

2

## ÉDITORIAL

Inflation et soutenabilité de la dette publique

4

## REVUE DES MARCHÉS

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

6

## BAROMÈTRE

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

13

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

14

## CALENDRIER

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

18

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## INFLATION ET SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE

La hausse de l'inflation semble être, de prime abord, une bonne chose pour les gouvernements. Après tout, l'inflation induit une érosion de la valeur réelle de la dette et abaisse le ratio de dette publique sur PIB, la valeur nominale de ce dernier augmentant. Cependant, l'impact de l'inflation sur les finances publiques dépend de l'anticipation de sa hausse par les marchés financiers et de sa persistance attendue. Ces deux facteurs influenceraient le coût de l'emprunt et, par conséquent, la dynamique du ratio de dette via la différence entre ce coût et la croissance nominale du PIB. Une banque centrale crédible, quant à sa capacité à garder bien ancrées les prévisions d'inflation, et qui n'hésite pas à resserrer la politique monétaire en cas d'inflation bien supérieure à son objectif, devrait être un atout pour les finances publiques. Dans la zone euro, la remontée des rendements du Bund entraîne un élargissement des spreads souverains. Cela reflète une augmentation de la prime de risque qui, sur le long terme, aura un effet négatif sur la dynamique du ratio de dette. La politique budgétaire a aussi son rôle à jouer pour garder sous contrôle le ratio de dette publique sur PIB.

La hausse de l'inflation semble être, de prime abord, une bonne chose pour les gouvernements. Après tout, l'inflation induit une érosion de la valeur réelle de la dette. Étant donné que les prélèvements fiscaux sont assis sur des montants nominaux – revenu, valeur ajoutée, bénéfices, etc. – les recettes fiscales augmentent avec l'inflation, ce qui réduit proportionnellement la charge du service de la dette existante. De plus, la hausse de l'inflation – dans l'hypothèse où elle ne pèse pas sur l'activité réelle ni sur les dépenses – entraîne une augmentation du PIB nominal et, par conséquent, une baisse du ratio dette publique/PIB. À cet égard, le tableau 1 montre, pour plusieurs pays de la zone euro, le niveau du ratio de dette publique et l'inflation prévue pour cette année<sup>1</sup>. Si le ratio dette/PIB était stable avant l'augmentation de l'inflation, on pourrait considérer que son repli dû à la flambée des prix accroît la marge de manœuvre budgétaire.

Cependant, l'impact de l'inflation sur les finances publiques dépend aussi de l'anticipation ou non de son augmentation par les marchés financiers et de sa persistance attendue. Une hausse anticipée de l'inflation aurait pour effet de faire grimper les taux d'intérêt nominaux avant même que l'inflation et la croissance nominale commencent à remonter, détériorant ainsi la dynamique du ratio de la dette. Pour rappel, cette dynamique dépend du solde primaire – solde budgétaire hors charges d'intérêt – et de la différence entre le coût moyen de la dette ( $r$ ) et la croissance nominale du PIB ( $g$ ). Autrement dit, un choc d'inflation non anticipé aura un impact plus important sur la trajectoire du ratio de la dette. On peut considérer que l'ampleur de la flambée inflationniste depuis le second semestre 2021 n'a pas été, dans une large mesure, anticipée. La persistance de l'inflation joue également un rôle important. Le maintien attendu d'une inflation forte entraînera une hausse des anticipations d'inflation des marchés et, par conséquent, du niveau des rendements obligataires nominaux.

Compte tenu de la longue maturité moyenne de la dette publique dans la plupart des pays (tableau 1), il faudrait cependant plusieurs années avant que la hausse du coût moyen de cette dette n'intègre

<sup>1</sup> Le tableau présente l'IPCH, une mesure de l'inflation plus couramment utilisée que le déflateur du PIB qui, du point de vue des comptes nationaux, est la plus appropriée.

pleinement ces évolutions. Les marchés financiers risquent toutefois de se concentrer de plus en plus sur l'écart marginal entre  $r$  et  $g$  – sachant que « marginal » renvoie ici au coût de la dette nouvellement émise – plutôt que sur la différence entre le coût moyen de la dette existante et la croissance nominale du PIB.

L'attitude de la banque centrale joue un rôle déterminant dans la persistance perçue de l'inflation. En cas d'érosion de la crédibilité de la politique monétaire quant à sa capacité à maintenir ancrées les anticipations d'inflation, les marchés pourraient intégrer dans les prix une prime de risque à titre de couverture face à l'éventualité d'une inflation future supérieure à l'objectif. Il s'ensuivrait une détérioration de la dynamique du ratio de dette car les anticipations d'inflation des marchés – qui influent sur le coût de l'emprunt  $r$  – pourraient être plus élevées que l'inflation observée<sup>2</sup>, qui influe sur la croissance nominale  $g$ . Cela signifie qu'une banque centrale crédible et qui n'hésite pas à resserrer la politique monétaire, en cas d'inflation bien supérieure à l'objectif, devrait être un atout pour les finances publiques, même si cela peut temporairement creuser la différence  $r - g$  en abaissant la croissance réelle sur le court terme.

Cependant, la politique budgétaire a aussi un rôle clé à jouer pour garder sous contrôle le ratio de dette publique sur PIB. Dans la zone euro, la perspective d'un relèvement des taux directeurs de la Banque centrale européenne, conjuguée à une remontée des points morts d'inflation, a provoqué une hausse significative des rendements obligataires allemands et un élargissement des spreads souverains par rapport aux Bunds (graphique 1). Cet écartement constitue un phénomène normal et reflète l'idée selon laquelle les investisseurs en quête de rendement ont moins besoin d'investir dans les titres souverains à plus haut rendement de la zone euro en cas de hausse sensible des rendements

<sup>2</sup> Ce n'est pas le cas, à présent, car l'inflation dans la zone euro est exceptionnellement élevée et bien supérieure aux anticipations d'inflation basées sur le marché. Pour mesurer ces dernières, on a recours aux points morts d'inflation, qui correspondent à la différence entre le rendement nominal d'un emprunt d'Etat et le rendement d'une obligation d'Etat indexée sur l'inflation de même échéance. Ces dernières semaines, les points morts d'inflation à 10 ans allemands ont oscillé entre 2,5 % et 3,0 %, un niveau supérieur à l'objectif d'inflation de la BCE.

Les politiques monétaire et budgétaire ont un rôle à jouer pour garder sous contrôle la dynamique du ratio de dette publique sur PIB. La première en s'assurant que les anticipations d'inflation restent bien ancrées, la seconde en mettant l'accent sur la maîtrise du déficit budgétaire.



allemands<sup>3</sup>. Cet élargissement des *spreads* souverains pourrait aussi exprimer une inquiétude grandissante sur la soutenabilité de la dette.

Pour une analyse plus approfondie, nous avons réalisé une régression entre le niveau du spread et le rendement du Bund à 10 ans. Des résidus positifs élevés seraient le signe d'un spread anormalement élevé au regard du niveau auquel se négocient actuellement les rendements du Bund. Comme l'illustre le graphique 2, pour l'Italie, les résidus de cette régression ont été récemment proches de zéro, ce qui montre que l'élargissement du *spread* est cohérent avec la remontée

des rendements allemands. Concernant l'Espagne et le Portugal, les résidus sont de plus en plus négatifs : l'augmentation des rendements espagnols et portugais a donc été plus limitée qu'attendu au regard de la hausse des taux allemands.

**William De Vijlder**

<sup>3</sup> Voir Zone euro : les *spreads* souverains hantés par les faits stylisés, EcoWeek, 14 février 2022, BNP Paribas.

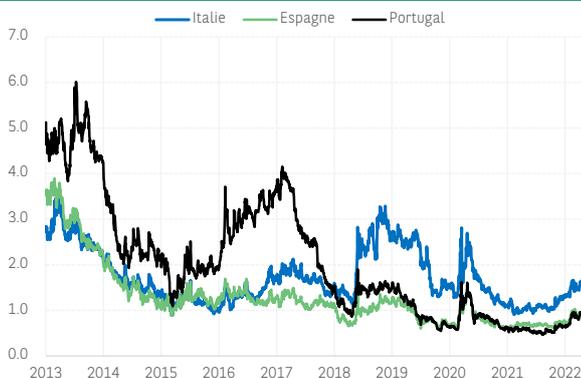
### CROISSANCE, INFLATION ET FINANCES PUBLIQUES

	Dettes publiques consolidées (% du GDP)	Charges d'intérêt en % de la dette publique brute de l'année passée	Titres de dette publique, maturité moyenne (en années)	PIB nominal (variation annuelle, %)	IPCH (variation annuelle, %)		
	2021	2021	2021	2021	Prévision 2022	Prévision 2023	Prévision 2022
Allemagne	69.3	0.82	7.1	6.0	7.0	5.7	5.5
Autriche	82.8	1.43	11.1	6.3	6.7	6.6	5.6
Belgique	108.2	1.62	10.7	11.0	6.7	3.5	8.0
Espagne	118.4	1.95	7.9	7.4	6.9	4.3	5.3
Finlande	65.8	0.79	7.2	6.1	4.5	4.3	3.8
France	112.9	1.09	8.1	7.9	5.0	3.7	4.1
Irlande	56.0	1.48	10.7	13.1	8.6	7.5	5.7
Italie	150.8	2.36	7.0	7.2	4.0	3.9	5.3
Pays-Bas	52.1	0.92	7.9	7.6	5.7	4.4	5.2
Portugal	127.4	2.04	6.9	5.6	7.0	4.6	4.0
Grèce	193.3	1.33	9.5	10.6	9.3	3.9	4.5

