



Stagflation sans stagnation ?

Jeudi 21 Octobre 2021

Bruno Cavalier - Chef Economiste

bruno.cavalier@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste

fabien.bossy@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

Le concept économique le plus en vogue ces derniers temps est celui de "stagflation", un mot-valise décrivant la combinaison d'une hausse du chômage (STAG-nation) et d'une envolée des prix (in-FLATION). Le référentiel est le cas des économies avancées des années 1970, période de grand désordre monétaire et de chocs pétroliers. Cette situation crée un dilemme. Vaut-il mieux soutenir le revenu et l'emploi au risque d'attiser les tensions inflationnistes ou bien combattre la surchauffe au risque de plonger l'économie en récession ? L'expérience des années 1970 suggère qu'il n'y a pas de voie médiane (fine tuning) et que la seule cure efficace est de resserrer la politique monétaire brutalement. Est-ce ainsi que le problème se pose aujourd'hui ? Rappel des faits : l'activité et les échanges mondiaux ont rebondi à une vitesse inespérée après la récession causée par le Grand Confinement. Le décalage entre la demande en V et l'offre en U a été accentué par la faiblesse des inventaires. Il en résulte aujourd'hui des pénuries diverses, génératrices de hausses de prix et parfois aussi de salaires. Il en a résulté aussi un repli du chômage et une accélération des dépenses d'investissement propres à créer des capacités d'offre additionnelles. En somme, l'inflation est bien là mais pas la stagnation. Les rythmes de croissance de l'activité sont voués à ralentir en 2022, soit par maturation de la reprise (Etats-Unis, Europe), soit pour combattre certains excès d'endettement (Chine). A l'inverse, on n'a pas d'éléments probants pour affirmer que les taux d'inflation vont continuer à s'élever.



Tableaux de prévision



Tableau de prévisions (1)

	FORECASTS - REAL GDP GROWTH*																
	Average			2020				2021				Consensus**		IMF		OECD	
	2020	2021	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2021	2022	2021	2022	2021	2022
World	-3.3	5.9	4.5											5.9	4.9	5.7	4.5
US	-3.4	5.4	4.2	-5.1	-31	34	4.5	6.3	6.7	2.0	4.0	5.7	4.1	6.0	5.2	6.0	3.9
EMU	-6.5	5.4	5.3	-13	-39	61	-1.5	-1.2	8.7	11	5.4	5.1	4.4	5.0	4.3	5.3	4.6
- Germany	-4.9	2.7	5.5	-6.9	-34	41	3.0	-7.8	6.7	8.1	5.9	2.8	4.4	3.1	4.6	2.9	4.6
- France	-8.0	6.4	4.5	-21	-44	98	-4.3	0.2	4.5	10	4.7	6.1	3.8	6.3	3.9	6.3	4.0
- Italy	-9.0	6.3	5.0	-21	-43	80	-6.8	0.9	11	10	4.6	5.9	4.3	5.8	4.2	5.9	4.1
- Spain	-10.8	5.5	6.7	-20	-54	86	0.9	-2.5	4.3	17	7.4	5.6	6.1	5.7	6.4	6.8	6.6
UK	-9.7	6.9	4.1	-10	-58	90	4.5	-5.3	24	6.1	2.8	6.9	5.1	6.8	5.0	6.7	5.2
Japan	-4.7	2.5	2.7	-2.3	-28	23	12	-4.2	1.9	2.0	6.1	2.3	3.0	2.4	3.2	2.5	2.1
China (y/y%)	2.3	8.0	5.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	18	7.9	4.9	3.8	8.2	5.5	8.0	5.6	8.5	5.8

* y/y or q/q annualised rate, except for China (y/y% only)

**11 October 2021 12 October 2021 21 Sept.2021

	FORECASTS - RATES & FX										
	Actual	Target		Last 5 years*		Average					
	20/10/2021	3M	12M	High	Low	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Policy rate											
Fed funds	0.25	0.25	0.25	2.50	0.25	1.13	1.96	2.25	0.50	0.25	0.25
ECB deposit rate	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.50	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50	-0.50	-0.50
10Y rate											
US T-note	1.7	1.7	2.0	3.2	0.6	2.3	2.9	2.1	0.9	1.5	1.9
German Bund	-0.1	-0.1	0.0	0.7	-0.6	0.4	0.5	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1
French OAT	0.2	0.2	0.3	1.0	-0.4	0.8	0.7	0.1	-0.2	0.0	0.2
Forex											
EUR/USD	1.16	-	1.20	1.23	1.05	1.13	1.18	1.12	1.14	1.19	1.19
USD/JPY	114	-	109	116	104	112	110	109	107	110	110
USD/RMB	6.39	-	6.50	7.12	6.30	6.76	6.61	6.91	6.90	6.46	6.47

*monthly average

Sources : Consensus forecasts, MF, OECD, ODDO BHF Securities

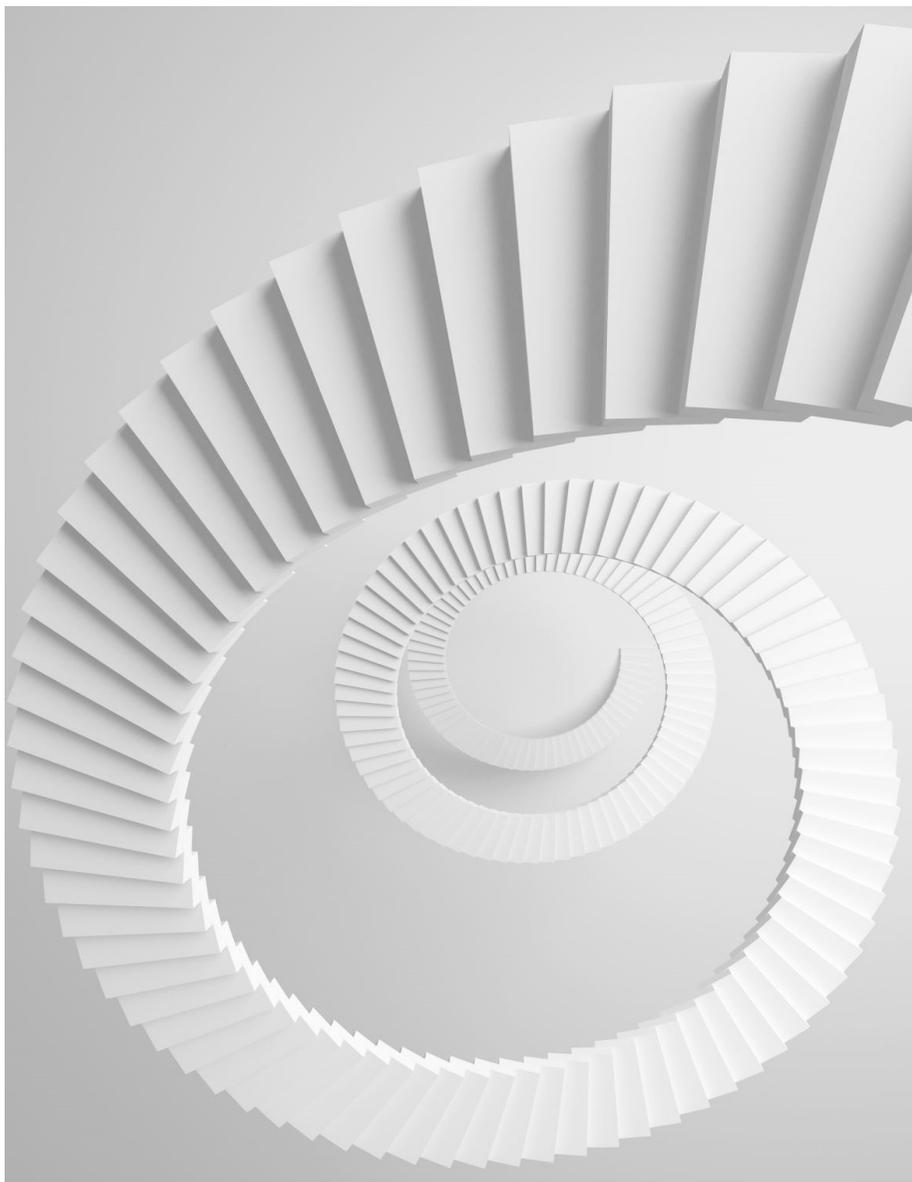


Tableau de prévisions (2)

