

2-3

## ÉDITORIAL

États-Unis : au revoir à l'assouplissement quantitatif, bienvenue au resserrement quantitatif

4-5

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-11

## BAROMÈTRE

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

12

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

13-14

## 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.

## ÉTATS-UNIS : AU REVOIR À L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF, BIENVENUE AU RESSERREMENT QUANTITATIF

Les minutes du Comité de l'Open market (FOMC) du mois de décembre ont révélé un revirement brusque de la politique monétaire américaine en direction d'un durcissement. Le rythme des achats d'actifs nets (*tapering*) ralentira plus vite et la première hausse de taux devrait avoir lieu plus tôt que prévu. Par ailleurs, les membres du FOMC sont favorables à un démarrage rapide du resserrement quantitatif (*quantitative tightening, QT*) et à un rythme plus soutenu. Même si ce tournant leur semble moins difficile à négocier qu'en 2017, l'opération n'en reste pas moins délicate. Le défi consistera à trouver le bon équilibre entre le resserrement quantitatif et le nombre de relèvements de taux nécessaire pour juguler l'inflation sans compromettre la croissance. Or, l'histoire a montré combien il est difficile de réussir un atterrissage en douceur.

Depuis la crise financière mondiale de 2008, la gestion de la taille du bilan de la banque centrale fait partie intégrante de la boîte à outils de la politique monétaire, aux côtés des taux directeurs et de la *forward guidance* (indications prospectives). Ces différents instruments sont utilisés lorsque la priorité est à la détente monétaire ou au resserrement, comme actuellement aux États-Unis. De fait, les minutes du FOMC de décembre ont révélé un revirement brusque et prononcé en direction d'un durcissement de l'orientation de la politique monétaire américaine.

Ce changement de pied a poussé à la hausse les rendements des obligations d'État aux États-Unis comme ailleurs dans le monde (graphique 1). Il vient s'ajouter à la révision à la hausse des projections de taux d'intérêt par les membres du FOMC – les *dots* – et à l'annonce d'une réduction accélérée des achats d'actifs nets (*tapering*).

Le commentaire selon lequel « une augmentation du taux des fonds fédéraux pourrait être justifiée plus tôt ou à un rythme plus rapide que les membres ne l'avaient prévu » illustre cette position, ainsi que celui concernant la « discussion sur les considérations relatives à la normalisation de la politique monétaire ». À ce propos, les principaux points à retenir de ces minutes sont que « la quasi-totalité des membres estiment qu'il serait probablement approprié de commencer la réduction de la taille du bilan dès la première hausse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux ».

De plus, « nombre de membres considèrent que le rythme approprié de diminution de la taille du bilan serait probablement plus soutenu que celui adopté lors des épisodes de normalisation précédents ». Il s'agit là d'une différence de taille avec 2017 où le cycle de relèvement des taux était déjà bien engagé avant le début de la réduction (resserrement quantitatif) de la taille du bilan (graphique 2). Par ailleurs en 2017, le malaise à l'égard du possible impact du QT sur les marchés financiers était tel que la présidente de la Fed, Janet Yellen, avait comparé cette diminution de la taille du bilan de la banque centrale à un exercice aussi ennuyeux que de regarder la peinture sécher<sup>1</sup>.

1 « Ce sera comme regarder la peinture sécher, quelque chose qui se déroule discrètement

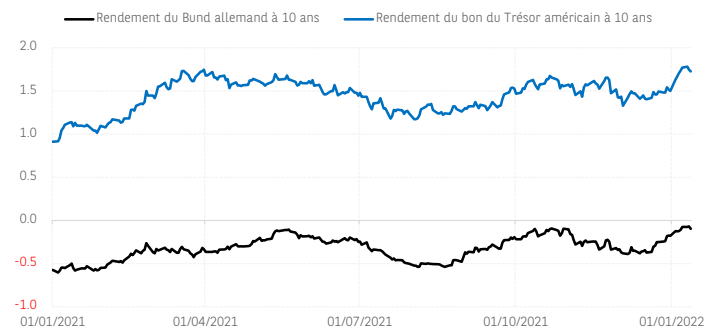
Dans les circonstances actuelles, les membres du FOMC sont favorables à un lancement rapide du resserrement quantitatif et à une accélération de son rythme compte tenu de perspectives économiques bien plus robustes, d'une inflation plus élevée, d'un marché du travail plus tendu et d'une taille du bilan beaucoup plus importante qu'en 2016-2017.

Le resserrement quantitatif n'en reste pas moins une opération délicate. Premièrement, l'impact sur les flux du marché pourrait être significatif. Lorsque les titres du Trésor arriveront à échéance, de nouveaux titres seront émis mais, lorsque la Réserve fédérale diminuera la taille de son bilan, elle ne réinvestira pas ou, tout au moins, pas la totalité du montant<sup>2</sup>.

*en arrière-plan* ». Source : Federal Reserve, Transcription de la conférence de presse de Janet Yellen, 14 juin 2017.

2 Il en va de même, bien sûr, des titres hypothécaires achetés par la Réserve fédérale.

### RENDEMENT DES TREASURIES ET DU BUND À 10 ANS DEPUIS DÉBUT 2021



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CONSEIL DES GOUVERNEURS DU SYSTÈME DES RÉSERVES FÉDÉRALES, REFINITIV, BNP PARIBAS



Plusieurs membres du FOMC ont exprimé leur inquiétude à l'égard des vulnérabilités du marché des *Treasuries* en réaction au resserrement quantitatif. Mais la véritable vulnérabilité résidera dans les classes d'actifs plus risqués comme les actions, les obligations d'entreprises ou l'immobilier en raison de craintes de plus en plus fortes sur les perspectives de croissance.

Les autres investisseurs, aux États-Unis comme à l'étranger, devront accroître leur portefeuille de titres et être peut-être incités à le faire, ce qui pourrait faire remonter les rendements obligataires<sup>3</sup>. Cela dépend cependant aussi du volume des émissions nettes, qui est lui-même fonction du déficit budgétaire. Ce dernier devant reculer, l'effet en termes de flux l'emporterait sur celui du QT<sup>4</sup>.

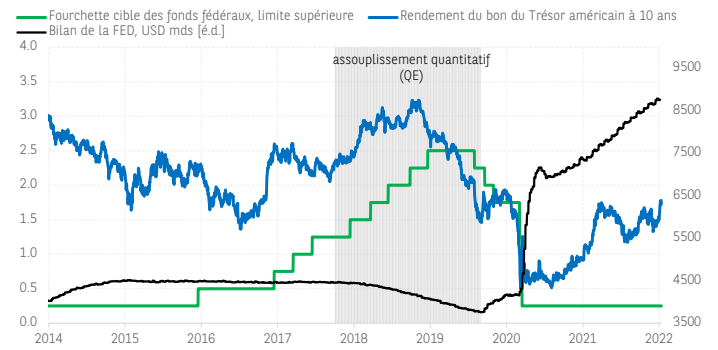
Deuxièmement, le QT et les relèvements de taux directeurs sont interchangeable. Ces deux instruments sont censés ralentir la croissance. Plus la réduction de la taille du bilan est importante, plus la marge de manœuvre pour relever les taux des fonds fédéraux est faible. En conséquence, lors du prochain cycle d'assouplissement, le potentiel de baisse des taux pourrait être rapidement épuisé. Cela pourrait inciter la Fed à préférer relever les taux et à limiter la contraction de la taille du bilan.