TABLEAU 1

SOURCE: DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE (% DU GDP) : EUROSTAT, AVRIL 2022  
CHARGES D'INTÉRÊTS EN % DE LA DETTE PUBLIQUE BRUTE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE : COMMISSION EUROPÉENNE-AMECO, NOVEMBRE 2021  
TITRES DE DETTE PUBLIQUE, MATURITÉ MOYENNE : BCE, AVRIL 2022  
PIB NOMINAL ET IPCH, VARIATION ANNUELLE : FMI-PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES, AVRIL 2022

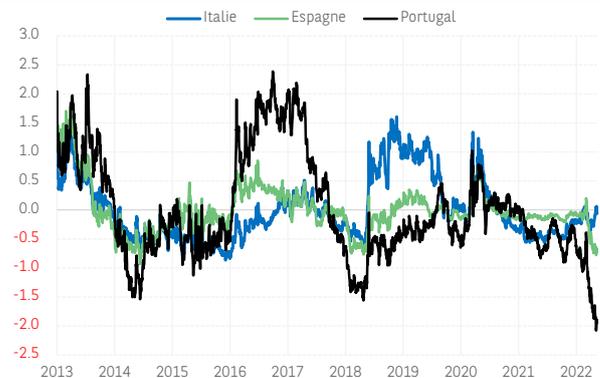
### ZONE EURO : SPREADS SOUVERAINS PAR RAPPORT AU BUND



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

### ZONE EURO : RÉSIDUS DE LA RÉGRESSION DES SPREADS SOUVERAINS PAR RAPPORT AU BUND



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 6-5-22 au 13-5-22

➔ CAC 40	6 258	➔ 6 363	+1.7 %
➔ S&P 500	4 123	➔ 4 024	-2.4 %
➔ Volatilité (VIX)	30.2	➔ 28.9	-1.3 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.43	➔ -0.40	+2.3 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	1.40	➔ 1.44	+4.2 pb
➔ OAT 10a (%)	1.53	➔ 1.30	-23.4 pb
➔ Bund 10a (%)	1.14	➔ 0.95	-18.8 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.13	➔ 2.94	-18.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.06	➔ 1.04	-1.8 %
➔ Or (once, \$)	1 886	➔ 1 815	-3.7 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	112.6	➔ 111.7	-0.8 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+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	-0.40	-0.40 le 09/05	-0.58 le 05/01
Euribor 12m	0.18	0.26 le 09/05	-0.50 le 05/01
\$ FED	1.00	1.00 le 05/05	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.44	1.44 le 13/05	0.21 le 03/01
Libor 12m	2.65	2.75 le 04/05	0.58 le 03/01
£ Bque Angl	1.00	1.00 le 05/05	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.26	1.30 le 04/05	0.26 le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01

Au 13-5-22

Rendements (%)

		+haut 22	+bas 22
€ Moy. 5-7a	1.12	1.43 le 09/05	-0.04 le 03/01
Bund 2a	0.10	0.33 le 06/05	-0.83 le 04/03
Bund 10a	0.95	1.14 le 06/05	-0.14 le 24/01
OAT 10a	1.30	1.53 le 06/05	0.15 le 04/01
Corp. BBB	2.82	2.97 le 09/05	0.90 le 05/01
\$ Treas. 2a	2.59	2.69 le 05/05	0.70 le 04/01
Treas. 10a	2.94	3.13 le 06/05	1.63 le 03/01
High Yield	7.62	7.65 le 12/05	5.07 le 03/01
£ Gilt. 2a	1.28	1.80 le 21/04	0.69 le 03/01
Gilt. 10a	1.72	2.01 le 21/04	0.97 le 03/01

Au 13-5-22

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.04	1.15 le 10/02	1.04 le 13/05	-8.6%
GBP	0.85	0.86 le 06/05	0.83 le 14/04	+1.3%
CHF	1.04	1.06 le 10/02	1.00 le 04/03	+0.5%
JPY	134.48	139.36 le 21/04	125.37 le 04/03	+2.7%
AUD	1.50	1.62 le 04/02	1.43 le 05/04	-3.8%
CNY	7.05	7.29 le 10/02	6.87 le 14/04	-2.7%
BRL	5.29	6.44 le 06/01	5.01 le 21/04	-16.4%
RUB	67.82	164.76 le 07/03	67.42 le 12/05	-20.5%
INR	80.50	85.96 le 11/02	80.30 le 05/05	-4.8%

Au 13-5-22

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	111.7	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01	+42.5%	+55.9%
Or (once)	1 815	2 056 le 08/03	1 785 le 28/01	-0.4%	+9.0%
Métaux, LME	4 383	5 506 le 07/03	4 369 le 12/05	-2.7%	+6.5%
Cuivre (tonne)	9 185	10 702 le 04/03	9 104 le 12/05	-5.7%	+3.2%
Blé (tonne)	434	4.3 le 12/05	281 le 14/01	+82.5%	+99.7%
Mais (tonne)	309	3.1 le 29/04	226 le 03/01	+35.5%	+48.3%

Au 13-5-22

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 701	3 248 le 04/01	2 640 le 12/05	-16.4%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 024	4 797 le 03/01	3 930 le 12/05	-15.6%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 703	4 392 le 05/01	3 505 le 08/03	-13.8%
CAC 40	6 363	7 376 le 05/01	5 963 le 08/03	-11.0%
DAX 30	14 028	16 272 le 05/01	12 832 le 08/03	-11.7%
IBEX 35	8 338	8 886 le 10/02	7 645 le 07/03	-4.3%
FTSE100	7 418	7 672 le 10/02	6 959 le 07/03	+0.5%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 067	1 165 le 05/01	1 024 le 08/03	-6.6%
Nikkei	28 428	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03	-8.2%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 005	1 267 le 12/01	988 le 12/05	-18.5%
Chine	64	86 le 20/01	59 le 15/03	-22.4%
Inde	732	891 le 13/01	732 le 13/05	-9.7%
Bésil	1 582	2 003 le 04/04	1 372 le 06/01	+0.8%

Au 13-5-22

Variations

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

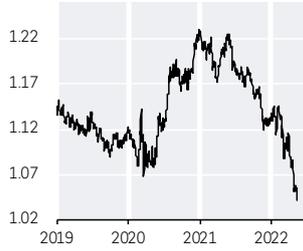
Année 2022 au 13-5, €	Année 2022 au 13-5, \$
+20.5%	Pétrole & gaz +57.8%
+7.4%	Matières premières +17.2%
+0.1%	Télécoms +11.7%
-4.9%	Santé +11.6%
-5.0%	Scs collectivités +8.1%
-7.9%	Agroalimentaire +7.0%
-10.8%	Assurances -0.3%
-11.3%	Médias -3.4%
-11.9%	Chimie -7.5%
-12.2%	Indice -7.7%
-15.0%	Banques -8.3%
-16.8%	Voyages & loisirs -9.4%
-17.3%	Construction -9.7%
-20.1%	Automobile -10.6%
-20.8%	Foncières -16.5%
-26.9%	Technologie -16.7%
-26.9%	Technologie -18.7%
-33.9%	Bs. de conso. -19.7%
	Distribution -20.7%
	Médias

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

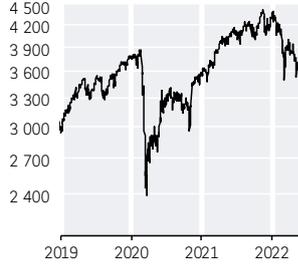


# REVUE DES MARCHÉS

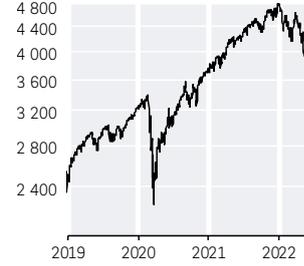
**EURO-DOLLAR**



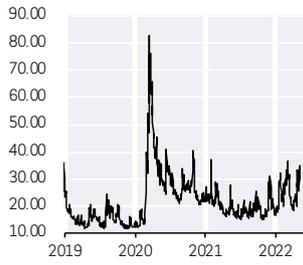
**EUROSTOXX50**



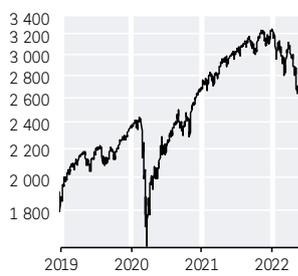
**S&P500**



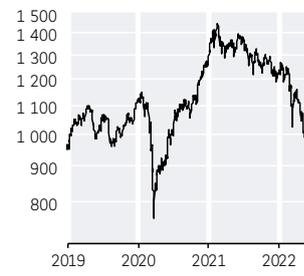
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



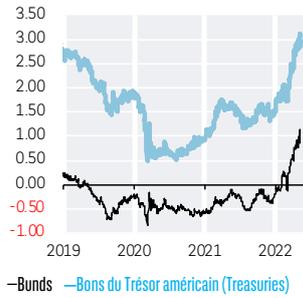
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



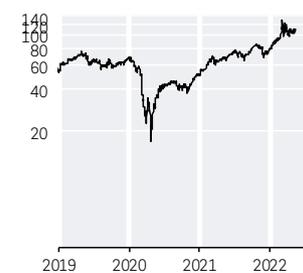
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2022 au 13-5

