

2-3

ÉDITORIAL

Pouvoir de fixation des prix des entreprises et perspectives d'inflation

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-10

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : France, Italie, mobilité et vaccination

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12-15

CALENDRIER

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

16

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

POUVOIR DE FIXATION DES PRIX DES ENTREPRISES ET PERSPECTIVES D'INFLATION

La question de la persistance d'une inflation élevée déterminera l'ampleur du resserrement monétaire nécessaire pour la maîtriser. Les facteurs clés à l'œuvre sont la croissance des salaires par rapport à l'évolution de la productivité, l'élasticité de la demande par rapport aux prix et son pendant, le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Ces deux derniers sont conditionnés, du moins en partie, par l'environnement cyclique : lorsque la croissance du revenu des ménages est forte, l'élasticité de la demande par rapport aux prix est plus faible et la puissance de fixation des prix au-dessus de la normale. Une analyse de la régression entre l'indice PMI des prix à la production et celui des intrants montre que récemment, aux États-Unis comme dans la zone euro, le pouvoir de fixation des prix des entreprises a augmenté de façon assez significative. La hausse des prix des intrants oblige les entreprises à envisager d'augmenter leurs prix et la demande forte leur permet de le faire. Dans les dernières enquêtes, les prix des inputs et ceux des outputs ont commencé à baisser, de sorte que moins d'entreprises font face à des hausses de prix ou augmentent leurs prix de vente. Cela devrait ralentir l'inflation. Finalement, une augmentation plus lente de la demande devrait contribuer à cette évolution en réduisant le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

Jusqu'à il y a quelques mois, la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne estimaient que l'inflation forte serait transitoire. Leur position a depuis évolué et elles pensent désormais que l'inflation pourrait rester élevée longtemps. Ce changement a influencé leurs orientations en matière de perspectives de la politique monétaire, entraînant à la hausse la courbe des taux aux États-Unis et dans la zone euro.

La question de la persistance d'une inflation élevée déterminera l'ampleur du resserrement monétaire qui sera nécessaire pour la maîtriser. En outre, plus la hausse cumulée des taux sera importante, et plus le risque d'une menace significative pour la croissance augmentera.

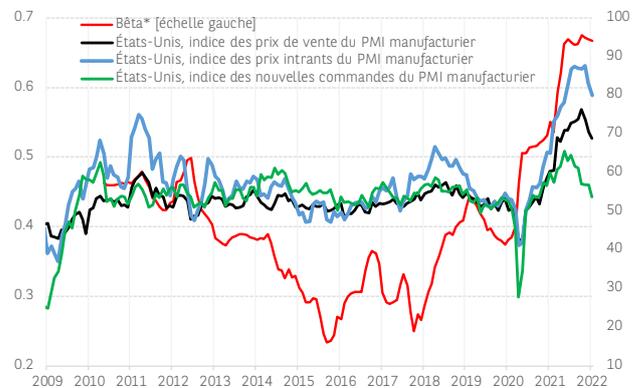
Lorsqu'on analyse la dynamique d'inflation, il convient de distinguer le choc d'inflation initial et les effets de second tour. Concernant le premier, le bond de l'inflation amorcé l'an dernier est le résultat d'un choc positif de demande, d'un déplacement de la demande des services vers les biens de consommation – un phénomène particulièrement fort aux États-Unis – et d'un choc d'offre. Ce dernier a été causé par des goulets d'étranglement qui ont empêché l'offre – inélastique à court terme – de suivre le rythme de l'augmentation forte de la demande. La rupture de la chaîne d'approvisionnement a également joué un rôle.

Les effets de second tour concernent l'interaction entre les salaires et les prix et, plus largement, la répercussion d'une hausse des coûts des intrants sur les prix de plus en plus de produits et services. Les facteurs clés à l'œuvre sont la croissance des salaires par rapport à l'évolution de la productivité – en matière de rentabilité d'une entreprise, l'évolution des coûts salariaux unitaires est plus importante que celle des salaires –, l'élasticité de la demande par rapport aux prix et son

pendant, le pouvoir de fixation des prix des entreprises¹. Ces deux derniers sont conditionnés, du moins en partie, par l'environnement cyclique. Lorsque la croissance du revenu des ménages est forte

1 Ces trois facteurs sont à leur tour influencés par les anticipations d'inflation, les perspectives de croissance, etc.

ÉTATS-UNIS: PRIX DES INTRANTS, PRIX DE VENTE ET POUVOIR DE FIXATION DES PRIX



*Coefficient Bêta de régression sur fenêtre mobile de 3 ans entre l'indice des prix des sortants et l'indice des prix des intrants du PMI manufacturier.

GRAPHIQUE 1

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

” Dans les dernières enquêtes, les prix des inputs et ceux des outputs ont commencé à baisser, de sorte que moins d'entreprises font face à des hausses de prix ou augmentent leurs prix de vente. Cela devrait ralentir l'inflation. Finalement, une augmentation plus lente de la demande devrait contribuer à cette évolution en réduisant le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

(faible), on doit s'attendre à ce que l'élasticité de demande par rapport au prix soit faible (élevée) et que la puissance de fixation des prix soit élevée (faible).

Cette nature cyclique est importante pour l'analyse des effets de second tour. Lorsque la croissance est forte, la transmission du choc d'inflation initial aux salaires et à un large éventail de biens et de services devrait être importante, tandis qu'elle s'affaiblirait lorsque la croissance ralentirait. En outre, une croissance moins dynamique devrait conduire à une baisse de l'inflation. En effet, elle réduit le déséquilibre entre l'offre et la demande, mais aussi le pouvoir de négociation des salariés – ce qui ralentit la croissance des salaires – et les ménages sont alors amenés à davantage comparer les prix avant d'acheter. Ce dernier effet implique donc une baisse du pouvoir de fixation des prix des entreprises.

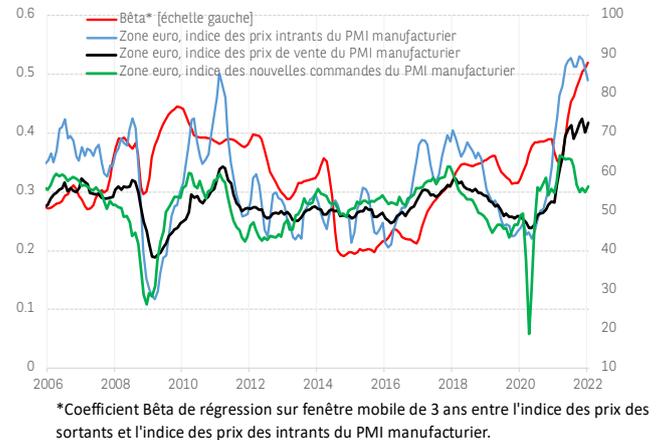
Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) permettent de nous éclairer sur ce point en comparant l'évolution des prix des intrants et des prix à la production pour le secteur manufacturier. Sans surprise, ils ressortent fortement corrélés et très cycliques (graphiques 1 et 2)². Afin de vérifier si la puissance de fixation des prix fluctue dans le temps, une régression linéaire a été effectuée entre l'indice PMI des prix à la production (variable dépendante) et l'indice PMI des intrants (variable indépendante). Un coefficient bêta en hausse signifie que lorsqu'un nombre croissant d'entreprises déclarent des prix des intrants plus élevés, elles sont encore plus nombreuses que par le passé à augmenter leurs prix de vente. Comme le montrent les graphiques, aux États-Unis, le coefficient bêta a augmenté très sensiblement dernièrement, atteignant des records³. Il en va de même dans la zone euro, bien que le coefficient bêta soit moins important qu'aux États-Unis.