Troisièmement, les membres du FOMC considèrent que « *comme lors des épisodes de normalisation précédents [...] les variations de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux devraient être le principal instrument d'ajustement de l'orientation de la politique monétaire* » en raison d'une moins grande incertitude entourant les effets d'une hausse des taux directeurs. De surcroît, il est plus facile de communiquer en direction du grand public sur les hausses de taux d'intérêt que sur le resserrement quantitatif.

Comme le recours au QT ne semble pas trop inquiéter le FOMC, le débat sera centré sur la rapidité et l'importance de la réduction du bilan. Le défi consistera à trouver le bon équilibre entre le resserrement quantitatif et les relèvements de taux pour juguler l'inflation sans compromettre la croissance. Or, l'histoire a montré combien il est difficile de réussir un atterrissage en douceur. Plusieurs membres du FOMC ont exprimé leur inquiétude à l'égard des vulnérabilités du marché des *Treasuries* en réaction au resserrement quantitatif. Mais la véritable vulnérabilité résidera dans les classes d'actifs plus risqués comme les actions, les obligations d'entreprises ou l'immobilier en raison de craintes de plus en plus fortes sur les perspectives de croissance.

**William De Vijlder**

## BILAN DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE, TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ET RENDEMENT DES *TREASURIES*



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

<sup>3</sup> Le graphique 2 illustre la relation complexe existant entre le taux des fonds fédéraux et la taille du bilan, d'une part, et les rendements des *Treasuries*, de l'autre. Le cycle de relèvement des taux, entamé fin 2016, a fait remonter les rendements obligataires et le resserrement quantitatif – qui a commencé en octobre 2017 et s'est terminé en août 2019 – a, dans un premier temps, probablement, contribué à cette évolution. A l'automne 2018, cependant, les investisseurs ont commencé à anticiper que le pic des taux des fonds fédéraux était sur le point d'être atteint. Cela a déclenché un repli des rendements des *Treasuries*, alors que la diminution de la taille du bilan se poursuivait.

<sup>4</sup> Selon l'équipe Stratégie de taux des marchés mondiaux de BNP Paribas, la réduction de la taille du bilan de la Fed devrait atteindre USD 100 mds par mois en décembre 2022, mais l'offre nette de *Treasuries* devrait diminuer, passant de USD 1 050 mds en 2021 à USD 934 mds en 2022 et à USD 592 mds en 2023.

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 7-1-22 au 14-1-22

▼ CAC 40	7 219	▶ 7 143	-1.1 %		
▼ S&P 500	4 677	▶ 4 663	-0.3 %		
↗ Volatilité (VIX)	18.8	▶ 19.2	+0.4 pb		
↗ Euribor 3m (%)	-0.58	▶ -0.57	+0.8 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	0.24	▶ 0.24	+0.5 pb		
▼ OAT 10a (%)	0.21	▶ 0.21	-0.2 pb		
▼ Bund 10a (%)	-0.08	▶ -0.09	-1.1 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	1.77	▶ 1.77	+0.2 pb		
↗ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.14	+0.8 %		
↗ Or (once, \$)	1 792	▶ 1 821	+1.7 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	81.9	▶ 86.2	+5.2 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 22	+bas 22	Rendements (%)	+haut 22	+bas 22
€ BCE	0.00	0.00 le 03/01	0.00 le 03/01	0.04 le 12/01	-0.04 le 03/01
€ Onia	-0.51	-0.51 le 03/01	-0.51 le 03/01	-0.60 le 07/01	-0.64 le 05/01
Euribor 3m	-0.57	-0.56 le 12/01	-0.58 le 05/01	-0.09 le 11/01	-0.13 le 04/01
Euribor 12m	-0.48	-0.48 le 12/01	-0.50 le 05/01	0.21 le 11/01	0.15 le 04/01
\$ FED	0.25	0.25 le 03/01	0.25 le 03/01	1.00 le 14/01	0.90 le 05/01
Libor 3m	0.24	0.24 le 11/01	0.21 le 03/01	0.97 le 14/01	0.70 le 04/01
Libor 12m	0.73	0.73 le 14/01	0.58 le 03/01	1.77 le 10/01	1.63 le 03/01
£ Bque Angl	0.25	0.25 le 03/01	0.25 le 03/01	5.24 le 10/01	5.07 le 03/01
Libor 3m	0.52	0.52 le 14/01	0.26 le 03/01	0.84 le 10/01	0.69 le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01	1.15 le 10/01	0.97 le 03/01

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.14	1.15 le 13/01	1.13 le 03/01	+0.5%
GBP	0.84	0.84 le 03/01	0.83 le 11/01	-0.5%
CHF	1.04	1.05 le 11/01	1.03 le 04/01	+0.6%
JPY	130.10	131.33 le 04/01	130.10 le 14/01	-0.7%
AUD	1.58	1.58 le 07/01	1.56 le 05/01	+1.1%
CNY	7.25	7.29 le 13/01	7.20 le 03/01	+0.1%
BRL	6.33	6.44 le 06/01	6.32 le 13/01	-0.1%
RUB	87.14	87.44 le 13/01	84.45 le 03/01	+2.2%
INR	84.79	84.79 le 14/01	83.81 le 10/01	+0.3%

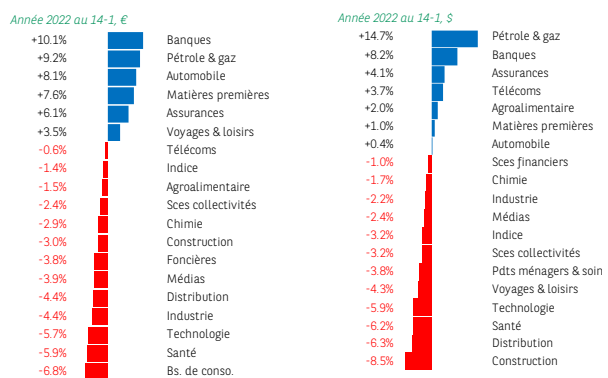
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	86.2	86.2 le 14/01	79.0 le 03/01	+9.9%	+9.3%
Or (once)	1 821	1 825 le 05/01	1 792 le 07/01	-0.1%	-0.6%
Métaux, LMEX	4 589	4 687 le 12/01	4 489 le 06/01	+1.9%	+1.4%
Cuivre (tonne)	9 730	10 081 le 12/01	9 543 le 06/01	-0.1%	-0.6%
Blé (tonne)	281	2.9 le 04/01	281 le 14/01	+18.1%	+17.4%
Mais (tonne)	230	2.3 le 04/01	226 le 03/01	+0.5%	-0.0%

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	3 173	3 248 le 04/01	3 166 le 10/01	-1.8%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 663	4 797 le 03/01	4 659 le 13/01	-2.2%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 272	4 392 le 05/01	4 240 le 10/01	-0.6%
CAC 40	7 143	7 376 le 05/01	7 116 le 10/01	-0.1%
DAX 30	15 883	16 272 le 05/01	15 768 le 10/01	-0.0%
IBEX 35	8 807	8 817 le 13/01	8 707 le 10/01	+1.1%
FTSE100	7 543	7 564 le 13/01	7 385 le 03/01	+2.1%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 138	1 165 le 05/01	1 138 le 14/01	-0.3%
Nikkei	28 124	29 332 le 05/01	28 124 le 14/01	-2.3%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 257	1 267 le 12/01	1 217 le 06/01	+2.1%
Chine	85	86 le 12/01	80 le 05/01	+1.0%
Inde	887	891 le 13/01	856 le 03/01	+4.8%
Brésil	1 490	1 490 le 14/01	1 372 le 06/01	+3.2%
Russie	708	772 le 03/01	708 le 14/01	-5.2%

