

2-3

ÉDITORIAL

Zone euro : les *spreads* souverains hantés par les faits stylisés

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-10

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Espagne, Royaume-Uni, mobilité et vaccination

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-14

CALENDRIER

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

15

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ZONE EURO: LES SPREADS SOUVERAINS HANTÉS PAR LES FAITS STYLISÉS

Dans la zone euro, certains spreads souverains ont tendance à se creuser quand le rendement des obligations d'État allemandes augmente. Cette corrélation positive perdure tant qu'il y a suffisamment d'investisseurs pour penser que cette relation maintes fois observée dans le passé se poursuivra. L'écartement des spreads constaté ces dernières semaines l'a encore démontré. C'est un défi pour les gouvernements, car il entraîne une hausse des coûts d'emprunt, mais aussi pour la BCE, car cela affecte la transmission de la politique monétaire. C'est pour cela que la banque centrale insiste sur la flexibilité des réinvestissements au titre du PEPP.

Les faits stylisés sont des schémas récurrents entre variables économiques et entre ces dernières et les marchés financiers. Ces schémas sont conditionnés par l'environnement économique ou les anticipations relatives à cet environnement.

La courbe de Phillips en est un exemple : une baisse cumulée significative du taux de chômage est généralement associée à une accélération de la croissance des salaires due à l'augmentation des goulets d'étranglement du marché du travail. Autres faits stylisés : l'élargissement des écarts de taux (*spreads*) des obligations d'entreprises en cas d'anticipation de resserrement de la politique monétaire par les banques centrales et, dans la zone euro, le creusement des certains *spreads* souverains par rapport au Bund quand le rendement des obligations d'État allemandes augmente. C'est ce qu'illustre le graphique 1, qui montre la relation entre la variation hebdomadaire des rendements des obligations d'État italiennes et celle des rendements du Bund, lorsque cette dernière est positive. Au-delà d'une certaine augmentation des rendements allemands, le coefficient de régression est supérieur à 1, ce qui signifie un élargissement du *spread*¹. Cela vaut également pour d'autres pays, comme le montre le tableau 1².

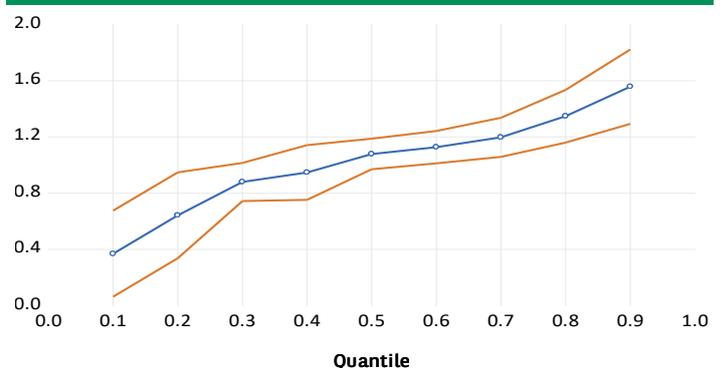
Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, les rendements allemands ont bondi et la variation hebdomadaire des rendements a atteint le sommet de la distribution (graphique 2), entraînant un élargissement significatif des *spreads* souverains des pays du sud de l'UE (graphique 3). D'un point de vue purement économique, un creusement aussi important des spreads semble contre-intuitif. Il est difficile de soutenir que la perspective d'un resserrement monétaire plus tôt qu'anticipé pourrait entraîner une détérioration significative du profil de risque souverain de ces pays.

La réaction du marché traduit plutôt une évolution du sentiment à l'égard du risque souverain, qui rappelle un autre fait stylisé : l'augmentation des rendements des obligations d'État provoque un élargissement des *spreads* des obligations d'entreprises, supérieur à

l'accroissement du risque de défaut attendu³. Cela nous amène à nous interroger sur les raisons de la détérioration du sentiment à l'égard du risque souverain en cas de hausse des rendements du Bund.

L'une des explications possibles est que, lorsque le rendement des obligations d'État allemandes augmente, les investisseurs en titres à revenu fixe, qui visent un certain rendement à l'échéance, doivent être moins exposés aux émetteurs souverains offrant un rendement supérieur à celui de l'Allemagne. Dans ce cas, le rééquilibrage du portefeuille ne reflète pas une révision à la baisse des perspectives de ces émetteurs. Il montre simplement que le même objectif de rendement peut être atteint en prenant moins de risque.

VARIATION HEBDOMADAIRE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT ITALIENNE À 10 ANS EN FONCTION DE CELLE DU BUND À 10 ANS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

1 La régression quantile a été estimée à l'aide des données journalières entre 2 janvier 2014 et le 9 février 2022. Tous les coefficients sont statistiquement significatifs.

2 Le coefficient de la Grèce est plus faible et moins significatif, d'un point de vue statistique et économique, le pays n'ayant pas participé aux marchés obligataires mondiaux au cours d'une partie de la période.

3 Cela signifie que l'élargissement des spreads est excessif compte tenu de l'augmentation estimée du risque de défaut. La prime obligataire excédentaire, qui désigne ce spread additionnel, mesure l'appétit pour le risque des investisseurs sur le marché des obligations d'entreprises. Voir, par exemple, *Recession Risk and the Excess Bond Premium*, Giovanni Favara, Simon Gilchrist, Kurt F. Lewis, et Egon Zakrajšek, FEDS Notes, 8 avril 2016.

La corrélation positive entre les rendements du Bund et les spreads souverains perdure lorsqu'il y a suffisamment de personnes pour penser que tel sera le cas. C'est un problème pour les gouvernements, mais aussi pour la BCE.

Une autre explication tient à la nature auto-réalisatrice du fait stylisé sur les variations des rendements du Bund et les *spreads* souverains. Dans un environnement concurrentiel, un gérant de portefeuille peut décider d'alléger son exposition aux titres souverains assortis d'une note de crédit inférieure s'il pense que ses homologues vont en faire autant. Les gérants de portefeuille sont hantés par les faits stylisés et agissent en conséquence. À défaut, ils courraient le risque de sous-performer leurs pairs. Par conséquent, la corrélation positive entre les rendements du Bund et les *spreads* souverains perdure lorsqu'il y a suffisamment de personnes pour penser que tel sera le cas.