Ces résultats suggèrent que récemment, le pouvoir de fixation des prix des entreprises a augmenté de façon assez significative dans un contexte de pression intense des prix des intrants et de demande forte. Le niveau élevé de l'indice PMI des nouvelles commandes en est l'illustration. La hausse des prix des intrants oblige les entreprises à envisager d'augmenter leurs prix et la demande forte leur permet de le faire.

Dans les dernières enquêtes, les prix des inputs et ceux des outputs ont commencé à baisser, de sorte que moins d'entreprises font face à des hausses de prix ou augmentent leurs prix de vente. Cela devrait ralentir l'inflation. Finalement, une augmentation plus lente de la demande devrait contribuer à cette évolution en réduisant le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

William De Vijlder

ZONE EURO : PRIX DES INTRANTS, PRIX DE VENTE ET POUVOIR DE FIXATION DES PRIX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

² Les indices PMI sont des indices de diffusion. Ainsi, une valeur d'indice de 100 signifie que toutes les entreprises déclarent des prix d'intrants (ou de production) en hausse par rapport au mois précédent et une valeur de 50 signifie qu'il n'y a pas de changement ou qu'un nombre égal d'entreprises déclarent des prix plus ou moins élevés. Source: site Markit.

³ Le coefficient bêta étant calculé pour une période mobile de 3 ans, il existe un décalage entre son évolution et celle des prix des intrants et des sortants.

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 11-2-22 au 17-2-22

▼ CAC 40	7 012	▶ 6 947	-0.9 %
▼ S&P 500	4 419	▶ 4 380	-0.9 %
▶ Volatilité (VIX)	27.4	▶ 28.1	+0.8 pb
▼ Euribor 3m (%)	-0.52	▶ -0.53	-0.6 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	0.51	▶ 0.49	-1.8 pb
▼ OAT 10a (%)	0.63	▶ 0.58	-5.0 pb
▼ Bund 10a (%)	0.26	▶ 0.20	-6.6 pb
▶ US Tr. 10a (%)	1.96	▶ 1.98	+2.6 pb
▼ Euro vs dollar	1.14	▶ 1.14	-0.3 %
▶ Or (once, \$)	1 834	▶ 1 896	+3.4 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	94.6	▶ 93.2	-1.5 %

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	0.49	0.54 le 11/02
Eonia	-0.51	-0.51 le 03/01	-0.51 le 03/01	-0.48	-0.31 le 04/02
Euribor 3m	-0.53	-0.52 le 14/02	-0.58 le 05/01	0.20	0.28 le 15/02
Euribor 12m	-0.31	-0.28 le 14/02	-0.50 le 05/01	0.58	0.67 le 15/02
\$ FED	0.25	0.25 le 03/01	0.25 le 03/01	1.62	1.68 le 15/02
Libor 3m	0.49	0.51 le 11/02	0.21 le 03/01	1.48	1.59 le 14/02
Libor 12m	1.33	1.39 le 11/02	0.58 le 03/01	1.98	2.06 le 16/02
£ Bque Angl	0.50	0.50 le 03/02	0.25 le 03/01	5.98	6.02 le 14/02
Libor 3m	0.87	0.89 le 15/02	0.26 le 03/01	1.34	1.55 le 15/02
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01	1.46	1.59 le 14/02

Au 17-2-22

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.14	1.15 le 10/02	1.11 le 27/01
GBP	0.83	0.85 le 07/02	0.83 le 20/01
CHF	1.05	1.06 le 10/02	1.03 le 04/01
JPY	130.70	132.97 le 10/02	128.46 le 25/01
AUD	1.58	1.62 le 04/02	1.56 le 05/01
CNY	7.20	7.29 le 10/02	7.10 le 27/01
BRL	5.87	6.44 le 06/01	5.86 le 16/02
RUB	86.82	90.14 le 26/01	84.45 le 03/01
INR	85.39	85.96 le 11/02	83.65 le 31/01

Au 17-2-22

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	93.2	96.6 le 14/02	79.0 le 03/01	+18.8%
Or (once)	1 896	1 896 le 17/02	1 785 le 28/01	+4.0%
Métaux, LMEX	4 804	4 878 le 10/02	4 489 le 06/01	+6.7%
Cuivre (tonne)	9 982	10 305 le 10/02	9 543 le 06/01	+2.5%
Blé (tonne)	295	3.1 le 25/01	281 le 14/01	+24.0%
Maïs (tonne)	251	2.5 le 14/02	226 le 03/01	+9.8%

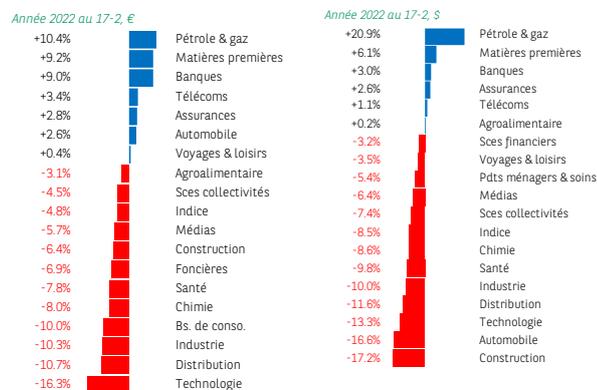
Au 17-2-22

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde				
MSCI Monde	3 009	3 248 le 04/01	2 955 le 27/01	-6.9%
Amérique du Nord				
S&P500	4 380	4 797 le 03/01	4 327 le 27/01	-8.1%
Europe				
EuroStoxx50	4 113	4 392 le 05/01	4 054 le 24/01	-4.3%
CAC 40	6 947	7 376 le 05/01	6 788 le 24/01	-2.9%
DAX 30	15 268	16 272 le 05/01	15 011 le 24/01	-3.9%
IBEX 35	8 671	8 886 le 10/02	8 418 le 24/01	-0.5%
FTSE100	7 537	7 672 le 10/02	7 297 le 24/01	+2.1%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 119	1 165 le 05/01	1 068 le 27/01	-2.0%
Nikkei	27 233	29 332 le 05/01	26 170 le 27/01	-5.4%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 243	1 267 le 12/01	1 191 le 28/01	+0.9%
Chine	84	86 le 20/01	79 le 28/01	+0.5%
Inde	824	891 le 13/01	796 le 14/02	-1.4%
Brésil	1 686	1 715 le 16/02	1 372 le 06/01	+9.0%
Russie	695	772 le 03/01	614 le 24/01	-6.8%