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

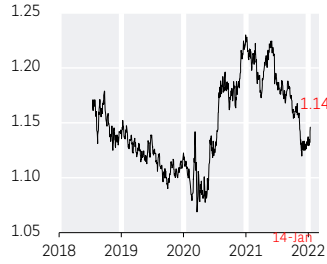


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



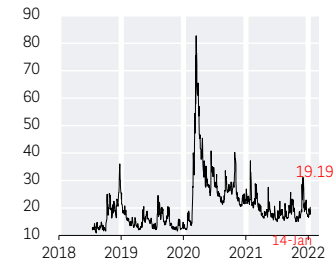
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



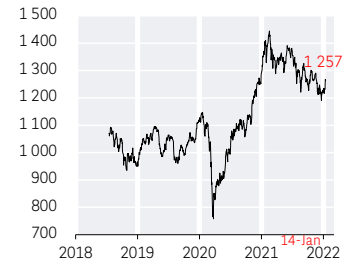
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



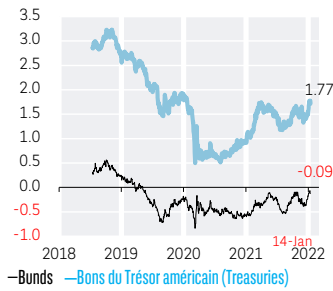
**MSCI MONDE (USD)**



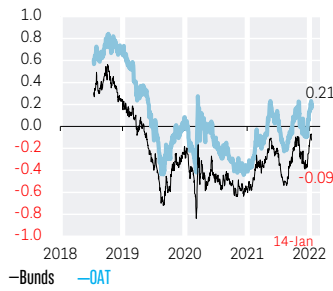
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



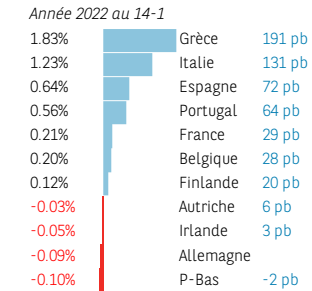
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



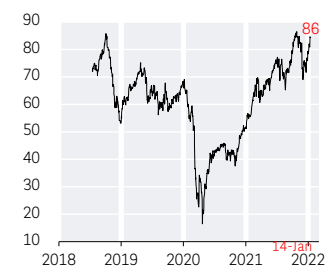
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



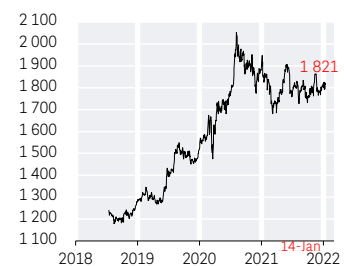
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ITALIE : EN ATTENDANT L'ÉCHÉANCE PRÉSIDENTIELLE

Moins de deux semaines avant le scrutin présidentiel (le premier tour aura lieu le 24 janvier prochain), une possible candidature de l'actuel Premier ministre, Mario Draghi, reste d'actualité. L'élection de ce dernier à la présidence de la République aurait vraisemblablement des répercussions – dont il est, à ce stade, difficile de connaître la nature – sur la coalition gouvernementale en place.

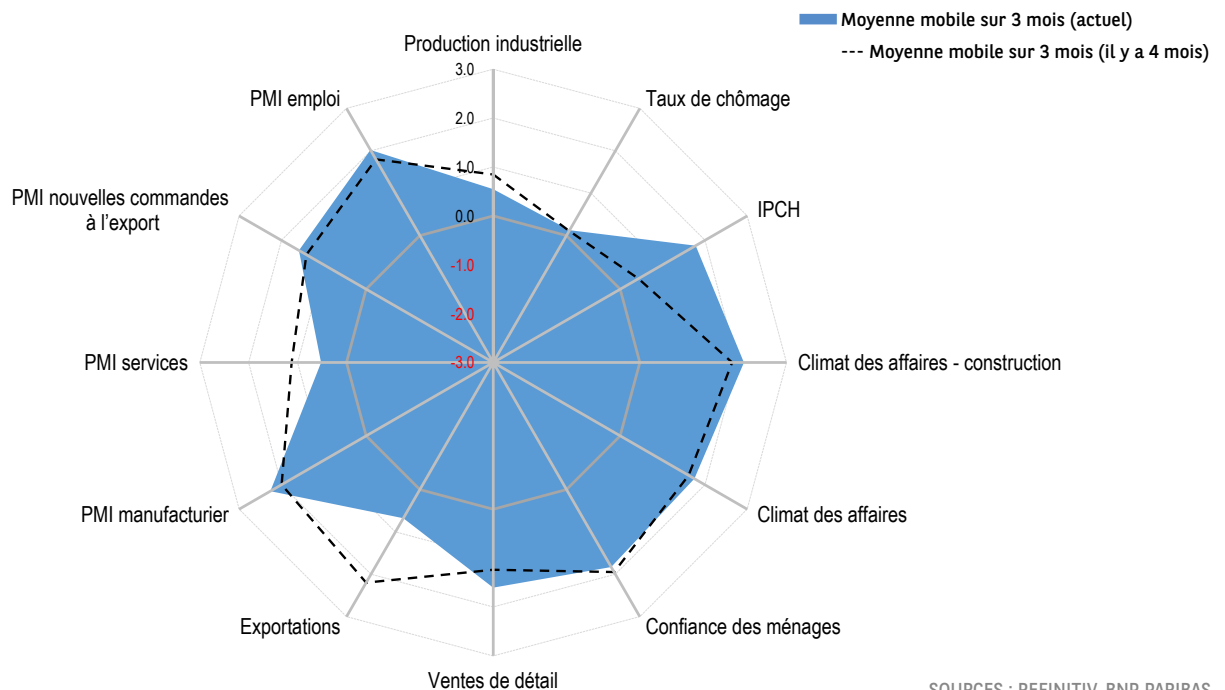
Pendant ce temps, les contaminations à la Covid-19 continuent de flamber dans le pays, avec près de 170 000 nouveaux cas quotidiens recensés à la mi-janvier. Cela a encouragé le gouvernement à rendre la vaccination obligatoire pour les personnes âgées de plus de 50 ans. Pour autant et pour l'heure, la situation sanitaire n'impacte pas significativement le moral des entreprises et des ménages, du moins plus modestement que lors de la « vague » hivernale de 2020. L'indice PMI composite indique encore un rythme d'activité soutenu en décembre (54,7) – l'indicateur pour le secteur manufacturier continue même de s'améliorer – tandis que la confiance des ménages (mesurée par la Commission européenne) ne flanche pas vraiment, bien qu'elle ait légèrement baissé au dernier trimestre 2021.

Il existe cependant un écart significatif entre, d'un côté, les signaux positifs envoyés par les enquêtes d'opinion dans l'industrie et, de l'autre, la production réelle, plus mitigée, même si cette dernière a enregistré une hausse importante en novembre (+4,6% m/m). Cela traduit en grande partie le fait que la contrainte se porte essentiellement du côté de l'offre, avec des pénuries d'intrants et des durées de livraison rallongées, plutôt que sur la demande. La poursuite de la hausse de l'indice PMI afférant aux arriérés de travail (*backlog work*) en témoigne, avec un niveau record atteint en décembre à 63,1.

