

2-3

ÉDITORIAL

BCE : optionalité accrue de la politique monétaire

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-9

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Italie, Covid-19 et mobilité

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 Études économiques.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BCE: OPTIONALITÉ ACCRUE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Depuis son lancement, le programme d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne a eu un impact significatif sur les marchés financiers, l'activité économique et l'inflation, à travers divers canaux de transmission. Ces derniers mois, les doutes concernant les effets positifs d'achats d'actifs supplémentaires et les inquiétudes au sujet de possibles conséquences négatives grandissent. Dans ce contexte, la BCE a décidé de rompre le lien entre la fin des achats et la remontée des taux directeurs, une décision qui permet d'accroître l'optionalité de la politique du Conseil des gouverneurs. Les dernières projections macroéconomiques de la zone euro nous rappelle la forte incertitude actuelle. Par conséquent, la politique monétaire ne peut être que dépendante aux données.

L'expression «*quelque temps après*» a été mentionnée à quatorze reprises lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), le 10 mars dernier. Cette récurrence en dit long sur l'importance de la décision de retirer la formule précédente, introduite en septembre 2019, selon laquelle le Conseil des gouverneurs prévoyait de «*mettre fin aux achats nets d'actifs peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE*».

Dès son apparition en 2019, ce lien étroit entre l'assouplissement quantitatif et le relèvement des taux directeurs a renforcé les anticipations selon lesquelles les achats nets d'actifs se poursuivraient encore longtemps, la remontée des taux directeurs étant alors une perspective lointaine. Ces derniers mois, la situation a néanmoins changé.

Tout d'abord, l'examen des différents canaux de transmission nous amène à nous interroger sur l'impact économique d'achats d'actifs supplémentaires. L'assouplissement quantitatif vise à éviter que les anticipations d'inflation se stabilisent bien en deçà de la cible de la banque centrale. Cependant, dans les circonstances actuelles, le risque de désancrage a évolué. Il s'agit désormais d'une crainte que les anticipations d'inflation s'installent durablement au-dessus de l'objectif.

Ensuite, grâce à leurs importantes réserves excédentaires auprès de la Banque centrale, les banques commerciales ont amplement la possibilité d'accroître leur volume de prêts. La création de réserves supplémentaires, via des achats nets d'actifs, n'est par conséquent plus nécessaire. De plus, il n'est pas sûr que ces achats aient encore un important impact sur les cours des obligations et des actions. L'assouplissement quantitatif peut, en outre, entraîner une dépréciation du taux de change, mais compte tenu des perspectives d'inflation et de la flambée des prix des matières premières facturées en dollars US, une telle évolution ne serait pas la bienvenue.

Enfin, avec le lancement du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) la Banque centrale a envoyé un signal indiquant que les taux directeurs resteraient inchangés pendant une longue période. Or cela ne correspond plus aux anticipations du marché¹ ni au message que la BCE souhaite faire passer.

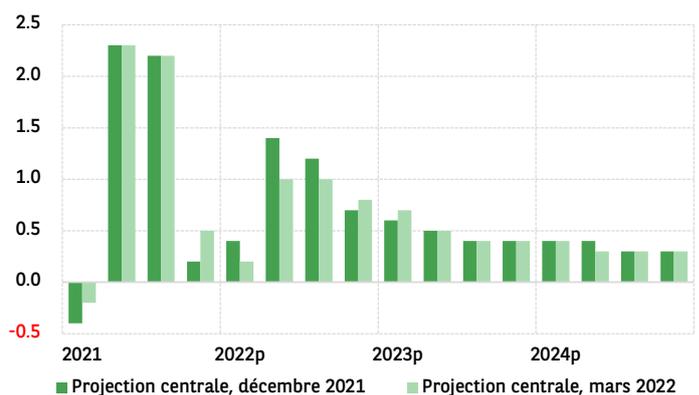
1 À l'automne dernier, les marchés intégraient déjà une augmentation du taux de rémunération des dépôts vers la fin de 2022. Pour un aperçu des raisons à l'origine de cette évolution, voir «*L'augmentation du taux de rémunération des dépôts, les marchés et la BCE*», Ecweek, BNP Paribas, 8 novembre 2021.

Au-delà des doutes concernant les effets positifs d'achats d'actifs additionnels², les conséquences négatives possibles de tels achats inquiètent de plus en plus. «*L'accent mis sur la fin des achats nets d'actifs (...) reflète, tout au moins en partie, le fait que leurs effets secondaires ont tendance à augmenter avec le temps*»³. Entre autres effets secondaires, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, cite un important impact sur les prix de l'immobilier résidentiel, le rétrécissement du flottant obligataire dans certains pays, la possibilité

2 Il convient de faire la différence, à cet égard, entre l'effet de stock (achats cumulés) et l'effet de flux (achats nets sur une période donnée) de l'assouplissement quantitatif. La recherche montre que l'effet de stock a eu un impact considérable sur les taux d'intérêt à long terme (baisse des rendements obligataires, due en particulier à la réduction des primes de terme). Cependant, lorsque les achats mensuels sont faibles comparés aux achats cumulés jusque-là, l'impact supplémentaire sur les rendements obligataires recule sensiblement.

3 «*Finding the right sequence*», discours prononcé par Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, dans le cadre d'un débat sur la politique monétaire, intitulé «*Unwinding QE*» (sortie de l'assouplissement quantitatif), organisé lors de la première conférence annuelle de Bank of England Agenda for Research (BEAR), Francfort-sur-Le-Main, 24 février 2022.

COISSANCE RÉELLE DU PIB DE LA ZONE EURO - PROJECTIONS DE LA BCE (VARIATION TRIMESTRIELLE EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE (SERVICE DES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES) MARS 2022, EUROSISTÈME (SERVICE DES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES) DÉCEMBRE 2021, BNP PARIBAS

p : projections

La décision de retirer l'expression «*peu avant*» et de la remplacer par «*quelque temps après*» a été bien accueillie. Celle de relever les taux sera totalement tributaire des données.



que les achats d'actifs en cours laissent craindre une prépondérance budgétaire et l'impact sur le taux de change de l'euro⁴. Il convient de noter, ainsi qu'il ressort du compte rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs du mois de février, que plusieurs membres du Conseil « ont estimé que les conditions de la forward guidance étaient déjà globalement remplies et ont exprimé leur préférence pour un ajustement de celle relative à la sortie progressive de l'APP lors de la présente réunion ».

Dans ce contexte, la décision de retirer l'expression « peu avant » et de la remplacer par « quelque temps après » a été bien accueillie. La BCE a de cette façon rompu le lien entre le calendrier de la fin des achats nets d'actifs et la remontée des taux, suivant en cela l'exemple donné par la Réserve fédérale américaine l'année dernière⁵. Ce choix permet d'accroître l'optionnalité du Conseil des gouverneurs dans la conduite de la politique monétaire. Les taux directeurs actuels pourront être maintenus aussi longtemps que nécessaire indépendamment des effets secondaires de l'assouplissement quantitatif, le lien entre les deux ayant été rompu. De plus, les achats nets devraient se terminer au troisième trimestre, d'après les indications prospectives mises à jour. « Si les données à venir confirment l'anticipation selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas au-delà même de la fin de ses achats nets d'actifs, le Conseil des gouverneurs mettra un terme aux achats nets dans le cadre de l'APP au troisième trimestre. »⁶ Ce changement de forward guidance a pris les marchés par surprise, provoquant un bond des rendements obligataires et une appréciation de courte durée de l'euro face au dollar US.

