par une augmentation plus marquée des composantes énergétiques (électricité, gaz, carburant), mais aussi des prix pour les denrées alimentaires, les produits médicaux ou encore les biens et services culturels et de loisirs en 2021. À cela s'ajoutent les effets de base liés à la baisse temporaire de TVA entre juillet et décembre 2020, qui s'estomperont donc en janvier 2022.

Guillaume Derrien

ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +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.

BAROMÈTRE

RECORD DU NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 DANS LE MONDE

10,5 millions de contaminations ont été enregistrées dans le monde entre le 30 décembre 2021 et le 5 janvier 2022. C'est 79% de plus que la semaine précédente. Si toutes les régions sont concernées par cette augmentation, c'est en Amérique du Sud (162%) et en Amérique du Nord (101%) qu'elle est la plus forte. Suivent l'Europe (69%), l'Asie (54%) et l'Afrique (5%) (graphique 1).

Le plus grand nombre de nouveaux cas par pays (graphique 4, courbe noire) a été enregistré aux États-Unis (3 141 071, soit +100%). Suivent le Royaume-Uni (1 138 259, soit + 40%), la France (1 128 914, soit +111%), l'Italie (682 546, soit +147%) et l'Espagne (654 891, soit + 90%). Du côté de la vaccination, 9,33 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde depuis le début des campagnes, au T4 2020, dont 547 millions de doses de rappel. Ainsi, près de 60% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (graphique 2).

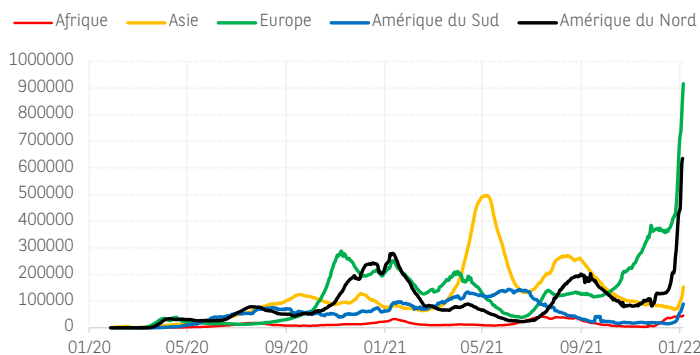
Au-delà des récentes perturbations liées aux fêtes de fin d'année, la tendance de la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs est à la baisse en France, en Allemagne, en Belgique, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, alors qu'au Japon la dynamique reste favorable (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB demeure, en tendance, orienté à la baisse en Allemagne, en Belgique, en Espagne et en Italie, et, dans une moindre mesure, en France et aux États-Unis. Au Japon, il reste bien orienté, tandis qu'il s'est stabilisé au Royaume-Uni (graphique 3, courbe noire). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'OCDE calcule cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découlerait d'une comparaison avec les données pour 2020.

Tarik Rharrab

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

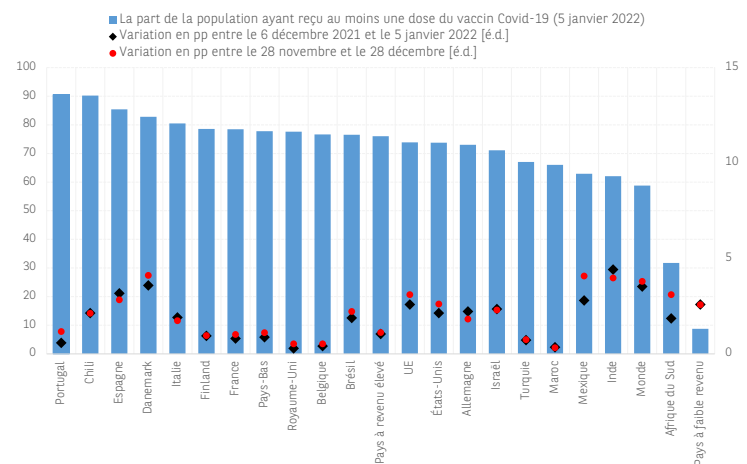
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (06/01/2022), BNP PARIBAS