L'emploi dans le pays continue de se rétablir, mais à un rythme moins soutenu que chez ses voisins européens. Avec toujours près de 145 000 emplois en moins par rapport à la fin 2019, l'Italie pâtit aussi d'une baisse importante de la population active, qui se situe actuellement environ un tiers en dessous de son niveau pré-pandémie. Il s'ensuit un taux de chômage stable depuis l'été 2021 : à 9,2% en novembre, il reste le troisième taux le plus élevé au sein de l'Union européenne, après l'Espagne et la Grèce.

**Guillaume Derrien**

### ITALIE : 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.

## ESPAGNE : LA CONFIANCE S'EFFRITE, L'EMPLOI RÉSISTE

La révision assez significative du PIB pour le T3 2021 a souligné une nouvelle fois les difficultés auxquelles l'Institut national espagnol de la statistique (INE) est actuellement confronté dans sa collecte de données. Pour rappel, la croissance au troisième trimestre 2021 a été réhaussée de 2,0% t/t à 2,6% t/t, après une révision à la baisse également conséquente pour le T2, de 2,8% t/t à 1,1% t/t.

L'emploi continuera d'être scruté de près en 2022. Il offre, en effet, une mesure parallèle de l'activité économique vraisemblablement plus précise que le PIB à ce stade. L'année 2021 aura été très solide sur le front des recrutements. Près de 473 000 postes ont été pourvus<sup>1</sup>, ce qui porte le niveau de l'emploi à des plus hauts historiques. Le nombre d'embauches n'a que très faiblement ralenti au T4, malgré la détérioration sur le front sanitaire. Les chiffres d'emploi pour le mois de janvier 2022, publiés le 2 février prochain, seront à ce titre très importants et permettront de juger plus précisément de la résilience de l'économie face à la forte recrudescence de l'épidémie de Covid-19. Le taux de chômage reste néanmoins élevé, à 14,1% en novembre dernier.

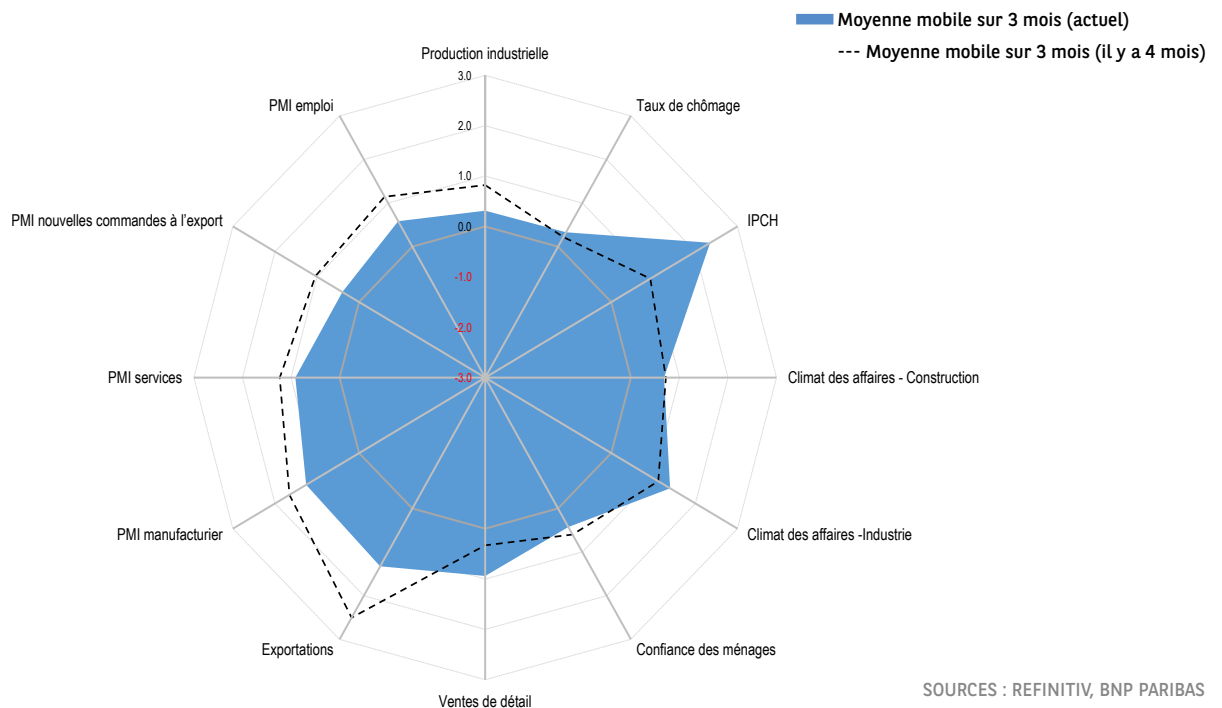
Le recul des indices de confiance, visible sur le baromètre, suggère un tassement de l'activité cet hiver. Les indicateurs PMI se sont repliés au dernier trimestre 2021, tout comme l'indice du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne. La confiance des consommateurs est retombée à son plus bas niveau depuis mars dernier, en raison principalement d'une diminution de la capacité à épargner et d'un regain de pessimisme concernant l'évolution de la situation économique au cours des douze prochains mois.

Cette détérioration s'explique à la fois par la situation sanitaire et la hausse de l'inflation, cette dernière s'avérant, au fil des mois, de plus en plus persistante. La remontée actuelle des prix du gaz, les hausses plus importantes des prix des intrants – dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation principalement – contribueront à maintenir l'inflation à un niveau élevé en 2022. En conséquence, la remontée des taux obligataires devrait progressivement se matérialiser. Les taux souverains espagnols à 10 ans ont d'ailleurs atteint 0,65% le 7 janvier, un plus haut depuis mai 2020. On soulignera toutefois que le *spread* avec le Bund allemand est, lui, resté stable.

**Guillaume Derrien**

<sup>1</sup> Selon les données de l'office pour l'emploi espagnol (SEPE).

### ESPAGNE : 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.

## ROYAUME-UNI : COMME UN BOOMERANG...

Défilés militaires, concerts de rue et concours de pudding : alors qu'outre-Manche, la reine Elisabeth II s'apprête à célébrer avec faste son jubilé de platine (70 ans de règne), son premier ministre, Boris Johnson, est confronté à une actualité moins glorieuse. Fragilisé par l'affaire dite du « partygate » (la tenue en plein confinement de « réunions récréatives » au 10 Downing Street), ce dernier voit sa cote de popularité chuter en même temps que celle du Brexit, dont les supposés bienfaits se font attendre. Un an après la sortie effective du Royaume-Uni du marché unique, le solde d'opinions concernant le cavalier seul britannique n'a jamais été aussi défavorable (50% de la population estime qu'il s'agit d'une mauvaise décision, contre 38% seulement, une bonne, et 12% qui n'a pas d'opinion<sup>1</sup>).

Si le choc constitué par la pandémie de Covid-19 complique son chiffrage, le coût du Brexit n'en reste pas moins évident à travers quelques tendances, à commencer par celle du commerce extérieur. Comparés à leur niveau pré-pandémique, les volumes d'échanges ont chuté, bien davantage que dans n'importe quel autre pays avancé. Alors qu'elles ont globalement rattrapé leur niveau du quatrième trimestre de 2019 en zone euro, les exportations de biens et services à prix constant sont encore en baisse de 21% au Royaume-Uni<sup>2</sup>. Sans surprise, c'est vis-à-vis de l'Union européenne, où les formalités aux frontières (déclarations de TVA, contrôles sanitaires...) ont été rétablies, que le décrochage est le plus sensible.