3.49%	Grèce	235 pb
3.15%	Italie	201 pb
2.25%	Espagne	111 pb
2.17%	Portugal	103 pb
1.72%	Belgique	58 pb
1.53%	France	39 pb
1.48%	Finlande	34 pb
1.34%	Autriche	20 pb
1.32%	Irlande	18 pb
1.21%	P-Bas	7 pb
1.14%	Allemagne	

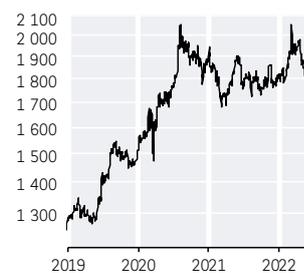
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ALLEMAGNE : LA PRODUCTION INDUSTRIELLE DÉCROCHE, L'EXCÉDENT COMMERCIAL À UN PLUS BAS HISTORIQUE

Bien que l'Allemagne ait retrouvé le chemin de la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, avec un PIB qui a progressé de +0,2 % (t/t) d'après la première estimation publiée par l'Office fédéral de la statistique (Destatis), le mois de mars porte déjà les séquelles du conflit russo-ukrainien et des confinements stricts dans plusieurs régions de Chine. La production industrielle, dont le secteur représente 24 % du PIB allemand, s'est fortement repliée au mois de mars (-4,6 % m/m) après une croissance quasi-nulle en février. Elle reste très éloignée de son niveau d'avant-crise (T4 2019), à -5,2 %. Pire, cette nette baisse sur le dernier mois du 1<sup>er</sup> trimestre constitue un acquis de croissance nettement négatif pour le 2<sup>e</sup> trimestre à -3 %. Parmi les facteurs limitant fortement la production, selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie de la Commission européenne, les chefs d'entreprises sont 90 % au 1<sup>er</sup> trimestre à mentionner des difficultés d'approvisionnement en intrants contre moins de 6 % en temps normal<sup>1</sup> et ces facteurs limitants resteraient prégnants au 2<sup>e</sup> trimestre (77 %). Le manque de personnel est également un frein à la production pour 38 % des entreprises dans un contexte de marché du travail tendu.

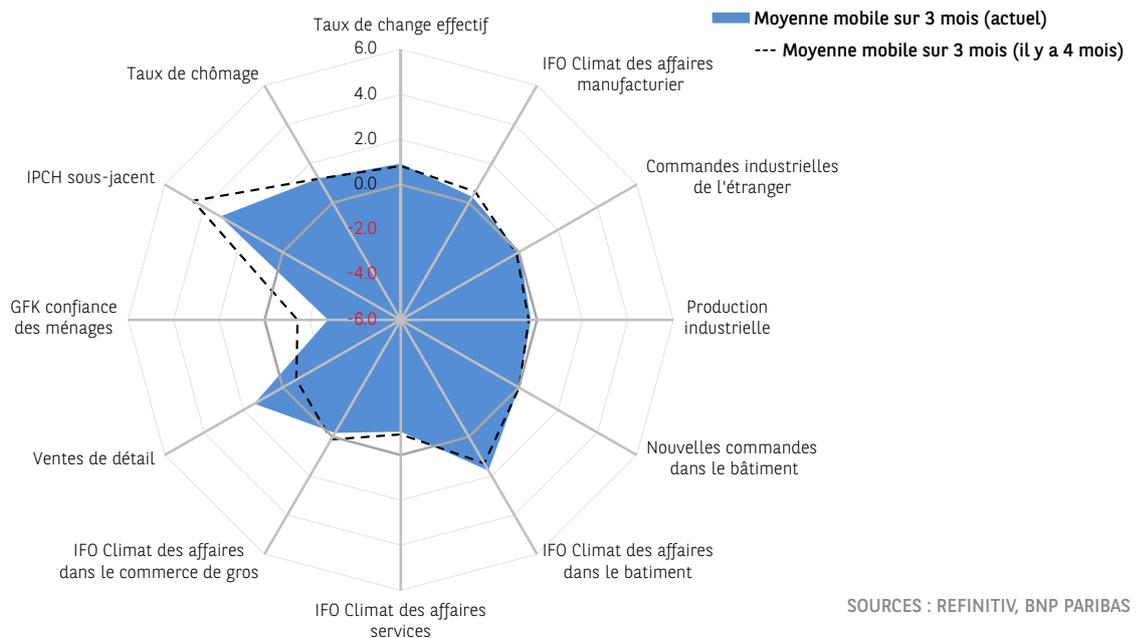
La baisse de l'activité industrielle s'est accompagnée d'un repli des exportations de -3,3 % (m/m) au mois de mars, tandis que les importations sont restées dynamiques (+3,4 % m/m). La résultante de cet « effet ciseau » est que l'excédent commercial allemand s'est très fortement réduit, à EUR 3,2 mds (après EUR 11,1 mds), et retrouve son plus bas niveau observé durant le premier confinement en avril 2020 (EUR 3,5 mds). Le contexte géopolitique a fait chuter les exportations en direction de la Russie (- 62,3 % m/m) contrairement aux importations, qui n'ont que légèrement baissé (- 2,4 % m/m), reflet de la dépendance énergétique allemande. Entre le conflit russo-ukrainien et les mesures anti-Covid hautement restrictives en Chine, la demande mondiale adressée à l'Allemagne est en net retrait : les nouvelles commandes venues de l'étranger en mars ont reculé pour le deuxième mois consécutif (-6,7 % m/m) et la chute est encore plus marquée concernant les nouvelles commandes venant de pays en dehors de la zone euro (-13,2 % m/m).

Les perspectives pour l'Allemagne restent négatives pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2022. L'inflation a atteint un niveau record depuis la réunification de l'Allemagne en 1990, à 7,4 % en avril sur un an. Il faut remonter à octobre 1981 en Allemagne de l'Ouest, durant la guerre irano-irakienne, pour retrouver des rythmes d'inflation semblables. Les analystes interrogés par l'institut ZEW pour le mois de mai estiment que l'activité récente s'est nettement dégradée en Allemagne : l'indicateur évaluant la situation actuelle perd -5,7 points, à -36,5. Si l'indicateur portant sur les prochains mois s'est redressé (+6,7 points), il reste nettement en territoire négatif (-34,3).

**Anthony Morlet-Lavidalie**

1 Défini comme la moyenne de longue période entre 1982 et 2019.

### ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

FRANCE : VERS UNE NOUVELLE CONTRACTION DE LA CONSOMMATION DES MENAGES AU 2<sup>E</sup> TRIMESTRE

L'inflation continue de se diffuser aux différents postes de l'indice des prix à la consommation. La composante « énergie » a légèrement reflué en avril (-2,5% m/m), après la mise en œuvre de la ristourne gouvernementale sur le carburant, mais cette baisse a été plus que compensée par l'accélération des prix des autres postes de consommation. Les prix alimentaires, singulièrement, ont progressé de 1,4% m/m en avril, une ampleur inédite depuis 20 ans (c'est-à-dire ni en 2007-08 ou en 2011, lors de précédentes vagues de hausse des prix alimentaires). Ce poste est le principal contributeur (0,2 point) à l'inflation mensuelle (+0,4% m/m). Sur un an, l'inflation atteint 4,8% selon l'indice de l'Insee (5,4% selon l'indice harmonisé, en hausse de 0,3 point par rapport à mars pour les deux mesures) et elle reste essentiellement énergétique (contribution de 2,3 points de la composante « énergie »).

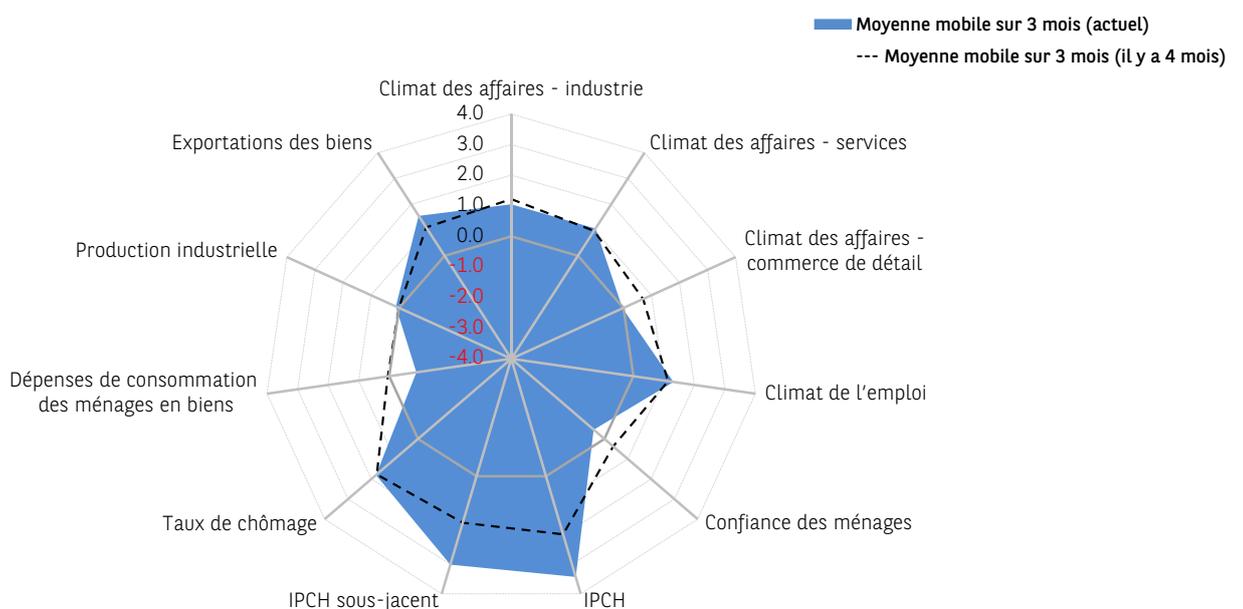
Or, cette inflation devrait continuer de s'accroître dans les prochaines semaines, pour atteindre un pic à 5,5% a/a en juillet (indice Insee), selon nos prévisions. Ceci est parfaitement anticipé par les ménages, dont le solde d'opinion sur les perspectives d'évolution des prix est très élevé depuis 2 mois. Il en résulte une problématique de pouvoir d'achat qui ne devrait pas s'éteindre immédiatement. En effet, les mesures correctrices interviendront avec un petit décalage dans le temps : en mai, pour la hausse du SMIC (+2,65%), ou après les législatives (soit probablement début juillet) pour les hausses promises des traitements des fonctionnaires, des pensions de retraite et le versement d'un chèque alimentation.