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



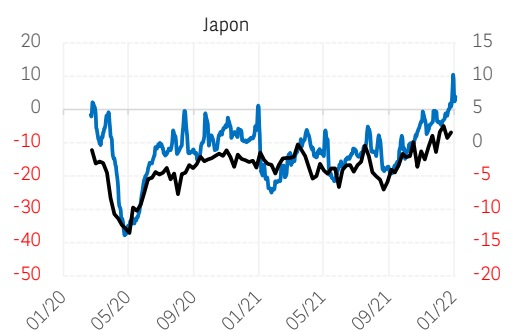
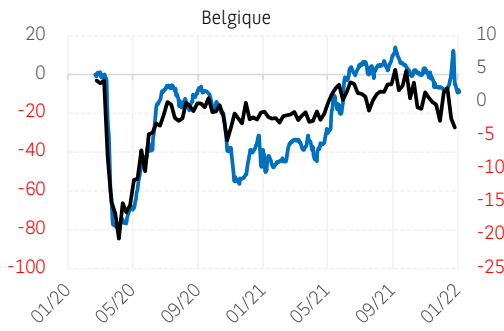
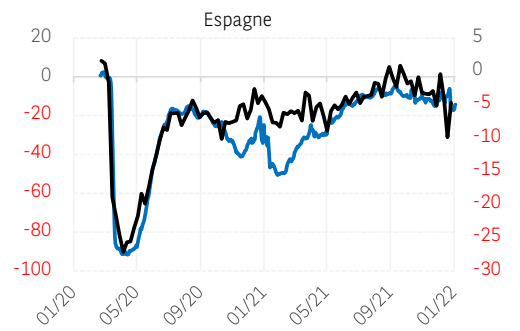
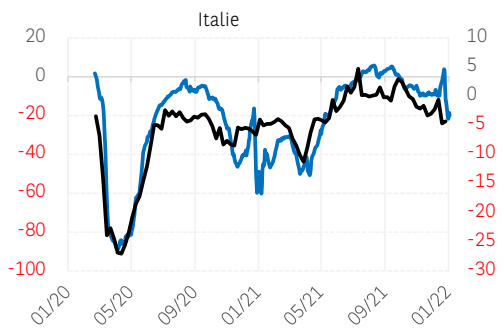
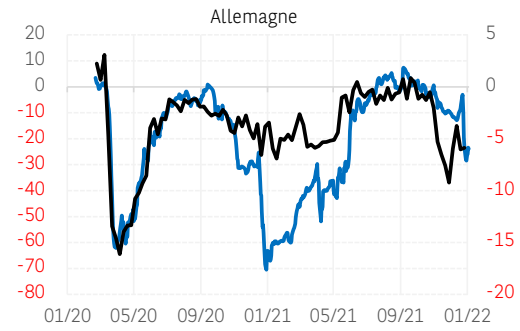
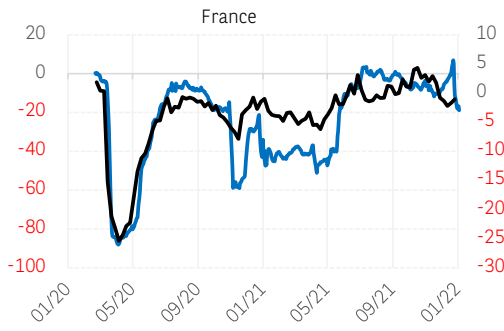
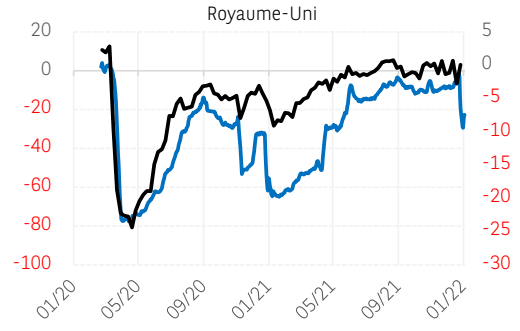
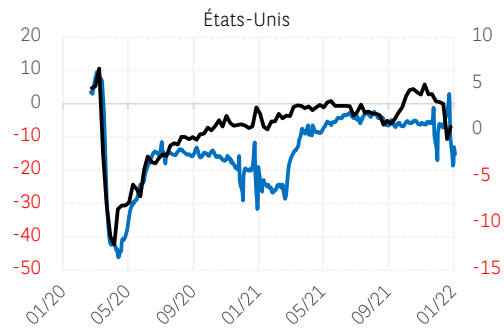
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (06/01/2022), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

— 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 sur 2 ans du PIB [é.d.]