Au 17-2-22

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

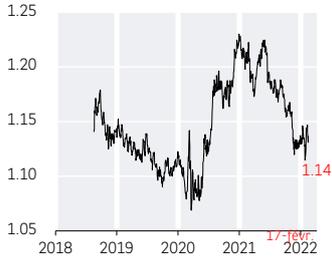


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

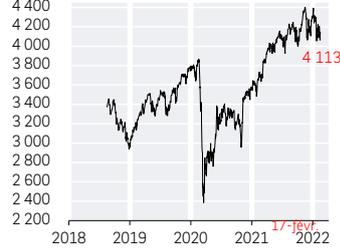


REVUE DES MARCHÉS

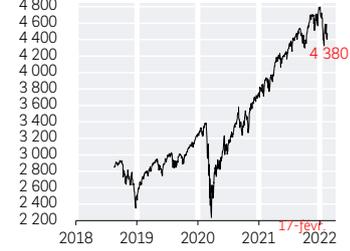
EURO-DOLLAR



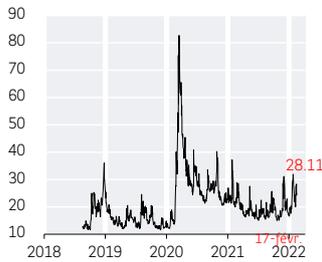
EUROSTOXX50



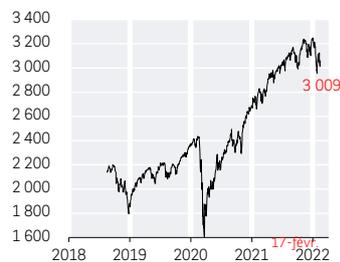
S&P500



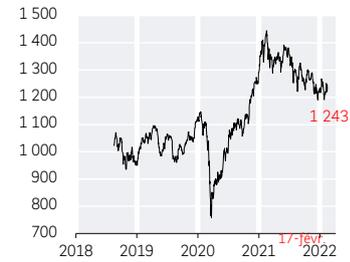
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



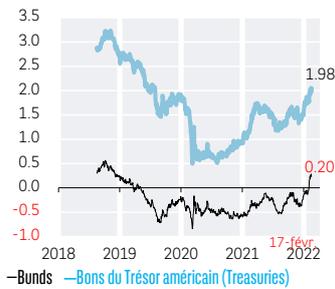
MSCI MONDE (USD)



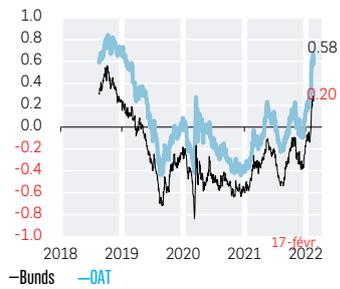
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

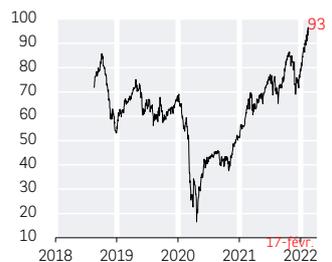


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

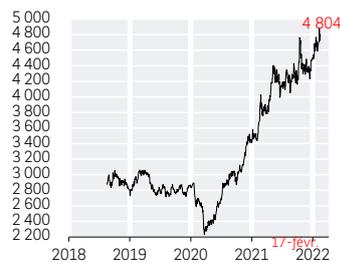
Année 2022 au 17-2

Grèce	177 pb
Italie	151 pb
Espagne	90 pb
Portugal	86 pb
France	33 pb
Belgique	33 pb
Finlande	25 pb
Autriche	11 pb
Irlande	4 pb
P-Bas	
Allemagne	-5 pb

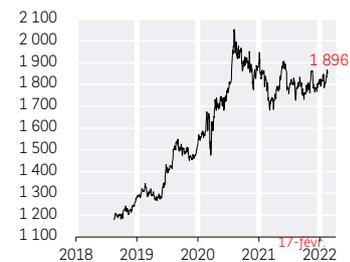
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



FRANCE : BONNES NOUVELLES SUR LE FRONT DE L'EMPLOI, MAUVAISES EN MATIÈRE D'INFLATION

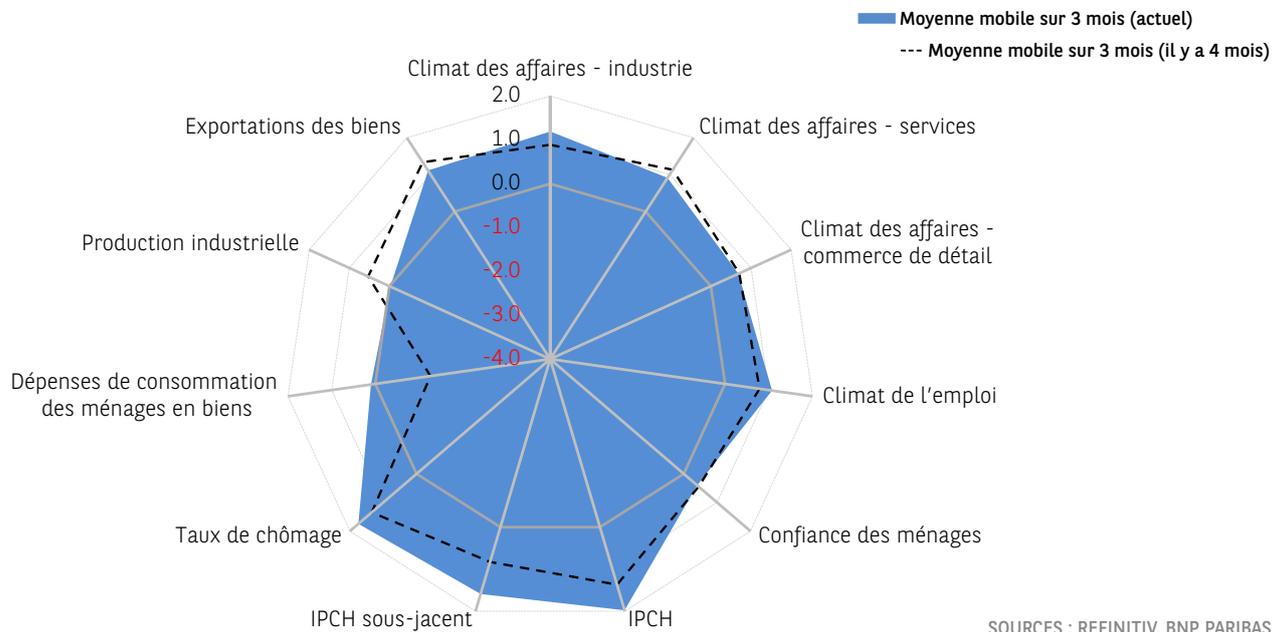
Les restrictions sanitaires instaurées pour maîtriser la vague Omicron semblent avoir eu un impact limité sur la croissance française au début de l'année 2022. De plus, la levée progressive de ces contraintes augure d'une ré-accélération. Ces perturbations sont survenues dans un contexte plutôt favorable, comme en témoigne la nouvelle hausse de l'emploi salarié dans le secteur privé, de 0,5% au 4^e trimestre. Les créations nettes d'emplois en comparaison du niveau d'avant-Covid atteignent ainsi le chiffre de 300 000. Le taux de chômage a baissé à 7,4% et le taux d'emploi atteint un nouveau record historique, à 67,8%. Cette situation est un élément de soutien important pour le revenu des ménages, compensant jusqu'ici les effets d'une inflation plus élevée sur la confiance des ménages. De plus, ces derniers mois ont été marqués par une stabilisation relative de l'inflation, après la hausse des prix de l'énergie survenue en début d'automne dernier. Cette accalmie est un élément plutôt positif pour la croissance en ce début d'année 2022.

Toutefois, la perspective d'une accélération de l'inflation à partir de février ne fait guère de doute. En cause : la nouvelle hausse du prix du pétrole, celle de 4% du tarif de l'électricité et les signes d'une transmission croissante des hausses de coûts aux prix des biens manufacturés, alimentaires et des services. Ainsi, l'inflation (mesure nationale de l'INSEE) devrait franchir pour la première fois depuis septembre la barre des 3% et rester au-dessus de ce seuil tout au long de l'année 2022, avec une moyenne attendue à 3,5%, la plus élevée depuis 1989.