La probabilité d'un nouveau repli de la consommation des ménages au 2<sup>e</sup> trimestre, que nous estimons à -0,7% t/t (après -1,3% au 1<sup>er</sup> trimestre), est donc conséquente. L'acquis de croissance à fin mars pour le 2<sup>e</sup> trimestre est négatif sur des postes de consommation qui représentent à eux trois les deux-tiers de la consommation des ménages en biens : -1,7% pour l'alimentation, -1,4% pour l'automobile et -1,2% pour l'énergie. Étant donné les prix élevés dans l'alimentation et l'énergie, ainsi que la nouvelle baisse de la production automobile (-4,5% t/t au T1, maintenant inférieure d'un tiers à son niveau d'avant-Covid), un rebond est peu probable.

Dans ce contexte de demande des ménages en berne (l'investissement des ménages baisse également), il est probable que l'investissement des entreprises (+0,7% t/t) et les variations de stocks (contribution de +0,4 point), deux éléments très favorables à la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre, soient moins présents au 2<sup>e</sup> trimestre. Après une croissance nulle au 1<sup>er</sup> trimestre, nous anticipons une très légère hausse du PIB de 0,1% t/t au 2<sup>e</sup>, une prévision un peu plus basse que celles de l'Insee (0,25% t/t) et de la Banque de France (0,2% t/t).

Stéphane Colliac

## FRANCE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

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

## ESPAGNE : DERRIÈRE LA DÉCÉLÉRATION GÉNÉRALE, LES PRIX S'ENVOLENT DANS L'ALIMENTATION

Les derniers chiffres d'inflation offrent un très léger répit au gouvernement espagnol. Après avoir frôlé les 10% en glissement annuel en mars (9,8%), la hausse des prix à la consommation a ralenti en avril (8,4%). Les mesures prises par les autorités afin d'endiguer l'augmentation des prix de l'énergie (principalement via des subventions et des baisses de taxes) ont eu un effet positif. Néanmoins, le renchérissement des produits alimentaires s'intensifie (+10,1% a/a en avril). De plus, leur contribution à l'inflation (1,98 point de pourcentage) atteint désormais le même niveau que les autres postes de dépenses liés à l'énergie, à savoir les transports (1,98 pp), l'électricité, le gaz et autres combustibles (2,30 pp). En effet, si l'inflation des produits alimentaires reste inférieure à ces deux postes énergétiques (12,3% et 35,2% respectivement pour les transports et électricité, gaz et autres combustibles), elle pèse davantage dans le panier des ménages (19,5% contre 15,4% et 6,5%).

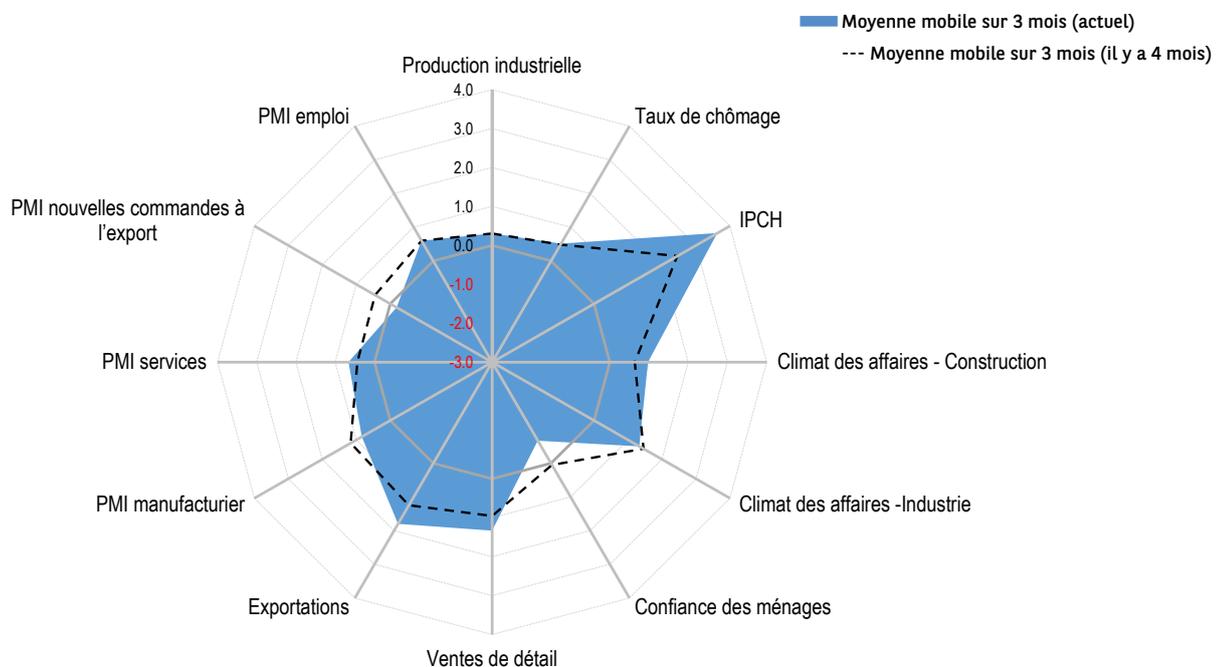
Par ailleurs, la croissance du PIB réel pour le T1 2022 (+0,3% t/t) a été inférieure aux attentes, un résultat imputable à la consommation finale des ménages qui s'est contractée de 2,5% t/t, freinée par l'empilement de facteurs défavorables (hausse de l'inflation, guerre en Ukraine, grève des transporteurs routiers ayant perturbé l'approvisionnement des commerces). Les variations de stocks ont également contribué négativement à la croissance. Néanmoins, l'investissement (+3,4% t/t) et surtout les exportations de services (+10,5% t/t) ont augmenté sensiblement. Le rebond de l'activité touristique (comptabilisée dans les exportations de services) constituera un moteur de croissance important cette année. La levée quasi-généralisée des restrictions sanitaires en Europe soutiendra l'activité ainsi que l'emploi durant la saison estivale.

De plus, l'office pour l'emploi espagnol (SEPE) indique, dans son rapport d'avril, une accélération importante des embauches dans l'hôtellerie, l'un des secteurs bénéficiant le plus de la disparition des contraintes sanitaires. Le nombre total d'emplois dans le pays a progressé en variation mensuelle de 33 200 m/m en avril. La nouvelle loi sur le droit du travail, entrée en vigueur cette année, continue de porter ses fruits puisque les embauches en contrat à durée indéterminée ont enregistré une nouvelle augmentation importante en avril (+ 311 100 en avril et +669 710 depuis le début de l'année)<sup>1</sup>. À l'inverse, les contrats temporaires ont chuté de 322 170. Malgré les bons résultats sur le front de l'emploi, le taux de chômage est reparti légèrement à la hausse au T1 (+0,3 point, à 13,5%) en raison d'un accroissement de la population active.

**Guillaume Derrien**

<sup>1</sup> Les contrats fixe discontinus (désormais privilégiés pour le travail saisonnier) ainsi que les contrats de formation ont également progressé.