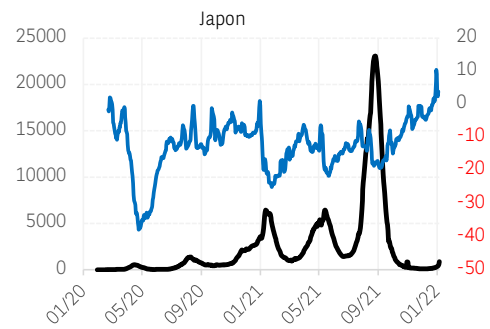
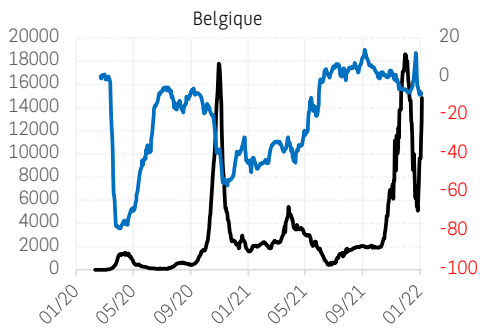
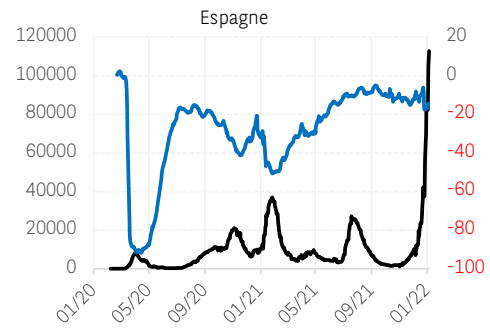
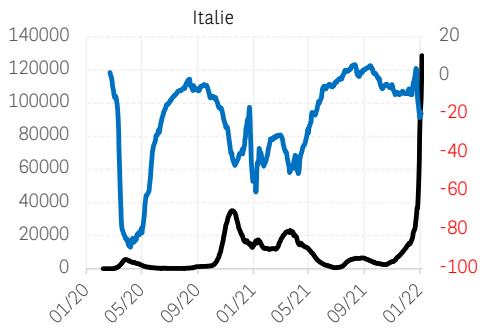
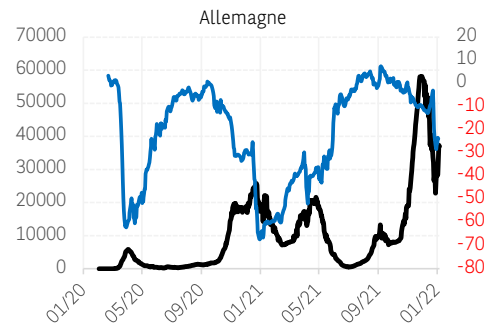
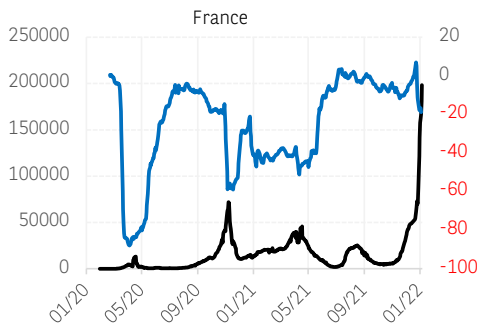
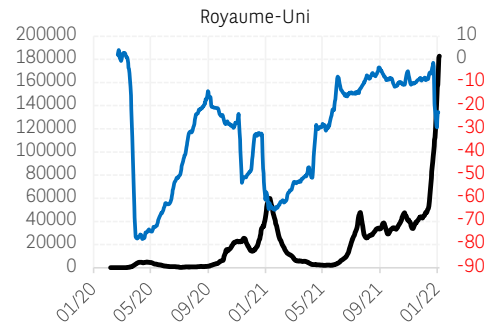
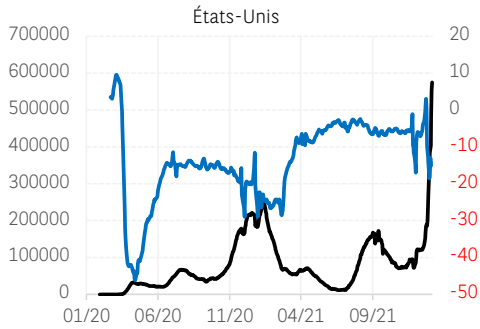