Les investissements directs ne sont plus, non plus, ce qu'ils étaient. En anticipation du Brexit, les banques étrangères, en particulier américaines, ont eu tendance à réallouer leurs portefeuilles vers la zone euro<sup>3</sup>. Sans aller jusqu'à s'inverser, les flux nets, traditionnellement entrants vers le Royaume-Uni, ont été divisés par huit depuis la victoire du « Leave » en 2016<sup>4</sup>. Le *Global Britain*, tant vanté par le premier ministre Johnson, est loin de correspondre à la réalité des chiffres.

Jean-Luc Proutat

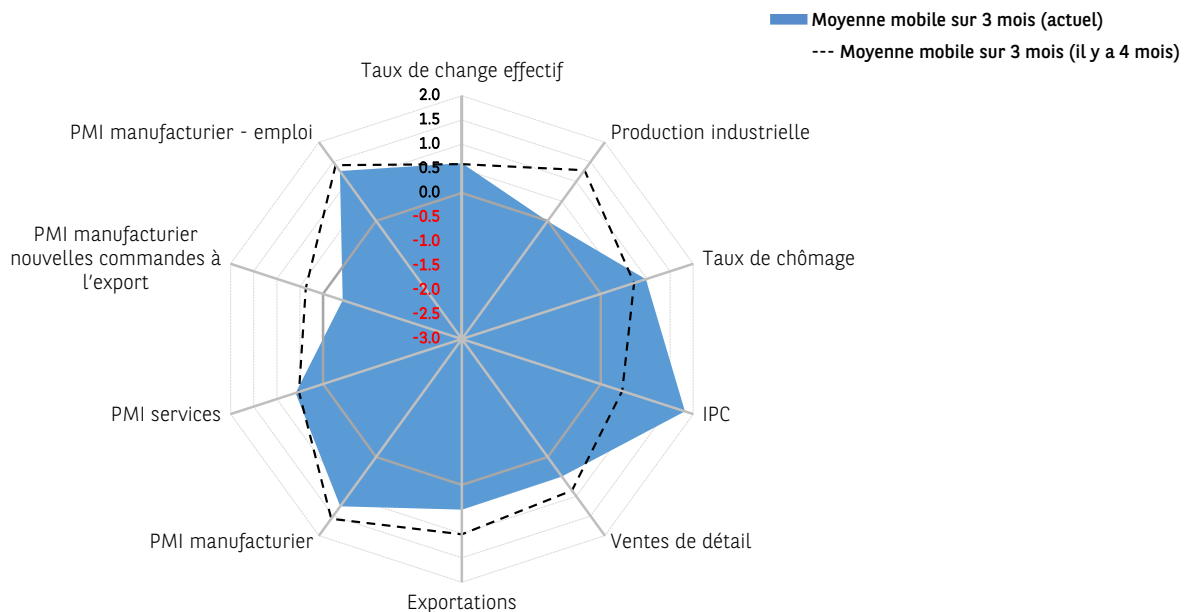
1 Source : NatCen Social Research, 7 janvier 2022.

2 Selon les données de comptabilité nationale disponibles jusqu'au troisième trimestre de 2021.

3 Choulet C. (2021), *Etats-Unis, réallocation des portefeuilles bancaires vers la zone euro depuis le Brexit*, BNP Paribas, Graphique de la semaine, novembre.

4 En données cumulées sur cinq ans de 2017 à 2021 (troisième trimestre), les flux nets entrants d'investissements directs étrangers s'établissent à GBP 51 milliards, contre GBP 425 milliards sur la période des cinq ans précédents (2012-2016). Source : Office for National Statistics.

### 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 +2. 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.





## COVID-19 : LE NOMBRE DE CONTAMINATIONS POURSUIT SA FORTE PROGRESSION

Le nombre hebdomadaire de contaminations au Covid-19 se maintient à un niveau très élevé dans la plupart des régions du monde en raison du variant Omicron. 16,8 millions nouveaux cas ont été enregistrés entre le 6 et le 12 janvier. Bien que le taux de croissance ait diminué de 79 % à 59 %, il reste très élevé. C'est en Amérique du Sud et en Asie que la plus forte progression hebdomadaire a été enregistrée, respectivement 149% et 145%. Suivent l'Amérique du Nord (58%), l'Europe (37%) et l'Afrique (2,2%) (graphique 1).

Le plus grand nombre hebdomadaire de nouveaux cas par pays (graphique 4, courbe noire) a été enregistré aux États-Unis (5 591 891) et en France (2 057 066). Suivent l'Inde (1 355 743), l'Italie (1 165 515), le Royaume-Uni (956 745, - 24% par rapport à la semaine précédente), l'Espagne (881 522), l'Argentine et l'Australie (près de 720 000). À ce jour, 9,57 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde depuis le début des campagnes, au T4 2020, dont 813 millions de doses de rappel. Ainsi, près de 60% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin. Néanmoins, les disparités (graphique 2) restent très importantes entre les pays développés (77% de la population y a reçu au moins une dose) et les pays à faible revenu (8%).

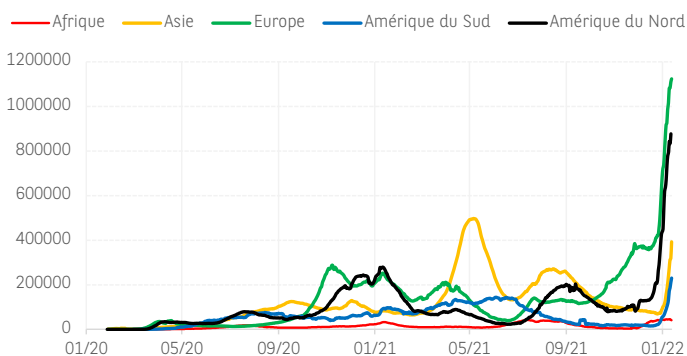
Sur le front de la mobilité, la fréquentation des commerces et des lieux de loisirs reste sur une tendance à la baisse en Allemagne, en Belgique, en Italie, en France, en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Néanmoins, on observe une hausse sur les points les plus récents. Au Japon, c'est désormais une baisse assez nette qui se dégage après une dynamique favorable (graphique 3, courbe bleue).

