

2

ÉDITORIAL

Réserve fédérale : quand mettra-t-elle un terme au cycle de hausse des taux ?

4

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques :

Chine : un bon début d'année

France : des enquêtes de conjoncture en passe de se dégrader nettement

Poursuite de la dynamique favorable de l'indicateur hebdomadaire d'activité de l'OCDE

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

14

CALENDRIER

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

16

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RÉSERVE FÉDÉRALE : QUAND METTRA-T-ELLE UN TERME AU CYCLE DE HAUSSE DES TAUX ?

Le FOMC a lancé un nouveau cycle de resserrement des taux : ses membres tablent sur six hausses supplémentaires cette année et sur quatre autres en 2023. Compte tenu d'un taux directeur très bas, d'une inflation exceptionnellement élevée et d'une économie robuste, cette orientation restrictive n'a rien de surprenant. La Fed disposant d'un double mandat, le rythme et l'ampleur des relèvements de taux dépendront de l'évolution de l'inflation, mais aussi du taux de chômage. Comme le montrent les cycles de resserrement précédents, les inquiétudes sur le risque de hausse du chômage jouent un rôle important dans la décision de mettre un terme à la politique de restriction monétaire. La banque centrale devra espérer que l'inflation aura suffisamment reculé au moment où ce risque réapparaîtra.

Le FOMC a amorcé un nouveau cycle de resserrement monétaire¹ et, lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a délivré un message au ton ferme. Ce tournant est compréhensible : outre un taux directeur très bas et une inflation particulièrement élevée, l'économie est robuste et devrait, par conséquent, être capable de supporter cette hausse des taux d'intérêt. On peut néanmoins s'interroger sur le nombre de relèvements qui seront nécessaires pour maîtriser l'inflation. La question du resserrement cumulé a, en effet, une incidence sur le niveau des rendements des *Treasuries*, la fixation du prix des autres catégories d'actifs – actions, obligations d'entreprises, immobilier, etc. – mais aussi sur l'économie réelle, compte tenu du rôle des taux d'intérêt dans les décisions d'investissement et de dépense des entreprises

1 Lors de la réunion les 15 et 16 mars, "Le Comité a décidé de relever la fourchette cible des taux des *federal funds* à 0,25, à 0,50% ". Il anticipe ainsi les augmentations de la fourchette cible qui seront nécessaires. De plus, il prévoit de commencer à réduire la taille du bilan lors d'une prochaine réunion. Source : Réserve fédérale, FOMC statement, 16 mars 2022

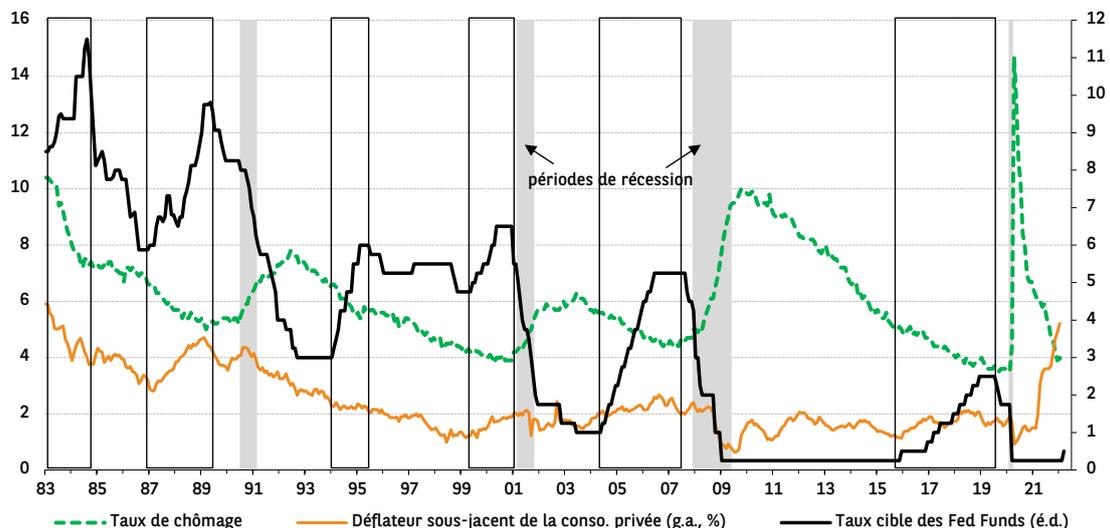
et des ménages. Elle est également importante pour les finances publiques et, compte tenu du rôle du dollar au niveau mondial, pour les flux de capitaux internationaux. Les mesures de politique monétaire de la Réserve fédérale ont tendance à avoir des répercussions à l'échelle mondiale, en particulier, dans les économies en développement².

La projection médiane des membres du FOMC est de six hausses supplémentaires cette année, suivies de quatre autres en 2023, avec un taux des fonds fédéraux atteignant 2,8%³, soit 40 points de base au-dessus de la projection à long terme relative au taux directeur. En 2024, ce taux resterait stable. L'inflation est prévue à 2,3%, pour cette même année, chiffre qui semble suffisamment proche de l'objectif pour ne pas justifier de relèvements supplémentaires.

2 Pour une analyse des conséquences, voir *International monetary spillovers*, BRI, Rapport trimestriel, septembre 2015.

3 Ce chiffre correspond au point médian de la fourchette cible.

LES CYCLES DE RESSERREMENTS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE



GRAPHIQUE 1

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE, BLS, BNP PARIBAS

Le FOMC est confronté à un exercice d'équilibriste : juguler l'inflation tout en espérant que le marché du travail ne pâtira pas trop de la hausse des taux d'intérêt.

Il convient de noter que, malgré le resserrement monétaire et le ralentissement consécutif de la croissance – de 2,8 % en 2022 à 2,2% en 2023 et 2,0% l’année suivante – la projection relative au taux de chômage est remarquablement stable : 3,5 % cette année et la suivante et 3,6% en 2024. Autrement dit, le FOMC table sur un atterrissage en douceur – retour de l’inflation vers l’objectif sans provoquer une récession – même si l’histoire montre qu’un tel résultat est difficile à atteindre⁴. Eu égard au double mandat de la Fed, l’évolution du taux de chômage comme du taux d’inflation déterminera le rythme et l’importance du resserrement monétaire, mais on peut se demander lequel des deux occupera la plus grande place dans sa fonction de réaction. Généralement, la première phase d’un cycle de resserrement est associée à une baisse continue du taux de chômage, qui est cependant suivie, dans une deuxième phase, d’une stabilisation de ce taux et la fin du cycle de resserrement monétaire (graphique 1 et graphiques 2-7 pour un examen plus approfondi des divers cycles). Cela semble indiquer que l’inquiétude du FOMC grandit alors face au risque de hausse imminente du taux de chômage, susceptible d’entraîner une récession. En effet, une augmentation, même minime, du taux de

chômage survient toujours dans un contexte de récession⁵.