SOURCES : OCDE (06/01/2022), GOOGLE (06/01/2022), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET LOISIRS

— Nouveaux cas confirmés quotidiens de COVID-19 (moyenne mobile sur 7 jours)
 — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*) (é.d.)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (06/01/2022), GOOGLE (06/01/2022), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

14

ÉTATS-UNIS

Bien que de manière inégale, l'économie américaine a rapidement récupéré de l'épidémie de Covid-19 et dépasse désormais son niveau de 2019. Son taux de croissance, proche de 5,5% en 2021, devrait peu à peu se normaliser. Plus long et marqué qu'attendu, le rebond de l'inflation devrait aussi s'atténuer, ne serait-ce que par simple effet de base (lorsque les prix cesseront d'être comparés à leurs niveaux déprimés de 2020). Le retour vers la cible de 2% sera toutefois contrarié par le renchérissement des services, en particulier des loyers. La situation sur le marché du travail s'est nettement améliorée : avec un taux d'activité qui remonte et un chômage passé largement sous la barre des 5% de la population active, elle se rapproche du plein emploi.

CHINE

La croissance économique a fortement ralenti depuis l'été 2021. La performance des exportations reste solide et soutient l'investissement manufacturier. En revanche, les autres composantes de la demande intérieure sont pénalisées par une série de facteurs : conséquences du resserrement budgétaire et des conditions de crédit du premier semestre, durcissement de la réglementation dans divers secteurs de services, crise de l'immobilier, contraintes d'offre dans l'industrie et résurgence épidémique. À court terme, la production industrielle devrait se redresser. Les autorités devraient renforcer prudemment leur soutien monétaire et budgétaire à l'activité, tout en maintenant le cap du resserrement réglementaire et de l'assainissement du marché immobilier. La chute des ventes de logements et la stratégie « zéro covid » devraient continuer de peser sur la demande privée.

ZONE EURO

Au T3 2021, la croissance dans la zone euro est restée vigoureuse, conformément aux attentes (+2,2% t/t). Les perspectives pour le T4 s'annoncent, en revanche, nettement moins allantes (+0,4% t/t selon notre dernière prévision en date du 25 novembre). En plus du simple facteur de normalisation, les vents contraires (contraintes d'offre, poussée de l'inflation et incertitude sanitaire en lien avec le rebond épidémique) ont forcé. Les enquêtes sur le climat des affaires ont toutefois fait preuve d'une certaine résistance jusqu'en novembre. Si les risques baissiers ont augmenté, notre scénario pour 2022 conserve un certain optimisme, la croissance ne manquant pas de facteurs de soutien (*policy mix* accommodant, matelas de l'épargne forcée accumulée, potentiel de rattrapage du secteur des services, besoins d'investissements et de restockage) et sous l'hypothèse d'un relâchement des contraintes d'offre à compter du S2. En 2022, la caractéristique principale de la croissance sera d'être encore très supérieure à son rythme tendanciel. Nous nous attendons, en outre, à ce qu'elle ne soit pas beaucoup moins élevée qu'en 2021 (4,2% après 5%). Si nous avons revu en baisse nos prévisions de croissance par rapport à notre scénario de septembre, nous avons revu en hausse celles d'inflation, considérant que derrière les pressions transitoires à l'œuvre, des facteurs plus durables et de diffusion jouent également. En moyenne annuelle, en 2022, l'inflation serait plus élevée qu'en 2021 (3,1% après 2,5%), masquant le mouvement de baisse cependant attendu au cours de l'année.