En parallèle, les exportations devraient rebondir, après une fin d'année difficile contribuant à la très nette détérioration du déficit commercial (EUR 85 mds en 2021, dont près de EUR 50 mds sur les biens manufacturés, un record). Au total, la croissance du PIB devrait ralentir au 1^{er} trimestre autour de 0,5% t/t, affectée par davantage de chocs (Omicron, inflation).

Stéphane Colliac

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 -4 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.

ITALIE : LES CONTRAINTES D'OFFRE PÈSENT SUR L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE ET LA BALANCE COMMERCIALE

L'obstacle des élections présidentielles franchi, les préoccupations autour de l'économie italienne se sont centrées encore davantage sur les risques liés à l'envolée de l'inflation et à la normalisation à venir de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Les taux à dix ans sur les obligations d'État italiennes ont grimpé de près de 50 points de base depuis le début du mois de février, et le seuil des 2% pourrait être franchi très prochainement. L'écart de rendement (*spread*) avec le Bund allemand s'est également creusé. En effet, l'inflation continue de progresser à un rythme important dans le pays, ce que l'on observe très clairement sur le baromètre. L'inflation a atteint 5,2% en janvier en glissement annuel, sous l'effet du renchérissement des prix énergétiques (+38,6%) mais pas seulement. L'augmentation des prix des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées (+3,8% a/a), dans la restauration et hôtellerie (+4,1% a/a), et ceux des « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » (+2,2% a/a) s'accroissent également.

Si la production industrielle plafonne depuis près de six mois (l'indice reste stable sur le graphique), cela semble provenir essentiellement des contraintes sur l'offre, de l'approvisionnement en matériaux notamment, plutôt que d'une demande insuffisante. Celle-ci reste en effet soutenue, comme en témoignent les nouvelles commandes industrielles, en hausse de 15% par rapport à la fin 2019, à un niveau jamais atteint auparavant¹. Autre signe positif : l'indice PMI pour la construction a bondi en janvier de 4 points, à 68,4, soit le chiffre le plus élevé depuis le début de la série statistique en 1999. Néanmoins, la progression des exportations est en recul par rapport aux importations : la balance commerciale est ainsi repassée en déficit pour la première fois depuis avril 2012².

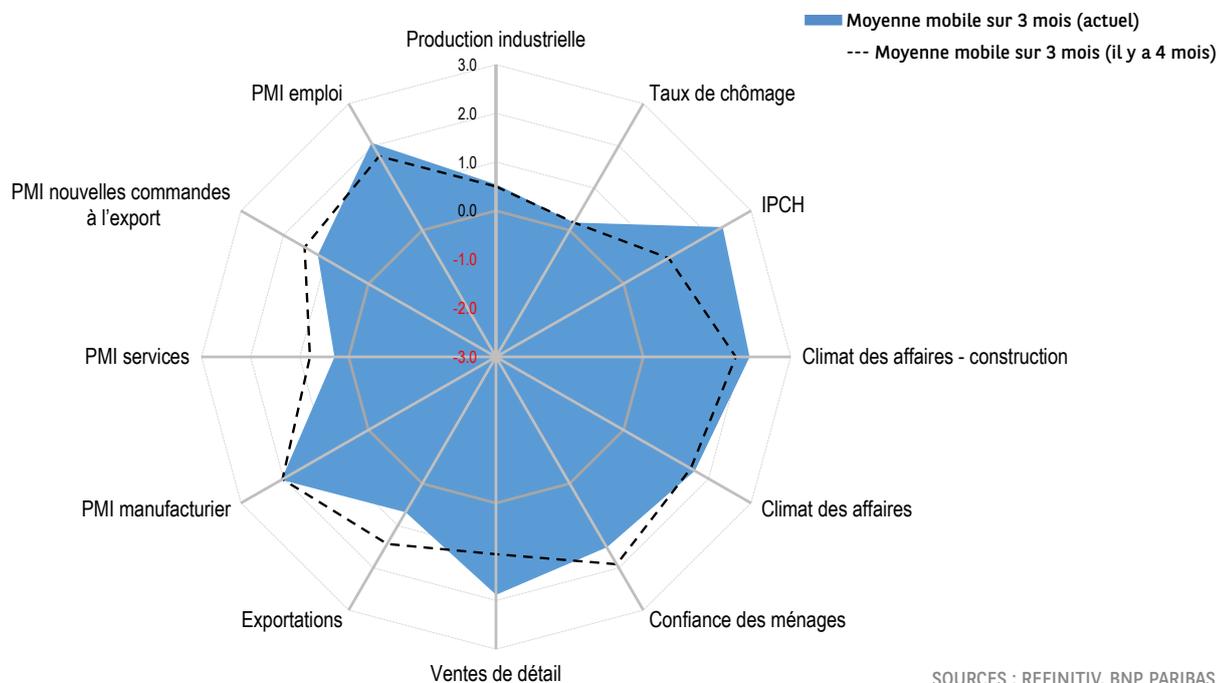
Sur le plan des finances publiques, le ratio d'endettement devrait finalement se situer en 2021 à un niveau moins élevé qu'attendu, grâce aux coûts de financement toujours bas et à un rebond de l'activité plus robuste qu'espéré. Une dynamique dont s'est récemment félicité Ignazio Visco, le gouverneur de la Banque d'Italie. Cette dernière prévoit désormais une baisse de l'endettement « *autour de 150% du PIB à la fin 2021* », soit quatre points en dessous des prévisions initiales. Cela dit, l'embellie budgétaire va être difficile à poursuivre cette année, le gouvernement préparant notamment de nouvelles mesures pour aider les entreprises et les ménages à faire face à la hausse des prix.

Guillaume Derrien

¹ Les dernières données sont pour novembre 2021.

² Si on exclut le déficit enregistré en avril 2020 qui constitue une distorsion due au premier confinement.

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.

BAROMÈTRE

COVID-19 : LA DÉCRUE SE POURSUIT DANS LE MONDE

16 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été confirmés entre le 9 et le 15 février, un chiffre en baisse de 20% par rapport à la semaine précédente. L'ensemble des régions sont concernées par cette décrue : -44% en Amérique du Nord, -34% en Afrique, -26% en Amérique du Sud, -14% en Europe et près de -12% en Asie (graphique 1).

Sur la même période, plusieurs pays affichent une forte baisse (graphique 4, courbe noire) : Inde (-59%), Belgique (-46%), États-Unis et France (-44%), Espagne (-36%), Italie et Pays-Bas (-32%), Royaume-Uni (-27%). En revanche, certains pays enregistrent encore une forte hausse du nombre de contaminations. C'est le cas de la Malaisie (+109%), l'Indonésie (+42%) et la Corée du Sud (+71%). Dans le même temps, près de 62% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (graphique 2).