L'attention est à présent entièrement centrée sur l'interprétation de l'expression « quelque temps après ». Christine Lagarde a été très claire : la décision de relever les taux sera totalement tributaire des données. L'utilisation de cette expression « ouvre un horizon temporel suffisamment large pour nous permettre d'examiner les données, de juger de leur robustesse et de nous assurer de la dissipation de quelques incertitudes pour que nous puissions prendre une décision »⁷. De toute évidence, la robustesse des données — la vigueur de la croissance de la demande, la dynamique des salaires et de l'inflation sous-jacente, etc. — dépendra, dans une large mesure, de la guerre en Ukraine et de ses conséquences économiques.

Par rapport aux projections des services de la BCE en décembre dernier, la croissance trimestrielle a été révisée à la baisse pour les trois premiers trimestres de 2022, mais légèrement revue à la hausse pour les deux suivants (graphique 1). Une méthode plus éloquente consiste à comparer les niveaux du PIB réel de la zone euro (graphique 2). Dans les projections de mars, le PIB du quatrième trimestre de l'année dernière a été estimé en hausse de 0,6 % par rapport aux estimations de décembre, mais au troisième trimestre de cette année, il s'inscrit, d'après les

4 « Au cours des dernières années, ces mesures ont contribué à d'importantes sorties de capitaux de la zone euro, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur le taux de change de l'euro. La sortie de ces mesures peut être, par conséquent, bénéfique pour la monnaie et, pour un importateur net d'énergie, apporter une aide concrète et immédiate aux ménages et aux entreprises de la zone euro en améliorant les termes de l'échange ». Source : voir note 3.

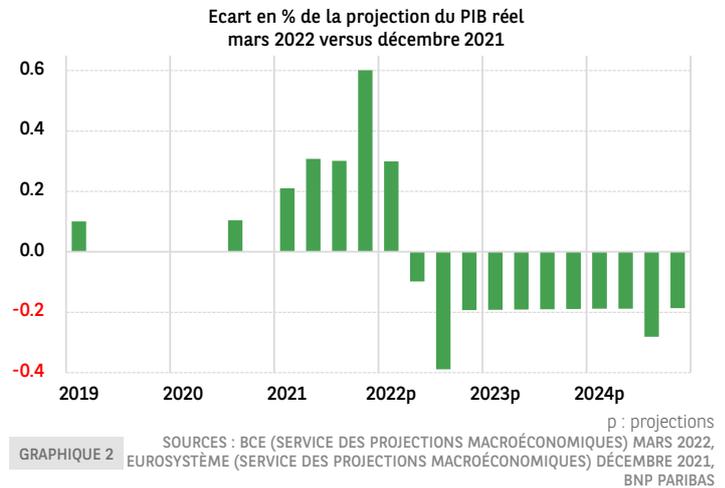
5 Dans son discours, lors du symposium annuel de Jackson Hole de la Réserve fédérale de Kansas City, Jerome Powell a été très clair sur ce point : le tapering (réduction progressive des achats d'actifs) n'annoncerait pas un changement de perspective pour le taux des Fed funds. « Le timing et le rythme de la future réduction des achats d'actifs ne devraient pas constituer un signal direct pour le calendrier des hausses de taux d'intérêt, pour lesquelles nous avons fixé des conditions différentes et nettement plus strictes. »

Source : La Réserve fédérale adapte sa forward guidance : la BCE va-t-elle lui emboîter le pas ? EcoWeek, BNP Paribas, 6 septembre 2021.

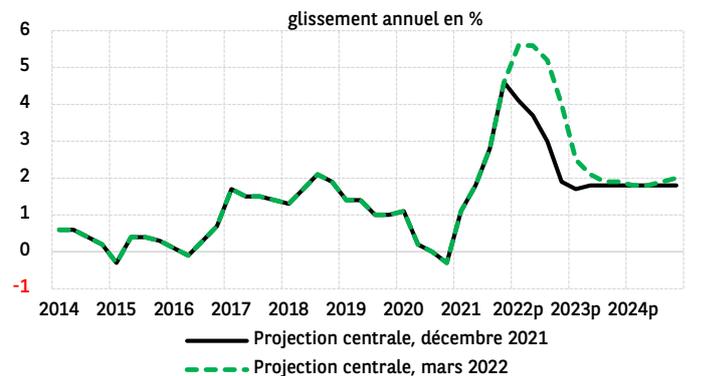
6 Source : BCE, Déclaration de politique monétaire, 10 mars 2022.

7 Source : BCE, Conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE et de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 10 mars 2022.

ÉCART DU PIB RÉEL DE LA ZONE EURO - PROJECTIONS DE LA BCE



PROJECTIONS DE L'INFLATION HARMONISÉE DE LA BCE



projections, en baisse de 0,4 % soit un impact d'environ un point de pourcentage sur la croissance. La trajectoire d'inflation révisée (graphique 3) — avec une inflation qui évolue à la hausse et se maintient bien au-dessus des projections du mois de décembre jusqu'au milieu de l'année prochaine — joue à cet égard un rôle crucial. Elle se fonde sur une hypothèse du prix du baril de Brent de USD 92,6 en 2022 (USD 71,1 en moyenne en 2021), USD 82,3 en 2023 et USD 77,2 en 2024. Cependant, depuis la finalisation des projections, les prix de l'énergie ont significativement augmenté⁸. Dans un contexte de forte incertitude, la politique monétaire ne peut être que dépendante aux données.

William De Vijlder

8 Dans un scénario défavorable (grave), reposant sur des prix de l'énergie encore plus élevés et sur d'autres répercussions, la croissance ressort à 2,5% (2,3%) cette année et l'inflation à 5,9% (7,1%), d'après les projections des services de la BCE.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 4-3-22 au 11-3-22

➔ CAC 40	6 062	▶ 6 260	+3.3 %
➔ S&P 500	4 329	▶ 4 204	-2.9 %
➔ Volatilité (VIX)	32.0	▶ 30.8	-1.2 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.52	▶ -0.50	+1.8 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.61	▶ 0.83	+21.6 pb
➔ OAT 10a (%)	0.28	▶ 0.60	+32.6 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.14	▶ 0.23	+37.0 pb
➔ US Tr. 10a (%)	1.72	▶ 2.01	+28.4 pb
➔ Euro vs dollar	1.09	▶ 1.10	+0.4 %
➔ Or (once, \$)	1 961	▶ 1 983	+1.1 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	118.3	▶ 112.7	-4.7 %

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
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01
Euribor 3m	-0.50	-0.49	le 09/03	-0.58	le 05/01
Euribor 12m	-0.27	-0.27	le 11/03	-0.50	le 05/01
\$ FED	0.25	0.25	le 03/01	0.25	le 03/01
Libor 3m	0.83	0.83	le 11/03	0.21	le 03/01
Libor 12m	1.60	1.60	le 11/03	0.58	le 03/01
£ Bque Angl	0.50	0.50	le 03/02	0.25	le 03/01
Libor 3m	1.00	1.00	le 11/03	0.26	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01