FORECASTS - KEY MACRO DATA for US, EMU, & France *											
	Average			2020				2021			
	2020	2021	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
United States											
Real GDP	-3.4	5.4	4.2	-5.1	-31	34	4.5	6.3	6.7	2.0	4.0
Private Consumption	-3.8	7.8	4.1	-6.9	-33	41	3.4	11	12	0.8	4.0
Nonresidential Investment	-5.3	7.0	5.4	-8.1	-30	19	13	13	9.2	-2.0	4.0
Residential Investment	6.8	10	0.1	20	-31	60	34	13	-12	-3.0	0.0
Domestic Demand (contribution, %pt)	-2.8	7.0	4.3	-4.8	-28	32	5.1	11	8.8	1.0	4.3
Inventories (contribution, %pt)	-0.6	-0.4	0.1	-1.0	-4.6	6.6	1.4	-3.7	-1.7	1.4	0.0
Net Exports (contribution, %pt)	-0.2	-1.7	-0.2	0.1	1.4	-5.6	-2.4	-2.0	-0.4	-0.4	-0.3
Inflation (CPI, % yoy)	1.2	4.4	3.2	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.8	5.3	5.5
Unemployment rate (%)	8.1	5.5	4.1	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.7
Euro area											
Real GDP	-6.5	5.4	5.3	-13	-39	61	-1.5	-1.2	8.7	11	5.4
Private Consumption	-8.0	3.5	6.4	-16	-42	72	-12	-8.8	15	18	5.4
Investment	-7.3	4.9	5.2	-16	-58	68	11	-0.2	4.5	8.1	5.4
Domestic Demand (contribution, %pt)	-5.3	3.5	4.6	-12	-38	53	-3.5	-4.8	8.9	10	4.2
Inventories (contribution, %pt)	-0.6	0.4	0.3	0.8	-0.5	-6.4	2.6	3.1	-0.9	0.1	0.6
Net Exports (contribution, %pt)	-0.3	1.2	0.4	-1.5	2.0	9.4	-0.3	0.3	0.1	0.0	0.6
Inflation (HICP, % yoy)	0.3	2.4	2.1	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.8	3.7
Unemployment rate (%)	7.9	7.8	7.3	7.3	7.6	8.5	8.2	8.1	8.0	7.5	7.5
France											
Real GDP	-8.0	6.4	4.5	-21	-44	98	-4.3	0.2	4.5	10	4.7
Private Consumption	-7.2	3.8	4.8	-21	-39	95	-20	0.1	4.1	15	4.0
Investment	-8.9	13	4.6	-33	-50	154	10	1.5	9.7	6.0	4.0
Domestic Demand (contribution, %pt)	-6.8	6.4	4.2	-22	-42	111	-10	0.1	5.2	10	3.6
Inventories (contribution, %pt)	-0.2	0.2	0.0	1.4	3.4	-8.7	2.6	1.6	0.4	-0.3	0.0
Net Exports (contribution, %pt)	-1.1	0.0	0.3	-0.3	-6.5	2.1	3.3	-1.7	-1.1	0.8	1.1
Inflation (HICP, % yoy)	0.5	2.0	1.9	1.3	0.3	0.4	0.1	1.0	1.8	2.2	3.2
Unemployment rate (%)	7.9	7.7	7.5	7.6	7.1	8.9	7.8	7.8	7.8	7.6	7.6

* y/y or q/q annualised rate

Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



Stagflation, mode d'emploi



Quel sera le régime économique post-pandémie ?

Global shocks	Type of shock	Medium-term impact on...		
		...growth	...inflation	(combined)
Oil shocks (1970s) (+FX volatility)	Supply	negative	positive	⇒ stagflation
Great Financial Crisis (2008) (+ euro crisis)	Demand	negative	negative	⇒ secular stagnation
Pandemic (2020)	Supply & Demand	undecided (positive?)	undecided (positive?)	-

G7 countries (weighted average)		
	Real GDP growth % p.a	CPI inflation % p.a
1960s	5.3	3.3
Oil shocks		
1975-1979	3.4	8.8
Post-shock change =	-2.0	5.6
2000s	2.4	1.9
Great Financial Crisis		
2010-2015	1.4	1.4
Post-shock change =	-1.0	-0.5

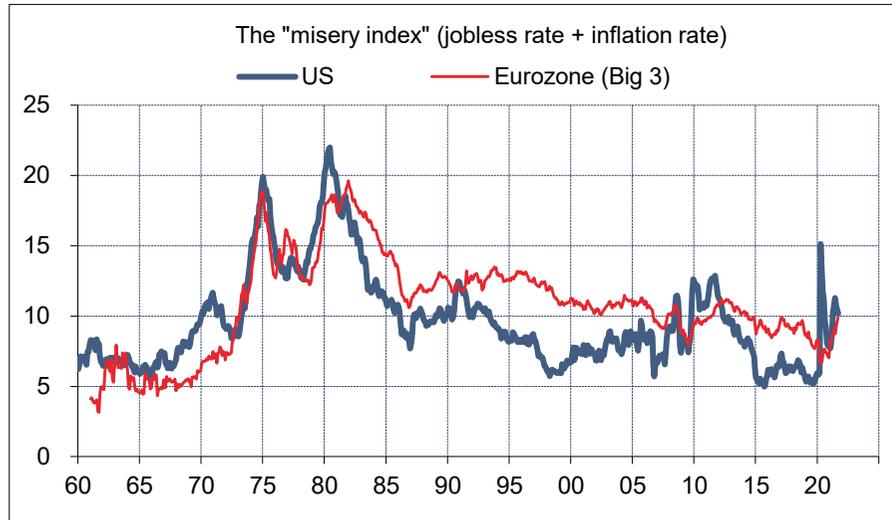
Sources : ODDO BHF Securities

Les fluctuations de court terme ne donnent qu'une information fort imparfaite sur les conséquences durables du choc

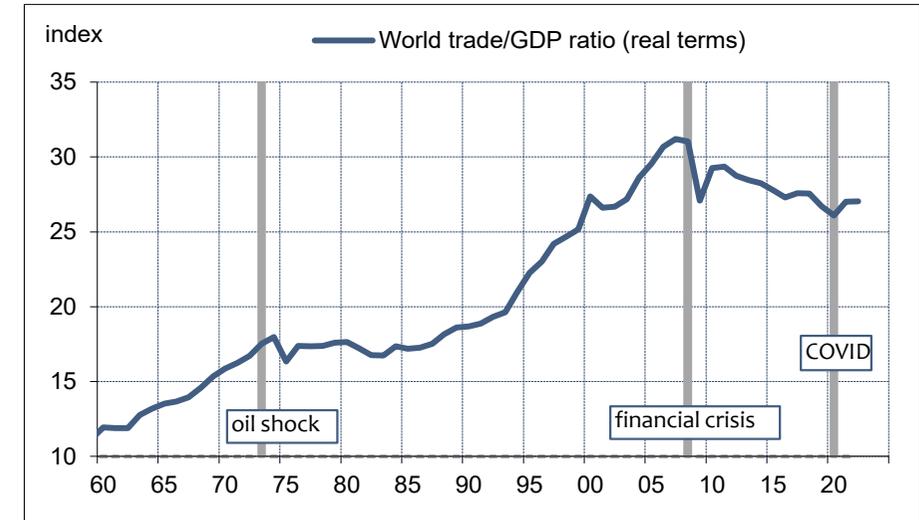
- Un choc d'offre négatif déprime la production et accroît les prix – Exemple canonique : les chocs pétroliers des années 1970 (Kippour 1973, Iran 1979). La tendance de croissance des pays avancés est presque divisée par deux et le taux d'inflation presque multiplié par trois.
- Un choc de demande négatif déprime les revenus, les échanges et les prix – Exemple canonique : la crise financière née de l'éclatement de la bulle des crédits *subprime* et ses nombreuses séquelles (purge des bilans bancaires, crise de l'euro). La reprise économique est lente, hésitante, sans emploi, poussant l'économie vers un territoire de déflation.
- La pandémie de coronavirus (2020) n'est ni l'un, ni l'autre, mais une combinaison originale des deux chocs. Elle mêle d'abord un choc négatif d'offre et de demande, puis une correction asymétrique (rebond en V de la demande, redressement en U de la production). Ses implications de moyen terme sont encore à débattre. Le sursaut présent de l'inflation surprend par sa vigueur, mais rien ne dit qu'il efface les forces désinflationnistes préexistantes (démographie, concurrence, désendettement). De plus, la crise pandémique a accéléré ou suscité des dépenses d'investissement qui pourraient à terme provoquer de nouveaux gains de productivité et, in fine, une hausse du potentiel de croissance.