FRANCE

Ce qui se passe à l'échelle moyenne de la zone euro est représentatif de ce qui se passe en France, et inversement. Les chiffres diffèrent mais les éléments d'analyse et de description des perspectives économiques sont identiques. En Allemagne, l'intensité des vents contraires est plus grande mais la France est moins exposée. Après la croissance élevée du T3 2021 et meilleure qu'attendu (3% t/t, selon la première estimation de l'INSEE), nous prévoyons un tassement à 0,6% t/t au T4. En 2022, la croissance atteindrait 4,2% en moyenne annuelle après 6,7% et l'inflation, 2,5% après 2%.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a commencé son *tapering*, ce qui devrait l'amener à mettre fin au mois de mars 2022 à ses rachats nets d'actifs. Le moment choisi dépendra de l'évolution de la conjoncture économique. Compte tenu de l'inflation particulièrement élevée actuellement, des prévisions d'inflation et de la perspective d'une baisse du taux de chômage, nous prévoyons une première augmentation des taux en juillet 2022, voire plus tôt, puis deux autres au cours de l'année et quatre en 2023, ce qui devrait provoquer une hausse des rendements des *Treasuries*.

Dans la zone euro, la BCE a annoncé l'arrêt total du programme PEPP de rachats nets d'actifs en mars prochain. À cette occasion, les volumes mensuels au titre du programme traditionnel d'achats d'actifs augmenteront provisoirement afin d'éviter de perturber les marchés financiers. Au vu de la solidité de la reprise, nous prévoyons une tendance haussière de l'inflation sous-jacente. La BCE devrait pouvoir augmenter son taux de dépôt en juin 2023, les trois conditions pour une telle hausse devant être réunies. Cela, combiné à l'influence de la hausse des rendements américains, devrait faire augmenter les rendements du Bund et provoquer un élargissement des écarts de taux des obligations souveraines.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, tout en laissant monter le rendement du JGB à 10 ans, au vu de l'augmentation mondiale des rendements, vers environ 20 points de base, c'est-à-dire proche de la limite supérieure de la fourchette cible de 0 à 25 pb.

Nous anticipons un raffermissement du dollar face à l'euro, porté par l'élargissement des différentiels de taux longs et la divergence croissante de politique entre la Réserve fédérale et la BCE. Nous prévoyons également une appréciation du billet vert contre le yen en raison de la divergence entre la Réserve fédérale et la Banque du Japon.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021 e	2022 e	2023 e	2021 e	2022 e	2023 e
États-Unis	5,5	4,7	2,8	4,7	4,6	2,1
Japon	1,7	2,6	1,6	-0,2	0,7	0,5
Royaume-Uni	7,1	5,4	2,1	2,5	4,5	2,1
Zone euro	5,0	4,2	3,0	2,5	3,1	2,0
Allemagne	2,6	3,6	3,6	3,1	3,4	2,2
France	6,7	4,2	2,5	2,0	2,5	2,1
Italie	6,3	4,9	3,0	1,8	2,9	1,7
Espagne	4,3	5,4	3,5	3,0	3,7	1,7
Chine	7,9	5,3	5,5	0,9	2,1	2,5
Inde*	8,0	11,0	6,0	5,4	5,7	5,0
Brésil	4,8	0,5	2,0	8,3	8,3	4,3
Russie	4,5	3,0	1,8	7,0	6,3	4,1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0,25	0,25	0,75	1,00	2,00
	Treas. 10a	1,70	1,80	1,90	2,00	2,30
Z. euro	Taux de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,10
	Bund 10a	0,00	0,05	0,05	0,10	0,40
	OAT 10a	0,45	0,40	0,35	0,45	0,70
	BTP 10 ans	1,35	1,45	1,45	1,55	2,00
R-Uni	BONO 10 ans	0,75	0,85	0,90	1,05	1,45
	Taux BoE	0,25	0,50	0,50	0,75	1,25
	Gilt 10a	1,10	1,20	1,30	1,45	1,75
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
	JGB 10a	0,12	0,14	0,15	0,18	0,20