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



## ROYAUME-UNI : FAIBLE CROISSANCE ET RISQUE DE RECESSION

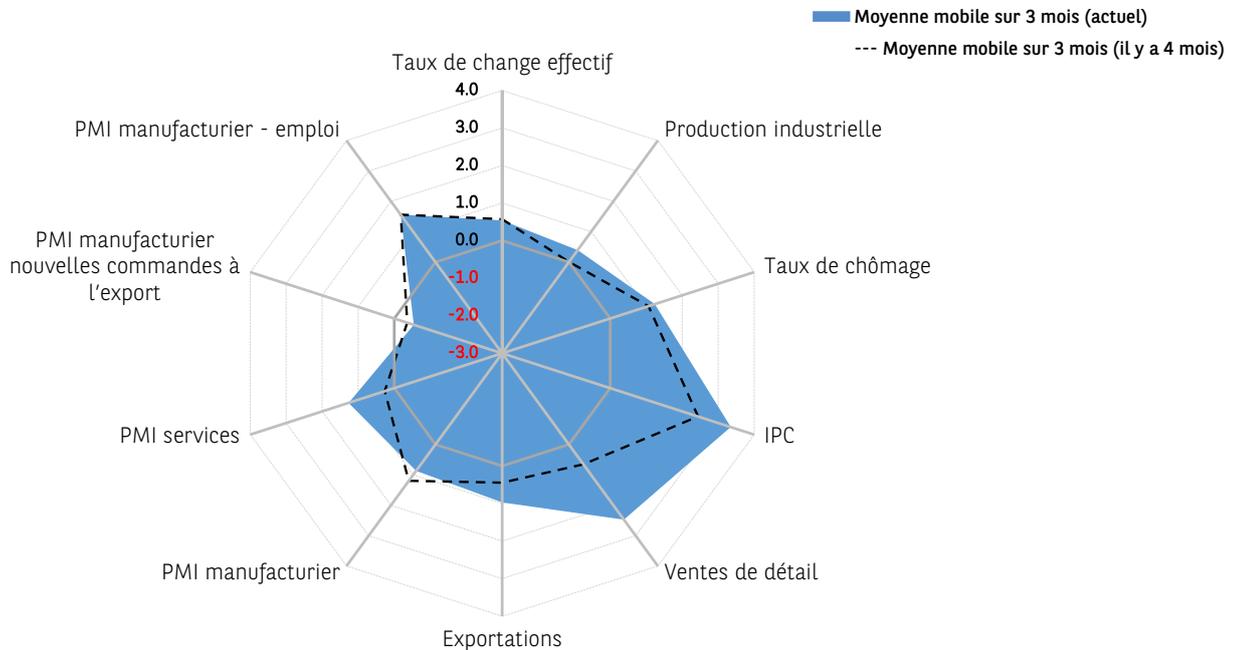
La croissance britannique s'est élevée à 0,8% t/t au T1 2022, portant le PIB légèrement au-dessus (0,7 point) de son niveau pré-Covid-19 (T4 2019) mais elle déçoit les attentes (1%). L'ONS publiant également un PIB mensuel, il est possible de suivre l'évolution de l'activité au cours du trimestre. Après un mois de janvier positif (+0,7% m/m), la croissance a marqué le pas en février (0% m/m contre 0,1% initialement estimé) avant que le PIB n'enregistre même une légère contraction en mars (-0,1% m/m). Si le PIB du T1 est décevant, sa composition est aussi inquiétante pour la suite. La croissance a été principalement tirée par l'augmentation des stocks (+4 points de contribution) et de l'investissement (+0,9 point), contrebalancée par une balance commerciale largement déficitaire (-4 points de contribution). La consommation des ménages (+0,3 point) a contribué faiblement à la croissance, alors que la dépense publique s'est contractée (-0,4 point).

Les perspectives de croissance au T2 paraissent également limitées, pour trois raisons. Premièrement, la contribution très positive des variations de stocks au T1 ouvre la voie à une correction au T2. Deuxièmement, du côté du commerce extérieur et des exportations en particulier, les PMI signalent une nouvelle contraction des exportations manufacturières en avril (47,7). Troisièmement, les pertes de pouvoir d'achat dues à la poussée inflationniste devraient encore peser sur la consommation des ménages. Face à la hausse du coût de la vie, la confiance des consommateurs est d'ailleurs tombée en avril à son niveau le plus bas depuis juillet 2008 selon l'indice GfK (-38).

Qui plus est, la Banque d'Angleterre prévoit une poursuite de l'inflation, avec un pic autour de 10% à l'automne 2022, ainsi qu'une baisse de la croissance au T2 (+0,1% t/t), et envisage même un risque de récession au cours de l'année. Lors de sa réunion de mai, le Comité de politique monétaire (MPC) a opté pour une poursuite de sa normalisation monétaire avec une quatrième hausse consécutive de 25 points de base de son taux directeur, le portant à 1%. Concernant la réduction de son bilan, le MPC tempore encore face aux incertitudes pesant sur le contexte économique et financier et ne devrait présenter le plan de vente de ses actifs qu'en août 2022.

Félix Berte

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



## MOBILITÉ : LA FRÉQUENTATION À SON NIVEAU PRÉ-PANDÉMIQUE DANS (PRESQUE) TOUS LES PAYS DÉVELOPPÉS

La tendance baissière du nombre de nouveaux cas de Covid-19 se poursuit dans la plupart des régions du monde. Pour la première fois depuis mi-novembre 2021, le nombre de contaminations est repassé sous la barre symbolique des 4 millions hebdomadaires (en moyenne sur sept jours glissants). Ainsi, on enregistre 3,6 millions de nouveaux cas entre le 5 et le 11 mai, soit une baisse de 11% par rapport à la semaine précédente (graphique 1). Plus globalement, le chiffre continue de fortement baisser en Europe (-20%) et en Asie (-17%), alors qu'il augmente toujours en Afrique (+42%), en Amérique du Nord (+24%) et en Amérique du Sud (+10%). La forte hausse enregistrée en Afrique ces dernières semaines est liée à la flambée des cas en Afrique du Sud. Par ailleurs, 66% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (graphique 2).

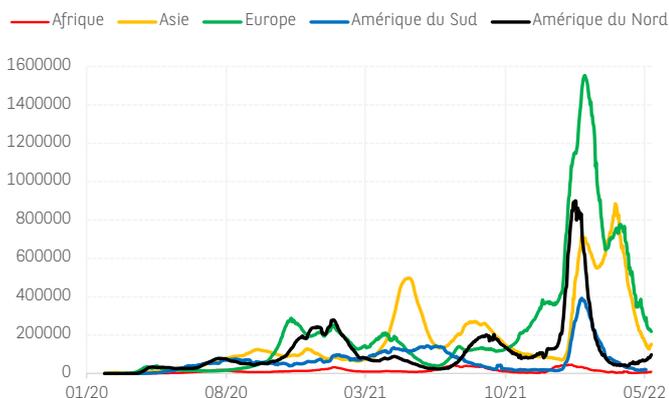
Dans le même temps, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs reste élevée dans les pays développés. En Allemagne et au Japon, elle a retrouvé son niveau pré-pandémique. Les deux pays rejoignent ainsi la Belgique et les États-Unis qui l'ont atteint depuis deux semaines (graphique 3). En revanche, la fréquentation demeure toujours inférieure à son niveau pré-Covid dans les autres pays (France, Italie, Espagne et Royaume-Uni) mais s'en rapproche progressivement, la France ayant le plus faible écart à combler.

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB reste orienté à la hausse au Japon, alors qu'il s'est stabilisé en France, en Espagne et en Belgique. En revanche, en Italie, un début de baisse se dessine et en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, c'est toujours une baisse assez nette qui se dégage (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 les rapports sur la mobilité de Google.

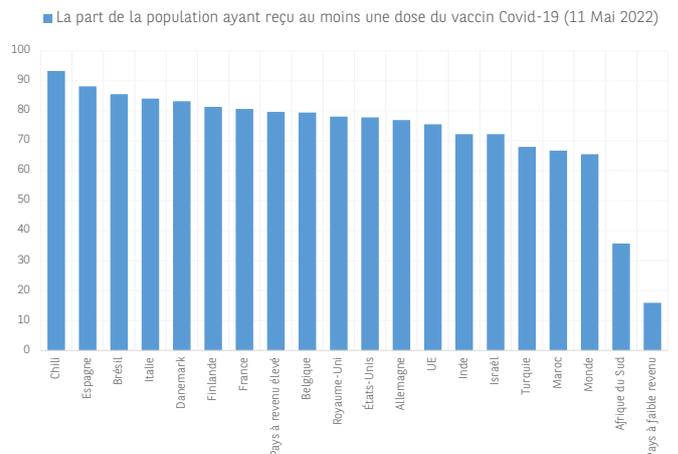
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR  
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (12/05/2022), BNP PARIBAS