Misère économique et commerce mondial : une mise en perspective longue



Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

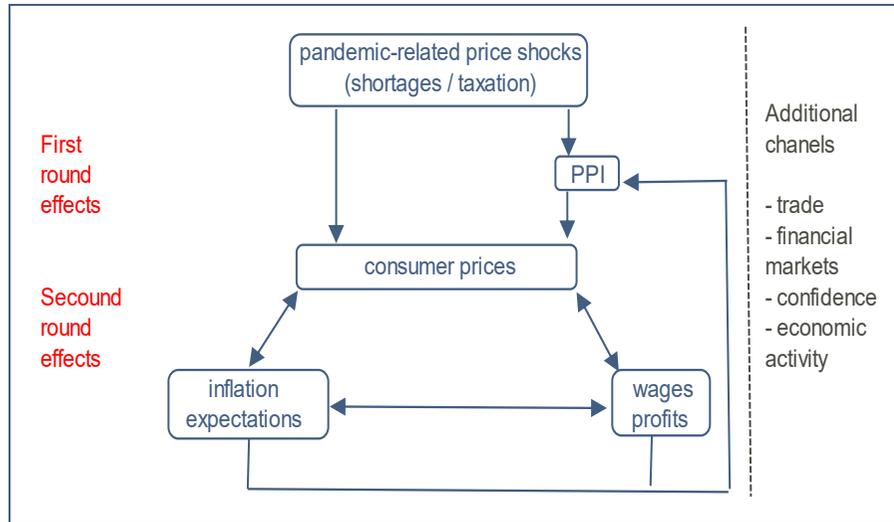


D'importantes différences entre les trois chocs globaux

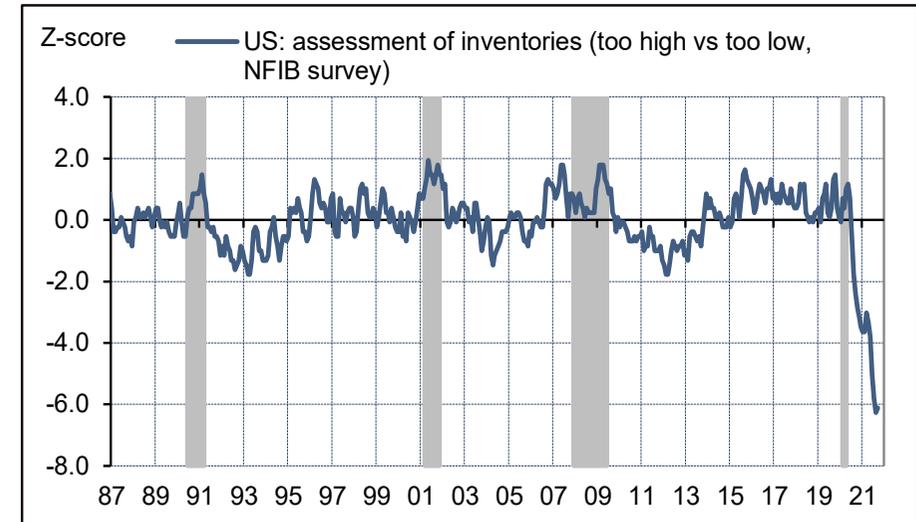
- Chocs pétroliers (1970) : hausse durable des "indices de misère" (chômage + inflation) / coup d'arrêt durable au mouvement d'intégration croissante du commerce mondial.
- Crise financière (2008) : hausse durable du chômage / risque de déflation / critique du libre-échange et augmentation des tendances protectionnistes (guerre tarifaire US-Chine, Brexit)
- Pandémie (2020) : mise en place rapide de mécanismes de prévention ou d'atténuation du chômage / vive accélération de l'inflation en réponse au déséquilibre offre-demande (pénuries) / Rebond très rapide du commerce mondial et amplification du volume des échanges malgré les perturbations de la chaîne logistique.



Mécanisme de l'inflation : choc exogène vs hausse autoentretenu



Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

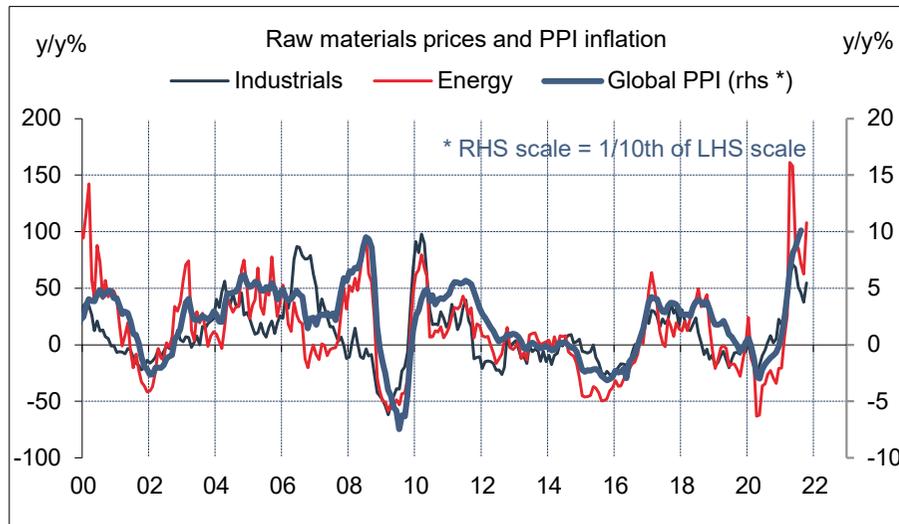


Le déséquilibre offre-demande est démultiplié par la faiblesse des inventaires et la fragmentation de la chaîne logistique (*just-in-time*)

- La chaîne de formation des prix de détail est complexe. Les pressions en amont sur les prix des produits de base ou les prix de production peuvent être atténuées en aval, soit par le jeu de la concurrence, soit par l'intervention des autorités publiques (exemple : réaction à l'envolée des prix de gros de l'énergie). Certains chocs se répercutent vite (pétrole), d'autres lentement (salaires).
- Les pénuries d'intrants et les difficultés de recrutement manifestent le succès des mesures de stabilisation mises en œuvre au début de la crise pandémique. Après une crise normale, juste au début de la reprise, les entreprises seraient au contraire hésitantes à produire et à recruter du fait des incertitudes sur la demande future et des efforts d'assainissement des bilans (stocks excédentaires, surendettement).
- Face à une situation de pénurie, les agents économiques sont incités à surstocker ("*if you panic, panic first*"), ce qui prolonge et amplifie le déséquilibre des marchés, etc. (illustration classique d'un problème de coordination en information imparfaite).



Inflation : les effets de 1^{er} tour



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

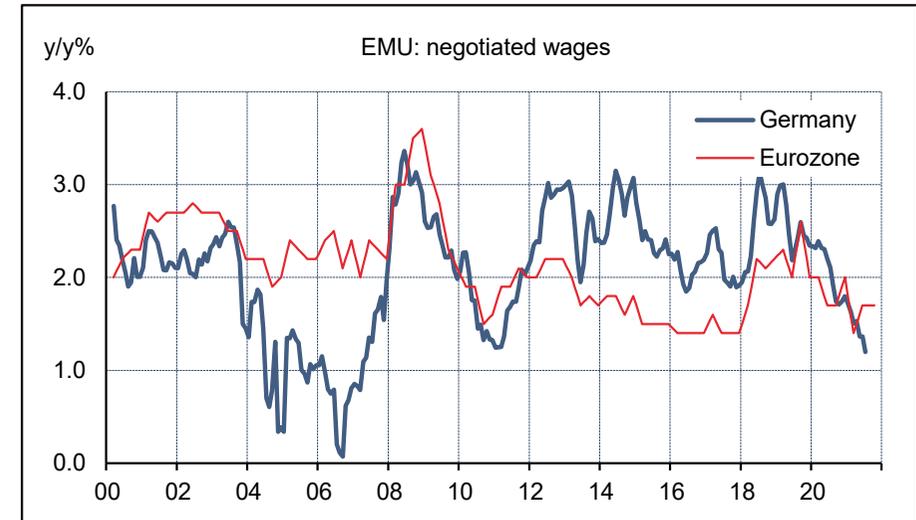


Il y a des pénuries à tous les stades de la chaîne de production et de livraisons, d'où une multiplicité de chocs de prix relatifs

- Les exemples de déséquilibre offre-demande sont innombrables : matières premières toutes catégories confondues, biens intermédiaires (notamment les composants électroniques), fret maritime, transport routier, etc.
- Pour la plupart, les pénuries résultent des perturbations causées par la pandémie (fermeture/réouverture asynchrone selon les pays et les secteurs)
- Elles traduisent aussi parfois le caractère oligopolistique de nombreux marchés (gaz, pétrole, cargo).
- Elles ne résultent pas d'une diminution de la capacité d'offre (pas de destruction de capital physique ou humain durant la pandémie).