€ Moy. 5-7a	0.47	0.54	le 11/02	-0.04	le 03/01
Bund 2a	-0.48	-0.31	le 04/02	-0.83	le 04/03
Bund 10a	0.23	0.28	le 15/02	-0.14	le 24/01
OAT 10a	0.60	0.67	le 15/02	0.15	le 04/01
Corp. BBB	1.97	1.99	le 10/03	0.90	le 05/01
\$ Treas. 2a	1.74	1.74	le 11/03	0.70	le 04/01
Treas. 10a	2.01	2.06	le 16/02	1.63	le 03/01
High Yield	6.62	6.62	le 11/03	5.07	le 03/01
£ Gilt. 2a	1.37	1.55	le 15/02	0.69	le 03/01
Gilt. 10a	1.48	1.59	le 14/02	0.97	le 03/01

Au 11-3-22

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.10	1.15	le 10/02
GBP	0.84	0.85	le 07/02
CHF	1.02	1.06	le 10/02
JPY	128.30	132.97	le 10/02
AUD	1.50	1.62	le 04/02
CNY	6.93	7.29	le 10/02
BRL	5.53	6.44	le 06/01
RUB	146.81	164.76	le 07/03
INR	84.00	85.96	le 11/02

Au 11-3-22

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	112.7	128.2	le 08/03	79.0
Or (once)	1 983	2 056	le 08/03	1 785
Métaux, LME	5 329	5 506	le 07/03	4 489
Cuivre (tonne)	10 151	10 702	le 04/03	9 543
Blé (tonne)	384	4.2	le 07/03	281
Maïs (tonne)	292	2.9	le 11/03	226

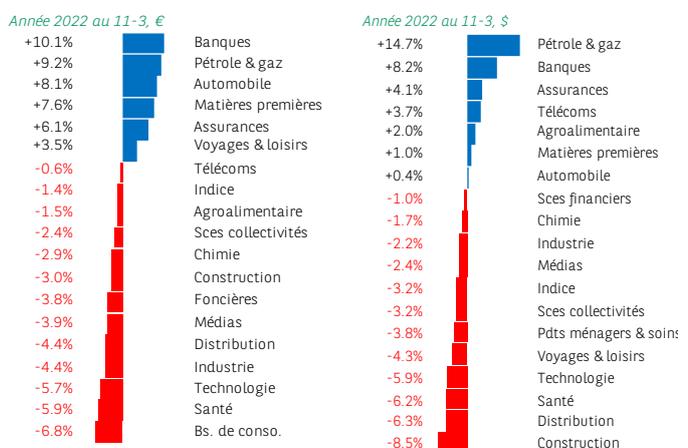
Au 11-3-22

INDICES ACTIONS

Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde			
MSCI Monde	2 840	3 248	le 04/01
Amérique du Nord			
S&P500	4 204	4 797	le 03/01
Europe			
EuroStoxx50	3 687	4 392	le 05/01
CAC 40	6 260	7 376	le 05/01
DAX 30	13 628	16 272	le 05/01
IBEX 35	8 142	8 886	le 10/02
FTSE100	7 156	7 672	le 10/02
Asie Pacifique			
MSCI, loc.	1 043	1 165	le 05/01
Nikkei	25 163	29 332	le 05/01
Emergents			
MSCI Emergents (\$)	1 086	1 267	le 12/01
Chine	68	86	le 20/01
Inde	781	891	le 13/01
Brésil	1 706	1 766	le 03/03

Au 11-3-22

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

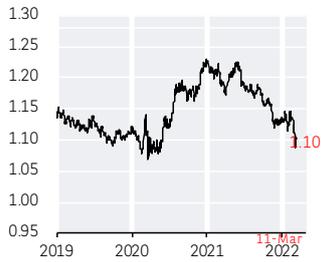


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

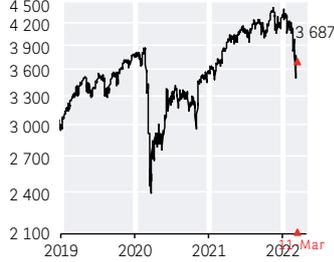


REVUE DES MARCHÉS

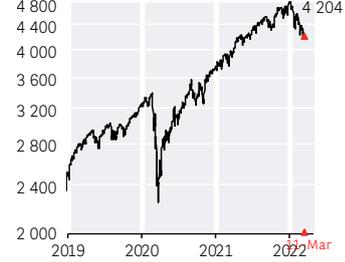
EURO-DOLLAR



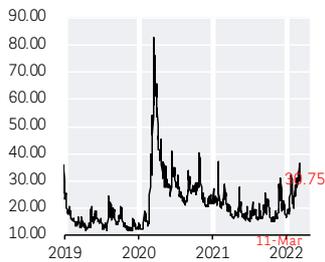
EUROSTOXX50



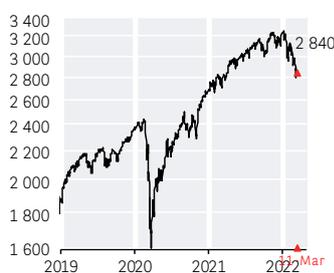
S&P500



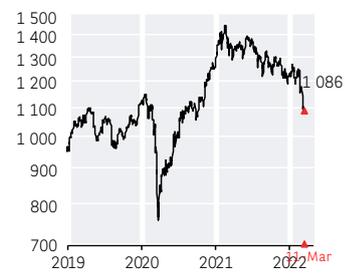
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



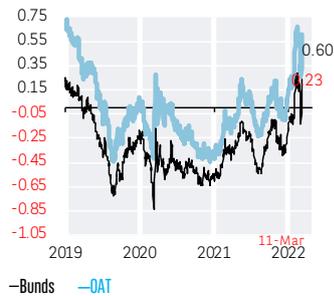
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

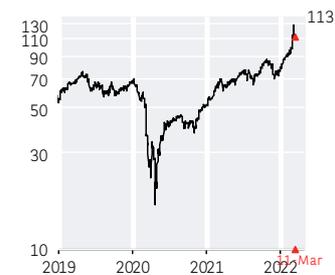


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

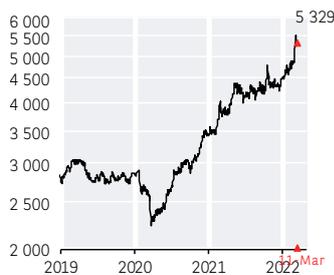
Année 2022 au 11-3

1.83%	Grèce	191 pb
1.23%	Italie	131 pb
0.64%	Espagne	72 pb
0.56%	Portugal	64 pb
0.21%	France	29 pb
0.20%	Belgique	28 pb
0.12%	Finlande	20 pb
-0.03%	Autriche	6 pb
-0.05%	Irlande	3 pb
-0.10%	P-Bas	-2 pb
-0.09%	Allemagne	