Taux de change

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1,13	1,12	1,11	1,09	1,09
	USD / JPY	115	116	117	118	120
	GBP / USD	1,35	1,35	1,35	1,33	1,36
EUR	EUR / GBP	0,84	0,83	0,82	0,82	0,80
	EUR / JPY	130	130	130	129	131

Pétrole

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	84	80	79	80	85

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

15

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, les données PMI se sont redressées en décembre, se révélant meilleures que prévu. Dans la zone euro, l'indice PMI des services n'a que légèrement baissé par rapport au mois précédent. L'inflation des prix à la production a beaucoup ralenti sur une base mensuelle, restant toutefois plus élevée que prévu. Sur une base annuelle, l'inflation des prix à la production a augmenté considérablement, atteignant 23,7 %. L'inflation des prix à la consommation, sur une base annuelle, est également en augmentation, atteignant 5,0 % en décembre. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,6 %. Les ventes au détail ont été satisfaisantes en novembre. La croissance mensuelle s'est accélérée alors que le consensus tablait sur une légère baisse. Les enquêtes de la Commission européenne ont enregistré un recul de la confiance économique (en raison d'une baisse de la confiance dans les services liée à la vague d'infections par le variant Omicron), tandis que la confiance dans l'industrie s'est améliorée. En France, si l'inflation est restée stable en décembre, la confiance des consommateurs, en hausse, a surpris favorablement. Le PMI des services s'est maintenu en France, augmentant même légèrement en Allemagne. Les données PMI se sont quelque peu améliorées au Japon et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'indice ISM du secteur manufacturier a marqué une baisse et, fait important, la série des prix payés a accusé une chute. L'ISM des services a enregistré une forte baisse. La création d'emplois a quelque peu ralenti en décembre, se révélant bien en deçà des attentes du consensus, mais le taux de chômage a surpris favorablement en passant sous la barre des 4,0 %.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
03/01/2022	France	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	54,9	55,6	54,9
03/01/2022	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Déc.	57,9	57,4	57,9
03/01/2022	Allemagne	PMI des services (Markit)	Déc.	48,4	48,7	48,4
03/01/2022	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Déc.	50,0	49,9	50,0
03/01/2022	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	58,0	58,0	58,0
03/01/2022	United States	PMI manufacturier (Markit)	Déc.	57,7	57,7	57,8
04/01/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Déc.	--	54,3	54,2
04/01/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Déc.	50,0	50,9	49,9
04/01/2022	Allemagne	Ventes de détail m/m	Nov.	-0,3%	0,6%	0,1%
04/01/2022	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	0,4%	0,2%	0,4%
04/01/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Déc.	3,5%	3,4%	3,4%
04/01/2022	Allemagne	Evolution du chômage	Déc.	-15,0k	-23,0k	-34,0k
04/01/2022	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Déc.	60,4	60,4	61,5
04/01/2022	États-Unis	Prix payés (ISM)	Déc.	79,3	68,2	82,4
04/01/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Déc.	60,0	58,7	61,1
04/01/2022	États-Unis	ISM de l'emploi	Déc.	53,6	54,2	53,3
04/01/2022	États-Unis	Offres d'emploi (Jolts)	Nov.	11079k	10562k	11091k
04/01/2022	États-Unis	Ventes totales de véhicules (Wards)	Déc.	13,10m	12,44m	12,86m
05/01/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Déc.	39,0	39,1	39,2
05/01/2022	France	Confiance des consommateurs	Déc.	97,0	100,0	98,0
05/01/2022	France	PMI des services (Markit)	Déc.	57,1	57,0	57,1
05/01/2022	France	PMI composite (Markit)	Déc.	55,6	55,8	55,6
05/01/2022	Zone euro	PMI des services (Markit)	Déc.	53,3	53,1	53,3
05/01/2022	Zone euro	PMI composite (Markit)	Déc.	53,4	53,3	53,4
05/01/2022	États-Unis	PMI composite (Markit)	Déc.	--	57,0	56,9
05/01/2022	États-Unis	PMI des services (Markit)	Déc.	57,5	57,6	57,5