C’est ce qui rend l’actuel cycle de hausse des taux particulièrement périlleux. L’inflation est, en effet, nettement plus élevée par rapport à l’objectif que lors des cycles précédents, ce qui, a priori, devrait justifier de nombreux tours de vis. Cependant, le taux de chômage est aussi plus faible qu’à l’amorce des cycles de resserrement précédents. Cela pourrait induire que le point du taux de chômage dans ce cycle serait atteint plus rapidement. Il reste à savoir si l’inflation, qui est anormalement élevée, aura alors suffisamment diminué pour justifier la fin du cycle de resserrement. À défaut, la Fed sera confrontée à un choix difficile : poursuivre la lutte contre l’inflation au risque de provoquer une récession ou préserver la croissance et le marché du travail, au risque de nuire à sa réputation anti-inflationniste. Lors de l’audition récente de Jerome Powell devant le Congrès, ce dernier lui a demandé s’il était prêt, à l’instar de Paul Volcker au début des années 1980, à mettre tout en œuvre pour juguler l’inflation. « J’espère que l’histoire retiendra que la réponse à votre question est : oui »⁶, a déclaré sans équivoque le président de la Fed.

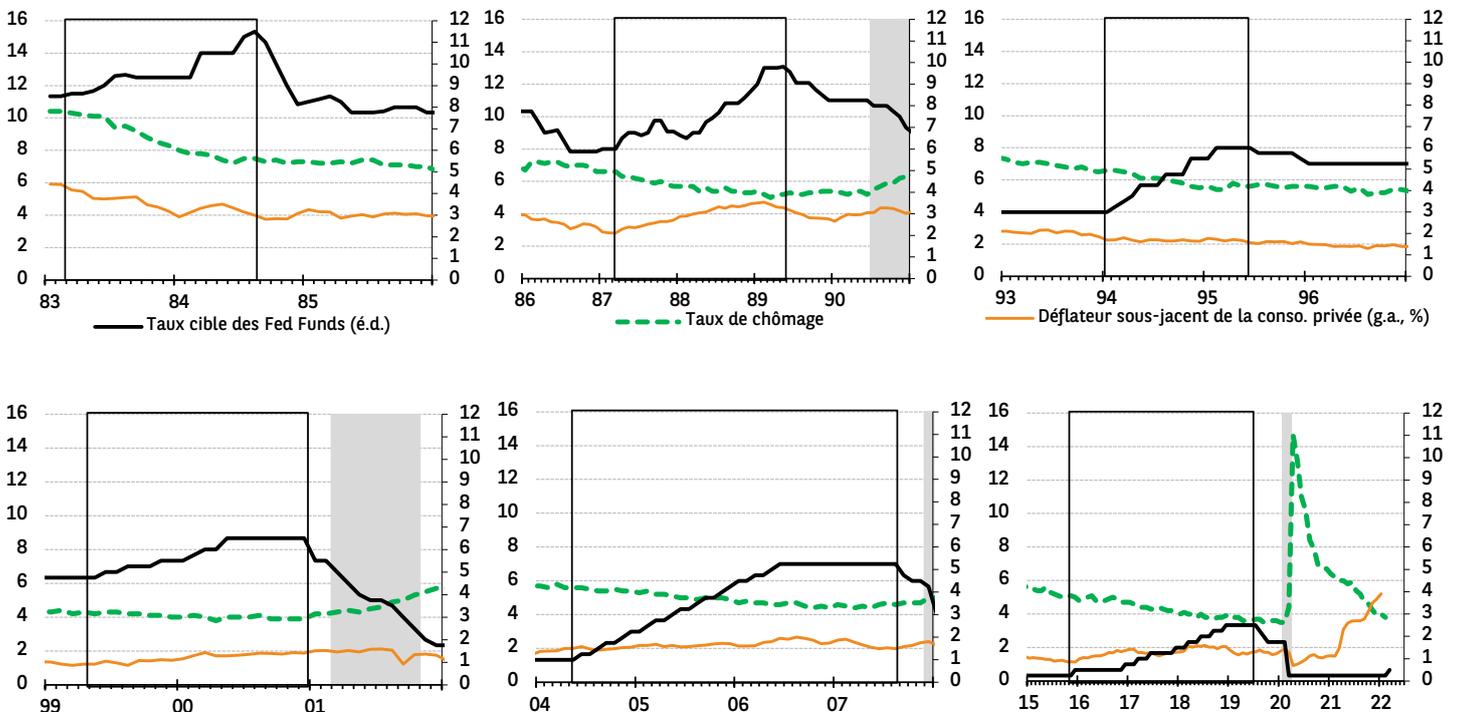
William De Vijlder

4 Le cycle de resserrement, qui a commencé en 1994, a abouti à un atterrissage en douceur. Dans une tribune au Washington Post, Larry Summers indiquait récemment à propos de la situation actuelle : « il ne peut y avoir de progrès sérieux face à l’inflation en l’absence de hausses substantielles des taux d’intérêt réels, ce qui signifie en l’absence d’augmentations temporaires du chômage ». Source : *The Fed is charting a course to stagflation and recession*, The Washington Post, 15 mars 2022.

5 Cela fait référence à la règle dite « Sahm », fondée sur l’observation selon laquelle depuis 1970 « une hausse du taux de chômage, même modeste, d’un demi-point de pourcentage par exemple, ne se produit que pendant une récession ou juste après ». Source : Claudia Sahm, *Direct stimulus payments to individuals* (brookings.edu), 16 mai 2019.

6 Source : *Jay Powell channels his inner Paul Volcker with tough stance on US inflation*, Financial Times, 17 mars 2022.

LES CYCLES DE RESSERREMENTS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE



GRAPHIQUES 2-7

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE, BLS, BNP PARIBAS

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 11-3-22 au 18-3-22			
➔ CAC 40	6 260	▶ 6 620	+5.8 %
➔ S&P 500	4 204	▶ 4 463	+6.2 %
➔ Volatilité (VIX)	30.8	▶ 23.9	-6.9 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.50	▶ -0.49	+1.5 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.83	▶ 0.93	+10.8 pb
➔ OAT 10a (%)	0.60	▶ 0.66	+6.2 pb
➔ Bund 10a (%)	0.23	▶ 0.33	+9.5 pb
➔ US Tr. 10a (%)	2.01	▶ 2.15	+14.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	+0.7 %
➔ Or (once, \$)	1 983	▶ 1 930	-2.7 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	112.7	▶ 107.8	-4.4 %