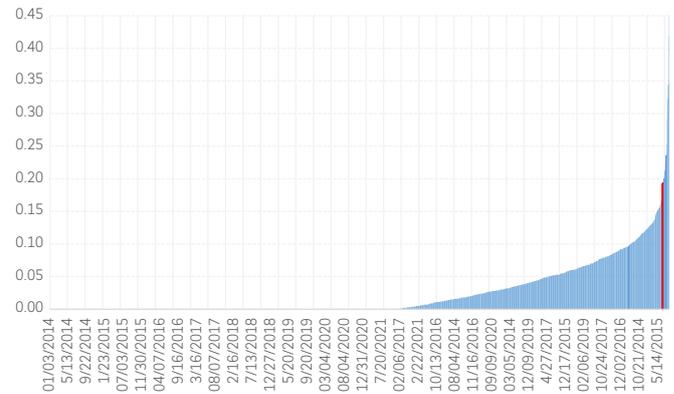
C'est là un problème pour les gouvernements – car cela entraîne une hausse des coûts d'emprunt – mais aussi pour la BCE. L'augmentation des rendements du Bund implique un resserrement des conditions financières, mais l'élargissement des *spreads* signifie que ce resserrement est encore pire dans certains pays. La BCE est consciente du problème. Dans une interview récente sur Twitter, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a déclaré : « Les *spreads* souverains sont une caractéristique dès lors qu'ils reflètent les fondamentaux économiques. Ils constituent un 'bug' lorsqu'ils sont soumis à une déstabilisation des anticipations auto-réalisatrices, nuisant à la transmission de la politique monétaire »⁴. Dans ce cas, la parade existe : « En cas de nouvelle fragmentation du marché liée à la pandémie, les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions ».

Pour conclure, il ne faut pas s'étonner de l'élargissement récent des *spreads* souverains au vu de la relation historique existant entre les rendements du Bund et les écarts de taux ainsi que de la hausse significative des rendements des obligations d'État allemandes. Les marchés ont désormais réévalué la trajectoire de relèvement des taux directeurs par la BCE. Ainsi, sauf nouvelles surprises, la volatilité sur les marchés obligataires de la zone euro devrait diminuer. Cela dépend aussi des évolutions sur le marché des Treasuries, qui ont une influence sur les rendements dans le monde entier, y compris dans la zone euro. La courbe de taux américaine intègre déjà plusieurs hausses de taux, de quoi soulager les émetteurs souverains.

William De Vijlder

⁴ Réponse à la question : "Are euro area sovereign yield spreads a bug or a feature?" Source : BCE, interview accordée à Twitter par Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, réalisée et publiée le 9 février 2022.

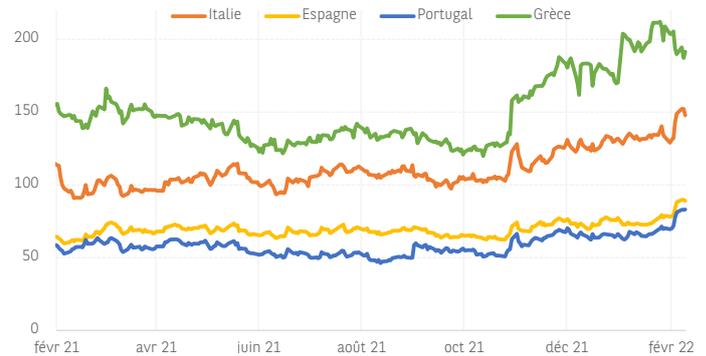
ÉVOLUTION HEBDOMADAIRE DU RENDEMENT DU BUND À 10 ANS QUAND LA VARIATION EST POSITIVE LA LIGNE ROUGE INDIQUE LA SEMAINE SE TERMINANT LE 9 FÉVRIER 2022



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, CALCULS BNP PARIBAS

ZONE EURO : SPREADS SOUVERAINS PAR RAPPORT AU BUND (POINTS DE BASE)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

COEFFICIENTS PAR RÉGRESSION QUANTILE QUAND LA VARIATION HEBDOMADAIRE DU RENDEMENT DU BUND À 10 ANS EST POSITIVE (RÉSULTATS POUR LE 9^E QUANTILE)

OBLIGATION À 10 ANS	COEFFICIENT	T-STATISTIC
Italie	1,56	11,54
Espagne	1,30	29,19
Grèce	1,06	2,54
Portugal	1,43	22,40

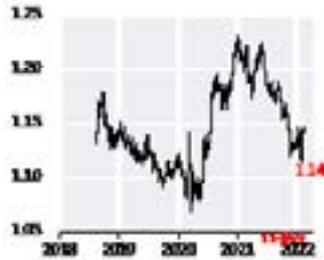
TABLEAU 1

SOURCES : CALCULS BNP PARIBAS

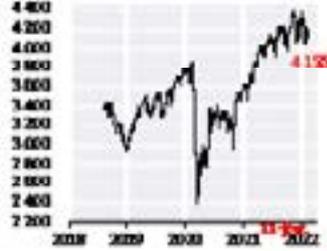


REVUE DES MARCHÉS

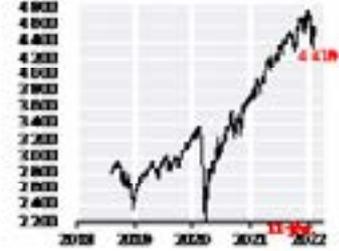
EURO-DOLLAR



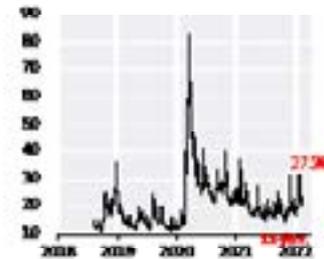
EUROSTOCKS



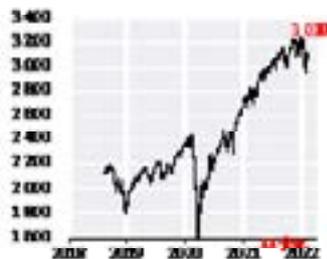
ENF500



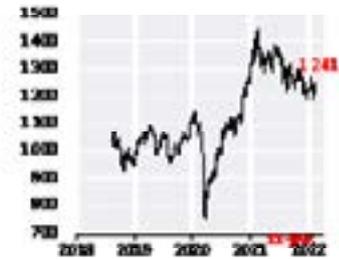
VOLATILITÉ (VIX, USA/500)