Inflation : les effets de 2nd tour (les salaires)



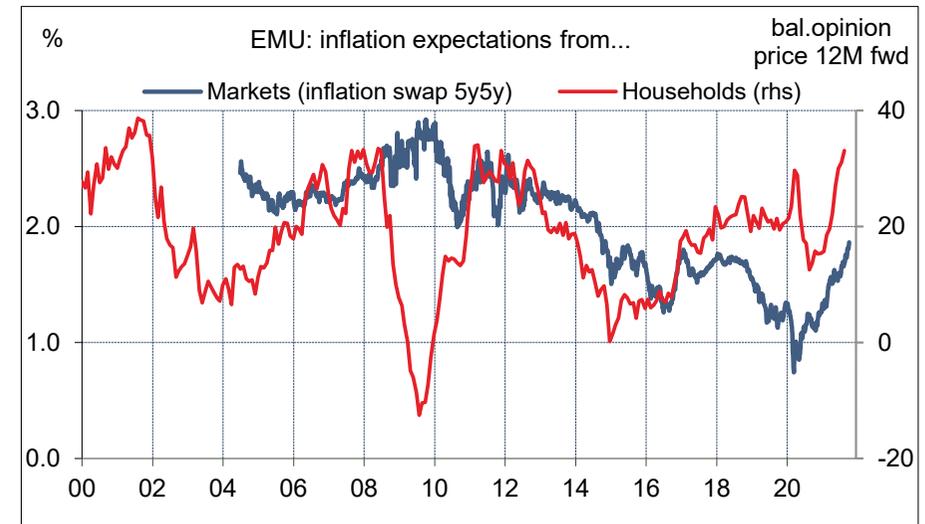
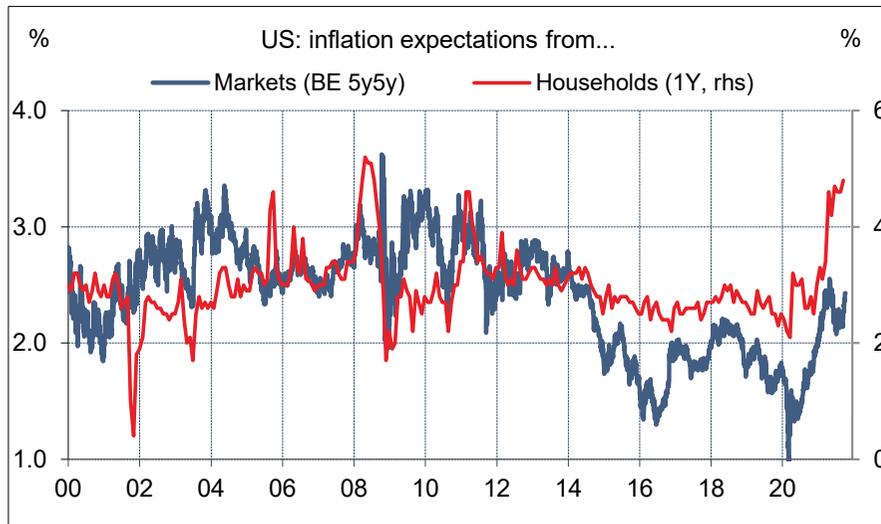
Sources : Thomson Reuters, Fed, BCE, ODDO BHF Securities

Les difficultés de recrutement préexistaient à la pandémie. Elles s'en trouvent accentuées, mais ne sont pas uniformes.

- Etats-Unis (marché du travail flexible) – L'emploi n'a pas été protégé durant la pandémie (effondrement de l'emploi de services peu qualifié et mal rémunéré) mais les indemnités de chômage ont été fortement accrues, ce qui a abouti à surcompenser le choc sur le revenu disponible. En phase de réouverture des services, le *turnover* de la main-d'œuvre s'emballé. Les tensions salariales sont fortes mais localisées. La productivité apparente du travail a progressé durant la pandémie. A ce stade, il n'y a pas de dérapage des coûts unitaires de travail (salaire moins productivité).
- Europe (marché du travail rigide) – L'emploi a été largement protégé, le revenu des ménages n'a pas été surcompensé comme aux Etats-Unis (l'épargne excédentaire est donc moins abondante). La mobilité de la main-d'œuvre est faible, le sous-emploi reste élevé. Il n'y a pas de signes manifestes de dérapage des salaires négociés.



Inflation : les effets de 2nd tour (les anticipations d'inflation)



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Le concept d'"anticipations d'inflation" est omniprésent dans les modèles économiques (règles de Taylor). Il est pourtant extrêmement flou.

- Les travaux empiriques tendent à montrer que les "anticipations d'inflation" ont d'assez médiocres propriétés prédictives de l'inflation future. Beaucoup des indicateurs disponibles sont en fait beaucoup plus corrélés à l'inflation passée ou présente qu'à l'inflation future.
- En général, les anticipations d'inflation extraites des enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels et des entreprises sont jugées plus fiables que les anticipations venant des enquêtes auprès des ménages ou des variables de marchés (obligation indexée, swap d'inflation). Pour autant, les vues des ménages sont plus importantes au plan politique.
- Toutes les mesures d'inflation anticipée ont rebondi depuis le creux du printemps 2020. La hausse est plus marquée (et le niveau absolu) est plus haut sur les horizons courts (1-3 ans) que sur les horizons longs (5-10 ans). Même si le choc d'inflation a dépassé la durée qui peut être décrite comme "transitoire" (environ un an), le profil en bosse reste le plus communément admis. A notre connaissance, les tenants de la stagflation 2.0 ne s'attendent pas à une accélération continue des prix à moyen terme.

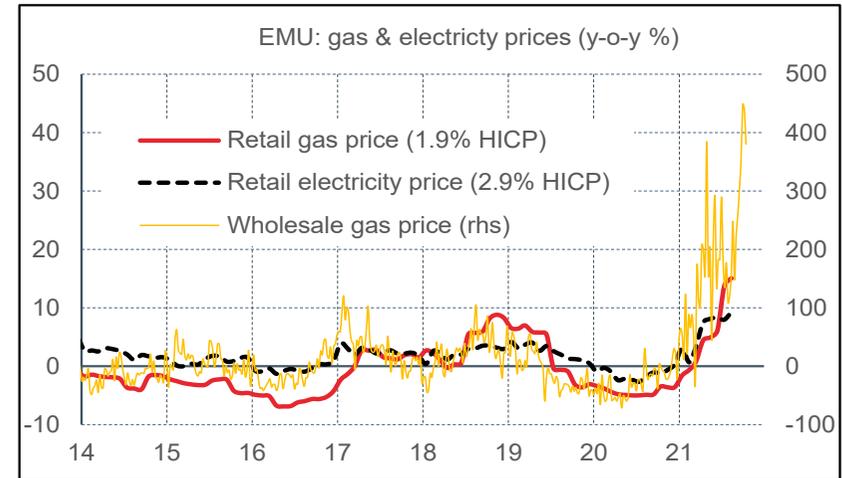


Inflation : les effets de la transition verte

Power data (from electricityMap, GW)					
On Oct. 19, 2021	Unused capacity*	Natural gas		Wind power	
		Prod.	Capacity	Prod.	Capacity
		Main EU countries	98	48	163
o/w					
_ Germany	28	6	31	18	63
_ France	24	4	12	5	17
_ Italy	10	19	50	0	11
_ Spain	6	7	34	7	27
UK	11	12	40	11	25

*nuclear, oil, coal, biomass

Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities



L'envolée des prix de gros du gaz (et de l'électricité) fait le pont entre les tensions de court terme (pénuries) et de long terme (transition verte)