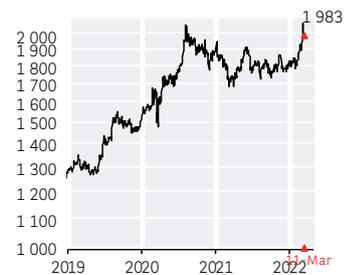
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ITALIE : COUP D'ARRÊT EN PERSPECTIVE

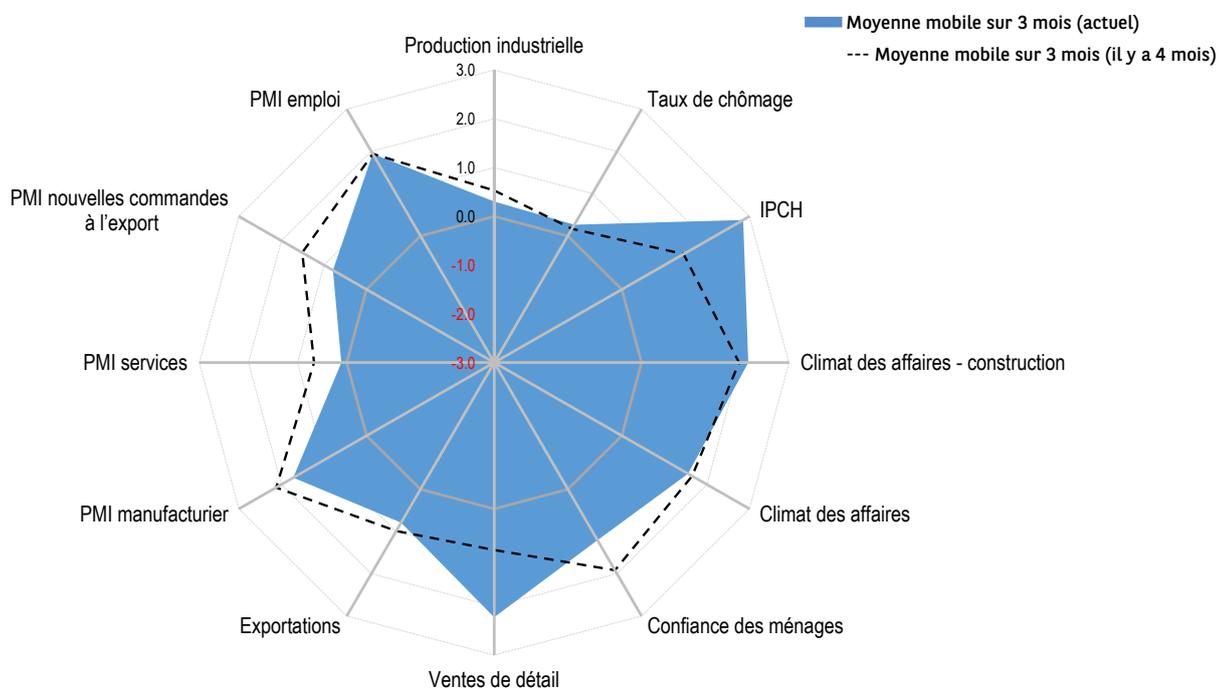
La production industrielle en Italie a démarré l'année sur un repli marqué, avec une baisse de 3,4% m/m en janvier. Les risques d'une contraction du PIB au T1 2022 sont désormais élevés en raison de la guerre en Ukraine et des répercussions de l'envolée du coût des matières premières sur l'économie transalpine. L'Italie est, en effet, particulièrement dépendante du gaz russe (près de 45% de ses importations). Rome compte réorienter drastiquement ses importations de gaz depuis d'autres pays (Algérie, Azerbaïdjan) et accroître sa consommation de GNL, néanmoins cela mettra du temps à se matérialiser. L'inflation devrait donc rester très élevée en 2022 et la propagation à d'autres secteurs risque de s'amplifier, d'autant que cette tendance était d'ores et déjà à l'œuvre avant le début du conflit en Ukraine. L'inflation a atteint 6,2% en g.a. en février sous l'effet, tout d'abord, de la hausse des prix de l'énergie, mais la même tendance était observée aussi pour les produits alimentaires et boissons non alcoolisées (+4,9% g.a.), la restauration et l'hôtellerie (+4,0% g.a.). Le gouvernement a annoncé une nouvelle enveloppe budgétaire de EUR 6 mds pour amortir la hausse des prix énergétiques, mais celle-ci ne compensera pas entièrement l'augmentation des factures pour les ménages et les entreprises.

Le gouvernement trouvera néanmoins quelques encouragements dans les dernières estimations de croissance pour 2021, dévoilées la semaine dernière par Istat, qui se sont avérées meilleures que prévu. Le PIB réel a augmenté de 6,6% en 2021 en moyenne annuelle (contre 6,0% initialement estimé), ce qui ne compense néanmoins que partiellement la contraction record de 2020 (-9,1%). La hausse des investissements est certainement le fait le plus positif de ce rapport. La formation brute de capital fixe (FBCF) a atteint au T4 2021 son niveau le plus élevé depuis treize ans, portée notamment par de très importantes dépenses en construction (+13,9% en 2021 par rapport à 2019¹). Cette hausse corrobore les indices, robustes, du climat des affaires et les indices PMI du secteur. Le PMI pour la construction pointe, du reste, vers un niveau d'activité encore élevé au T1 2022, avec un nouveau record en février (68,5). Ce secteur est donc, pour l'instant, épargné par le ralentissement qui touche la plupart des pans de l'industrie.

Guillaume Derrien

1 Dépenses combinées pour la construction de logements et autres bâtiments et structures.

ITALIE : 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 -3 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

REMONTÉE DU NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 EN ASIE

Tandis que le variant Omicron devient majoritaire dans la plupart des pays, le nombre de nouvelles contaminations au Covid-19 continue globalement de baisser dans le monde. Mais cette baisse a ralenti la semaine du 3 au 9 mars (-2% par rapport à la semaine précédente). Plus globalement, l'Amérique du Sud et l'Afrique enregistrent encore une forte baisse (-38%), suivent l'Amérique du Nord (-30%) et l'Europe (-7%). En revanche, l'Asie enregistre une augmentation de 15% (graphique 1). Dans le même temps, 64% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (graphique 2).

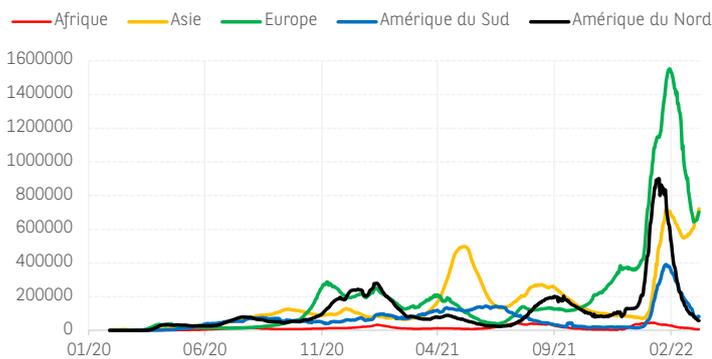
D'autre part, la fréquentation des commerces et des lieux de loisir reste orientée en hausse en France, en Allemagne, en Belgique, au Royaume-Uni et aux États-Unis, alors qu'en Italie, en Espagne et au Japon, l'amélioration s'est interrompue (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB demeure également, en tendance, nettement orienté à la hausse dans tous les pays de notre échantillon (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.