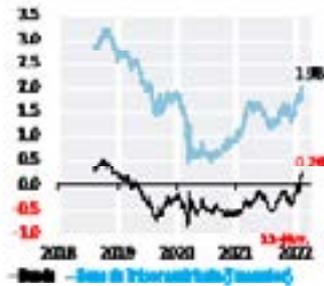
MARCHÉ MONDIE (US\$)



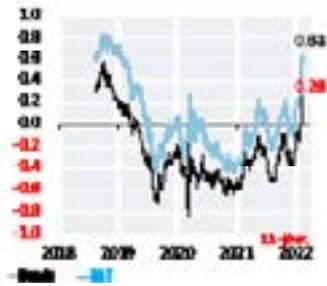
MARCHÉ ÉMERGENTS (US\$)



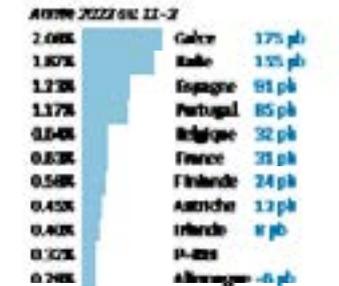
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



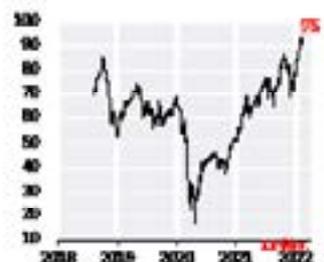
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



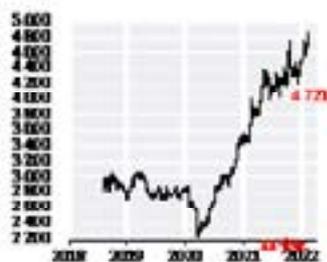
RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS B SPREADS



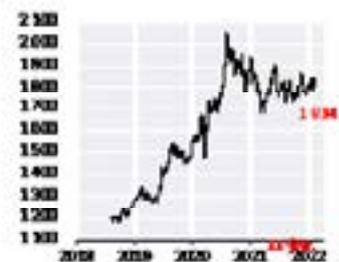
PÉTROLE (BRENT, US\$)



MÉTALX (LME, US\$)



OR (ONCE, US\$)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ESPAGNE : HAUSSE DES PRIX ET DE L'EMPLOI

La ministre espagnole du Travail, Yolanda Díaz, est sur tous les fronts en ce début d'année. Après l'adoption in extremis du texte visant à modifier les règles du marché du travail (dont la promulgation a été contestée par l'opposition en raison d'une erreur lors du vote électronique d'un membre du parti conservateur), la ministre a annoncé la semaine dernière le relèvement du salaire minimum interprofessionnel (SMI) à 1000 euros par mois. C'est une revalorisation de 3,7% dont profiteront près de deux millions de personnes, rétroactive au 1^{er} janvier.

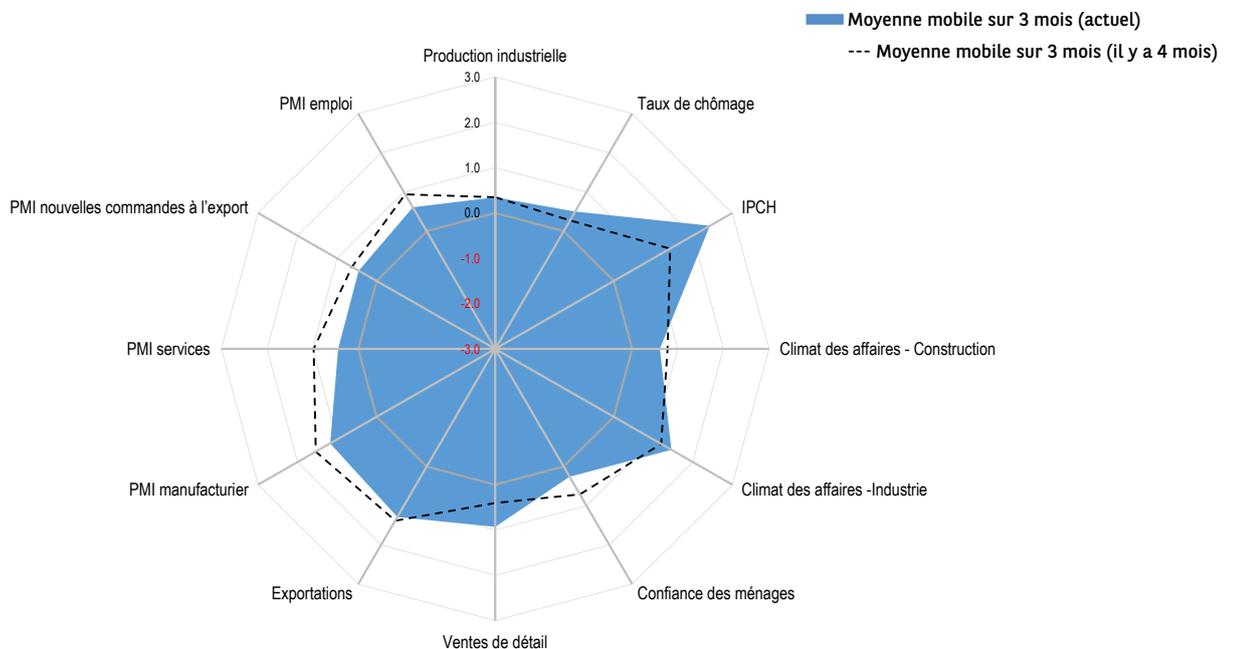
Cette hausse est avant tout une promesse du gouvernement faite en 2018 : rehausser progressivement ce salaire « plancher » à 60% du salaire médian d'ici à 2023 ; c'est également une réponse au renchérissement du coût de la vie auquel font face les ménages espagnols actuellement. Comme on le voit sur le baromètre, la forte poussée inflationniste se poursuit en ce début d'année, avec un indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en hausse de 6,1% en janvier. Si les détails pour le mois dernier n'ont pas encore été dévoilés, les prix énergétiques resteront, sans surprise, le principal carburant de cette hausse de l'inflation. L'IPCH pour l'énergie enregistrait déjà un bond de 40,2% en g.a. en décembre 2021, tandis que les prix à la production du secteur ont quasiment doublé (+95,9% en g.a.) entre décembre 2021 et décembre 2020.