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

**Tarik Rharrab**

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

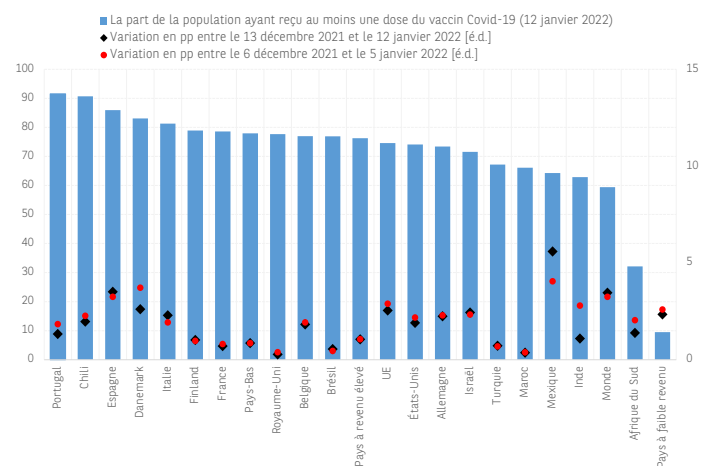
### NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (13/01/2022), BNP PARIBAS

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



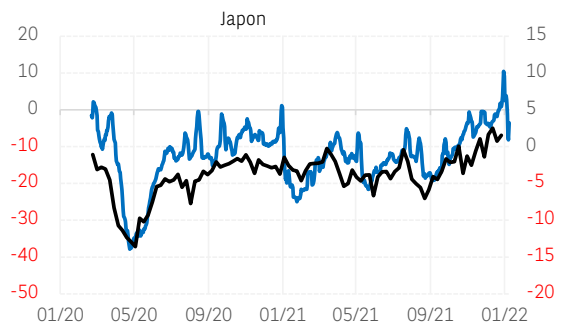
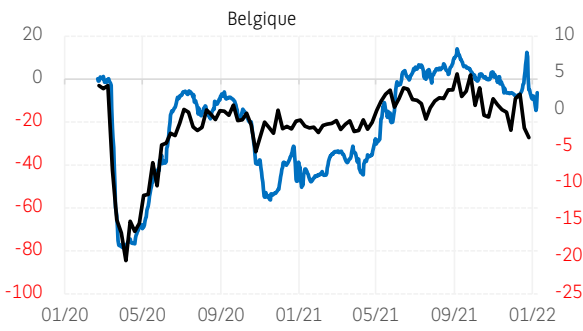
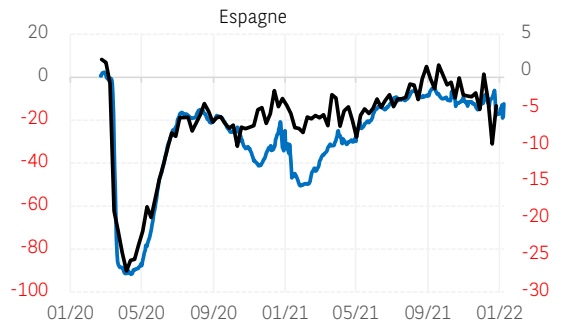
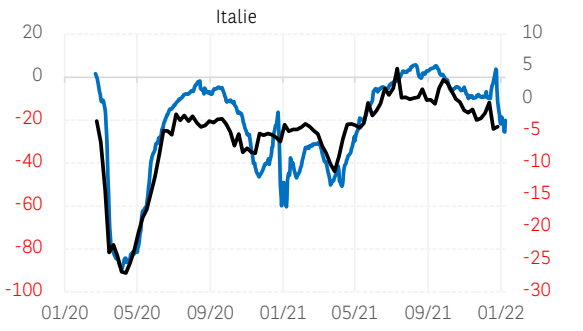
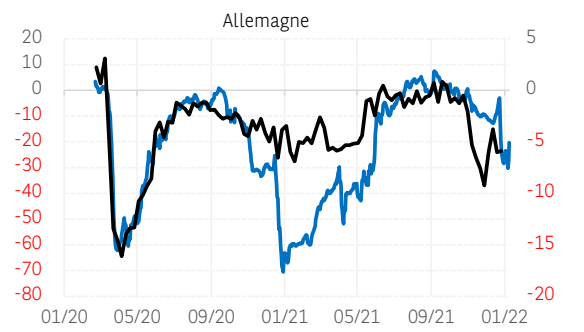
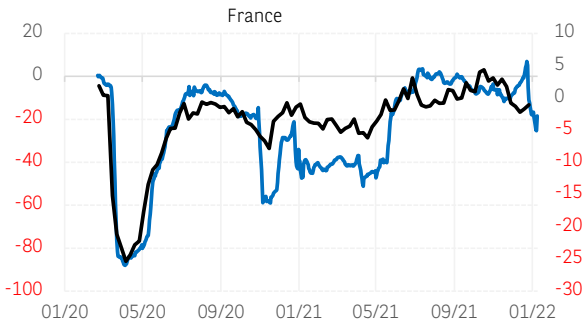
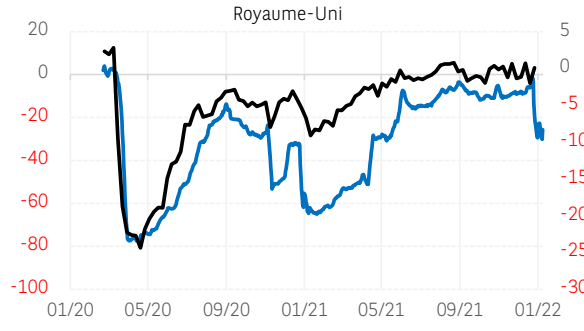
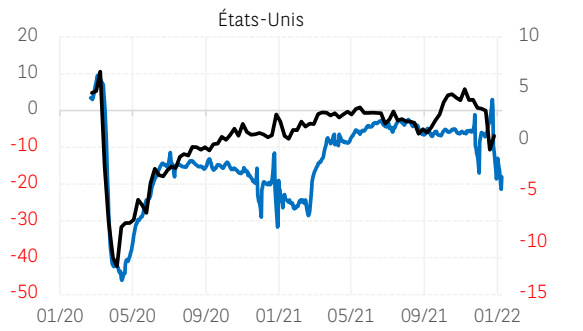
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 13/01/2022), BNP PARIBAS



**MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE**

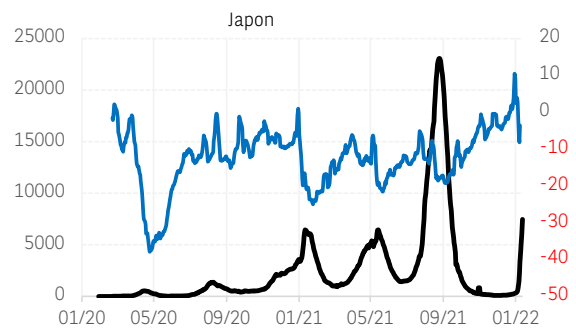
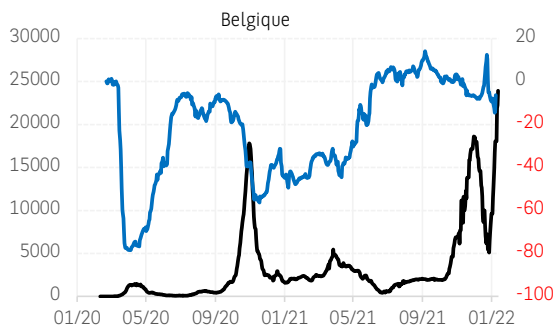
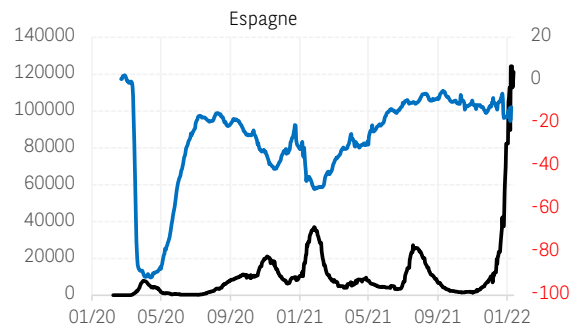
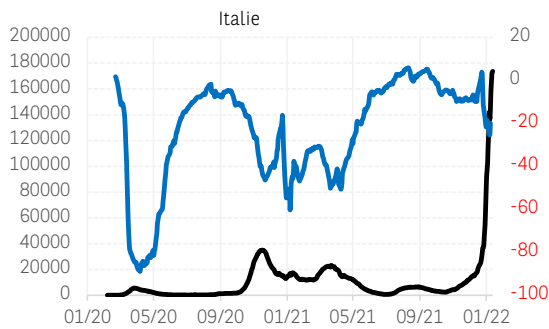
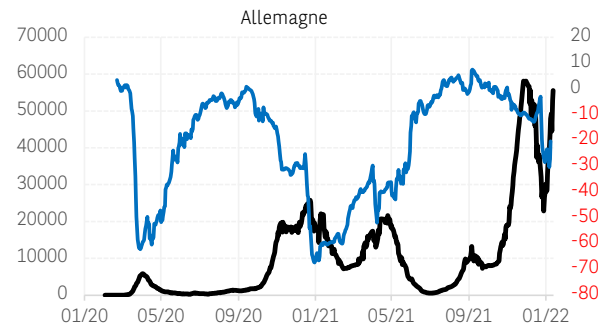
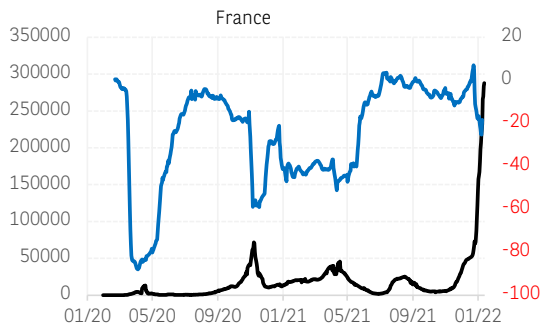
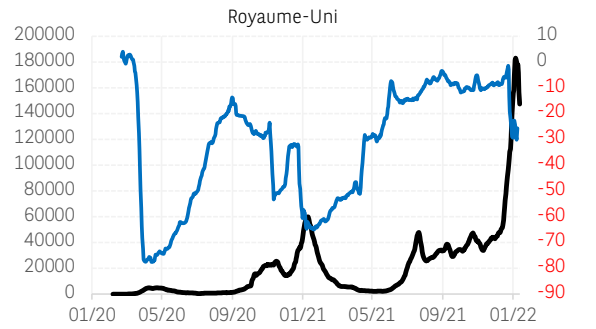
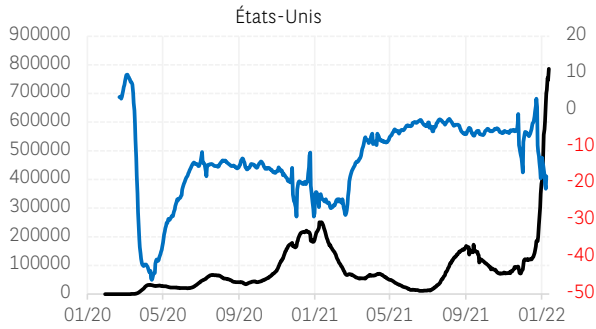
— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence\*)  
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]



SOURCES : OCDE (06/01/2022), GOOGLE (13/01/2022), BNP PARIBAS

**NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCE ET LOISIRS**

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



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (13/01/2022), GOOGLE (13/01/2022), BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

12

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

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

## TAUX & CHANGES

Aux 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 trois autres en 2022 et de quatre en 2023. De plus, nous prévoyons que la réduction du bilan de la Fed (resserrement quantitatif) débutera en août de cette année. Cela devrait exercer une pression à la hausse sur les rendements du Trésor.

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

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

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

### CROISSANCE ET INFLATION

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

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> 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	0.75	1.00	1.25	2.25
	Treas. 10a	1.70	1.80	1.90	2.00	2.30
	Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Z. euro	Bund 10a	0.00	0.05	0.05	0.10	0.40
	OAT 10a	0.45	0.40	0.35	0.45	0.70
	BTP 10 ans	1.35	1.45	1.45	1.55	2.00
	BONO 10 ans	0.75	0.85	0.90	1.05	1.45
	R-Uni	Taux BoE	0.25	0.50	0.50	0.75
Japon	Gilt 10a	1.10	1.20	1.30	1.45	1.75
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.12	0.14	0.15	0.18	0.20
Taux de change						
Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.13	1.12	1.11	1.09	1.09
	USD / JPY	115	116	117	118	120
	GBP / USD	1.35	1.35	1.35	1.33	1.36
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.82	0.82	0.80
	EUR / JPY	130	130	130	129	131
Pétrole						
Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	84	80	79	80	85

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



## CALENDRIER ACTUALISÉ

13

## DERNIERS INDICATEURS

Au Japon, si la composante « appréciation de la conjoncture » de l'enquête Eco Watchers est restée stable, la composante « perspectives » s'est dégradée, se détériorant bien plus que prévu. En Chine, l'inflation des prix à la production a considérablement ralenti, au-delà des anticipations ; même si s'établissant à 10,3 %, elle demeure très élevée. L'inflation des prix à la consommation a connu une forte baisse pour se fixer à 1,5 %. L'indice du climat industriel de la Banque de France a enregistré une amélioration significative et inattendue. Aux États-Unis, l'inflation en glissement mensuel des prix à la consommation a légèrement augmenté pour atteindre 0,6 %, et l'inflation sous-jacente en glissement annuel a également progressé pour atteindre 5,5 %. La situation est encore plus préoccupante pour l'inflation globale, qui a atteint 7,0%. L'inflation annuelle des prix à la production a également augmenté, mais a diminué sur une base mensuelle. Au Royaume-Uni, l'estimation mensuelle de la croissance du PIB a bondi en novembre, dépassant largement les attentes. Le Livre beige de la Réserve fédérale fait état d'une forte croissance des salaires à l'échelle nationale et d'une croissance solide des prix facturés aux clients. Aux États-Unis, les ventes au détail se sont contractées de façon importante et inattendue en décembre, et le sentiment de l'Université du Michigan a marqué une plus forte baisse qu'attendu, tant pour la composante « évaluation des conditions actuelles » que pour la composante « attentes ». Les anticipations d'inflation -à la fois sur un an et sur cinq à dix ans- ont légèrement augmenté.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
10/01/2022	Zone euro	Taux de chômage	Nov.	7,2%	7,2%	7,3%
11/01/2011	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Déc.	98,7	98,9	98,4
11/01/2011	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Déc.	104,0	108,0	106,0
12/01/2011	Chine	IPP g.a.	Déc.	11,3%	10,3%	12,9%
12/01/2011	Chine	IPC g.a.	Déc.	1,7%	1,5%	2,3%
12/01/2011	Japon	Perspectives (Eco Watchers)	Déc.	52,0	49,4	53,4
12/01/2011	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Déc.	56,0	56,4	56,3
12/01/2011	États-Unis	IPC m/m	Déc.	0,4%	0,5%	0,8%
12/01/2011	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,5%	0,6%	0,5%
12/01/2011	États-Unis	IPC g.a.	Déc.	7,0%	7,0%	6,8%
12/01/2011	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Déc.	5,4%	5,5%	4,9%
12/01/2011	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale				7,9%
13/01/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Déc.	8,0%	8,3%	9,8%
13/01/2022	États-Unis	Demande finale IPP g.a.	Déc.	9,8%	9,7%	0,9%
13/01/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0,5%	0,5%	1,0%
13/01/2022	États-Unis	Demande finale IPP m/m	Déc.	0,4%	0,2%	0,8%
13/01/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	200k	230k	207k
14/01/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Nov.	0,4%	0,9%	0,2%
14/01/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel 3m/3m	Nov.	0,8%	1,1%	0,9%
14/01/2022	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	0,2%	0,2%	0,2%
14/01/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Déc.	3,4%	3,4%	3,4%
14/01/2022	États-Unis	Progression des ventes de détail	Déc.	-0,1%	-1,9%	0,2%
14/01/2022	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Déc.	0,0%	-3,1%	-0,5%
14/01/2022	États-Unis	Utilisation de la capacité	Déc.	77,0%	76,5%	76,6%
14/01/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	70,0	68,8	70,6
14/01/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Janv.	73,8	73,2	74,2
14/01/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Janv.	67,0	65,9	68,3
14/01/2022	États-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Janv.	4,8%	4,9%	4,8%
14/01/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Janv.	--	3,1%	2,9%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