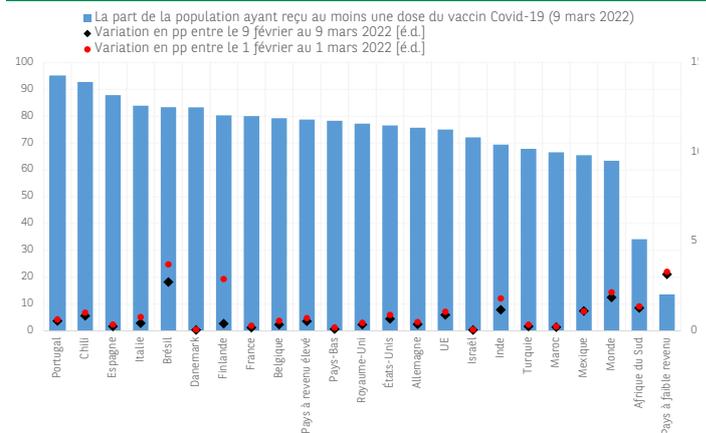
Tarik Rharrab

* 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)



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



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (10/03/2022), BNP PARIBAS

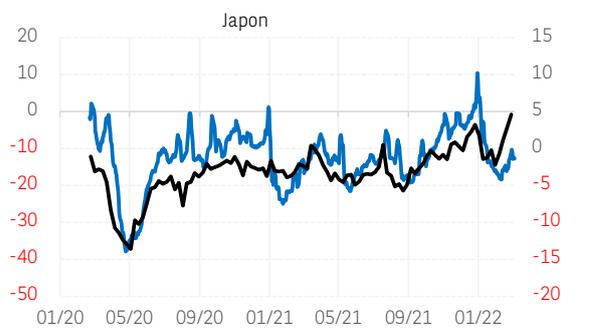
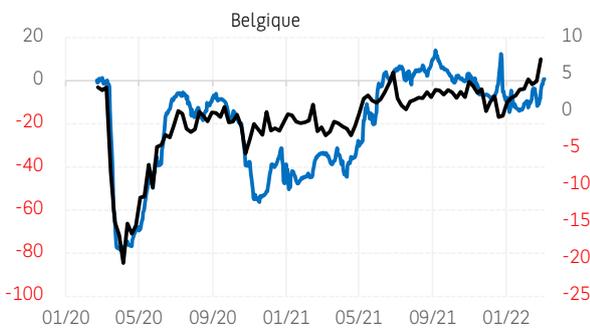
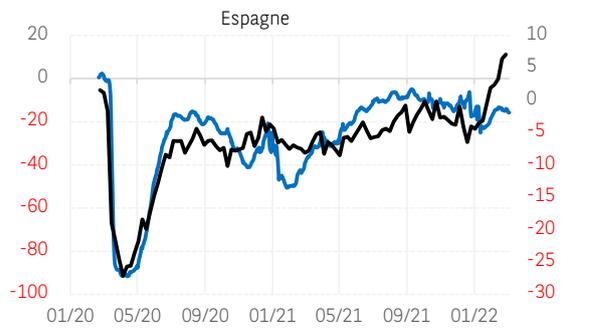
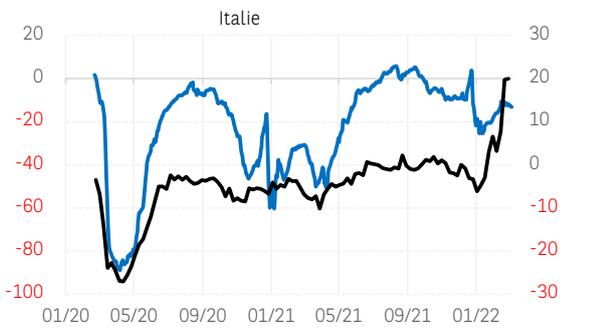
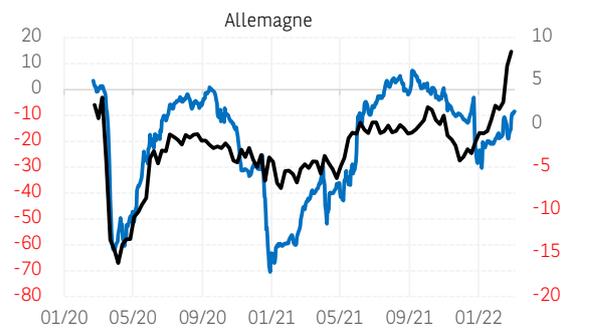
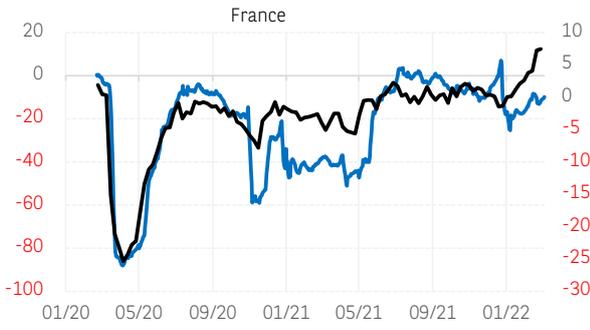
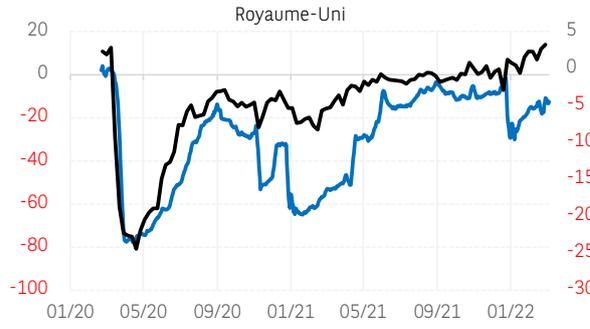
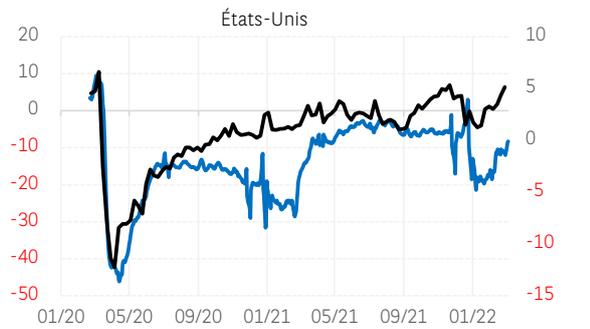
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 10/03/2022), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