Malgré cela, le nombre d'emplois dans le pays a une nouvelle fois augmenté en janvier (+72 000 selon la SEPE¹), après une augmentation record des embauches en 2021. Le taux de chômage a donc désormais toutes les chances de refluer sous les 13% dès le T1, un niveau d'ores et déjà atteint en décembre 2021. Cependant, la confiance des entreprises a enregistré une chute importante le mois dernier, sous l'effet de la vague Omicron. L'indice PMI composite s'est en effet replié de 7,5 points, à 47,9, soit la plus forte chute mensuelle depuis avril 2020, date marquant le début du premier confinement. La baisse s'est concentrée dans les services (-9,2 points à 46,6) tandis que l'indicateur manufacturier restait inchangé (56,2). Néanmoins, avec le fort recul de l'épidémie (les cas de contamination ont chuté de près des deux tiers depuis le pic de mi-janvier) et l'allègement progressif des mesures sanitaires, ces indicateurs devraient logiquement s'améliorer dès le mois de février.

Guillaume Derrien

¹ Agence pour l'emploi espagnol.

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.

ROYAUME-UNI : CHANGEMENT DE CAP

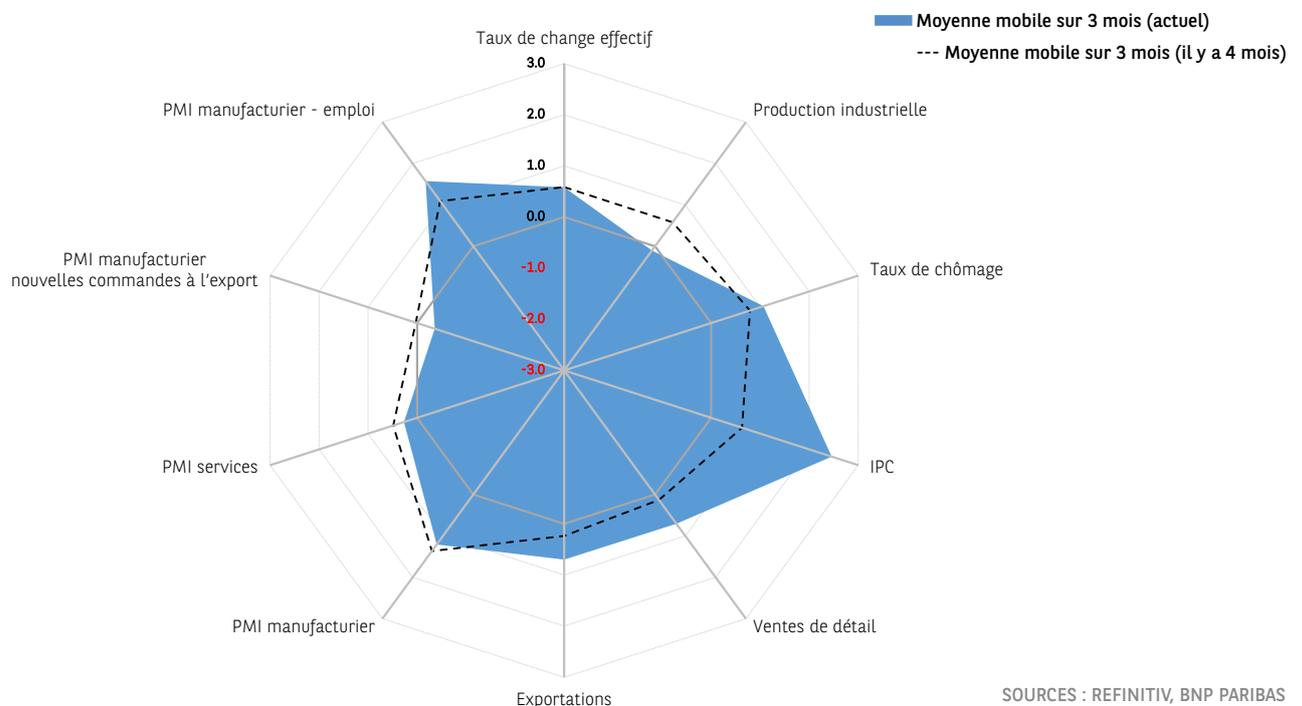
Au Royaume-Uni comme ailleurs, le retour en force de l'inflation ne laisse pas de surprendre et pousse la Banque centrale à agir. Le Comité de politique monétaire (MPC) s'attend à ce que la hausse annuelle des prix atteigne 7% en avril (elle dépasse actuellement 5%), du jamais-vu depuis trois décennies. Il renchérit par conséquent le loyer de l'argent. Fixé à 0,1% pendant la crise, le taux d'intérêt directeur de la Banque d'Angleterre a été porté à 0,25% en décembre, puis à 0,50% en février. D'autres hausses suivront, l'objectif du MPC - qui épouse les anticipations du marché - étant de porter le *Bank rate* à 1,50% en milieu d'année 2023.