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
05/01/2022	États-Unis	Minutes du meeting du FOMC	Déc.			
06/01/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Déc.	--	52,1	51,1
06/01/2022	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Déc.	--	52,5	51,8
06/01/2022	Chine	PMI des services (Caixin)	Déc.	51,7	53,1	52,1
06/01/2022	Chine	PMI des services (Caixin)	Déc.	--	53,0	51,2
06/01/2022	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Déc.	53,2	53,6	53,2
06/01/2022	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Déc.	53,2	53,6	53,2
06/01/2022	Zone euro	IPP m/m	Nov.	1,5%	1,8%	5,4%
06/01/2022	Zone euro	IPP g.a.	Nov.	23,2%	23,7%	21,9%
06/01/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Déc.	0,2%	0,3%	0,3%
06/01/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Déc.	5,6%	5,7%	6,0%
06/01/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Déc.	195k	207k	200k
06/01/2022	États-Unis	Demandes continues d'assurance chômage	Déc.	1678k	1754k	1718k
06/01/2022	États-Unis	Indice ISM des services	Déc.	67,0	62,0	69,1
06/01/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Nov.	--	0,0%	-0,1%
07/01/2022	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Dec	-0,3%	-0,3%	-0,4%
07/01/2022	Japon	Dépenses des ménages g.a.	Nov.	1,2%	-1,3%	-0,6%
07/01/2022	Allemagne	Solde de la balance courante	Nov.	17,0b	18,9b	17,6b
07/01/2022	France	Dépenses des consommateurs m/m	Nov.	0,5%	0,8%	-0,6%
07/01/2022	Zone euro	Ventes de détail m/m	Nov.	-0,5%	1,0%	0,3%
07/01/2022	Zone euro	IPC estimé g.a.	Déc.	4,8%	5,0%	4,9%
07/01/2022	Zone euro	IPC m/m	Déc.	0,3%	0,4%	0,4%
07/01/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	2,5%	2,6%	2,6%
07/01/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Déc.	--	-8,3	-8,3
07/01/2022	Zone euro	Confiance économique	Déc.	116,0	115,3	117,6
07/01/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Déc.	14,1	14,9	14,3
07/01/2022	Zone euro	Confiance dans les Services	Déc.	16,1	11,2	18,3
07/01/2022	États-Unis	Evolution dans l'emploi non-agricole	Déc.	450k	199k	249k
07/01/2022	États-Unis	Salaires horaires moyens	Déc.	4,2%	4,7%	5,1%
07/01/2022	États-Unis	Nombre d'heures travaillées par semaine	Déc.	34,8	34,7	34,7
07/01/2022	États-Unis	Taux de participation au marché du travail	Déc.	61,9%	61,9%	61,9%
07/01/2022	États-Unis	Taux de sous-emploi	Déc.	--	7,3%	7,7%
07/01/2022	États-Unis	Taux de chômage	Déc.	4,1%	3,9%	4,2%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