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



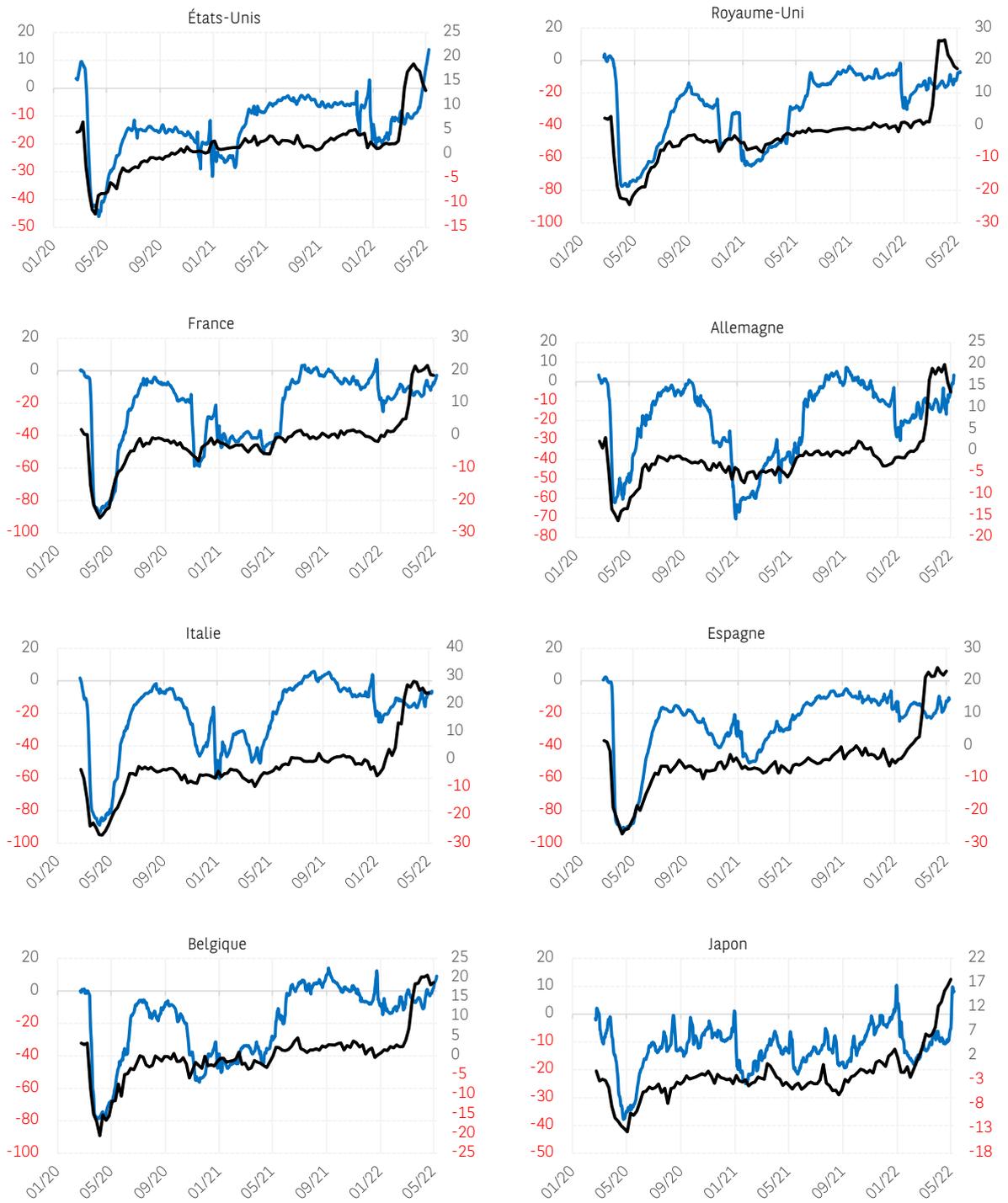
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (12/05/2022), 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.]

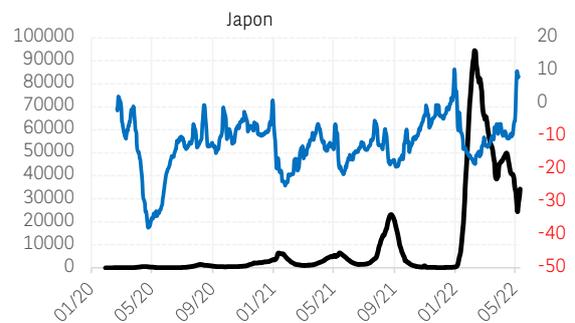
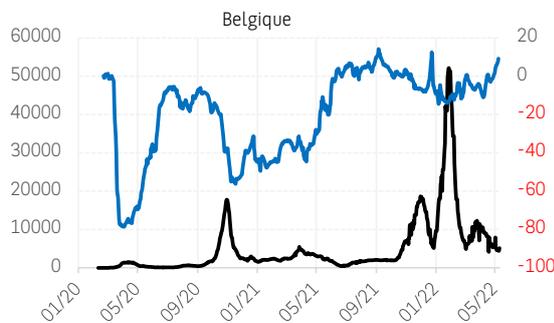
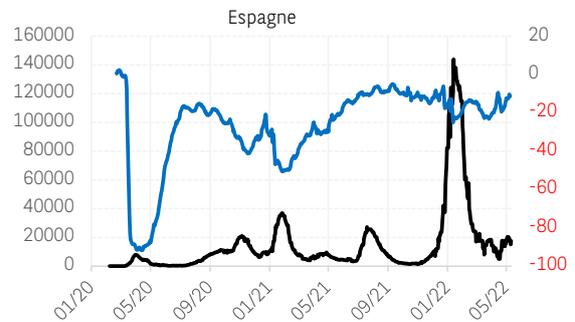
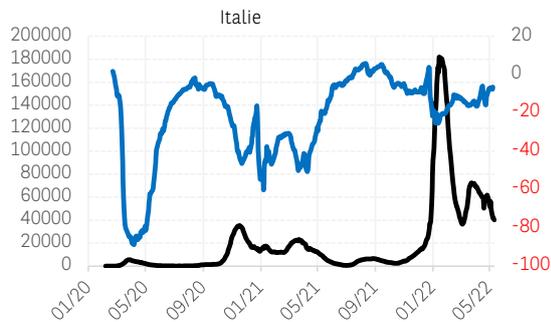
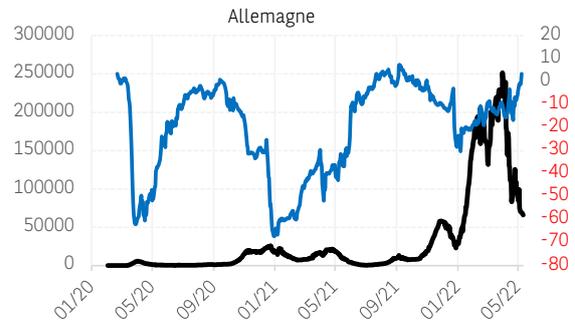
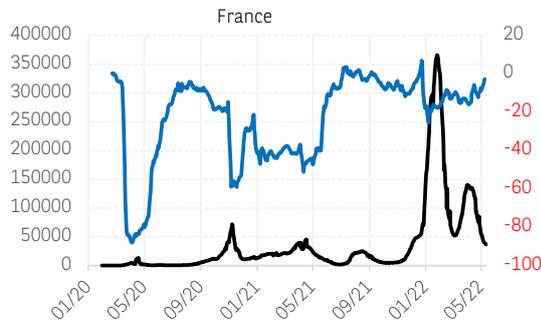
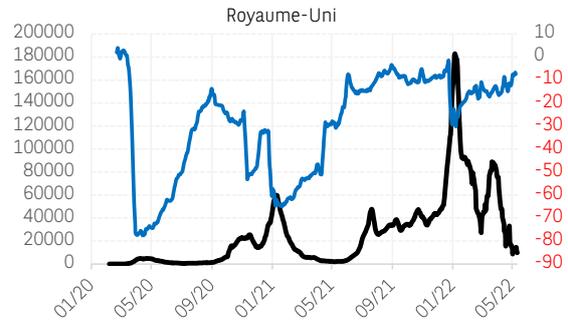
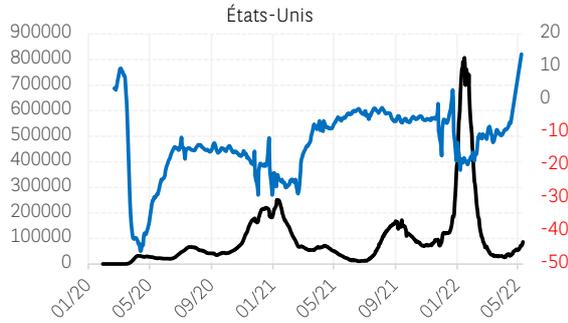


SOURCES : OCDE (12/05/2022), GOOGLE (12/05/2022), BNP PARIBAS



**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 (12/05/2022), GOOGLE (12/05/2022), BNP PARIBAS



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

13

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine, toujours dynamique malgré une contraction de son PIB au T1 2022, est portée par ses moteurs traditionnels que sont la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. La robustesse du marché du travail, qui opère au plein-emploi, soutient les salaires et la consommation des ménages. En revanche, l'inflation, au plus haut depuis 40 ans, réduit fortement le pouvoir d'achat. Et, face à une inflation plus forte et persistante qu'attendu, la Réserve fédérale accélère la remontée de ses taux et annonce son calendrier de réduction de son bilan. Le blocage des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment ses volets sociaux et environnementaux, est également un facteur de frein à la croissance mais aussi de transition de l'économie américaine. Dans ce contexte, tout en échappant à la récession à court terme, la croissance américaine devrait perdre assez nettement en dynamisme.

## CHINE

La croissance économique ralentit de nouveau fortement depuis mars, après une amélioration sur les deux premiers mois de 2022. Les mesures de confinement imposées dans de nombreuses régions pour contenir l'épidémie de Covid-19, la poursuite de la correction dans le secteur immobilier, la fragilité persistante de la consommation privée et les répercussions du conflit en Ukraine sur les prix des matières premières et la demande mondiale sont autant de facteurs négatifs qui continueront de peser sur la croissance à court terme. En conséquence, les autorités multiplient les mesures de soutien budgétaire et d'assouplissement monétaire.

## ZONE EURO

Après le T4 2021, la zone euro a de nouveau enregistré, au T1 2022, une croissance positive mais faible. La poussée d'inflation, amorcée depuis début 2021, s'est transformée en choc inflationniste. Cette inflation reste essentiellement énergétique mais elle n'en cesse pas moins de grimper pour atteindre de nouveaux points hauts historiques. En outre, elle se généralise et devient plus persistante au passage. Si la détérioration des enquêtes sur le climat des affaires est restée d'ampleur limitée jusqu'en avril, celle de la confiance des ménages est bien plus marquée. Le risque de récession à court terme augmente mais, s'il devait y en avoir une, elle pourrait n'être que "technique" (limitée dans le temps et en ampleur). Le marché du travail reste robuste et l'économie bénéficie toujours de la dynamique conjoncturelle préexistante à la guerre en Ukraine, des mesures budgétaires qui cherchent à amortir l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat, de l'excès d'épargne disponible et des besoins d'investissement. D'après notre scénario (sans récession), la croissance de la zone euro atteindrait 2,8% en 2022 en moyenne annuelle et conserverait ce rythme en 2023 (2,7%). Ce scénario est en ligne avec le consensus d'avril pour 2022 mais plus optimiste pour 2023. Les risques sont baissiers.