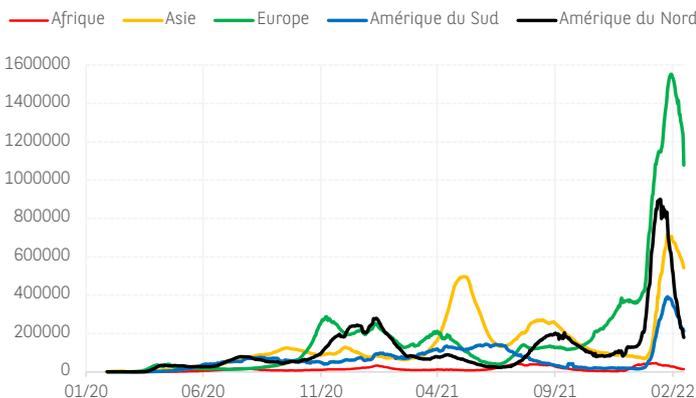
D'autre part, la fréquentation des commerces et des lieux de loisir continue de remonter en Espagne, en Belgique, en France, en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Au Japon, un début de redressement se dessine sur les tous derniers points (graphique 3, courbe bleue).

Enfin, l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB poursuit sa dynamique favorable au Royaume-Uni. En France, en Allemagne, en Italie, en Espagne, en Belgique et aux États-Unis, le rebond se fait plus net, alors qu'au Japon ce rebond est plus récent et encore timide (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.

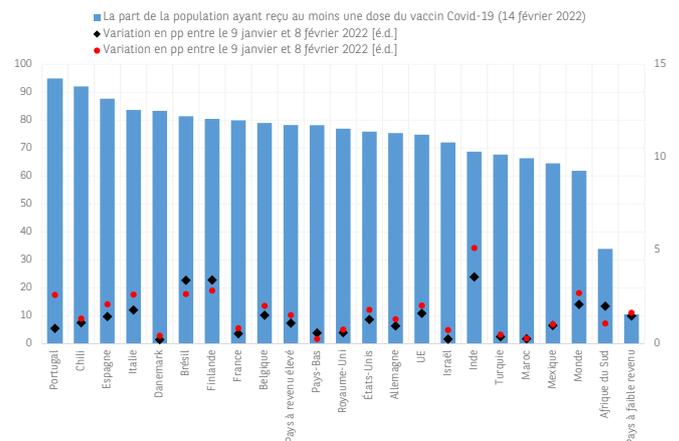
NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (AU 16/02/2022), BNP PARIBAS

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



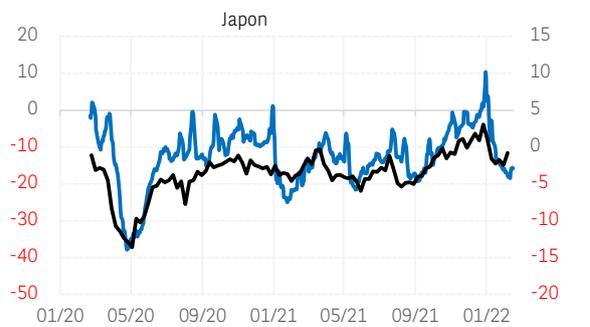
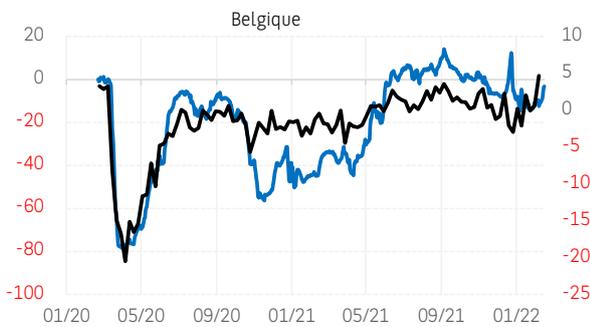
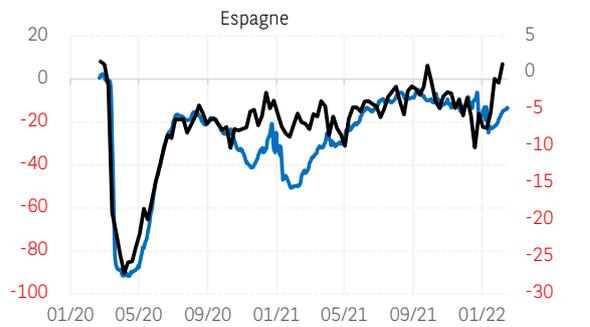
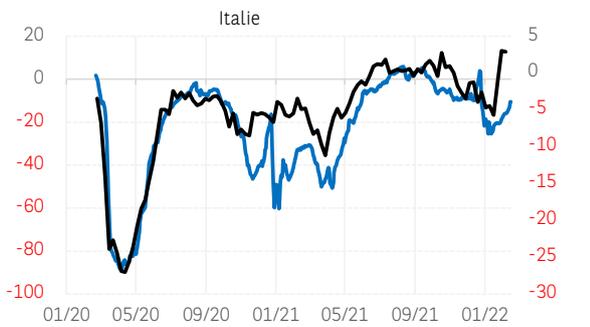
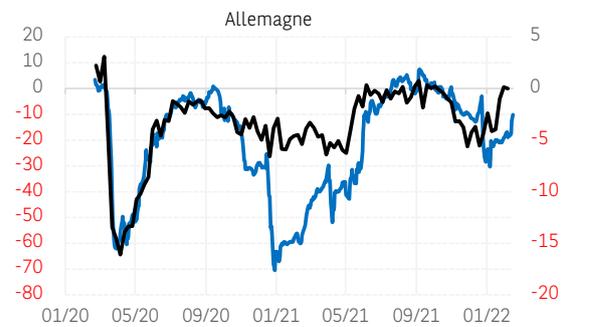
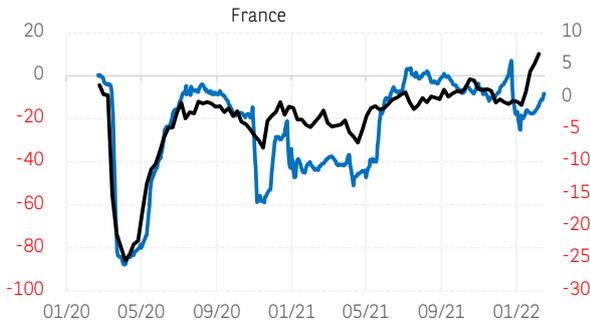
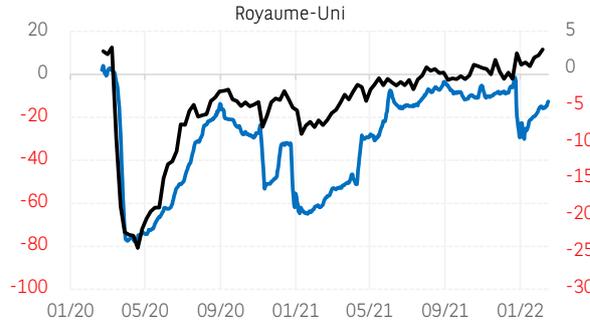
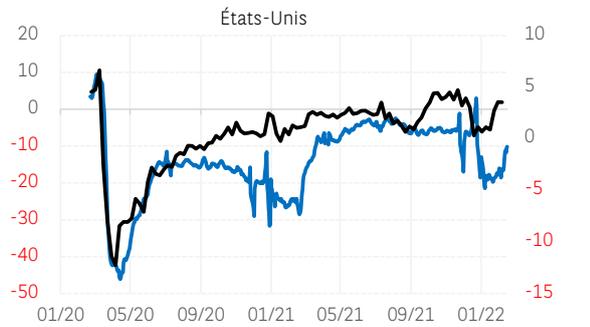
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (16/02/2022), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