Ce n'est pas tout. À l'instar de la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre va réduire la taille de son bilan, en cessant de réinvestir à l'échéance dans les actifs acquis au titre du *quantitative easing* (dont l'encours atteint GBP 895 milliards, soit 40% du PIB, et se trouve essentiellement constitué d'obligations du Trésor). La normalisation monétaire intervient alors que l'économie retrouve son niveau de fin 2019. Très entamé par la pandémie - la récession britannique fut l'une des plus marquées dans le monde en 2020 - le PIB a connu un rebond spectaculaire en 2021 (+7,5%), notamment parce que le « quoi qu'il en coûte » est allé très loin. D'après les calculs du Fonds monétaire international (FMI), les transferts gouvernementaux aux ménages et aux entreprises (hors prêts et garanties) ont représenté 19 points de PIB, pratiquement le double de l'effort consenti en zone euro, qui bénéficie il est vrai de stabilisateurs automatiques plus puissants.

Le contrecoup a été une explosion du déficit public qui, bien qu'en régression du fait du retour de la croissance, reste élevé d'un point de vue structurel (l'*Office for Budget Responsibility* l'évalue à 8,3 points de PIB potentiel pour l'exercice fiscal 2021-22). Priorité est donc donnée à sa réduction. Tout ou partie des dispositifs « Covid » (TVA réduite sur la restauration, abattements spéciaux sur les droits de mutation...) ont été supprimés, tandis qu'il est prévu d'augmenter les prélèvements sociaux dès avril 2022 et le taux de l'impôt sur les sociétés en avril 2023.

Jean-Luc Proutat

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +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.

VACCINATION : LE SEUIL SYMBOLIQUE DE 1 MILLIARD DE DOSES DE RAPPEL EST FRANCHI

Le monde fait état de 19,9 millions de nouveaux cas confirmés de Covid-19 entre le 2 et le 8 février, soit 14% de moins que la semaine précédente. Il s'agit de la deuxième semaine consécutive de baisse. L'ensemble des régions sont concernées : -38% en Amérique du Nord, -24% en Afrique, -17% en Amérique du Sud et près de -5% en Asie et en Europe (graphique 1).

Toutefois, la situation reste très disparate. Sur la même période, plusieurs pays affichent une forte baisse (graphique 4, courbe noire) : Inde (-56%), Belgique (-46%), États-Unis (-43%), France (-39%), Espagne (-34%), Italie (-29%) et Royaume-Uni (-25%). En revanche, certains pays enregistrent une forte hausse du nombre de contaminations. C'est le cas de l'Indonésie (+141%), la Corée du Sud (+114%), la Russie (+41%) et du Japon (+20%). Côté vaccination, le seuil symbolique de 1 milliard de doses de rappel a été franchi. 10,6 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde depuis le début des campagnes, au T4 2020, ainsi près de 62% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (graphique 2).

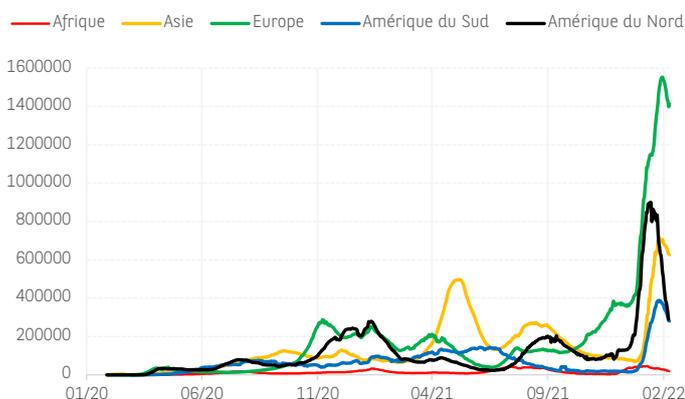
Dans le même temps, la fréquentation des commerces et des lieux de loisir continue de remonter en Espagne, en Belgique, en France, en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Au Japon, la tendance baissière se poursuit, probablement en lien avec la situation sanitaire dans le pays (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB demeure, en tendance, orienté à la hausse au Royaume-Uni. La France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et les États-Unis se distinguent par un fort rebond sur les points les plus récents. En Belgique, une légère hausse a été constatée tout dernièrement, tandis qu'au Japon, la baisse se poursuit (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.

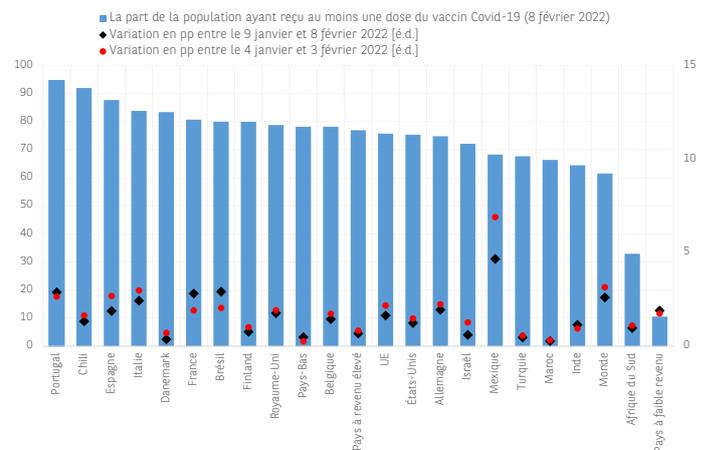
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (09/02/2022), BNP PARIBAS