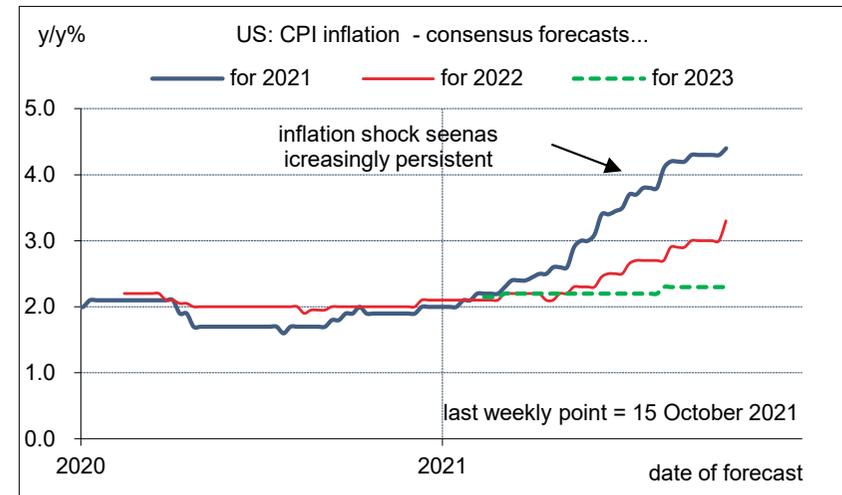
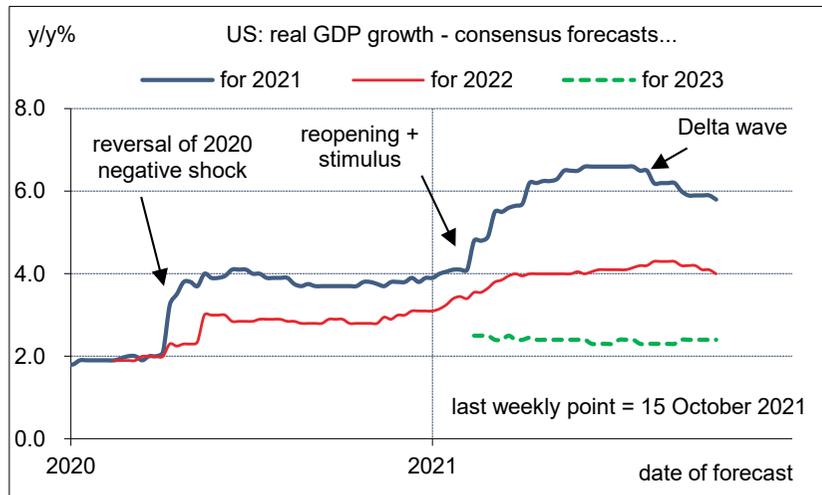
- La transition vers un mix énergétique décarboné est un objectif mondial depuis l'accord de Paris sur le climat de 2015. En Europe, l'objectif de neutralité carbone a été fixé à 2050. C'est un axe central des politiques générales de l'UE. La hausse du prix relatif de l'énergie est un paramètre incontournable d'une politique incitant à passer des énergies fossiles aux énergies renouvelables. La capacité de production d'énergie ajustable aux soubresauts de la demande est engagée dans un repli tendanciel.
- La crise actuelle met en évidence certaines carences de cette "transition verte". Le rééquilibrage du mix énergétique entraîne une plus grande volatilité des prix à court terme (intermittence de la production venant de sources renouvelables par manque de technologie de stockage) et une plus grande dépendance aux producteurs de gaz, source d'énergie pourtant plus polluante que le nucléaire.
- L'envolée récente du prix de l'électricité met les gouvernements dans une situation inconfortable, entre les objectifs de long terme (encourager les investissements facilitant la transition, subventions de l'offre) et les objectifs immédiats (protéger le choc sur le pouvoir d'achat des ménages, subventions de la demande). Les contraintes électorales poussent par nature à privilégier le court terme. Une inflation plus volatile (composante énergétique = 9.5% de l'indice des prix en zone euro) complique l'analyse du risque inflationniste par les banques centrales.



Conditions d'activité (US – Europe – Chine)



Economie US : coup de froid sur l'activité, coup de chaud sur l'inflation



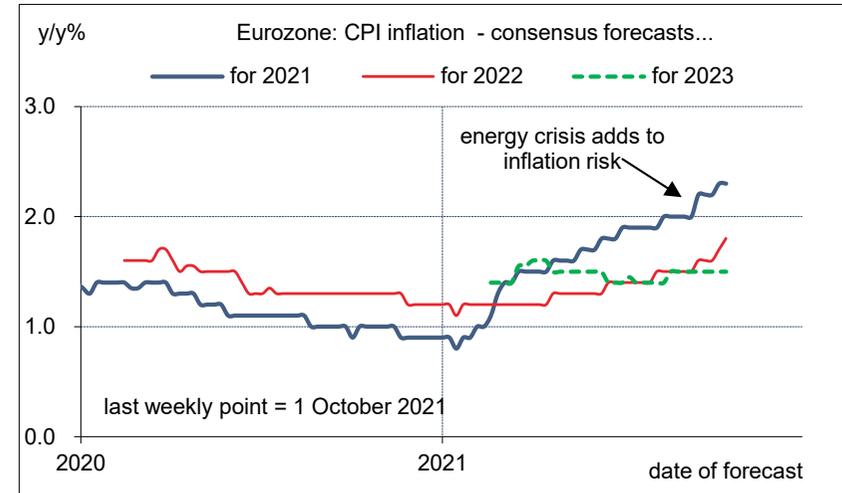
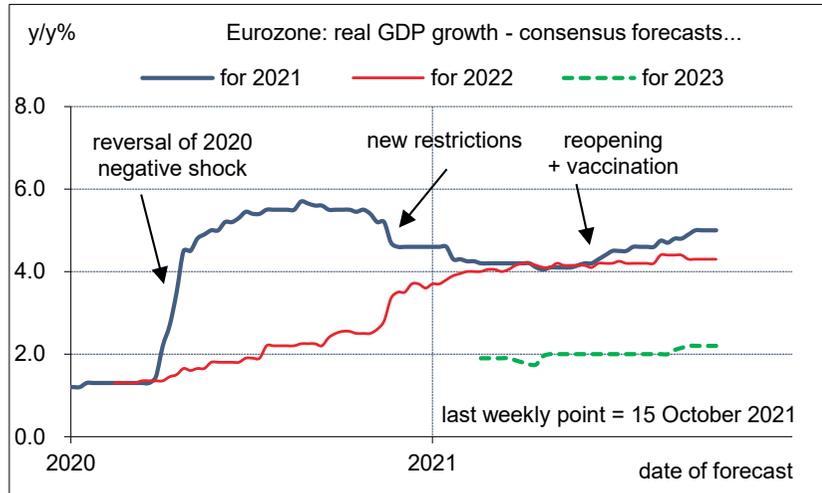
Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

L'économie US connaît un essoufflement de la reprise et une accentuation des tensions inflationnistes, le pire des cocktails pour la Fed

- Le freinage récent du rythme de croissance de l'activité et de l'emploi coïncide avec la montée de la vague de contaminations au variant Delta, ce qui a pesé sur les secteurs impliquant de fortes interactions sociales (restauration, voyages, éducation). La couverture vaccinale de la population américaine est désormais plus faible qu'en Europe.
- L'accélération de l'inflation réduit à court terme le pouvoir d'achat des ménages. Pour autant, leur revenu du travail continue de croître (emploi + salaires) et l'excédent d'épargne accumulée pendant la pandémie est considérable. Les dépenses des ménages en biens plafonnent, mais les dépenses en services (2/3 du total) sont sur une tendance haussière assez régulière.
- L'avancée des programmes de relance budgétaire patine, soit du fait des divisions partisans (risques de *shutdown* et de défaut technique), soit du fait des désaccords au sein même du camp démocrate. Un accord ne pourra se faire que sur des montants réduits par rapport aux annonces du début 2021 (un plan d'environ 1tr\$ de dépenses d'infrastructure soutenu par les deux partis, un autre de 3.5tr de dépenses sociales rejeté par les Républicains).
- Pour l'essentiel, les révisions à la baisse de la croissance anticipée sont concentrées à ce jour sur le T3 et le T4 2021, mais non sur 2022. Le reflux anticipé de l'inflation est décalé dans le temps, mais reste la thèse largement majoritaire des prévisionnistes.