17

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine sera marquée par la publication des chiffres de l'inflation en Chine, aux États-Unis et en France. Les données relatives aux États-Unis seront attendues avec impatience compte tenu du ton « hawkish » des minutes de la dernière réunion du FOMC. Au Japon, nous connaissons les résultats de l'enquête EcoWatchers et en France le sentiment industriel de la Banque de France. La Réserve fédérale publiera son Livre beige en amont de la prochaine réunion du FOMC. À noter également pour les États-Unis, la publication des indicateurs ventes de détail, utilisation de la capacité et sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
10/01/2022	Zone euro	Taux de chômage	Nov.	--	7,30%
11/01/2011	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Déc.	--	98,4
11/01/2011	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Déc.	--	104
12/01/2011	Chine	IPP g.a.	Déc.	11,30%	12,90%
12/01/2011	Chine	IPC g.a.	Déc.	1,80%	2,30%
12/01/2011	Japon	Perspectives (Eco Watchers)	Déc.	--	53,4
12/01/2011	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Déc.	--	56,3
12/01/2011	États-Unis	IPC m/m	Déc.	0,40%	0,80%
12/01/2011	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,50%	0,50%
12/01/2011	États-Unis	IPC g.a.	Déc.	--	6,80%
12/01/2011	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Déc.	--	4,90%
12/01/2011	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
13/01/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Déc.	--	7,70%
13/01/2022	États-Unis	Demande finale IPP g.a.	Déc.	--	9,60%
13/01/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,40%	0,70%
13/01/2022	États-Unis	Demande finale IPP m/m	Déc.	0,40%	0,80%
13/01/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	--
14/01/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Nov.	--	0,10%
14/01/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel 3m/3m	Nov.	--	0,90%
14/01/2022	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	--	0,20%
14/01/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Déc.	--	3,40%
14/01/2022	États-Unis	Progression des ventes de détail	Déc.	0,00%	0,30%
14/01/2022	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Déc.	--	-0,10%
14/01/2022	États-Unis	Utilisation de la capacité	Déc.	77,10%	76,80%
14/01/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	70,3	70,6
14/01/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Janv.	--	74,2
14/01/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Janv.	--	68,3
14/01/2022	États-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Janv.	--	4,80%
14/01/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Janv.	--	2,90%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

18

Des euros en poche : 20 ans déjà	EcoTVWeek	7 janvier 2022
Union Européenne : Nouvelle année, nouvelles règles budgétaires pour l'Europe ?	Graphique de la Semaine	5 janvier 2022
Global : 2022 : les risques à la hausse et à la baisse pour la croissance mondiale	EcoWeek	3 janvier 2022
Chili : de nombreux défis pour le nouveau gouvernement	Graphique de la Semaine	21 décembre 2021
Des chaînes d'approvisionnement plus résilientes après la pandémie de Covid-19	EcoConjoncture	20 décembre 2021
Banques centrales : un même objectif, mais des données et des politiques différentes	EcoWeek	20 décembre 2021
Analyses et les prévisions trimestrielles pour une sélection d'économies avancées.	EcoPerspectives	17 décembre 2021
Au-delà des taux d'intérêt : le rôle des conditions budgétaires, financières et monétaires	EcoTVWeek	17 décembre 2021
Portugal : Les prêts non performants demeurent stables en dépit de la fin des moratoires	Graphique de la Semaine	15 décembre 2021
Dichotomie de politique monétaire dans les pays émergents	EcoFlash	13 décembre 2021
Zone euro : la politique budgétaire continuera de soutenir la croissance en 2022	EcoWeek	13 décembre 2021
Grèce : des évolutions encourageantes	EcoTVWeek	10 décembre 2021
Les signes d'un repli de la mondialisation	Graphique de la Semaine	9 décembre 2021
Trois freins à la croissance	EcoWeek	6 décembre 2021
États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques	EcoTVWeek	3 décembre 2021
Etats-Unis : la Fed, nouvelle contrepartie repo préférée en période de tensions	EcoFlash	2 décembre 2021
Égypte : des vulnérabilités persistantes	EcoConjoncture	1er décembre 2021
Turquie : nouvelles tensions financières	Graphique de la Semaine	1er décembre 2021
Inflation élevée, optionalité et patience de la banque centrale	EcoWeek	29 novembre 2021
Chocs d'offre, inflation et politique monétaire	EcoTVWeek	26 novembre 2021
États-Unis : réallocation des portefeuilles bancaires vers la zone euro depuis le Brexit	Graphique de la Semaine	24 novembre 2021
Marché du travail européen : aspects structurels des goulets d'étranglement	EcoWeek	22 novembre 2021
Soutien des services à la croissance française : le (grand) retour ?	EcoTVWeek	19 novembre 2021



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – France, zone euro

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites,
croissance long terme

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@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

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

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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