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



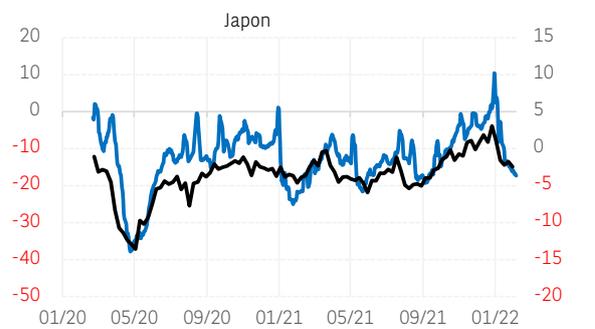
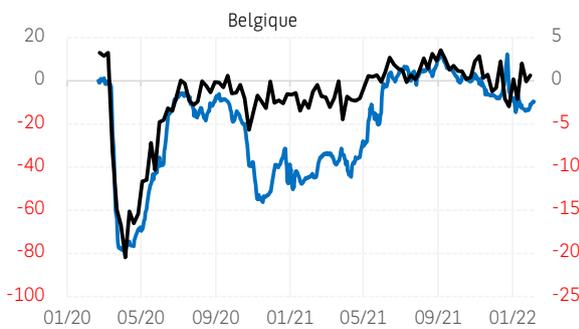
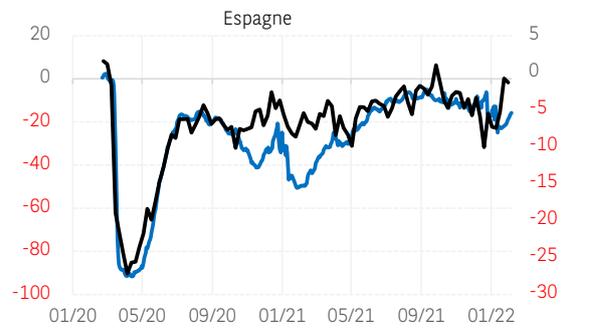
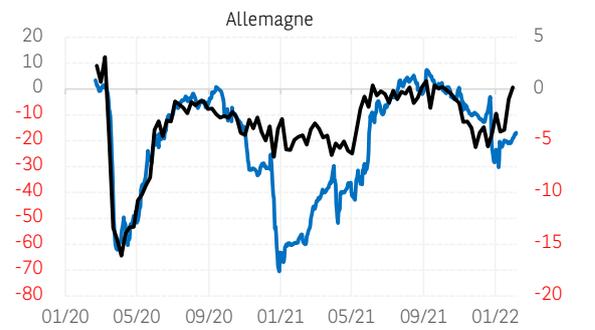
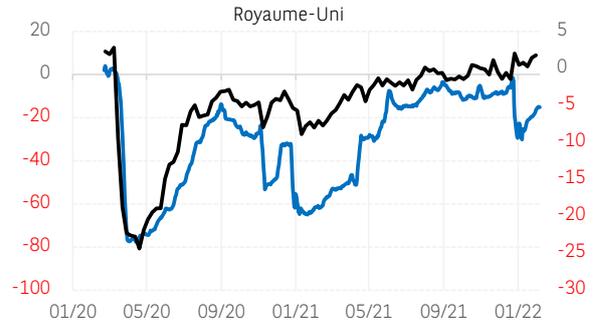
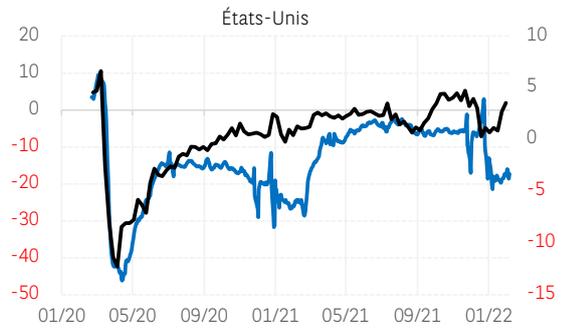
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (09/02/2022), 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.]