## INDICATEURS À SUIVRE

Comme d'habitude à cette période du mois, d'importantes données économiques seront publiées en Chine. En outre, nous connaissons le chiffre de la croissance du PIB pour le quatrième trimestre 2021. Au Royaume-Uni, sont attendus données sur le marché du travail, chiffres de l'inflation, prix des logements, confiance des consommateurs et ventes de détail. L'enquête ZEW sera publiée pour l'Allemagne et la zone euro. Les chiffres définitifs de l'inflation pour décembre et la confiance des consommateurs seront disponibles également pour la zone euro. En France, des données sur la confiance des entreprises seront communiquées. Pour les États-Unis, des données sur le marché du logement sont attendues. Enfin, la Banque du Japon tiendra sa réunion de politique monétaire.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
17/01/2022	Chine	Investissement immobilier (cumul annuel et g.a.)	Déc.	5,20%	6,00%
17/01/2022	Chine	Production industrielle (cumul annuel et g.a.)	Déc.	9,60%	10,10%
17/01/2022	Chine	Production industrielle g.a.	Déc.	3,80%	3,80%
17/01/2022	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Déc.	4,80%	5,20%
17/01/2022	Chine	PIB (cumul annuel et g.a.)	T4	8,00%	9,80%
17/01/2022	Chine	PIB t/t	T4	1,20%	0,20%
17/01/2022	Chine	PIB g.a.	T4	3,60%	4,90%
17/01/2022	Chine	Ventes de détail (cumul annuel et g.a.)	Déc.	12,70%	13,70%
17/01/2022	Chine	Ventes de détail g.a.	Déc.	3,80%	3,90%
17/01/2022	Chine	Taux de chômage	Déc.	5,00%	5,00%
18/01/2022	Royaume-Uni	Salaires hebdomadaire hors primes 3m/g.a.	Nov.	--	4,30%
18/01/2022	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 m (BIT)	Nov.	--	4,20%
18/01/2022	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Nov.	--	149k
18/01/2022	Allemagne	Attentes (ZEW)	Janv.	--	29,9
18/01/2022	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Janv.	--	-7,4
18/01/2022	Zone euro	Attentes (ZEW)	Janv.	--	26,8
18/01/2022	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Janv.	84	84
18/01/2022	Japon	Taux de la Banque du Japon	Janv.	--	-0,10%
19/01/2022	Royaume-Uni	IPC g.a.	Déc.	--	5,10%
19/01/2022	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Déc.	--	4,00%
19/01/2022	Royaume-Uni	Prix des logements g.a.	Nov.	--	10,20%
19/01/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Déc.	-0,40%	3,60%
19/01/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Déc.	-1,10%	11,80%
20/01/2022	France	Climat des affaires	Janv.	--	110
20/01/2022	Zone euro	IPC g.a.	Déc.	--	4,90%
20/01/2022	Zone euro	IPC m/m	Déc.	--	0,40%
20/01/2022	Zone euro	IIPC sous-jacent g.a.	Déc.	--	2,60%
20/01/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	--
20/01/2022	États-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Janv.	21	15,4
20/01/2022	États-Unis	Vente de logements existants	Déc.	6,45m	6,46m
20/01/2022	États-Unis	Vente de logements existants m/m	Déc.	-0,20%	1,90%
20/01/2022	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Janv.	--	-15
20/01/2022	Royaume-Uni	Ventes de détail hors véhicules et carburant m/m	Déc.	--	1,10%
20/01/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	--	-8,3

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

15

<a href="#">Changement de cap monétaire aux États-Unis</a>	EcoTVWeek	14 janvier 2022
<a href="#">Etats-Unis : La Banque du Japon, principale contrepartie du dispositif FRRP de la Fed</a>	Graphique de la Semaine	12 janvier 2022
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française - Numéro de janvier 2022</a>	Petit Atlas	11 janvier 2022
<a href="#">Global : Ruptures d'approvisionnement, quelques signes encourageants</a>	EcoWeek	10 janvier 2022
<a href="#">Des euros en poche : 20 ans déjà</a>	EcoTVWeek	7 janvier 2022
<a href="#">Union Européenne : Nouvelle année, nouvelles règles budgétaires pour l'Europe ?</a>	Graphique de la Semaine	5 janvier 2022
<a href="#">Global : 2022 : les risques à la hausse et à la baisse pour la croissance mondiale</a>	EcoWeek	3 janvier 2022
<a href="#">Chili : de nombreux défis pour le nouveau gouvernement</a>	Graphique de la Semaine	21 décembre 2021
<a href="#">Des chaînes d'approvisionnement plus résilientes après la pandémie de Covid-19</a>	EcoConjoncture	20 décembre 2021
<a href="#">Banques centrales : un même objectif, mais des données et des politiques différentes</a>	EcoWeek	20 décembre 2021
<a href="#">Analyses et les prévisions trimestrielles pour une sélection d'économies avancées.</a>	EcoPerspectives	17 décembre 2021
<a href="#">Au-delà des taux d'intérêt : le rôle des conditions budgétaires, financières et monétaires</a>	EcoTVWeek	17 décembre 2021
<a href="#">Portugal : Les prêts non performants demeurent stables en dépit de la fin des moratoires</a>	Graphique de la Semaine	15 décembre 2021
<a href="#">Dichotomie de politique monétaire dans les pays émergents</a>	EcoFlash	13 décembre 2021
<a href="#">Zone euro : la politique budgétaire continuera de soutenir la croissance en 2022</a>	EcoWeek	13 décembre 2021
<a href="#">Grèce : des évolutions encourageantes</a>	EcoTVWeek	10 décembre 2021
<a href="#">Les signes d'un repli de la mondialisation</a>	Graphique de la Semaine	9 décembre 2021
<a href="#">Trois freins à la croissance</a>	EcoWeek	6 décembre 2021
<a href="#">États-Unis : Des prêts garantis largement convertis en subventions publiques</a>	EcoTVWeek	3 décembre 2021
<a href="#">Etats-Unis : la Fed, nouvelle contrepartie repo préférée en période de tensions</a>	EcoFlash	2 décembre 2021
<a href="#">Égypte : des vulnérabilités persistantes</a>	EcoConjoncture	1er décembre 2021
<a href="#">Turquie : nouvelles tensions financières</a>	Graphique de la Semaine	1er décembre 2021
<a href="#">Inflation élevée, optionalité et patience de la banque centrale</a>	EcoWeek	29 novembre 2021



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – France, zone euro

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

Guillaume Derrien  
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Stéphane Colliac  
France

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

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

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

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

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50    laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54    celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77    thomas.humblot@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change





## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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