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

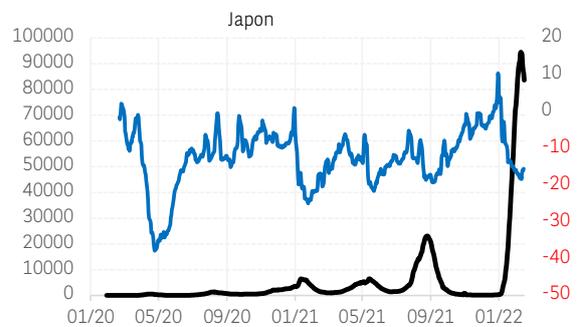
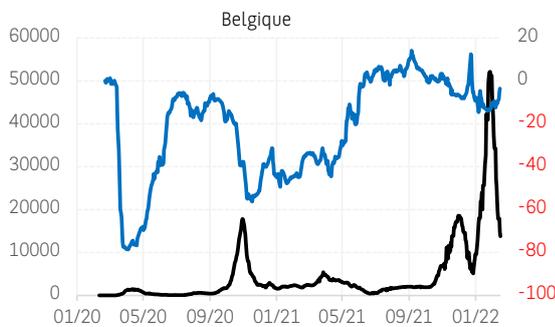
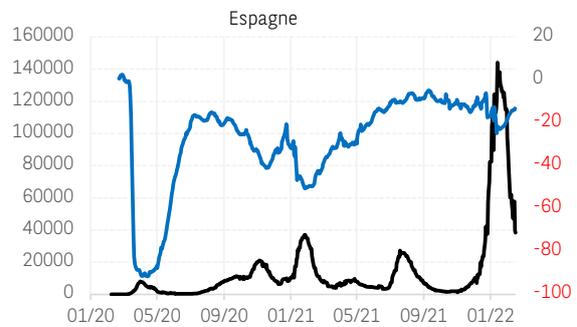
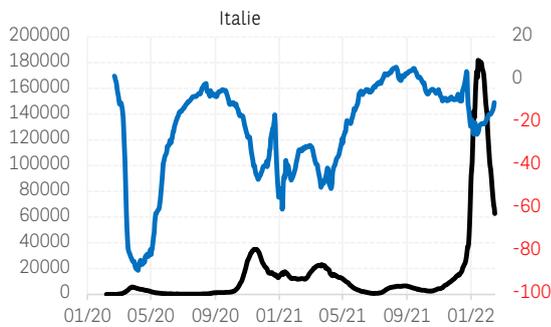
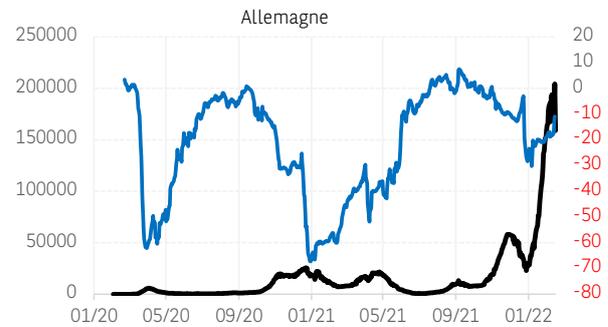
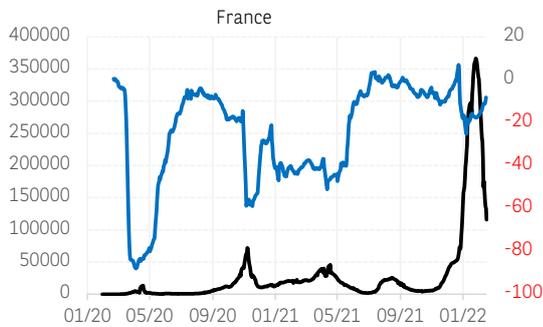
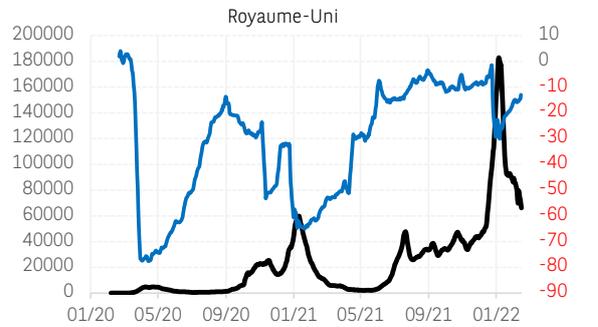
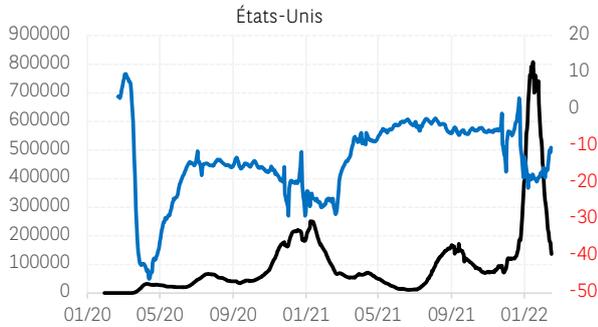


SOURCES : OCDE (17/02/2022), GOOGLE (16/02/2022), BNP PARIBAS



NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET LOISIRS

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



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (16/02/2022), GOOGLE (16/02/2022), BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

ÉTATS-UNIS

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

CHINE

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

ZONE EURO

Après un T3 vigoureux, la croissance au T4 2021 a, comme attendu, nettement perdu de la vigueur (+0,3% t/t selon la première estimation d'Eurostat). En plus du simple facteur de normalisation, les vents contraires (contraintes d'offre, poussée de l'inflation et incertitude sanitaire en lien avec le rebond épidémique) ont forcé. Les enquêtes sur le climat des affaires continuent toutefois de faire preuve d'une certaine résistance. Si les risques baissiers se sont intensifiés, conduisant, mi-février, à une révision en baisse de 0,6 point de pourcentage de notre prévision de croissance pour 2022 (à 3,6%), la reprise reste résiliente. Un certain nombre de facteurs de soutien restent en effet à l'œuvre (*policy mix* toujours accommodant (bien qu'à un degré moindre), matelas de l'épargne forcée accumulée, potentiel de rattrapage du secteur des services, besoins d'investissements et de restockage). Malgré un ralentissement plus marqué, la croissance attendue resterait en 2022 très au-dessus de son rythme tendanciel. Pendant ce temps, l'inflation poursuit son envolée, reportant le pic attendu. Cela reste principalement une histoire de prix de l'énergie mais des facteurs plus durables et de diffusion gagnent également en force. En moyenne annuelle, en 2022, l'inflation bondirait à 5% (après 2,6% en 2021), masquant le mouvement de baisse toujours attendu au cours de l'année.

FRANCE

Ce qui se passe à l'échelle moyenne de la zone euro est représentatif de ce qui se passe en France, et inversement. Les chiffres diffèrent mais les éléments d'analyse et de description des perspectives économiques sont identiques. En Allemagne, l'intensité des vents contraires est plus grande mais la France est moins exposée. La croissance a continué de surprendre à la hausse au T4 2021 (0,7% t/t, selon la première estimation de l'Insee) et a atteint 7% sur l'ensemble de l'année. En 2022, la croissance ralentirait à 4,2%, dans un contexte d'inflation plus forte (attendue à 3,5% contre 1,8% en 2021).