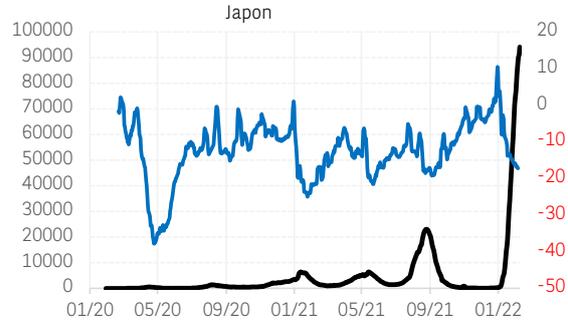
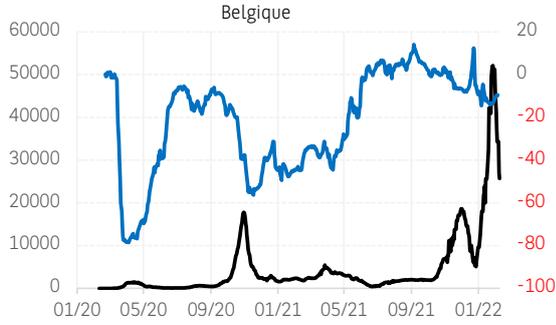
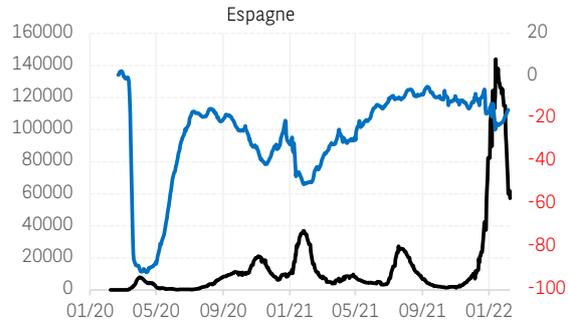
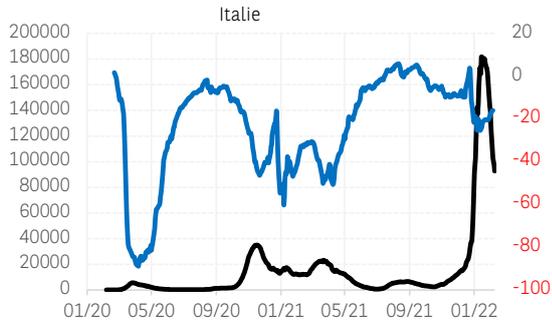
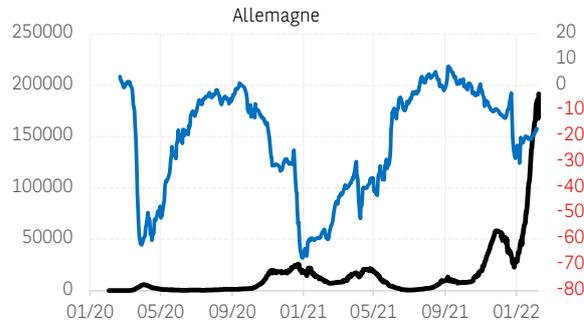
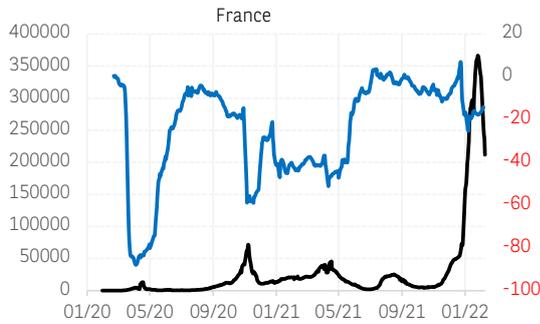
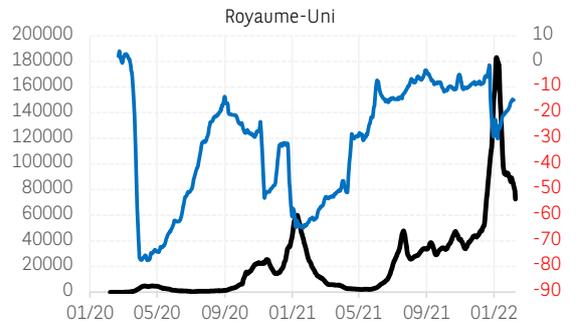
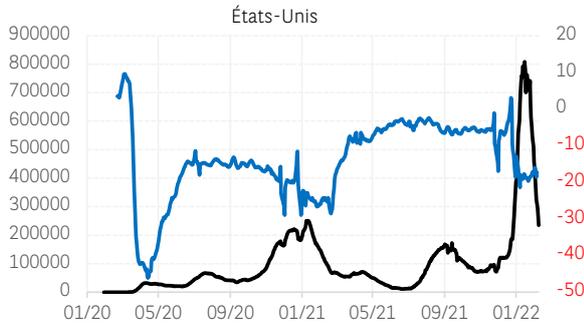


SOURCES : OCDE (10/02/2022), GOOGLE (09/02/2022), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCES 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 (09/02/2022), GOOGLE (09/02/2022), BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

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 ; 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 ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021 e	2022 e	2023 e	2021 e	2022 e	2023 e
États-Unis	5.5	4.1	2.4	4.7	5.4	2.5
Japon	1.7	2.6	1.8	-0.2	1.0	0.8
Royaume-Uni	7.1	4.1	2.1	2.5	5.8	2.6
Zone euro	5.0	3.6	2.5	2.5	5.0	2.1
Allemagne	2.6	3.6	3.6	3.1	4.7	2.4
France	6.7	4.2	2.5	2.0	3.8	2.4
Italie	6.3	4.9	3.0	1.8	5.5	1.7
Espagne	4.3	5.4	3.5	3.0	5.2	1.8
Chine	7.9	4.9	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)	0.50	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

12

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, le PMI des services a fléchi en janvier mais moins qu'attendu, entraînant à la baisse le PMI composite. En zone euro, dans ses prévisions d'hiver, la Commission européenne a déclaré que la croissance économique reprendrait de l'élan après le ralentissement. L'indicateur de la confiance industrielle de la Banque de France a baissé en janvier alors que le consensus prévoyait une amélioration. Au Japon, l'enquête EcoWatchers a déçu avec une baisse plus forte qu'anticipé. Aux États-Unis, l'inflation a augmenté fortement, plus que prévu également. Les demandes initiales d'assurance chômage reculent et surprennent favorablement. Enfin, l'indice du sentiment économique de l'université du Michigan a chuté, qu'il s'agisse de la situation actuelle comme des perspectives. Le consensus, quant à lui, prévoyait un *statu quo*.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
07/02/2022	Chine	PMI composite (Caixin)	Jan	--	50.1	53.0
07/02/2022	Chine	PMI des services (Caixin)	Jan	50.5	51.4	53.1
08/02/2022	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Jan	48.2	37.9	56.4
08/02/2022	Japon	Perspectives (EcoWatchers)	Jan	45.8	42.5	49.4
09/02/2022	Allemagne	Exportations m/m	Dec	-0.5%	0.9%	1.7%
09/02/2022	Allemagne	Importations m/m	Dec	-2.1%	4.7%	3.3%
09/02/2022	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Jan	109.0	106.0	108.0
10/02/2022	Zone euro	Prévisions de la Commission européenne				
10/02/2022	États-Unis	IPC m/m	Jan	0.4%	0.6%	0.5%
10/02/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Jan	0.5%	0.6%	0.6%
10/02/2022	États-Unis	IPC g.a,	Jan	7.3%	7.5%	7.0%
10/02/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Feb	230k	223k	238k
10/02/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Jan	5.9%	6.0%	5.5%
11/02/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a,	Jan	5.1%	5.1%	5.1%
11/02/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Jan	0.9%	0.9%	0.9%
11/02/2022	Royaume-Uni	PIB t/t	4Q	1.1%	1.0%	1.1%
11/02/2022	Royaume-Uni	PIB g.a,	4Q	6.4%	6.5%	6.8%
11/02/2022	Royaume-Uni	Consommation privée t/t	4Q	0.8%	1.2%	2.7%
11/02/2022	Royaume-Uni	Dépenses publiques t/t	4Q	1.6%	1.9%	-0.5%
11/02/2022	Royaume-Uni	Formation brute de capital fixe t/t	4Q	1.3%	2.2%	-0.9%
11/02/2022	Royaume-Uni	Exportations t/t	4Q	6.3%	4.9%	-3.5%
11/02/2022	Royaume-Uni	Importations t/t	4Q	2.4%	-1.5%	1.1%
11/02/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Feb	67.0	61.7	67.2
11/02/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Feb	72.1	68.5	72.0
11/02/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Feb	64.5	57.4	64.1
11/02/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Feb	5.0%	5.0%	4.9%
11/02/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Feb	--	3.1%	3.1%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, le Japon publiera les chiffres du PIB pour le 4^e trimestre. Au Royaume-Uni, nous connaissons les données du marché du travail, de l'inflation et des ventes de détail. L'enquête ZEW sera disponible pour l'Allemagne et la zone euro, pour laquelle nous aurons également les chiffres de la balance commerciale, de l'emploi, des immatriculations de voitures, de la confiance des consommateurs, ainsi qu'une nouvelle estimation du PIB au 4^e trimestre. La BCE publiera son bulletin économique. En France, nous connaissons le taux de chômage et l'inflation. La Chine publiera les chiffres de l'inflation (prix à la production et à la consommation). Aux États-Unis, nous aurons les prix à la production, diverses publications sur le marché immobilier, les ventes de détail mais aussi les *minutes* de la dernière réunion du FOMC.