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	€ Moy. 5-7a	0.52	0.55	le 14/03	-0.04	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01	Bund 2a	-0.44	-0.31	le 04/02	-0.83	le 04/03
Euribor 3m	-0.49	-0.49	le 18/03	-0.58	le 05/01	Bund 10a	0.33	0.36	le 16/03	-0.14	le 24/01
Euribor 12m	-0.21	-0.21	le 18/03	-0.50	le 05/01	OAT 10a	0.66	0.68	le 14/03	0.15	le 04/01
\$ FED	0.50	0.50	le 17/03	0.25	le 03/01	Corp. BBB	1.95	2.03	le 14/03	0.90	le 05/01
Libor 3m	0.93	0.95	le 16/03	0.21	le 03/01	\$ Treas. 2a	1.96	1.97	le 16/03	0.70	le 04/01
Libor 12m	1.79	1.79	le 18/03	0.58	le 03/01	Treas. 10a	2.15	2.19	le 17/03	1.63	le 03/01
£ Bque Angl	0.75	0.75	le 17/03	0.25	le 03/01	High Yield	6.54	6.81	le 15/03	5.07	le 03/01
Libor 3m	0.97	1.04	le 17/03	0.26	le 03/01	£ Gilt. 2a	1.26	1.55	le 15/02	0.69	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01	Gilt. 10a	1.47	1.60	le 16/03	0.97	le 03/01

TAX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.10	1.15 le 10/02	1.09 le 07/03	-2.8%
GBP	0.84	0.85 le 07/02	0.83 le 04/03	-0.1%
CHF	1.03	1.06 le 10/02	1.00 le 04/03	-0.4%
JPY	131.67	132.97 le 10/02	125.37 le 04/03	+0.5%
AUD	1.49	1.62 le 04/02	1.48 le 07/03	-4.6%
CNY	7.03	7.29 le 10/02	6.87 le 08/03	-3.0%
BRL	5.54	6.44 le 06/01	5.51 le 07/03	-12.5%
RUB	117.67	164.76 le 07/03	84.45 le 03/01	+37.9%
INR	83.77	85.96 le 11/02	83.17 le 04/03	-0.9%

Au 18-3-22 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	107.8	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01	+37.5%	+41.5%
Or (once)	1 930	2 056 le 08/03	1 785 le 28/01	+5.9%	+9.0%
Métaux, LME	5 144	5 506 le 07/03	4 489 le 06/01	+14.3%	+17.6%
Cuivre (tonne)	10 327	10 702 le 04/03	9 543 le 06/01	+6.0%	+9.1%
Blé (tonne)	370	4.2 le 07/03	281 le 14/01	+55.5%	+60.0%
Mais (tonne)	285	2.9 le 11/03	226 le 03/01	+24.8%	+28.5%

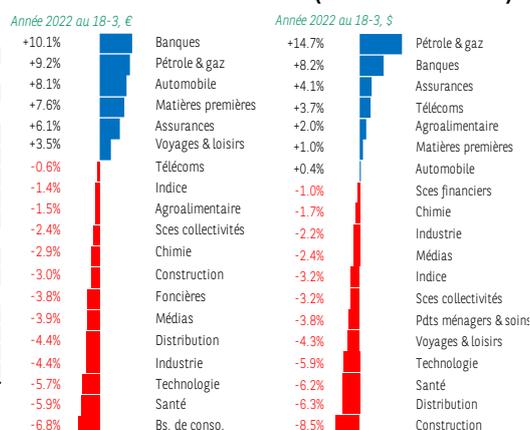
Au 18-3-22 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde				
MSCI Monde	3 011	3 248 le 04/01	2 798 le 08/03	-6.8%
Amérique du Nord				
S&P500	4 463	4 797 le 03/01	4 171 le 08/03	-6.4%
Europe				
EuroStoxx50	3 902	4 392 le 05/01	3 505 le 08/03	-9.2%
CAC 40	6 620	7 376 le 05/01	5 963 le 08/03	-7.4%
DAX 30	14 413	16 272 le 05/01	12 832 le 08/03	-9.3%
IBEX 35	8 418	8 886 le 10/02	7 645 le 07/03	-3.4%
FTSE100	7 405	7 672 le 10/02	6 959 le 07/03	+0.3%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 100	1 165 le 05/01	1 024 le 08/03	-3.7%
Nikkei	26 827	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03	-6.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 123	1 267 le 12/01	1 027 le 15/03	-8.8%
Chine	71	86 le 20/01	59 le 15/03	-14.8%
Inde	816	891 le 13/01	742 le 07/03	-1.4%
Brésil	1 759	1 766 le 03/03	1 372 le 06/01	+10.4%

Au 18-3-22 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

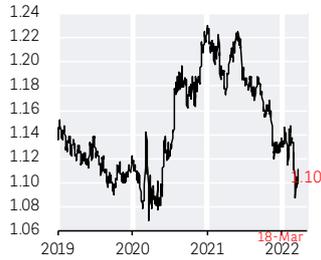


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

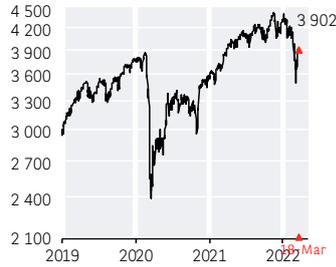


REVUE DES MARCHÉS

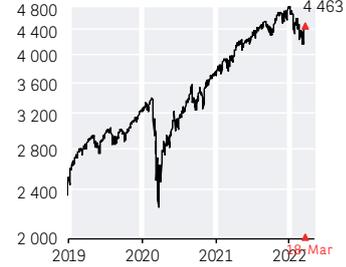
EURO-DOLLAR



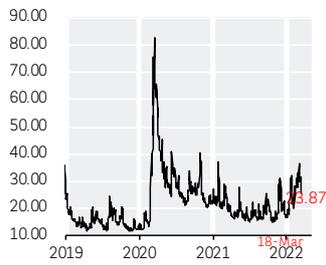
EUROSTOXX50



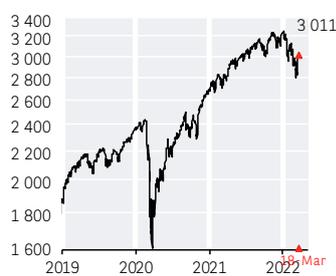
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



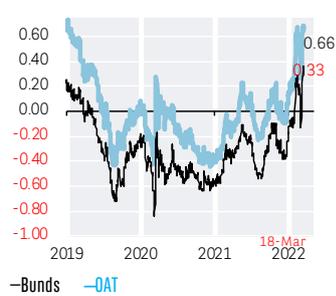
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