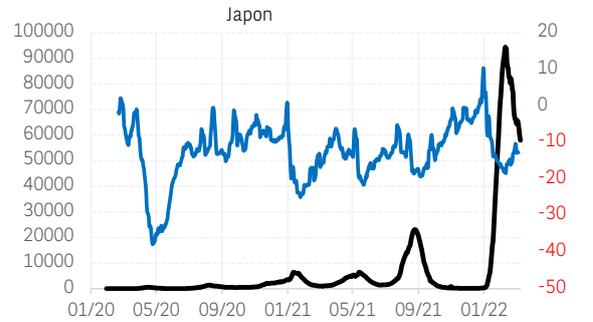
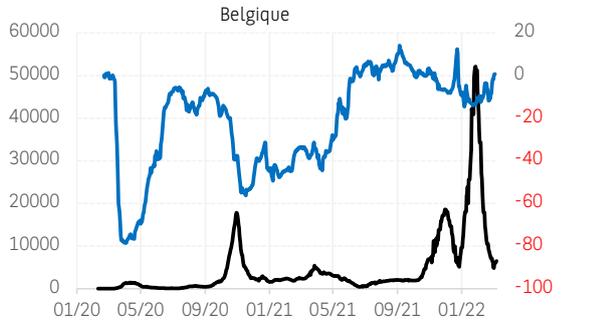
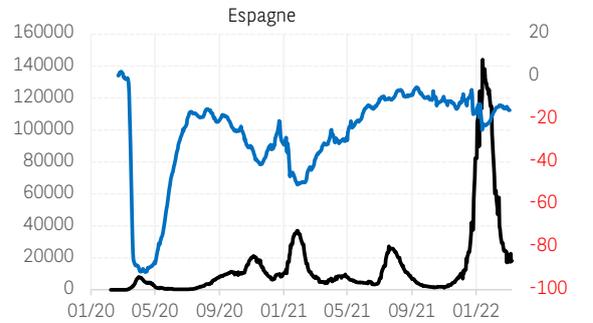
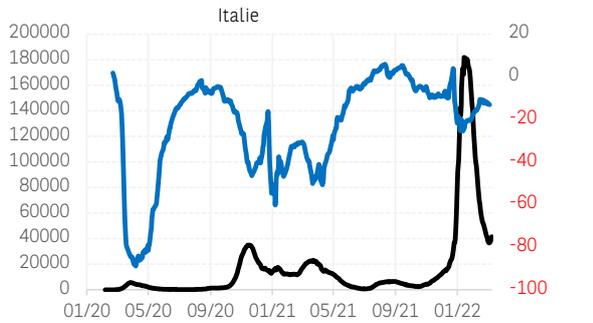
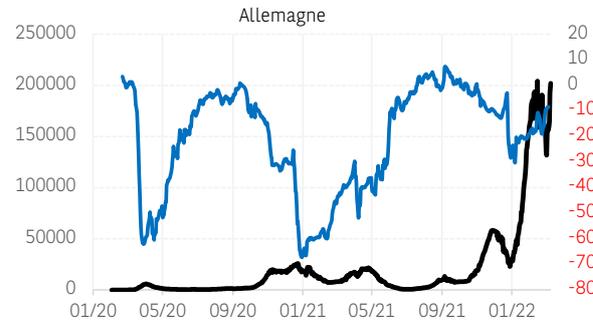
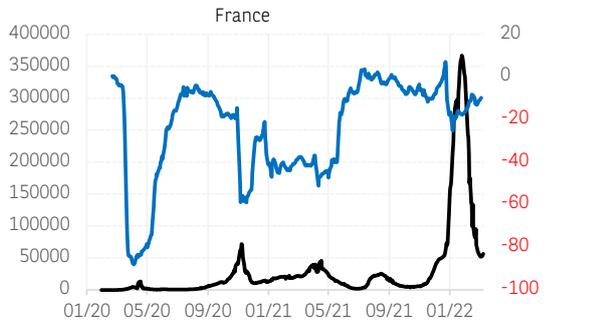
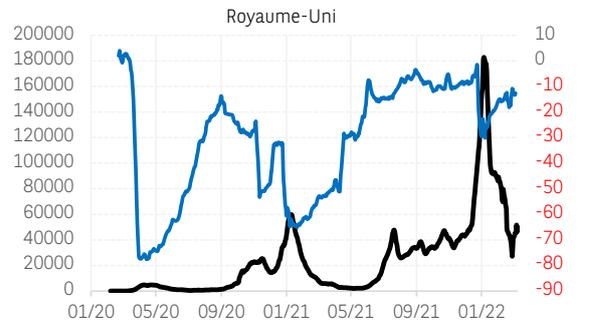
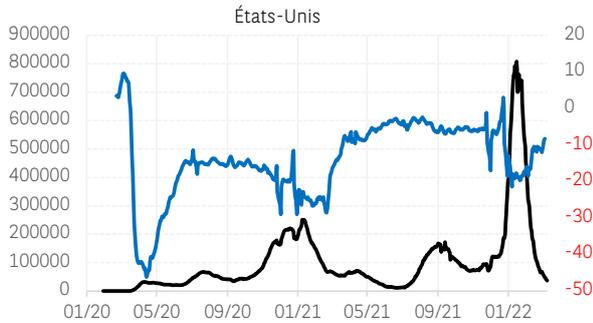
— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]



SOURCES : OCDE (10/03/2022), GOOGLE (10/03/2022), 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 (10/03/2022), GOOGLE (10/03/2022), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine est revenue sur sa trajectoire pré-pandémique et, avec 4% de taux de chômage, elle est aussi proche du potentiel. Supérieure à 7%, l'inflation est au plus haut depuis quarante ans et amène la Réserve fédérale à monter ses taux d'intérêt, d'au moins 100 points de base en 2022. Si elle est portée par les créations d'emplois, la consommation des ménages pâtit en revanche du recul des salaires réels. La révision en baisse des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment sous ses aspects sociaux, est également facteur de frein. La croissance du PIB se normalise tandis que l'inflation, attendue très élevée jusqu'à la fin du printemps, finit par ralentir dans le courant du second semestre.

CHINE

La croissance économique a fortement ralenti depuis l'été 2021. La crise des secteurs de l'immobilier et de la construction, le maintien de la stratégie *zéro covid* face aux résurgences de l'épidémie, et la fragilité persistante de la consommation des ménages pèsent sur l'activité. Ces facteurs devraient persister à court terme, même si les autorités renforcent leur soutien budgétaire et multiplient les mesures d'assouplissement monétaire. Dans le même temps, le cap du resserrement réglementaire et de l'assainissement du marché immobilier devrait être maintenu. L'industrie exportatrice, restée très dynamique au cours des derniers mois, devrait s'essouffler à court terme.

ZONE EURO

Après un T3 vigoureux, la croissance au T4 2021 a, comme attendu, nettement perdu de la vigueur (+0,3% t/t selon la première estimation d'Eurostat). 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 continuent toutefois de faire preuve d'une certaine résistance. Si les risques baissiers se sont intensifiés, conduisant, mi-février, à une révision en baisse de 0,6 point de pourcentage de notre prévision de croissance pour 2022 (à 3,6%), la reprise reste résiliente. Un certain nombre de facteurs de soutien restent en effet à l'œuvre (*policy mix* toujours accommodant (bien qu'à un degré moindre), matelas de l'épargne forcée accumulée, potentiel de rattrapage du secteur des services, besoins d'investissements et de restockage). Malgré un ralentissement plus marqué, la croissance attendue resterait en 2022 très au-dessus de son rythme tendanciel. Pendant ce temps, l'inflation poursuit son envolée, reportant le pic attendu. Cela reste principalement une histoire de prix de l'énergie mais des facteurs plus durables et de diffusion gagnent également en force. En moyenne annuelle, en 2022, l'inflation bondirait à 5% (après 2,6% en 2021), masquant le mouvement de baisse toujours 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. La croissance a continué de surprendre à la hausse au T4 2021 (0,7% t/t, selon la première estimation de l'Insee) et a atteint 7% sur l'ensemble de l'année. En 2022, la croissance ralentirait à 4,2%, dans un contexte d'inflation plus forte (attendue à 3,5% contre 1,8% en 2021).