DATE	PAYS/REGION	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
02/15/22	Japon	PIB t/t	T4	1.50%	-0.90%
02/15/22	Japon	PIB consommation privée, t/t	T4	2.20%	-1.30%
02/15/22	Japon	PIB dépenses des entreprises t/t	T4	0.50%	-2.30%
02/15/22	Japon	PIB contribution des stocks, %	T4	0.00%	0.10%
02/15/22	Japon	PIB contribution des exportations nettes %	T4	0.30%	0.00%
02/15/22	Royaume-Uni	Revenus hebdomadaires moyens 3m/g.a.	Déc.	--	4.20%
02/15/22	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois ILO	Déc.	--	4.10%
02/15/22	Royaume-Uni	Variation de l'emploi 3m/3m	Déc.	--	60k
02/15/22	Allemagne	Attentes ZEW	Fév.	--	51.7
02/15/22	Allemagne	Situation ZEW	Fév.	--	-10.2
02/15/22	Zone euro	Attentes ZEW	Fév.	--	49.4
02/15/22	Zone euro	Balance commerciale SA	Déc.	--	-1.3b
02/15/22	Zone euro	Balance commerciale NSA	Déc.	--	-1.5b
02/15/22	Zone euro	Emploi t/t	T4	--	0.90%
02/15/22	Zone euro	Emploi g.a.	T4	--	2.10%
02/15/22	Zone euro	PIB SA t/t	T4	--	0.30%
02/15/22	Zone euro	PIB SA g.a.	T4	--	4.60%
02/15/22	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie g.a.	Janv.	--	8.30%
02/15/22	Etats-Unis	IPP demande finale m/m	Janv.	0.40%	0.20%
02/15/22	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Janv.	0.40%	0.50%
02/15/22	Etats-Unis	IPP demande finale g.a.	Janv.	--	9.70%
02/16/22	Chine	IPP g.a.	Janv.	9.50%	10.30%
02/16/22	Chine	IPC g.a.	Janv.	1.00%	1.50%
02/16/22	Royaume-Uni	IPC harmonisé g.a.	Janv.	--	4.80%
02/16/22	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	--	4.20%
02/16/22	Royaume-Uni	Progression des ventes de détail m/m	Janv.	1.70%	-1.90%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/REGION	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
02/16/22	Etats-Unis	Retail Sales Control Group	Janv.	0.40%	-3.10%
02/16/22	Etats-Unis	Indice du marché du logement (NAHB)	Fév.	83	83
02/16/22	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	26 janv.	--	--
02/16/22-02/22/22	Japon	Nationwide Dept Sales g.a.	Janv.	--	8.80%
02/17/22	Japon	Commandes de machines m/m m/m	Déc.	-2.00%	3.40%
02/17/22	Zone euro	Immatriculations de voitures (EU27)	Janv.	--	-22.80%
02/17/22	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
02/17/22	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Janv.	-7.40%	9.10%
02/17/22	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	12 fév.	--	--
02/17/22	Etats-Unis	Nouveaux chantiers de maisons m/m	Janv.	-1.60%	1.40%
02/17/22	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Fév.	19.7	23.2
02/18/22	France	Taux de chômage ILO	T4	--	8.10%
02/18/22	Royaume-Uni	Ventes de détail hors automobiles et carburant m/m	Janv.	--	-3.60%
02/18/22	Royaume-Uni	Retail Sales Ex Auto Fuel g.a.	Janv.	--	-3.00%
02/18/22	France	IPC harmonisé m/m	Janv.	--	0.10%
02/18/22	France	IPC harmonisé g.a.	Janv.	--	3.30%
02/18/22	Zone euro	Confiance des consommateurs	Fév.	--	-8.5

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

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
Global : Retour du rendement du Bund à 10 ans en territoire positif : les raisons possibles	EcoWeek	24 janvier 2022
Zone euro : bilan conjoncturel de début d'année	EcoTVWeek	21 janvier 2022
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs - 1er trimestre 2022	EcoEmerging	20 janvier 2022
Ghana : inquiétude sur la dette	Graphique de la Semaine	19 janvier 2022
États-Unis : Au revoir à l'assouplissement quantitatif, bienvenue au resserrement quantitatif	EcoWeek	17 janvier 2022
Changement de cap monétaire aux États-Unis	EcoTVWeek	14 janvier 2022
États-Unis : La Banque du Japon, principale contrepartie du dispositif FRRP de la Fed	Graphique de la Semaine	12 janvier 2022
Petit Atlas de l'économie française - Numéro de janvier 2022	Petit Atlas	11 janvier 2022
Global : Ruptures d'approvisionnement, quelques signes encourageants	EcoWeek	10 janvier 2022
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





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 détener 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