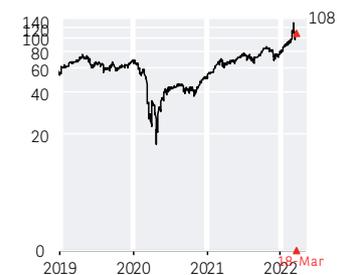


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

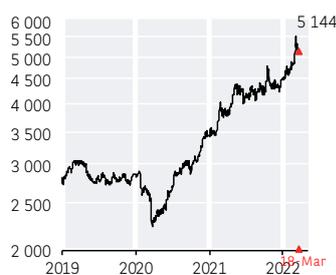
Année 2022 au 18-3

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

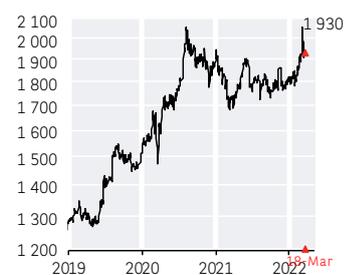
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE : UN BON DÉBUT D'ANNÉE

La croissance économique s'est renforcée au cours des deux premiers mois de 2022, mais il est probable que cette amélioration s'interrompe en mars. La croissance dans les services a atteint 4,2% en glissement annuel (g.a.) en janvier-février, chiffre qui reste faible mais qui est néanmoins en hausse par rapport au T4 2021 (+3,3%). Même constat pour les volumes de ventes au détail, qui ont progressé de 4,9% en g.a. en janvier-février, alors que leur croissance était inférieure à 2% au T4 2021. La croissance industrielle, plus robuste, a continué d'accélérer en janvier-février, pour s'établir à 7,5% en g.a. contre 3,9% au T4 2021. Elle a notamment été tirée par la reprise de la production de charbon et d'électricité et par l'amélioration des conditions d'approvisionnement dans le secteur automobile. En outre, les ventes à l'exportation sont restées solides et ont affiché un ralentissement plus limité qu'attendu (+16,3% en g.a. en dollars courants, contre 22,9% au T4 2021).

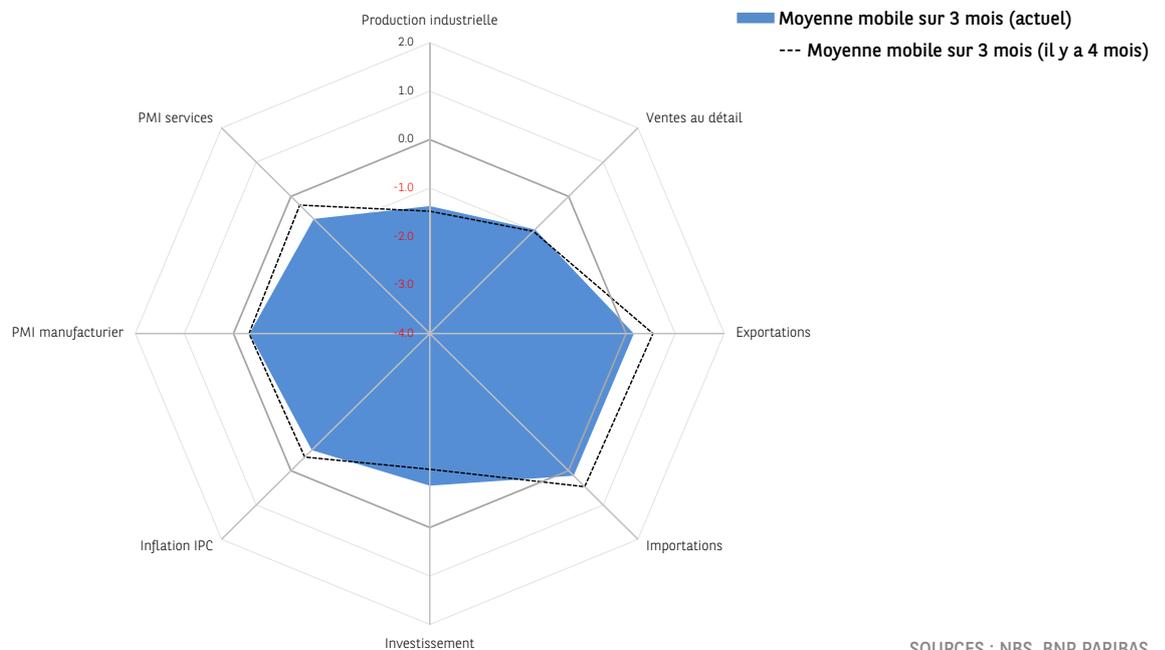
L'investissement a rebondi en janvier-février (+12,2% en g.a. en valeur), avec une accélération visible dans la majorité des industries manufacturières ainsi que dans le secteur minier et les projets d'infrastructure publique. Dans le secteur immobilier, la correction s'est poursuivie. Le prix moyen des logements des 70 principales villes a baissé en janvier en rythme mensuel (-0,3%) pour le 6^e mois consécutif. Toutefois, l'ampleur de la contraction des volumes de transactions immobilières et de projets en construction s'est atténuée.

À très court terme, les risques baissiers sur la croissance sont particulièrement élevés, étant donné les nouvelles restrictions introduites ces derniers jours dans plusieurs grandes villes en raison de l'important rebond de l'épidémie de Covid-19, et à cause des répercussions de la guerre en Ukraine sur la demande mondiale et les prix des matières premières. L'effet à court terme sur les prix à la consommation devrait être relativement limité (notamment du fait de l'existence de contrôles sur certains prix des céréales). L'indice des prix à la production (IPP) devrait en revanche rapidement ré-accélerer (il a ralenti à 11,6% en g.a. en janvier-février, après avoir atteint 16,1% au T4 2021), ce qui pèsera sur la performance des producteurs.

Dans ce contexte, les autorités continuent d'assouplir leur *policy mix*. Lors de la session annuelle du Parlement, qui s'est achevée le 11 mars, elles ont annoncé leurs priorités économiques pour 2022. Pour atteindre l'objectif de croissance fixé à 5,5% pour 2022, une série de mesures de relance budgétaire et monétaire est attendue (la croissance économique était de « seulement » 4% en g.a. au T4 2021 et ne dépassera pas 5% au T1 2022). En outre, après des mois de resserrement réglementaire dans les services, les autorités semblent, depuis quelques jours, ajuster leur stratégie. Elles ont notamment annoncé un soutien accru au secteur immobilier et des ajustements dans le secteur des plateformes numériques. Ces mesures viseraient à « stabiliser » l'économie et pourraient améliorer considérablement la confiance des investisseurs. Les marchés boursiers chinois ont d'ailleurs rebondi après deux semaines de forte baisse (l'indice principal de la bourse de Shanghai a perdu 12% entre le 1er et le 15 mars, et regagné 6% depuis).

Christine Peltier

CHINE : 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.