Economie européenne : rattrapage et surperformance au H2 2021



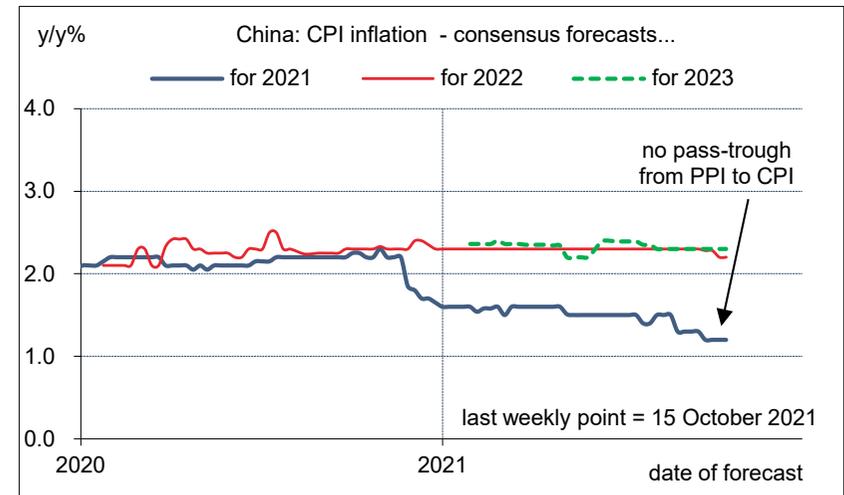
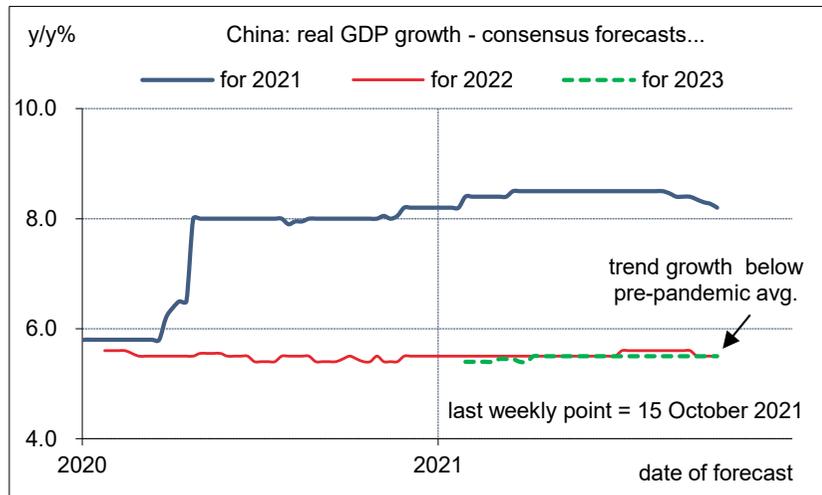
Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

La zone euro continue de combler son retard dans la reprise. Elle retrouve son niveau d'activité pré-pandémie en cette fin 2021

- L'extension de la couverture vaccinale dans les pays d'Europe occidentale a permis une réouverture quasi complète de l'économie. La vague du variant Delta n'a pas eu d'effet visible sur la mobilité des agents, l'activité économique, ni le fonctionnement des systèmes hospitalier et éducatifs.
- La sortie des mesures de stabilisation d'urgence (systèmes d'activité réduite, garanties de prêt) se fait de manière graduelle. Il n'y a pas d'appétit du côté des responsables de politique économique de resserrer le *policy-mix* au-delà des ajustements purement cycliques.
- Les pénuries d'intrants pèsent sur l'activité industrielle, en particulier le secteur automobile – ce qui explique la sous-performance relative de l'économie allemande par rapport à ses voisins depuis quelques mois. A ce stade, la vue générale est que ces pénuries décalent la production dans le temps, mais ne la suppriment pas. Dans l'ensemble, les révisions de croissance récentes (consensus, OCDE, FMI) sont orientées modestement à la hausse.
- Le choc d'inflation est significatif au regard des standards européens. Toutefois, il est moindre qu'aux Etats-Unis et semble aussi moins persistant, du fait des différences dans les conditions d'emploi et de salaires entre les deux zones. L'inflation totale s'établit à 3.4% sur un an. Corrigée de la composante énergétique et des effets directs de la pandémie, elle ressort selon nos calculs à seulement 1.3%. Le risque d'inflation est surveillé de près par les gouvernements pour ses implications dans le champ social (négociations salariales) et politique (diverses mesures ponctuelles pour amortir la hausse des factures énergétiques).



Chine (1) : double freinage, cyclique et organique



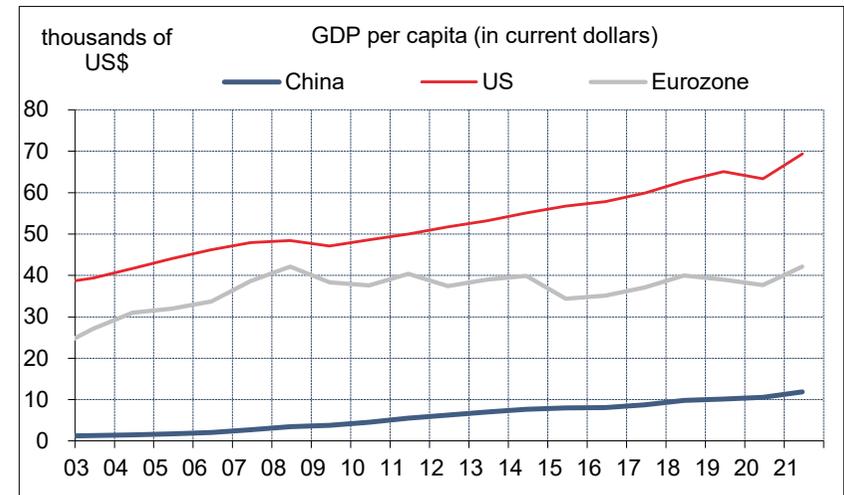
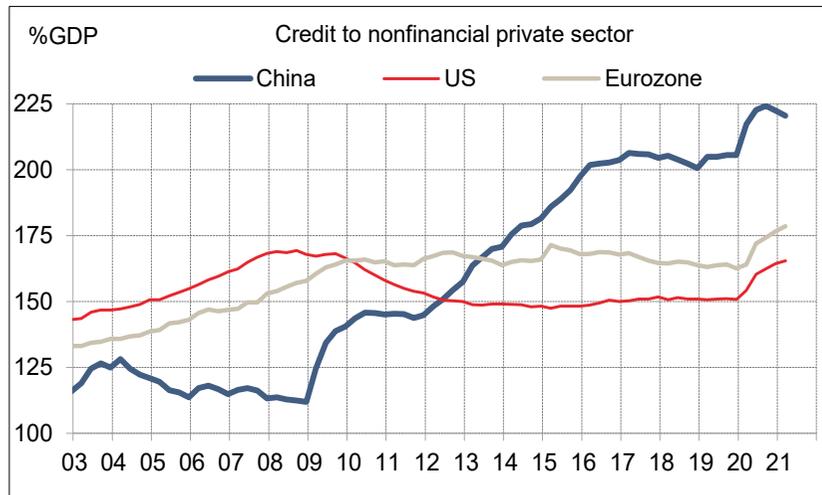
Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

L'économie chinoise a stagné cet été. La balance des risques pointe vers le bas tant à court qu'à moyen terme

- Le taux de croissance officiel est tombé à 4.9% sur un an au T3 2021, le plus bas niveau jamais historique (mis à part le choc exceptionnel du T1 2020). C'est le résultat d'une confluence de facteurs plus ou moins durables : mesures de confinement en réponse au variant Delta, fermeture de sites de production par suite de mesures anti-pollution, resserrement des conditions de crédit au H1 2021, chute de l'activité de construction résidentielle sur fond de pressions gouvernementales pour assainir et désendetter ce secteur (voir p.suivante).
- Le freinage de la croissance est à la fois cyclique et organique. Des mesures de soutien à court terme sont possibles (injections de liquidité par la banque centrale), mais il semble évident que les autorités sont engagées dans une refonte structurelle du "modèle" de croissance économique. Cela passe par une vague de mesures réglementaires encadrant plus strictement l'activité de multiples secteurs (immobilier, fintech, media sociaux, éducation, e-commerce, services en ligne, etc.).
- Sur le front des prix, la situation de la Chine est singulière. La hausse des prix à la production bat record sur record, mais il n'y a semble-t-il aucune répercussion au niveau des prix de détail, qui tendent à ralentir. Les perspectives d'inflation ne peuvent ignorer les conséquences d'un désendettement du secteur immobilier. Certains précédents historiques (Japon des années 1990, Espagne post-2008) pointent dans le sens de la déflation.