TAUX & CHANGES

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a commencé à réduire ses achats d'actifs qui devraient ainsi prendre fin en mars de cette année. Le ton des minutes de la réunion du FOMC de décembre était ferme. Compte tenu de l'inflation actuelle particulièrement élevée, des perspectives d'inflation et de la vigueur du marché du travail, comme le montre le taux de chômage qui est passé en dessous de 4,0%, nous nous attendons à une première hausse des taux en mars, suivie de cinq autres en 2022 et de trois en 2023. De plus, nous prévoyons que la réduction du bilan de la Fed (resserrement quantitatif) débutera en juillet de cette année. Ces changements de politique devraient exercer une pression à la hausse sur les rendements du Trésor.

Dans la zone euro, la BCE mettra fin à son programme PEPP de rachats nets d'actifs en mars. À cette occasion, les volumes mensuels d'achats d'actifs, au titre du programme traditionnel, augmenteront provisoirement. La banque centrale insiste sur la possible poursuite de la hausse de l'inflation, en particulier à court terme. Dans ce contexte et compte tenu de l'évolution anticipée de l'inflation, nous prévoyons une première hausse du taux de dépôt de 25 pb lors de la réunion de septembre et une autre en décembre. Néanmoins, compte tenu

des effets de la guerre en Ukraine, cela semble peu probable : une hausse est possible cette année mais après septembre. Deux hausses supplémentaires de 25 pb devraient intervenir en 2023. Ce changement de ton de la BCE a provoqué une augmentation des taux des obligations souveraines de la zone euro. Dans ce contexte de politique monétaire et compte tenu de l'influence de la hausse des rendements américains, d'autres hausses sont à prévoir. Nous prévoyons aussi un élargissement de certains écarts de taux.

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.

Nous anticipons une baisse du dollar face à l'euro en raison de la plus grande fermeté de la Réserve fédérale et de la BCE, et du fait que l'euro est sous-évalué par rapport au dollar. La divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon devrait se traduire par une appréciation du billet vert contre le yen. Néanmoins, à la fin de l'année 2023, la monnaie japonaise pourrait s'apprécier alors que nous approcherons du pic cyclique des rendements des bons du Trésor américain.

CROISSANCE DU PIB

%	2021	2022 e	2023 e
États-Unis**	5.7	3.7	2.5
Japon**	1.7	1.6	2.0
Royaume-Uni**	7.5	3.6	1.7
Zone euro**	5.3	2.8	2.7
Allemagne	2.9	-	-
France	7.0	-	-
Italie	6.6	-	-
Espagne	5.0	-	-
Chine**	7.7	4.9	5.5
Inde*	8.1	-	-
Brésil	5.0	-	-
Russie	4.5	-	-

Dans le tableau, les projections de croissance du PIB reposent sur l'hypothèse d'un *statu quo* dans la guerre en Ukraine, d'une prolongation de l'incertitude avec le maintien des sanctions et un prix du baril de pétrole qui atteindrait 150 dollars US avant de retomber à 120 USD à la fin de l'année.

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
** MISE À JOUR LE 13/03/2022

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)	0.50	1.00	1.50	1.75	2.50
	Treas. 10a	2.00	2.10	2.20	2.30	2.30
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.50
	Bund 10a	0.35	0.45	0.50	0.60	0.70
	OAT 10a	0.90	0.90	1.00	1.10	1.20
	BTP 10 ans	2.10	2.20	2.40	2.60	2.70
	BONO 10 ans	1.40	1.50	1.65	1.80	1.90
R-Uni	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25	1.75
	Gilt 10a	1.50	1.55	1.60	1.75	2.00
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.20	0.20	0.20	0.22	0.25

Taux de change

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.15	1.16	1.17	1.18	1.20
	USD / JPY	115	116	117	118	115
	GBP / USD	1.35	1.35	1.36	1.37	1.40
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86
	EUR / JPY	132	135	137	139	138

Pétrole

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	87	84	87	92	97

PRÉVISIONS MISES À JOUR AU 10/02/2022
SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY



CALENDRIER ACTUALISÉ

11

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, les données de février montrent que, depuis le début de cette année, la croissance des exportations par rapport à l'année dernière a dépassé les attentes, à l'inverse du chiffre des importations. L'inflation des prix à la production a fléchi, passant à 8,8 % tandis que celle des prix à la consommation est restée stable à 0,9 %. Dans la zone euro, l'estimation actualisée de la croissance du quatrième trimestre confirme les chiffres de l'estimation précédente. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a séparé achats d'actifs nets et taux directeurs dans ses orientations prospectives. Les taux directeurs pourraient être relevés un certain temps après la fin des achats d'actifs mais cela sera conditionné à l'évolution des données économiques. Au Japon, l'enquête Eco Watchers a montré une amélioration de la composante « perspectives » et une quasi-stabilisation de la composante « évaluation de la conjoncture actuelle ». L'estimation de la croissance pour le quatrième trimestre a été révisée à la baisse pour atteindre 1,1 %, ce qui reste bien en deçà des prévisions du consensus qui tablait sur 1,4 %. Au Royaume-Uni, l'estimation mensuelle de la croissance du PIB en janvier a été beaucoup plus forte que prévu. Aux États-Unis, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente se sont accélérées, tant sur une base mensuelle que par rapport à l'an dernier. Ces chiffres sont conformes aux prévisions du consensus. Le chiffre des offres d'emploi a augmenté, dépassant les attentes. Enfin, le sentiment de l'Université du Michigan s'est affaibli, la composante « perspectives » tout particulièrement. Cela est lié aux anticipations d'inflation qui, pour les 12 prochains mois, ont enregistré un bond pour se fixer à 5,4%, bien au-delà des premières prévisions.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
07/03/2022	Chine	Exportations en cumul annuel et g.a.	Févr.	14,0%	16,3%	60,6%
07/03/2022	Chine	Importations en cumul annuel et g.a.	Févr.	17,0%	15,5%	22,2%
08/03/2022	Japon	Perspectives (Eco Watchers)	Févr.	43,0	44,4	42,5
08/03/2022	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Févr.	38,0	37,7	37,9
08/03/2022	Zone euro	PIB t/t	T4	0,3%	0,3%	0,3%
08/03/2022	Zone euro	PIB g.a.	T4	4,6%	4,6%	4,6%
08/03/2022	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Févr.	97,3	95,7	97,1
09/03/2022	Japan	PIB t/t	T4	1,4%	1,1%	1,3%
09/03/2022	Chine	IPP g.a.	Févr.	8,6%	8,8%	9,1%
09/03/2022	Chine	IPC g.a.	Févr.	0,9%	0,9%	0,9%
09/03/2022	France	Emploi dans le secteur privé t/t	T4	0,5%	0,6%	0,5%
09/03/2022	United States	Offres d'emploi (Jolts)	Janv.	10950k	11263k	11448k
10/03/2022	Zone euro	Taux de facilité des dépôt (BCE)	Mars	-0,5%	-0,5%	-0,5%
10/03/2022	États-Unis	IPC m/m	Févr.	0,8%	0,8%	0,6%
10/03/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Févr.	0,5%	0,5%	0,6%
10/03/2022	États-Unis	IPC g.a.	Févr.	7,9%	7,9%	7,5%
10/03/2022	États-Unis	Demande initiale d'assurance chômage	Mars	217k	227k	216k
10/03/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie	Févr.	6,4%	6,4%	6,0%
11/03/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Févr.	0,9%	0,9%	0,9%
11/03/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Févr.	5,5%	5,5%	5,5%
11/03/2022	Royaume-Uni	PIB m/m	Janv.	0,1%	0,8%	-0,2%
11/03/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mars	61,0	59,7	62,8
11/03/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mars	65,8	67,8	68,2
11/03/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mars	57,0	54,4	59,4
11/03/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mars	5,1%	5,4%	4,9%
11/03/2022	États-Unis	Inflation 1-5 an (Université du Michigan)	Mars	--	3,0%	3,0%
11/03/2022	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Févr.	--		106