TAUX & CHANGES

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

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

devraient intervenir en 2023. Ce changement de ton de la BCE a provoqué une augmentation des taux des obligations souveraines de la zone euro. Dans ce contexte de politique monétaire et compte tenu de l'influence de la hausse des rendements américains, d'autres hausses sont à prévoir. Nous prévoyons aussi un élargissement de certains écarts de taux.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire, tout en laissant monter le rendement du JGB à 10 ans, au vu de l'augmentation mondiale des rendements, vers environ 20 points de base.

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

CROISSANCE ET INFLATION

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

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2022 e	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.50	1.00	1.50	1.75	2.50
	Treas. 10a	2.00	2.10	2.20	2.30	2.30
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.50
	Bund 10a	0.35	0.45	0.50	0.60	0.70
	OAT 10a	0.90	0.90	1.00	1.10	1.20
	BTP 10 ans	2.10	2.20	2.40	2.60	2.70
	BONO 10 ans	1.40	1.50	1.65	1.80	1.90
R-Uni	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25	1.75
	Gilt 10a	1.50	1.55	1.60	1.75	2.00
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.20	0.20	0.20	0.22	0.25

Taux de change

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

Pétrole

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

* PRÉVISIONS AU 22 FÉVRIER 2022 À JOUR AU 00/02/2022
SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY



CALENDRIER ACTUALISÉ

12

DERNIERS INDICATEURS

L'inflation chinoise a ralenti en janvier un peu plus que prévu. Dans la zone euro, l'indice ZEW a enregistré une légère baisse en février. La croissance de l'emploi au 4e trimestre a ralenti jusqu'à 0,5% par rapport au trimestre précédent mais, sur une base annuelle, la croissance est solide à 2,1%. Le nombre des immatriculations de voitures neuves ont encore baissé en janvier mais nettement moins que le mois précédent. En France, le taux de chômage du 4e trimestre a chuté bien plus que prévu, atteignant 7,4%. En Allemagne, les deux enquêtes ZEW (situation actuelle, attentes) se sont améliorées mais moins qu'attendu. La croissance du PIB du Japon au quatrième trimestre a été forte, mais inférieure aux attentes, et celle de la consommation privée a été particulièrement vigoureuse. Au Royaume-Uni, les revenus moyens ont augmenté plus que prévu tandis que l'emploi a baissé, quoique moins qu'anticipé. L'inflation a encore augmenté et la croissance mensuelle des ventes au détail a été positive. Aux États-Unis, l'inflation des prix à la production reste élevée, au-delà du consensus. Les ventes au détail de janvier ont été particulièrement importantes et dépassent largement les attentes. Les permis de construire n'ont guère augmenté en janvier mais davantage que prévu. En revanche, les mises en chantier, en baisse, ont déçu. Les demandes d'assurance

DATE	PAYS/REGION	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
15/02/22	Japon	PIB t/t	T4	1.50%	1.3%	-0.70%
15/02/22	Japon	PIB consommation privée, t/t	T4	2.20%	2.7%	-0.90%
15/02/22	Japon	PIB dépenses des entreprises t/t	T4	0.50%	0.4%	-2.40%
15/02/22	Japon	PIB contribution des stocks, %	T4	0.00%	-0.1%	0.10%
15/02/22	Japon	PIB contribution des exportations nettes %	T4	0.30%	0.2%	0.10%
15/02/22	Royaume-Uni	Revenus hebdomadaires moyens 3m/g.a.	Déc.	--	4.3%	4.20%
15/02/22	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois ILO	Déc.	--	4.1%	4.10%
15/02/22	Royaume-Uni	Variation de l'emploi 3m/3m	Déc.	--	-38k	60k
15/02/22	Allemagne	Attentes ZEW	Fév.	--	54.3	51.7
15/02/22	Allemagne	Situation ZEW	Fév.	--	-8.1	-10.2
15/02/22	Zone euro	Attentes ZEW	Fév.	--	48.6	49.4
15/02/22	Zone euro	Balance commerciale SA	Déc.	--	-9.7b	-1.8b
15/02/22	Zone euro	Balance commerciale NSA	Déc.	--	-4.6b	-1.5b
15/02/22	Zone euro	Emploi t/t	T4	--	0.5%	0.90%
15/02/22	Zone euro	Emploi g.a.	T4	--	2.1%	2.10%
15/02/22	Zone euro	PIB SA t/t	T4	--	0.3%	0.30%
15/02/22	Zone euro	PIB SA g.a.	T4	--	4.6%	4.60%
15/02/22	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie g.a.	Janv.	--	8.3%	8.30%
15/02/22	Etats-Unis	IPP demande finale m/m	Janv.	0.40%	1.0%	0.20%
15/02/22	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie m/m	Janv.	0.40%	0.8%	0.50%
15/02/22	Etats-Unis	IPP demande finale g.a.	Janv.	--	9.7%	9.70%
16/02/22	Chine	IPP g.a.	Janv.	9.50%	9.1%	10.30%
16/02/22	Chine	IPC g.a.	Janv.	1.00%	1.9%	1.50%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	PAYS/REGION	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
16/02/22	Royaume-Uni	IPC harmonisé g.a.	Janv.	--	4.9%	4.80%
16/02/22	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	--	4.4%	4.20%
16/02/22	Etats-Unis	Progression des ventes de détail m/m	Janv.	2.0%	3.8%	-1.9%
16/02/22	Etats-Unis	Ventes de détail	Janv.	1.3%	4.8%	-3.1%
16/02/22	Etats-Unis	Marché immobilier (indice NAHB)	Feb	82.0	82.0	83.0
16/02/22	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	26 janv.			
17/02/22	Japon	Commandes de machines m/m	Déc.	-2.0%	3.6%	3.4%
17/02/22	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Janv.	--	-6.0%	-22.8%
17/02/22	Zone euro	Bulletin économique de la BCE				
17/02/22	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Janv.	-7.2%	0.7%	9.1%
17/02/22	Etats-Unis	Demandes d'assurance chômage	12 fév.	218k	248k	223k
17/02/22	Etats-Unis	Nouveaux chantiers de maisons m/m	Janv.	-0.4%	-4.1%	1.4%
17/02/22	Etats-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Fév.	20.0	16.0	23.2
18/02/22	France	Taux de chômage (ILO)	T4	7.8%	7.4%	8.1%
18/02/22	Royaume-Uni	Retail Sales Ex Auto Fuel MoM	Janv.	1.1%	1.7%	-3.6%
18/02/22	Royaume-Uni	Retail Sales Ex Auto Fuel YoY	Janv.	7.9%	7.2%	-3.0%
18/02/22	France	IPC harmonisé g.a	Janv.	0.1%	0.2%	0.1%
18/02/22	France	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	3.3%	3.3%	3.3%
18/02/22	Zone euro	Confiance des consommateurs	Fév.	-8.0	--	-8.5

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine sera une « semaine d'enquêtes » avec plusieurs publications pour le mois de février : les indices flash PMI de plusieurs pays, les indices Ifo en Allemagne, l'indice de confiance du Conference Board et le sentiment de l'université du Michigan aux États-Unis, l'enquête sur le climat économique de la Commission européenne et ses composantes, le climat des affaires et la confiance des consommateurs en France, qui publiera aussi ses chiffres de l'inflation pour le mois de février. Enfin, nous connaissons les dernières estimations du PIB pour le T4 en France et aux États-Unis.