FRANCE : DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE EN PASSE DE SE DEGRADER NETTEMENT

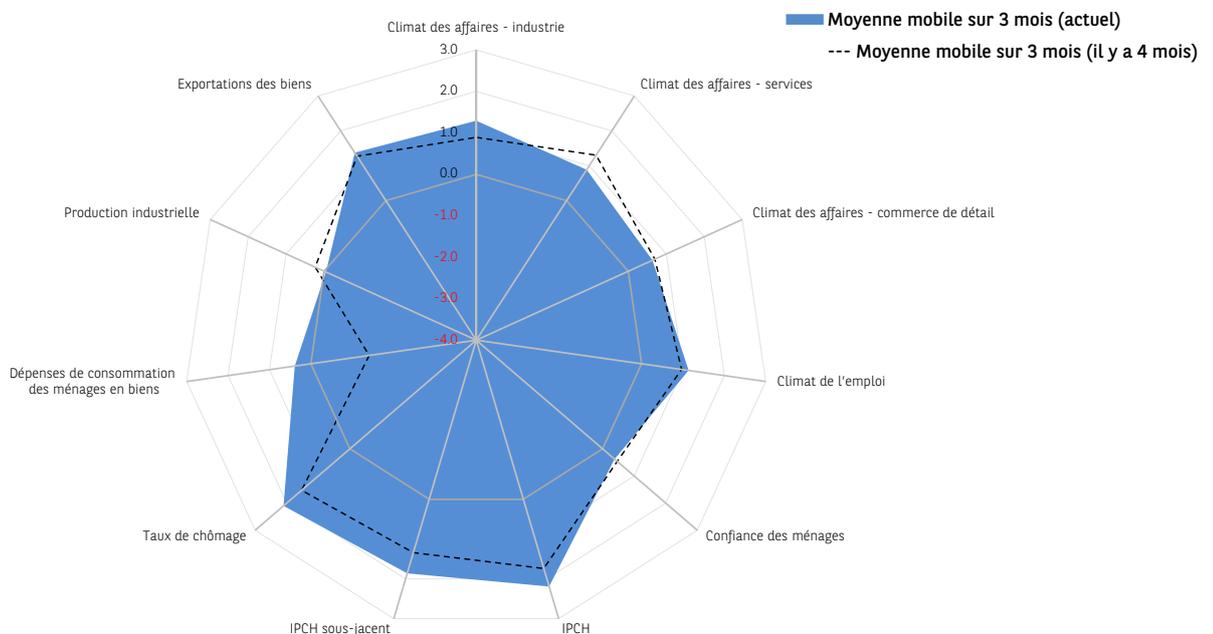
La croissance française est restée positive en début d'année 2022, comme en témoignent des enquêtes de conjoncture relativement stables jusqu'en février, tant du point de vue des ménages que des entreprises, ou même du climat de l'emploi. La hausse de l'inflation a été significative, à 3,6% a/a en février, néanmoins la stabilité du tarif réglementé du gaz et la hausse contenue à 4% du prix de l'électricité ont permis de la limiter. D'après le dernier point de conjoncture de l'Insee, l'inflation aurait atteint 5,1% sans ces mécanismes.

Le déclenchement du conflit en Ukraine modifie cette situation. Premièrement, son impact sur le prix du pétrole devrait entraîner une nouvelle poussée de l'inflation dès le mois de mars, à 4,5% a/a selon nos prévisions (le niveau le plus élevé depuis 1985). Deuxièmement, l'Insee a dévoilé les résultats préliminaires de ses prochaines enquêtes de conjoncture (menées du 24 février au 9 mars). Elles soulignent une détérioration de près de 15 points de l'opinion des ménages concernant leur niveau de vie, en lien avec leur perception d'une baisse de leur pouvoir d'achat. En parallèle, l'appréciation par les entreprises de l'industrie de leurs perspectives personnelles de production ressort nettement plus négative (baisse de plus de 20 points du solde d'opinion), du fait du renforcement des difficultés d'approvisionnement et du renchérissement du coût des matières premières. En complément, l'enquête de trésorerie sur les grandes entreprises et les ETI, menée conjointement par Rexecode et l'AFTE, indique une détérioration de 12 points du solde d'opinion des entreprises concernant leur trésorerie d'exploitation.

Face aux multiples répercussions négatives de la guerre en Ukraine, le gouvernement a dévoilé le 16 mars dernier son plan de résilience. Les principales mesures consistent en des aides sur le prix de l'essence (15 centimes par litre à partir du 1^{er} avril) et une série de mesures ciblées pour les entreprises couvrant notamment une partie du surcroît de la facture énergétique. Une hausse des salaires devrait également intervenir avec, la hausse avant l'été du point d'indice des fonctionnaires. De plus, une nouvelle revalorisation du SMIC devrait intervenir automatiquement le 1^{er} mai prochain en raison d'une hausse des prix qui dépasserait 2% depuis le début de l'année. Ces mesures ne limiteront toutefois qu'avec retard les pertes de pouvoir d'achat déjà constatées au T1, ce qui devrait peser sur la croissance. Au total, celle-ci atteindrait 0,3% t/t au 1^{er} trimestre selon nos prévisions et celles de l'Insee (après +0,7% au 4^e trimestre 2021) avant de marquer un nouveau ralentissement au 2^e trimestre, frôlant la stagnation.

Stéphane Colliac

FRANCE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +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.

POURSUITE DE LA DYNAMIQUE FAVORABLE DE L'INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

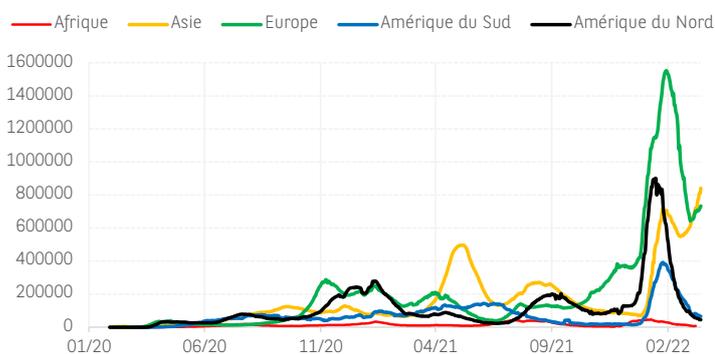
Après une tendance baissière depuis la fin du mois de janvier dernier, les chiffres de la pandémie de Covid-19 repartent à la hausse dans le monde. 11,7 millions de nouveaux cas ont été enregistrés entre le 10 et le 16 mars, soit une hausse de 9% par rapport à la semaine précédente. Cette augmentation est en lien avec le variant Omicron, hautement transmissible, et l'allègement des restrictions sanitaires dans plusieurs pays. La hausse des nouveaux cas est particulièrement marquée en Asie (15%) et en Afrique (12%). En Europe, elle est de 6%. En revanche, en Amérique du Nord et en Amérique du Sud, on enregistre encore une baisse de, respectivement, 24% et de 9%. En parallèle, les campagnes de vaccination continuent de progresser. À ce jour, 11 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde, ce qui porte à 64% la part de la population mondiale ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la Covid-19. Néanmoins, on observe un ralentissement du rythme de la vaccination, notamment dans les pays ayant déjà atteint une couverture vaccinale élevée (graphique 2).