## FRANCE

La croissance du PIB a marqué le pas au 1<sup>er</sup> trimestre 2022 (0% t/t après 0,8% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2021) du fait de la forte détérioration de la consommation des ménages (-1,3% t/t). L'augmentation de l'inflation a grevé le pouvoir d'achat des ménages et devrait peser sur les anticipations du T2. L'investissement des entreprises a maintenu sa croissance (0,7% t/t), celles-ci faisant face à des contraintes de capacité. En 2022, nous tablons sur une croissance annuelle de 3,2% (contre 7% en 2021) dans un contexte de forte inflation (4,8% attendu en 2022 contre 1,6% en 2021).

## TAUX &amp; CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Nous attendons des hausses de 50 pb lors des réunions de juin, juillet et septembre, puis de 25 pb en novembre et décembre ; son taux directeur devrait ainsi atteindre 3,00 à 3,25% au T3 2023. En outre, la réduction de la taille du bilan (resserrement quantitatif) influera sur le niveau des taux d'intérêts. La position ferme de la Fed s'explique par une inflation particulièrement élevée, une économie forte et des taux directeurs très faibles. Ces changements ne devraient exercer qu'une pression à la hausse limitée sur les rendements à long terme des *Treasuries*, le marché ayant anticipé dans une large mesure le resserrement de la politique monétaire. De plus, avec la poursuite du cycle de remontée des taux, les investisseurs obligataires vont commencer à intégrer dans les prix la perspective d'un ralentissement de la croissance et de la baisse de l'inflation.

Dans la zone euro, le bond de l'incertitude et des prix des matières premières pèse sur le sentiment des entreprises et des ménages. Face à une inflation forte et étendue, le ton de la BCE a changé. Nous prévoyons un premier relèvement du taux de rémunération des dépôts en septembre mais il est de plus en plus probable qu'il ait lieu avant, après la réunion de juillet. Une autre hausse devrait porter le taux à 0% fin 2022. Plusieurs autres augmentations devraient avoir lieu en 2023, portant le taux des dépôts à 1,25% à la fin de l'année. Cela devrait pousser les rendements obligataires à la hausse, mais aussi conduire à un élargissement de certains écarts de taux souverains.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire dans l'immédiat, mais porter son taux directeur à court terme de -0,10%, actuellement, à un niveau compris dans une fourchette de zéro à 0,10% à la fin de l'année 2023, tout en laissant remonter le rendement du JGB à 10 ans. Ces décisions se fonderaient sur l'importance accrue accordée aux effets secondaires de la politique de taux d'intérêt négatifs et sur l'inquiétude à l'égard du risque d'un nouveau fléchissement du yen et de son impact sur les ménages, via la hausse des prix à l'importation.

Nous anticipons une baisse du dollar face à l'euro pour les raisons suivantes : la Réserve fédérale comme la BCE vont resserrer leur politique monétaire, le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se réduire et 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. Nous prévoyons néanmoins une appréciation du yen à la fin de 2023, du fait du changement de politique monétaire de la Banque du Japon.

## PIB &amp; INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021	2022 e	2023 e	2021	2022 e	2023 e
États-Unis *	5.7	3.7	2.5	4.7	6.5	2.8
Japon	1.7	1.6	2.0	-0.2	1.5	1.1
Royaume-Uni*	7.5	3.6	1.7	2.5	7.4	3.3
Zone euro*	5.3	2.8	2.7	2.6	7.3	4.0
Allemagne	2.9	2.1	3.4	3.2	6.6	3.6
France	7.0	3.2	2.5	2.1	5.3	2.5
Italie	6.6	2.8	2.2	2.0	6.4	2.6
Espagne	5.0	4.8	2.7	3.0	8.1	3.5
Chine	7.7	4.8	5.1	0.9	2.4	2.7
Inde**	8.1	9.5	7.3	5.1	6.3	5.2
Brésil	5.0	-0.5	0.0	8.3	9.0	5.7
Russie	4.5	-8.5	3.1	7.0	18.2	5.0

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
\*\* MISE À JOUR LE 06/05/2022

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

## Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure) **	0.50	1.50	2.50	3.00	3.25
	Treas. 10a	2.33	2.50	2.60	2.70	2.60
	Z. euro	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	1.25
R-Uni	Bund 10a	0.51	0.75	0.90	1.00	1.20
	OAT 10a	0.84	1.20	1.40	1.50	1.70
	BTP 10 ans	1.97	2.45	2.75	3.00	3.20
	BONO 10 ans	1.37	1.75	2.00	2.15	2.35
	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25	1.75
Japon	Gilt 10a	1.59	1.75	1.90	2.00	2.00
	Taux BoJ	-0.02	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a	0.21	0.25	0.25	0.25	0.45

## Taux de change

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.11	1.11	1.13	1.14	1.20
	USD / JPY	121	125	124	123	115
	GBP / USD	1.32	1.29	1.31	1.33	1.40
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86
	EUR / JPY	135	139	140	140	138

## Pétrole

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole *	USD/baril	107	113	115	110	105

PRÉVISIONS MISES À JOUR AU 02/05/2022  
SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY  
\*SCENARIO DE BASE \*\*MISE À JOUR LE 06/05/2022



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## CALENDRIER ACTUALISÉ

14

## DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, les PMI composite et du secteur des services se sont marginalement améliorés en avril et, par conséquent, sont restés légèrement au-dessus de la barre des 50. La composante « perspectives » de l'enquête EcoWatchers a légèrement augmenté, tout en s'inscrivant en-deçà des attentes. La croissance des exportations chinoises a fortement ralenti en avril et la hausse des prix à la consommation a accéléré plus que prévu, l'inflation restant toutefois faible, à 2,1 %. En Allemagne, si la composante « perspectives » de l'enquête ZEW s'est nettement améliorée, la composante « évaluation de la situation actuelle » s'est détériorée. Pour la zone euro, la composante « perspectives » de l'enquête ZEW s'est également fortement redressée. Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises est resté stable, l'inflation sous-jacente mensuelle a été plus élevée que prévu mais, en glissement annuel, l'inflation totale comme la sous-jacente ont légèrement fléchi. Le rythme mensuel de hausse des prix à la production a baissé mais, en variation sur un an, l'inflation sous-jacente des prix à la production n'a diminué que légèrement. D'après l'enquête de l'Université du Michigan, la confiance des ménages s'est beaucoup plus détériorée qu'attendu. Les composantes « évaluation des conditions actuelles » et « perspectives » ont toutes deux marqué une baisse tandis que les anticipations d'inflation sont restées stables. Au Royaume-Uni, la croissance au premier trimestre est ressortie à 0,8 % t/t, un peu en deçà des attentes. Les chiffres de la consommation privée et de l'investissement des entreprises ont déçu.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
09/05/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Avril	--	50,7	50,5
09/05/2022	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Avril	--	51,1	50,9
09/05/2022	France	Balance commerciale	Mars	-11190m	-12374m	-10360m
09/05/2022	Chine	Exportations g.a.	Avril	2,7%	3,9%	14,7%
09/05/2022	Chine	Importations g.a.	Avril	-3,0%	0,0%	-0,1%
09/05/2022	Chine	Exportations g.a. (CNY)	Avril	3,1%	1,9%	12,9%
09/05/2022	Chine	Importations g.a. (CNY)	Avril	-3,3%	-2,0%	-1,7%
10/05/2022	Allemagne	Attentes (ZEW)	Mai	-43,5	-34,3	-41,0
10/05/2022	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Mai	-35,0	-36,5	-30,8
10/05/2022	Zone euro	Attentes (ZEW)	Mai	--	-29,5	-43,0
10/05/2022	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Avril	92,9	93,2	93,2
10/05/2022	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Avril	7,8%	8,0%	8,3%
11/05/2022	Chine	IPP g.a.	Avril	1,8%	2,1%	1,5%
11/05/2022	Chine	IPC g.a.	Avril	0,7%	0,7%	0,7%
11/05/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Avril	7,8%	7,8%	7,8%
11/05/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Avril	--	1,5%	2,7%
11/05/2022	Royaume-Uni	Coûts unitaires du travail	T4	--	2,0%	2,5%
11/05/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Mai	0,2%	0,3%	1,2%
11/05/2022	États-Unis	IPC m/m	Avril	0,4%	0,6%	0,3%
11/05/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Avril	8,1%	8,3%	8,5%
11/05/2022	États-Unis	IPC g.a.	Avril	6,0%	6,2%	6,5%
11/05/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Avril	--		6,50%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
12/05/2022	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Avril	51,0	50,4	47,8
12/05/2022	Japon	Perspectives (EcoWatchers)	Avril	51,0	50,3	50,1
12/05/2022	Royaume-Uni	PIB t/t	T1	1,0%	0,8%	1,3%
12/05/2022	Royaume-Uni	PIB g.a.	T1	8,9%	8,7%	6,6%
12/05/2022	Royaume-Uni	Consommation privée t/t	T1	0,9%	0,6%	0,5%
12/05/2022	Royaume-Uni	Dépenses publiques t/t	T1	0,5%	-1,7%	1,5%
12/05/2022	Royaume-Uni	Formation brute de capital fixe t/t	T1	1,5%	5,4%	1,1%
12/05/2022	Royaume-Uni	Exportations t/t	T1	0,0%	-4,9%	6,9%
12/05/2022	Royaume-Uni	Importations t/t	T1	7,2%	9,3%	0,3%
12/05/2022	Royaume-Uni	Production dans le secteur de la construction m/m	Mars	0,2%	1,7%	0,2%
12/05/2022	Royaume-Uni	Production dans le secteur de la construction g.a.	Mars	2,2%	4,7%	7,0%
12/05/2022	Royaume-Uni	Investissement global des entreprises t/t	T1	1,9%	-0,5%	1,0%
12/05/2022	United Kingdom	Investissement global des entreprises g.a.	T1	9,5%	8,5%	1,0%
12/05/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Avril	8,9%	8,8%	9,6%
12/05/2022	États-Unis	IPP demande finale m/m	Avril	0,5%	0,5%	1,6%
12/05/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Avril	0,7%	0,4%	1,2%
12/05/2022	États-Unis	IPP demande finale g.a.	Avril	10,7%	11,0%	11,5%
12/05/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	193k	203k	202k
13/05/2022	France	IPC harmonisé m/m	Avril	0,5%	0,5%	0,5%
13/05/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Avril	5,4%	5,4%	5,4%
13/05/2022	France	Salaires t/t	T1	0,9%	1,1%	0,5%
13/05/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	64,0	59,1	65,2
13/05/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mai	69,3	63,6	69,4
13/05/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mai	61,5	56,3	62,5
13/05/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mai	5,5%	5,4%	5,4%
13/05/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mai	--	3,0%	3,0%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