Chine (2) : déflater la bulle immobilière



Sources : Thomson Reuters, BIS, ODDO BHF Securities

Il n'y a pas de substitut immédiat à la réduction de la part de l'investissement immobilier dans le PIB

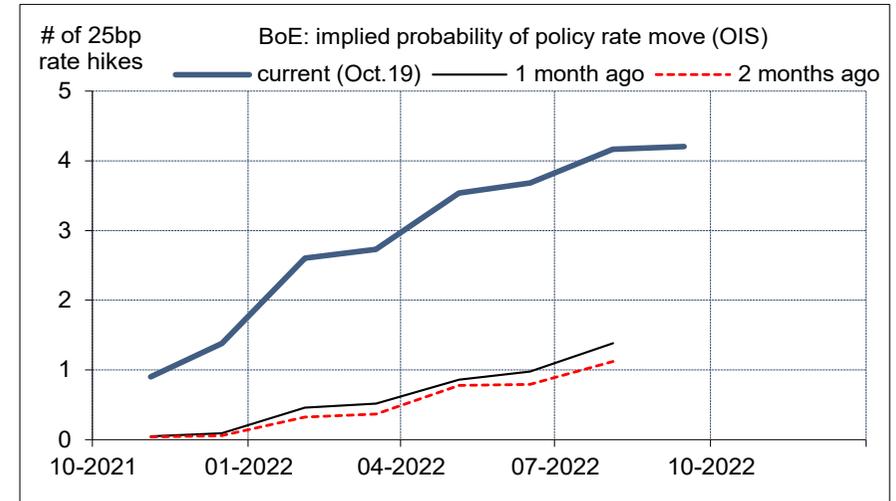
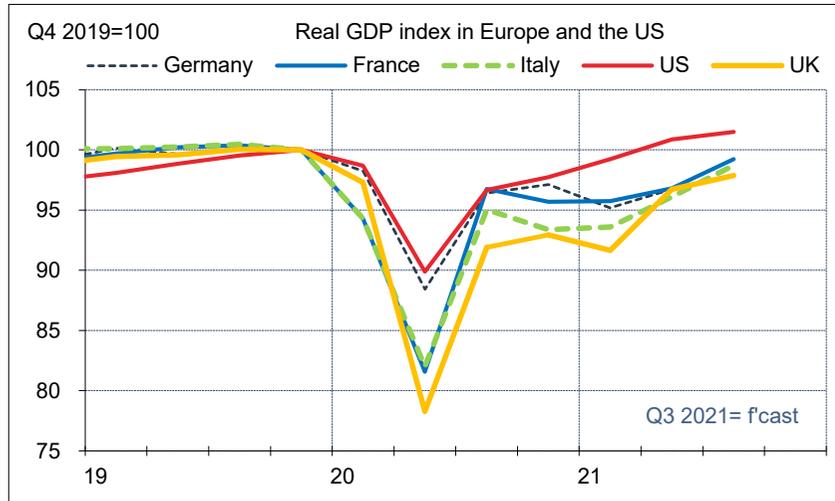
- Pour un pays à revenu moyen, le taux d'endettement du secteur privé chinois est excessif, bien supérieur aux standards des Etats-Unis ou de l'Europe. Sa hausse reflète la forte croissance du secteur de la construction résidentielle. Pour une part, cela traduit l'urbanisation de l'économie, un phénomène normal en phase de développement, mais d'autres facteurs sont en cause (maximisation des recettes des administrations locales, spéculation).
- Il est admis (à tort ou à raison) que les difficultés de grands promoteurs immobiliers, notamment Evergrande, n'auront pas de répercussion financière au plan global dans la mesure où le système financier chinois est strictement contrôlé et peu intégré au reste du monde. La Chine n'est pas dépendante des capitaux étrangers.
- Toutefois une diminution de l'activité de construction aura nécessairement des conséquences macroéconomiques. Selon certaines estimations, une fois pris en compte les interactions du secteur de la construction avec l'industrie en amont et avec la promotion immobilière en aval, son poids total représente plus du quart du PIB. En réduisant la dépendance du surinvestissement immobilier, le freinage de la croissance est voué à s'amplifier à court terme car il n'y a pas de compensation immédiate dans les autres composantes du PIB, que ce soit l'investissement en équipement, la consommation des ménages ou le commerce extérieur. Les considérations politiques (prolongement du mandat du président Xi l'an prochain) et géopolitiques (rivalité technologique avec les Etats-Unis) ajoutent une bonne dose d'opacité aux décisions gouvernementales.



Banques centrales (BoE – Fed – BCE)



Banque d'Angleterre : un virage très (trop ?) restrictif



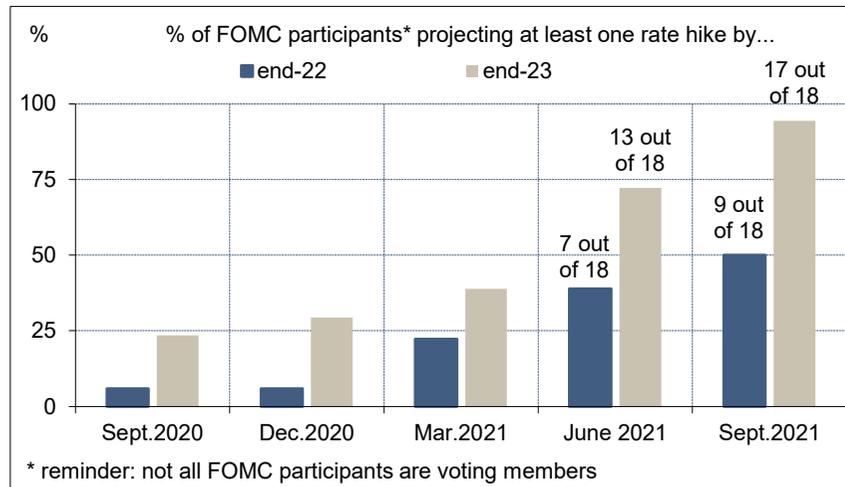
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

La Banque d'Angleterre se doit, dit-elle, de réagir à la poussée d'inflation, préparant le terrain pour une hausse imminente des taux.

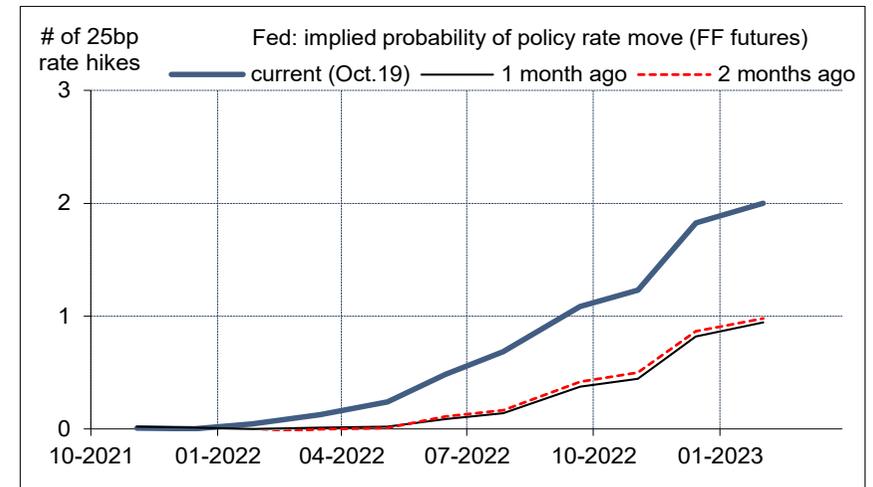
- Parmi les grandes économies développées, l'économie britannique a été constamment à la traîne depuis le début de la pandémie, avec une chute relative plus forte que ses pairs au T2 2020, puis un rattrapage relatif plus lent. Le système d'activité partielle qui couvrait encore près de 1.5 millions de personnes cet été a pris fin en octobre. L'orientation de la politique budgétaire et de la politique monétaire s'annonce plus restrictive en 2022.
- Les problèmes de pénuries causés par la pandémie et la transition énergétique sont accentués par les conséquences du Brexit (diminution du nombre de travailleurs de l'UE, en particulier dans certains secteurs sensibles comme le transport routier et la santé). C'est un choc d'offre à multiples facettes. Par ailleurs, la circulation virale reste plus élevée que sur le continent, ce qui ajoute une dose d'incertitude.
- Dans le manuel des banques centrales, il n'est normalement pas recommandé de ne pas resserrer la politique monétaire dans ce genre de situation, sauf à croire que le choc d'inflation est persistant. C'est une vue défendue ardemment par plusieurs membres du MPC. A rebours de l'erreur des banques centrales dans les années 1970, la thèse est qu'il est préférable de réagir vite, ce qui permet de limiter l'ampleur et la durée du resserrement monétaire.
- Les marchés anticipent des hausses régulières de taux directeur tout au long de 2022.