Par ailleurs, la fréquentation des commerces et des lieux de loisir semble repartir à la baisse en France, en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis après une dynamique favorable, alors que la fréquentation a rebondi légèrement au Japon après une courte baisse (graphique 3, courbe bleue).

L'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB reste en revanche franchement orienté à la hausse dans tous les pays de notre échantillon (graphique 3, courbe noire). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de Google Trends qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'OCDE calcule cet indicateur en glissement sur deux ans afin d'éviter l'effet de base qui découlerait d'une comparaison avec les données pour 2020.

Tarik Rharrab

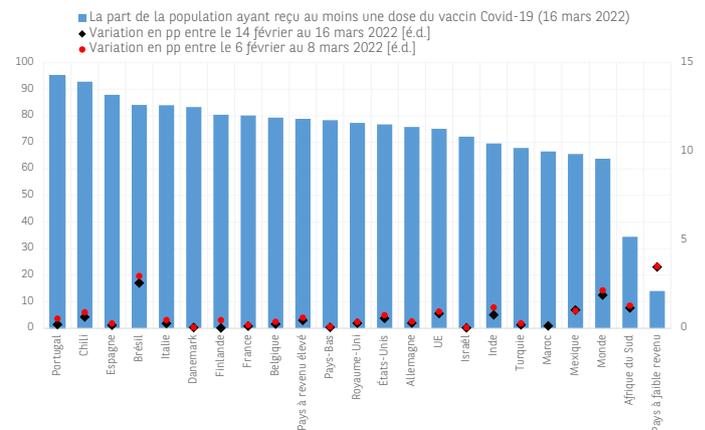
* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans 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 (17/03/2022), BNP PARIBAS

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



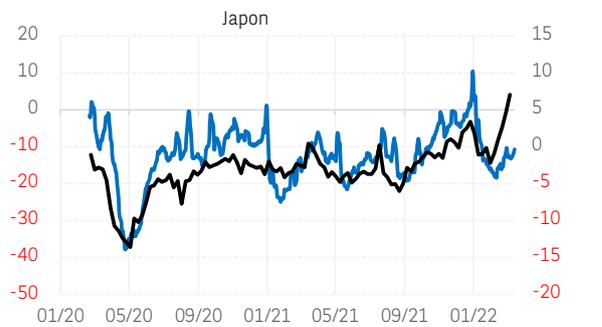
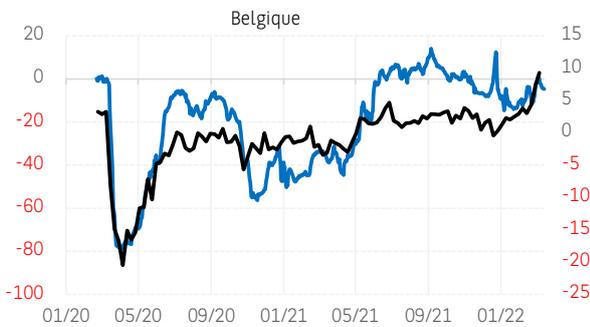
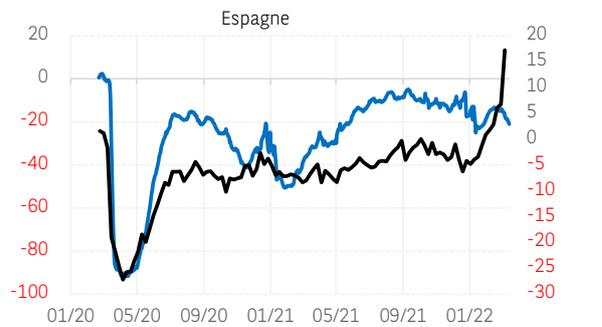
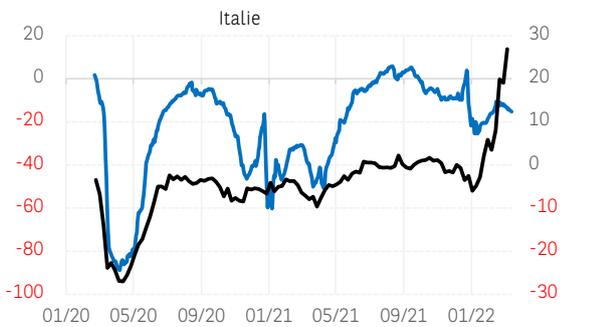
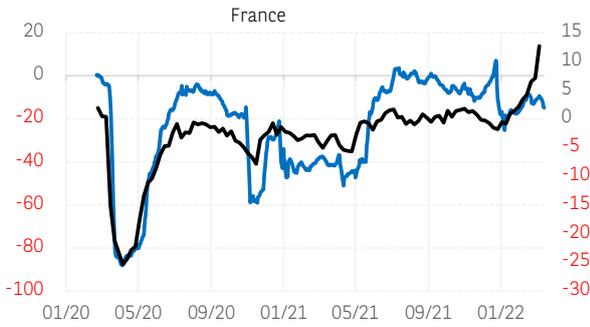
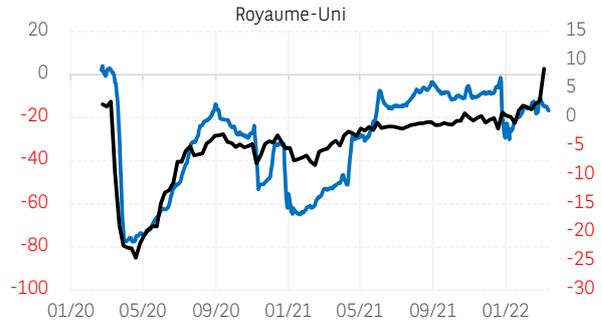
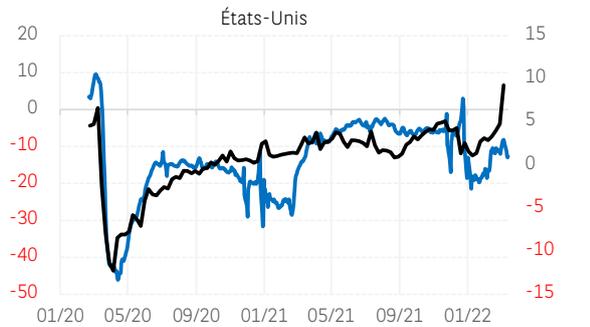
GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 17/03/2022), BNP PARIBAS



MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE

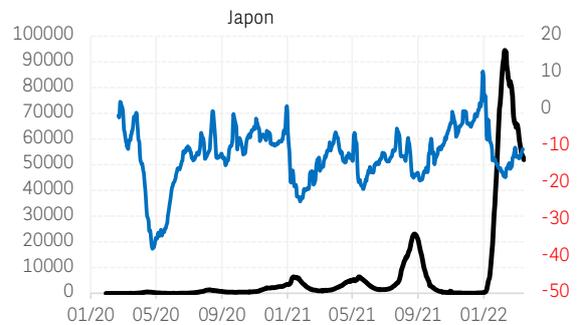
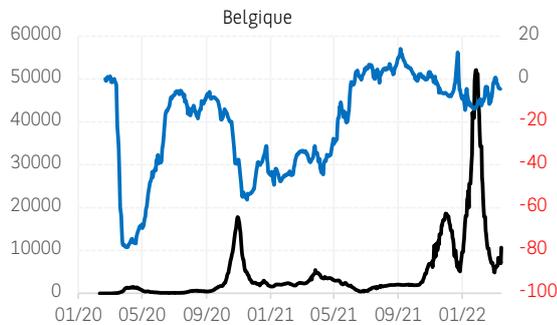
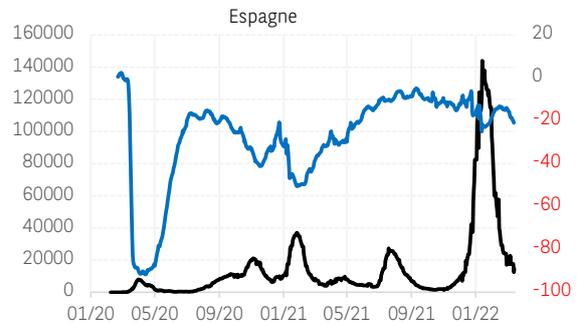
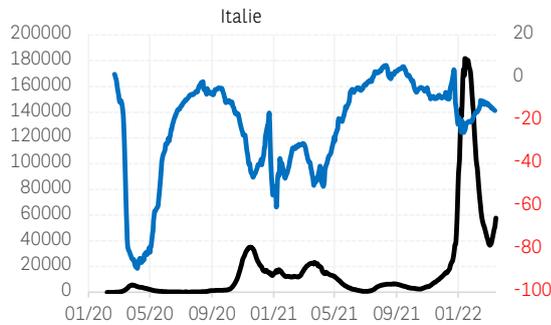
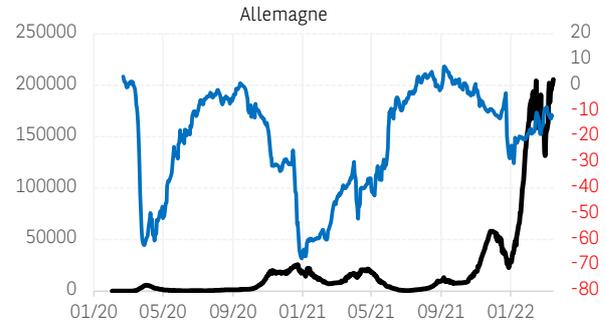
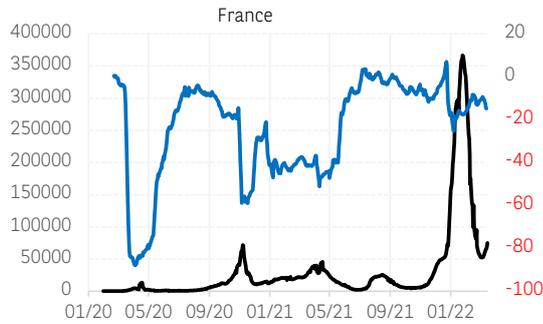
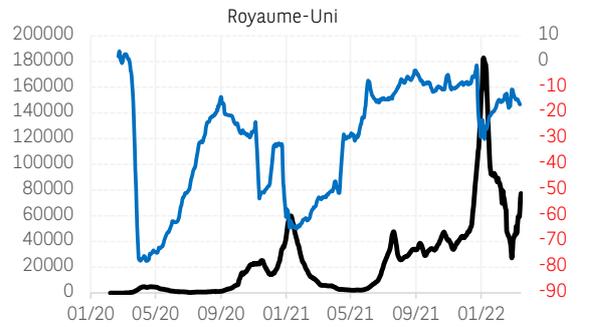
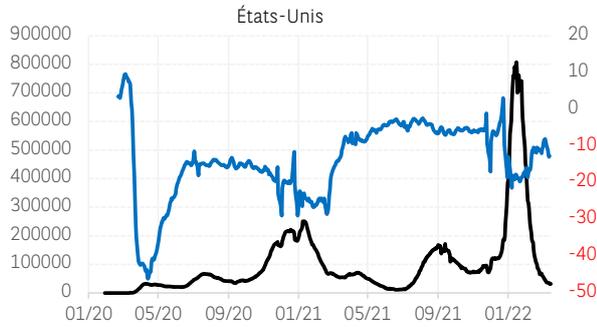
— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence*)
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]



SOURCES : OCDE (17/03/2022), GOOGLE (17/03/2022), 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 (17/03/2022), GOOGLE (17/03/2022), 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 États-Unis, la Réserve fédérale a entamé son cycle de resserrement monétaire et, selon les projections des membres du FOMC, plusieurs hausses de taux devraient suivre cette année et l'année prochaine. En outre, la réduction de la taille du bilan (resserrement quantitatif) devrait être décidée lors d'une prochaine réunion du FOMC. Cette position ferme est motivée par une inflation particulièrement élevée, une économie forte et des taux directeurs très faibles. Ces changements de politique devraient exercer une pression à la hausse sur le taux des obligations du Trésor.

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

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

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

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

CROISSANCE DU PIB

%	2021	2022 e	2023 e
États-Unis	5.7	3.7	2.5
Japon	1.7	1.6	2.0
Royaume-Uni	7.5	3.6	1.7
Zone euro	5.3	2.8	2.7
Allemagne	2.9	-	-
France	7.0	-	-
Italie	6.6	-	-
Espagne	5.0	-	-
Chine	7.7	4.9	5.5
Inde*	8.1	9.5	7.3
Brésil	5.0	-0.5	0.0
Russie	4.5	-8.5	3.1