16

## INDICATEURS À SUIVRE

La publication de données économiques relatives à la Chine (production industrielle, ventes au détail, investissements, taux de chômage) et les nouvelles prévisions de la Commission européenne constitueront les moments forts de la semaine. Pour la zone euro et la France, nous disposerons de données sur l'emploi, et pour la zone euro également, d'une estimation actualisée de la croissance du PIB au premier trimestre, de données sur l'inflation en avril et de la confiance des consommateurs. Le Japon publiera les chiffres sur la croissance de son PIB au premier trimestre. Aux États-Unis, nous connaissons le chiffre des ventes au détail et disposerons de données sur le marché du logement et sur l'activité de la construction résidentielle. Le Royaume-Uni publiera des données sur l'inflation, les ventes au détail et la confiance des consommateurs.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/16/2022	Chine	Production industrielle g.a.	Avr.	0,50%	5,00%
05/16/2022	Chine	Ventes au détail g.a.	Avr.	-6,20%	-3,50%
05/16/2022	Chine	Investissement cumul annuel g.a.	Avr.	7,00%	9,30%
05/16/2022	Chine	Production industrielle cumul annuel g.a.	Avr.	5,00%	6,50%
05/16/2022	Chine	Ventes au détail cumul annuel g.a.	Avr.	1,20%	3,30%
05/16/2022	Chine	Investissement immobilier cumul annuel g.a.	Avr.	-1,50%	0,70%
05/16/2022	Chine	Ventes de propriétés résidentielles cumul annuel g.a.	Avr.	--	-25,60%
05/16/2022	Chine	Taux de chômage	Avr.	6,00%	5,80%
05/16/2022	Zone euro	Prévisions de la Commission européenne			
05/17/2022	France	Taux de chômage (BIT)	T1	--	7,40%
05/17/2022	Royaume-Uni	Salaires hebdomadaires hors primes 3 m/g.a.	Mars	--	4,00%
05/17/2022	Royaume-Uni	Taux de chômage (BIT) 3 mois	Mars	--	3,80%
05/17/2022	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Mars	--	10k
05/17/2022	Zone euro	Emploi t/t	T1	--	0,50%
05/17/2022	Zone euro	Emploi g.a.	T1	--	2,20%
05/17/2022	Zone euro	PIB t/t	T1	--	0,20%
05/17/2022	Zone euro	PIB g.a.	T1	--	5,00%
05/17/2022	États-Unis	Ventes de détail m/m	Avr.	1,00%	0,50%
05/17/2022	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Avr.	--	-0,10%
05/17/2022	États-Unis	Ventes de détail hors auto et carburant	Avr.	0,80%	0,20%
05/17/2022	États-Unis	Utilisation de la capacité	Avr.	78,50%	78,30%
05/17/2022	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Mai	75	77
05/18/2022	Japon	PIB annualisé t/t	T1	-1,80%	4,60%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/18/2022	Japon	PIB t/t	T1	-0,50%	1,10%
05/18/2022	Japon	PIB consommation privée t/t	T1	-0,50%	2,40%
05/18/2022	Japon	Dépenses des entreprises t/t	T1	0,70%	0,30%
05/18/2022	Japon	Contribution des stocks (% du PIB)	T1	0,10%	-0,10%
05/18/2022	Japon	Contribution des exportations nettes (% PIB)	T1	-0,30%	0,20%
05/18/2022	Chine	Prix des logements neufs m/m	Avr.	--	-0,07%
05/18/2022	Royaume-Uni	IPC m/m	Avr.	--	1,10%
05/18/2022	Royaume-Uni	IPC g.a.	Avr.	--	7,00%
05/18/2022	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Avr.	--	5,70%
05/18/2022	Zone euro	Immatriculation de voitures neuves (EU27)	Avr.	--	-20,50%
05/18/2022	Zone euro	IPC g.a.	Avr.	--	7,40%
05/18/2022	Zone euro	IPC m/m	Avr.	--	0,60%
05/18/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Avr.	--	3,50%
05/18/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Mai	--	2,00%
05/18/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Avr.	-3,20%	0,40%
05/18/2022	États-Unis	Mises en chantiers m/m	Avr.	-1,70%	0,30%
05/19/2022	Royaume-Uni	Tendance des commandes totales	Mai	--	14
05/19/2022	Royaume-Uni	Tendance des prix de vente	Mai	--	71
05/19/2022	États-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Mai	17,6	17,6
05/19/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	--	--
05/20/2022	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	--	-38
05/20/2022	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Avr.	0,60%	-0,70%
05/20/2022	Royaume-Uni	Ventes de détails hors auto et carburant m/m	Avr.	--	-1,10%
05/20/2022	Allemagne	IPP g.a.	Avr.	--	30,90%
05/20/2022	Allemagne	IPP m/m	Avr.	--	4,90%
05/20/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	-22

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

18

<a href="#">Zone Euro : boucle prix-salaires, un risque faible mais sous surveillance</a>	EcoTVWeek	13 mai 2022
<a href="#">États-Unis : la masse monétaire, en perte de vitesse</a>	Graphique de la semaine	11 mai 2022
<a href="#">Banques centrales : la nécessité et le courage d'agir</a>	EcoWeek	10 mai 2022
<a href="#">Relation complexe entre les conditions financières et les taux d'intérêt nominaux et réels</a>	EcoTVWeek	6 mai 2022
<a href="#">Exportations chinoises : important ralentissement en vue</a>	Graphique de la semaine	5 mai 2022
<a href="#">BCE : dépréciation de l'euro, aubaine ou casse-tête ?</a>	EcoWeek	2 mai 2022
<a href="#">France : contraintes d'offre et inflation pèsent sur la croissance</a>	EcoTVWeek	29 avril 2022
<a href="#">Marché immobilier en Espagne : un optimisme à relativiser</a>	EcoFlash	29 avril 2022
<a href="#">France : contraintes d'offre et inflation pèsent sur la croissance</a>	EcoTVWeek	29 avril 2022
<a href="#">Royaume-Uni : La hausse de l'inflation rend négative la croissance des salaires réels</a>	Graphique de la semaine	27 avril 2022
<a href="#">Global : Économie mondiale : pourquoi la persistance de l'inflation a de l'importance</a>	EcoWeek	25 avril 2022
<a href="#">D'une crise à l'autre, quelles réponses en Europe ?</a>	EcoTVWeek	22 avril 2022
<a href="#">Pays Émergents : Les émergents plient mais ne rompent pas</a>	EcoEmerging	22 avril 2022
<a href="#">Zone Euro : La levée des moratoires n'a pas dégradé significativement la qualité des portefeuilles bancaires</a>	Graphique de la semaine	20 avril 2022
<a href="#">Etats-Unis : Doit-on s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe de taux ? Pas encore</a>	EcoWeek	19 avril 2022
<a href="#">Découplage, déglobalisation et perspectives d'inflation</a>	EcoTVWeek	15 avril 2022
<a href="#">Maroc : La banque centrale maintient le cap malgré les pressions inflationnistes</a>	Graphique de la Semaine	13 avril 2022
<a href="#">Zone Euro : Pourquoi autant d'entreprises anticipent-elles d'augmenter leurs prix de vente?</a>	EcoWeek	11 avril 2022
<a href="#">L'Inde face à deux chocs extérieurs</a>	EcoTVWeek	8 avril 2022
<a href="#">Espagne : le marché immobilier se porte bien</a>	Graphique de la Semaine	6 avril 2022
<a href="#">Zone Euro : Les dépenses des ménages sous la pression de l'inflation</a>	EcoWeek	4 avril 2022
<a href="#">Une cartographie de la dépendance des pays européens aux importations provenant de Russie et d'Ukraine</a>	EcoFlash	1 <sup>er</sup> avril 2022
<a href="#">Brésil : le real a le vent en poupe</a>	EcoTVWeek	1 <sup>er</sup> avril 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 - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+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, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@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 du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatan@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change