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du FOMC constituera le moment fort de la semaine. Une hausse des taux étant largement attendue, l'attention se portera sur les informations apportées, lors de la conférence de presse, sur le rythme futur du resserrement monétaire. Le Comité de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon se réuniront également. Comme d'habitude à cette période du mois, la Chine publiera diverses données économiques d'importance. Aux États-Unis, nous disposerons de données sur le marché du logement, le secteur du bâtiment, les ventes au détail, les prix à la production et l'indice de la Fed de Philadelphie sera publié. Pour la zone euro, nous connaissons les chiffres de l'inflation, des nouvelles immatriculations de voitures et de l'indice ZEW. Cet indice sera également publié pour l'Allemagne. En France, la Banque de France communiquera son indice du climat industriel.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/03/2022	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Févr.	106	106	
15/03/2022	Chine	Investissement immobilier cumul annuel g.a.	Févr.	-7.00%	4.40%	
15/03/2022	Chine	Production industrielle cumul annuel g.a.	Févr.	4.00%	9.60%	
15/03/2022	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Févr.	5.00%	4.90%	
15/03/2022	Chine	Ventes de détail cumul annuel g.a.	Févr.	3.00%	12.50%	
15/03/2022	Chine	Taux de chômage	Févr.	5.10%	5.10%	
15/03/2022	Royaume-Uni	Evolution mensuelle du salariat	Févr.	--	108k	
15/03/2022	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Janv.	4.00%	4.10%	
15/03/2022	France	IPC harmonisé m/m	Févr.	0.80%	0.80%	
15/03/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Févr.	4.10%	4.10%	
15/03/2022	Allemagne	Attentes (ZEW)	Mars	5	54.3	
15/03/2022	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Mars	-33	-8.1	
15/03/2022	Zone euro	Attentes (ZEW)	Mars	--	48.6	
15/03/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Févr.	8.70%	8.30%	
15/03/2022	États-Unis	IPP demande finale m/m	Févr.	1.00%	1.00%	
15/03/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Févr.	0.60%	0.80%	
15/03/2022	États-Unis	IPP demande finale g.a.	Févr.	10.00%	9.70%	
16/03/2022	Chine	Prix nouveaux logements m/m	Févr.	--	-0.04%	
16/03/2022	États-Unis	Progression des ventes de détail m/m	Févr.	0.40%	3.80%	
16/03/2022	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Févr.	0.40%	4.80%	
16/03/2022	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Mars	81	82	
16/03/2022	États-Unis	Décision du FOMC sur le taux (borne supérieure)	Mars	0.50%	0.25%	
17/03/2022	Japon	Commandes de machines g.a.	Janv.	8.70%	5.10%	
17/03/2022	Zone euro	Nouvelles immatriculations de véhicule (EU27)	Févr.	--	-6.00%	
17/03/2022	Zone euro	IPC g.a.	Févr.	5.80%	5.10%	
17/03/2022	Zone euro	IPC m/m	Févr.	0.90%	0.90%	
17/03/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Févr.	2.70%	2.70%	
17/03/2022	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Mars	0.75%	0.50%	
17/03/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Févr.	-1.60%	0.70%	
17/03/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Févr.	3.50%	-4.10%	
17/03/2022	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Mars	15	16	
17/03/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	--	227k	
18/03/2022	Japon	Taux de la Banque du Japon	Mars	--	-0.10%	
18/03/2022	Japon	Cible de rendement à 10 ans, BoJ	Mars	--	0.00%	

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Zone euro : dynamisme et tensions du marché du travail	EcoFlash	11 mars 2022
BCE : nouveau jeu de prévisions, nouveaux enjeux	EcoTVWeek	11 mars 2022
Amérique Du Nord : Une évolution contrastée des ratios LCR de part et d'autre de l'Atlantique	Graphique de la Semaine	9 mars 2022
Global : Est-ce que les marchés redoutent un retour de la stagflation ?	EcoWeek	8 mars 2022
Incertitude géopolitique, politiques monétaire et budgétaire	EcoTVWeek	4 mars 2022
Indonésie : consolidation en demi-teinte des comptes extérieurs	Graphique de la Semaine	2 mars 2022
Zone Euro : Une incertitude géopolitique radicale	EcoWeek	28 février 2022
Ménages français : un pouvoir d'achat sous contraintes	EcoTVWeek	25 février 2022
Remontée des taux souverains et dette italienne	EcoFlash	25 février 2022
Japon : la déflation dans les services s'intensifie	Graphique de la Semaine	23 février 2022
Global : pouvoir de fixation des prix des entreprises et perspectives d'inflation	EcoWeek	21 février 2022
Chili : entrée en fonction du nouveau président	EcoTVWeek	18 février 2022
France : forte accélération des paiements par carte bancaire sans contact	Graphique de la Semaine	16 février 2022
L'industrie française : un défi de taille	EcoFlash	15 février 2022
Zone euro : les spreads souverains hantés par les faits stylisés	EcoWeek	14 février 2022
France : vers un déficit commercial de 100 Mds EUR en 2022 ?	EcoTVWeek	11 février 2022
Égypte : tensions sur la liquidité en devises	Graphique de la Semaine	9 février 2022
Banque centrale européenne : des règles et une bonne dose d'appréciation	EcoWeek	7 février 2022
Inflation : une dynamique en trois temps	EcoTVWeek	4 février 2022
Union Européenne : Inflation en France et en Allemagne : un écart inhabituel	Graphique de la Semaine	2 février 2022
États-Unis : Perspective de politique monétaire aux États-Unis : plus de questions que de réponses	EcoWeek	31 janvier 2022
La nouvelle politique économique turque	EcoTVWeek	28 janvier 2022
France: les pénuries dans l'industrie subsistent, mais se réduisent	Graphique de la Semaine	26 janvier 2022



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 – Zone euro, Allemagne - Climat

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

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - 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

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

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

Perrine Guérin

Afrique anglophone

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@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 et 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