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

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 13/03/2022

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

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

Taux de change

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

Pétrole

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

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



CALENDRIER ACTUALISÉ

12

DERNIERS INDICATEURS

Bilan mitigé pour les données économiques en Chine, même si, à l'exception du taux de chômage qui a augmenté de façon inattendue, elles se sont révélées meilleures que prévu. Sur une base annuelle et depuis le début de l'année, les investissements immobiliers, la production industrielle et, tout particulièrement, la croissance des ventes au détail ont ralenti, mais la croissance des investissements en immobilisations s'est accélérée. Dans la zone euro, les résultats de l'enquête ZEW sont ressortis en forte baisse en mars et les ventes de voitures se sont encore affaiblies. L'inflation a légèrement augmenté, bien que l'inflation sous-jacente soit restée stable. Le sentiment industriel de la Banque de France est en légère hausse et l'inflation a également légèrement augmenté. Comme pour la zone euro, l'enquête ZEW pour l'Allemagne accuse une baisse considérable. La Banque d'Angleterre a relevé de nouveau son taux directeur et d'autres augmentations sont à suivre compte tenu du niveau élevé d'inflation. Comme prévu, la Réserve fédérale a entamé son cycle de resserrement. J. Powell a adopté un ton ferme lors de sa dernière conférence de presse. La croissance des ventes au détail a chuté, créant la déception, à l'inverse de l'indice de la Fed de Philadelphie dont l'importante amélioration a surpris favorablement.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/03/2022	France	Sentiment industriel de la Banque de France	Févr.	106,0	107,0	107,0
15/03/2022	Chine	Investissement immobilier cumul annuel g.a.	Févr.	-7,0%	3,7%	4,4%
15/03/2022	Chine	Production industrielle cumul annuel g.a.	Févr.	4,0%	7,5%	9,6%
15/03/2022	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Févr.	5,0%	12,2%	4,9%
15/03/2022	Chine	Ventes de détail cumul annuel g.a.	Févr.	3,0%	6,7%	12,5%
15/03/2022	Chine	Taux de chômage	Févr.	5,1%	5,5%	5,1%
15/03/2022	Royaume-Uni	Evolution mensuelle du salariat	Févr.	125k	275k	61k
15/03/2022	Royaume-Uni	Taux de chômage 3 mois (BIT)	Janv.	4,0%	3,9%	4,1%
15/03/2022	France	IPC harmonisé m/m	Févr.	0,8%	0,9%	0,8%
15/03/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Févr.	4,1%	4,2%	4,1%
15/03/2022	Allemagne	Attentes (ZEW)	Mars	5,0	-39,3	54,3
15/03/2022	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Mars	-22,5	-21,4	-8,1
15/03/2022	Zone euro	Attentes (ZEW)	Mars	--	-38,7	48,6
15/03/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Févr.	8,7%	8,4%	8,5%
15/03/2022	États-Unis	IPP demande finale m/m	Févr.	0,9%	0,8%	1,2%
15/03/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Févr.	0,6%	0,2%	1,0%
15/03/2022	États-Unis	IPP demande finale g.a.	Févr.	10,0%	10,0%	10,0%
16/03/2022	Chine	Prix nouveaux logements m/m	Févr.	--	-0,1%	0,0%
16/03/2022	États-Unis	Progression des ventes de détail m/m	Févr.	0,4%	0,3%	4,9%
16/03/2022	États-Unis	Ventes de détail (Control Group)	Févr.	0,3%	-1,2%	6,7%
16/03/2022	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Mars	81,0	79,0	81,0



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
16/03/2022	États-Unis	Décision du FOMC sur le taux (borne supérieure)	Mars	0,5%	0,5%	0,3%
17/03/2022	Japon	Commandes de machines g.a.	Janv.	8,7%	5,1%	5,1%
17/03/2022	Zone euro	Nouvelles immatriculations de véhicule (EU27)	Févr.	--	-6,7%	-6,0%
17/03/2022	Zone euro	IPC g.a.	Févr.	5,8%	5,9%	5,8%
17/03/2022	Zone euro	IPC m/m	Févr.	0,9%	0,9%	0,9%
17/03/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Févr.	2,7%	2,7%	2,7%
17/03/2022	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Mars	0,8%	0,8%	0,5%
17/03/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Févr.	-2,4%	-1,9%	0,5%
17/03/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Févr.	3,8%	6,8%	-5,5%
17/03/2022	États-Unis	Perspectives de la Fed de Philadelphie	Mars	14,5	27,4	16,0
17/03/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	220k	214k	229k
18/03/2022	Japon	Taux de la Banque du Japon	Mars	-0,1%	-0,1%	-0,1%
18/03/2022	Japon	Cible de rendement à 10 ans, BoJ	Mars	0,0%	0,0%	0,0%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

14

INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine très importante s'annonce avec la publication de diverses enquêtes relatives au mois de mars. Ces dernières nous permettront d'évaluer à quel point la guerre en Ukraine et la hausse des matières premières pèsent sur le sentiment des entreprises et des ménages. Nous disposerons des données PMI « flash » dans plusieurs pays ainsi que de celles relatives à la confiance des consommateurs dans la zone euro, la confiance des entreprises françaises, la confiance des consommateurs britanniques et nous aurons les résultats de l'enquête Ifo en Allemagne. Aux États-Unis, le sentiment de l'Université du Michigan sera publié.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/21/2022	Allemagne	IPP g.a.	Févr.	--	25,00%
03/21/2022	Allemagne	IPP m/m	Févr.	--	2,20%
03/23/2022	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Févr.	--	4,90%
03/23/2022	Royaume-Uni	IPC sous-jacent g.a.	Févr.	--	4,40%
03/23/2022	Royaume-Uni	Prix à la production (NSA) m/m	Févr.	--	1,20%
03/23/2022	Royaume-Uni	Prix des intrants (NSA) m/m	Févr.	--	0,90%
03/23/2022	États-Unis	Ventes de nouveaux logements	Févr.	1,60%	-4,50%
03/23/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mars	--	-8,8
03/24/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mars	--	44,2
03/24/2022	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mars	--	45,8
03/24/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mars	--	52,7
03/24/2022	France	Confiance des entreprises	Mars	--	112
03/24/2022	France	PMI des services (Markit)	Mars	--	55,5
03/24/2022	France	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	57,2
03/24/2022	France	PMI composite (Markit)	Mars	--	55,5
03/24/2022	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mars	--	58,4
03/24/2022	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mars	--	55,8
03/24/2022	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Mars	54	55,6
03/24/2022	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
03/24/2022	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	58,2
03/24/2022	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mars	--	55,5
03/24/2022	Eurozone	PMI composite (Markit)	Mars	--	55,5
03/24/2022	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mars	--	60,5
03/24/2022	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Mars	--	59,9
03/24/2022	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Mars	--	58



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/24/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mars	--	214k
03/24/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Févr.	0,50%	1,00%
03/24/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P)	Mars	55	57,3
03/24/2022	États-Unis	PMI des services (S&P)	Mars	--	56,5
03/24/2022	États-Unis	PMI composite (S&P)	Mars	--	55,9
03/25/2022	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Mars	--	-26
03/25/2022	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Mars	94,8	98,9
03/25/2022	Allemagne	Evaluation de la conjoncture (Ifo)	Mars	--	98,6
03/25/2022	Allemagne	Attentes (Ifo)	Mars	--	99,2
03/25/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mars	59,7	59,7
03/25/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mars	--	67,8
03/25/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mars	--	54,4
03/25/2022	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Mars	--	5,40%
03/25/2022	États-Unis	Inflation (5-10 ans)	Mars	--	3,00%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

16

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



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Responsable – Zone euro, Allemagne - Climat

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

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac

France

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable – Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Perrine Guérin

Afrique anglophone

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

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

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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