DATE	COUNTRY/REGION	EVENT	PERIOD	SURV(M)	PREVIOUS
02/21/22	Japan	Jibun Bank Japan PMI Services	Feb P	--	47.6
02/21/22	Japan	Jibun Bank Japan PMI Composite	Feb P	--	49.9
02/21/22	Japan	Jibun Bank Japan PMI Mfg	Feb P	--	55.4
02/21/22	Germany	PPI YoY	Jan	--	24.20%
02/21/22	Germany	PPI MoM	Jan	--	5.00%
02/21/22	France	Markit France Services PMI	Feb P	--	53.1
02/21/22	France	Markit France Manufacturing PMI	Feb P	--	55.5
02/21/22	France	Markit France Composite PMI	Feb P	--	52.7
02/21/22	Germany	Markit/BME Germany Manufacturing PMI	Feb P	--	59.8
02/21/22	Germany	Markit Germany Services PMI	Feb P	--	52.2
02/21/22	Germany	Markit/BME Germany Composite PMI	Feb P	--	53.8
02/21/22	Eurozone	Markit Eurozone Manufacturing PMI	Feb P	--	58.7
02/21/22	Eurozone	Markit Eurozone Services PMI	Feb P	--	51.1
02/21/22	Eurozone	Markit Eurozone Composite PMI	Feb P	--	52.3
02/21/22	United Kingdom	Markit/CIPS UK Services PMI	Feb P	--	54.1
02/21/22	United Kingdom	Markit/CIPS UK Composite PMI	Feb P	--	54.2
02/21/22	United Kingdom	Markit UK PMI Manufacturing SA	Feb P	--	57.3
02/22/22	Germany	Ifo Business Climate	Feb	--	95.7
02/22/22	Germany	Ifo Current Assessment	Feb	--	96.1
02/22/22	Germany	Ifo Expectations	Feb	--	95.2
02/22/22	United Kingdom	CBI Trends Total Orders	Feb	--	24
02/22/22	United Kingdom	CBI Trends Selling Prices	Feb	--	66
02/22/22	United States	S&P CoreLogic CS 20-City YoY NSA	Dec	--	18.29%
02/22/22	United States	Markit US Manufacturing PMI	Feb P	--	55.5
02/22/22	United States	Markit US Services PMI	Feb P	--	51.2
02/22/22	United States	Markit US Composite PMI	Feb P	--	51.1
02/22/22	United States	Conf. Board Consumer Confidence	Feb	110	113.8
02/22/22	United States	Conf. Board Present Situation	Feb	--	148.2
02/22/22	United States	Conf. Board Expectations	Feb	--	90.8
02/23/22	Germany	GfK Consumer Confidence	Mar	--	-6.7
02/23/22	France	Business Confidence	Feb	--	107
02/23/22	Eurozone	CPI YoY	Jan F	--	5.00%
02/23/22	Eurozone	CPI MoM	Jan F	--	0.30%

SOURCE : BLOOMBERG



DATE	COUNTRY/REGION	EVENT	PERIOD	SURV(M)	PREVIOUS
02/23/22	Eurozone	CPI Core YoY	Jan F	--	2.30%
02/24/22	France	Consumer Confidence	Feb	--	99
02/24/22	United States	Initial Jobless Claims	19-Feb	--	--
02/24/22	United States	GDP Annualized QoQ	4Q S	6.90%	6.90%
02/24/22	United States	New Home Sales MoM	Jan	0.30%	11.90%
02/25/22	United Kingdom	GfK Consumer Confidence	Feb	--	-19
02/25/22	Germany	GDP SA QoQ	4Q F	--	-0.70%
02/25/22	France	CPI EU Harmonized MoM	Feb P	--	--
02/25/22	France	CPI EU Harmonized YoY	Feb P	--	--
02/25/22	France	Consumer Spending MoM	Jan	--	0.20%
02/25/22	France	Consumer Spending YoY	Jan	--	-5.10%
02/25/22	France	GDP QoQ	4Q F	--	0.70%
02/25/22	Eurozone	Economic Confidence	Feb	--	112.7
02/25/22	Eurozone	Industrial Confidence	Feb	--	13.9
02/25/22	Eurozone	Services Confidence	Feb	--	9.1
02/25/22	Eurozone	Consumer Confidence	Feb F	--	--
02/25/22	United States	Personal Income	Jan	-0.30%	0.30%
02/25/22	United States	Personal Spending	Jan	0.80%	-0.60%
02/25/22	United States	Real Personal Spending	Jan	--	-1.00%
02/25/22	United States	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	Jan P	--	0.30%
02/25/22	United States	PCE Core Deflator MoM	Jan	0.50%	0.50%
02/25/22	United States	PCE Core Deflator YoY	Jan	5.20%	4.90%
02/25/22	United States	U. of Mich. Sentiment	Feb F	61.7	61.7
02/25/22	United States	U. of Mich. Current Conditions	Feb F	--	68.5
02/25/22	United States	U. of Mich. Expectations	Feb F	--	57.4
02/25/22	United States	U. of Mich. 1 Yr Inflation	Feb F	--	5.00%
02/25/22	United States	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	Feb F	--	3.10%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

16

Chili : entrée en fonction du nouveau président	EcoTVWeek	18 février 2022
France : forte accélération des paiements par carte bancaire sans contact	Graphique de la Semaine	16 février 2022
L'industrie française : un défi de taille	EcoFlash	15 février 2022
Zone euro : les spreads souverains hantés par les faits stylisés	EcoWeek	14 février 2022
France : vers un déficit commercial de 100 Mds EUR en 2022 ?	EcoTVWeek	11 février 2022
Égypte : tensions sur la liquidité en devises	Graphique de la Semaine	9 février 2022
Banque centrale européenne : des règles et une bonne dose d'appréciation	EcoWeek	7 février 2022
Inflation : une dynamique en trois temps	EcoTVWeek	4 février 2022
Union Européenne : Inflation en France et en Allemagne : un écart inhabituel	Graphique de la Semaine	2 février 2022
États-Unis : Perspective de politique monétaire aux États-Unis : plus de questions que de réponses	EcoWeek	31 janvier 2022
La nouvelle politique économique turque	EcoTVWeek	28 janvier 2022
France: les pénuries dans l'industrie subsistent, mais se réduisent	Graphique de la Semaine	26 janvier 2022
Global : Retour du rendement du Bund à 10 ans en territoire positif : les raisons possibles	EcoWeek	24 janvier 2022
Zone euro : bilan conjoncturel de début d'année	EcoTVWeek	21 janvier 2022
Prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs - 1er trimestre 2022	EcoEmerging	20 janvier 2022
Ghana : inquiétude sur la dette	Graphique de la Semaine	19 janvier 2022
États-Unis : Au revoir à l'assouplissement quantitatif, bienvenue au resserrement quantitatif	EcoWeek	17 janvier 2022
Changement de cap monétaire aux États-Unis	EcoTVWeek	14 janvier 2022
États-Unis : La Banque du Japon, principale contrepartie du dispositif FRRP de la Fed	Graphique de la Semaine	12 janvier 2022
Petit Atlas de l'économie française - Numéro de janvier 2022	Petit Atlas	11 janvier 2022
Global : Ruptures d'approvisionnement, quelques signes encourageants	EcoWeek	10 janvier 2022
Des euros en poche : 20 ans déjà	EcoTVWeek	7 janvier 2022
Union Européenne : Nouvelle année, nouvelles règles budgétaires pour l'Europe ?	Graphique de la Semaine	5 janvier 2022



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Responsable – Zone euro, Allemagne - Climat

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

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac

France

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

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

Perrine Guérin

Afrique anglophone

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

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

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change