Fed : nervosité face à la durée du choc d'inflation



Sources : Fed, Bloomberg, ODDO BHF Securities

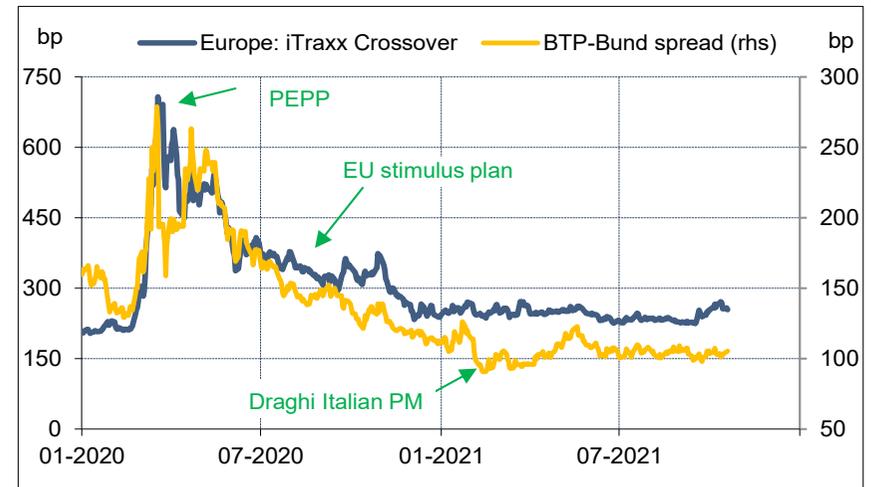
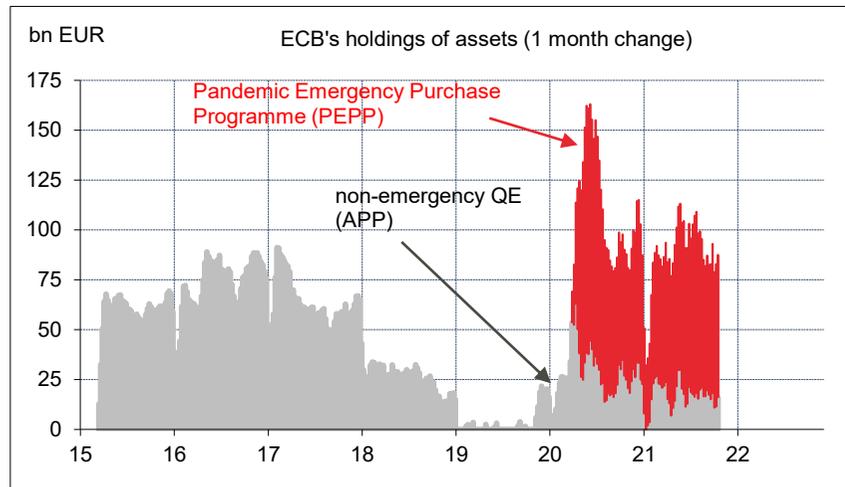


La Fed n'a pas totalement réussi à découpler les anticipations de *tapering* et les anticipations de hausse des taux

- La cause est entendue, la Fed annoncera une réduction de ses achats d'actifs à sa réunion du 3 novembre. C'est le message unanime venant des officiels de la Fed depuis deux mois. La persistance des goulots d'étranglements n'a pas conduit la Fed à abandonner le scénario d'un reflux de l'inflation mais ce mouvement est vu comme plus tardif et moins rapide qu'il y a quelques mois. Dans un contexte de politisation du risque inflationniste, la Fed se doit de donner des gages sur sa crédibilité anti-inflationniste. La réduction des achats d'actifs est un geste à moindre coût, d'autant qu'à la différence de 2013, l'annonce du *tapering* est cette fois presque un non-événement pour les marchés de taux.
- Le programme de QE relancé en mars 2020 se terminera vers la mi-2022, se soldant par une hausse de près de 5tr\$ du bilan de la Fed par rapport à la situation pré-pandémie. Il y a un débat académique sur le point de savoir si la compression des taux longs vient surtout d'un effet-flux (achats d'actifs) ou d'un effet-stock (détention d'un large portefeuille). En tout état de cause, la Fed n'entend pas réduire la taille de son bilan.
- La normalisation monétaire est conçue selon un schéma séquentiel. A ce jour, personne à la Fed ne pousse pour mener de front l'arrêt du QE et la sortie de la politique de taux zéro. Mais l'écart entre les deux événements sera un sujet de discussion épineux dans les prochains mois. Les anticipations du marché des *futures* sont plus agressives que les projections du FOMC.



BCE : plutôt zen (trop ?) face au choc d'inflation



Sources : BCE, Bloomberg, ODDO BHF Securities

La BCE est bien là pour "fermer les spreads", au moins tant que la reprise économique n'est pas totalement autonome

- La mémoire de l'erreur de politique monétaire de 2011 est encore vive à la BCE. A l'époque, la BCE avait plusieurs fois monté son taux directeur en réponse à une montée ponctuelle des prix du pétrole, et précisément au moment où la reprise post-crise financière s'épuisait. Le discours des personnes le plus influentes du Conseil (Christine Lagarde, Isabel Schnabel, Philip Lane) est que la banque centrale ne doit pas réagir, encore moins surréagir, à des chocs spécifiques de prix dès lors qu'ils n'engendrent pas d'effets de second tour – ce qui est le cas en zone euro (voir *supra*).
- Il y a une discussion en cours (qui ne sera tranchée qu'en décembre prochain) sur la suite à donner au PEPP une fois qu'il sera arrivé à son terme en mars 2022. La position médiane qui peut faire l'objet d'un large consensus, à défaut de l'unanimité, est d'accroître le programme APP et de lui greffer, dans des circonstances qui restent à définir, certains attributs du PEPP, notamment dans la flexibilité d'intervention.
- En somme, la BCE semble disposée à maintenir de manière active sa présence sur les marchés de crédit de manière plus prolongée que les autres banques centrales dans le but de maintenir une forte compression des spreads. L'objectif implicite mais prédominant est la stabilité financière, une condition nécessaire pour espérer converger durablement vers la cible d'inflation de 2%. A ce jour, la projection centrale de la BCE se situe au-dessous de sa cible en 2022 et 2023. Par suite, le débat sur les hausses de taux (sortie des taux négatifs) ne paraît pas imminent.



Annexe statistique - graphique

1. Croissance du PIB réel des principaux pays (variation T/T-1 en %)
2. Contributions à la croissance du PIB réel: pays du G7
3. Croissance du PIB réel: pays du G7 + Chine
4. Croissance du PIB réel: pays d'Asie hors Chine-Japon (sélection)
5. Croissance du PIB réel: autres pays (sélection)
6. Production industrielle: pays du G7 + émergents (sélection)
7. Inflation des prix à la consommation: pays du G7 + Chine
8. Inflation des prix à la consommation: pays émergents (sélection)
9. Taux de chômage: pays du G7
10. Confiance des directeurs d'achat (indices PMI) : pays du G7 + BRIC
11. Confiance des ménages: pays développés (sélection)
12. Ventes de voitures: pays du G7 + Chine + Brésil
13. Taux directeurs des banques centrales: pays développés (sélection)
14. Taux directeurs de banques centrales: pays émergents (sélection)
15. Bilan des banques centrales: pays développés
16. Réserves de change: monde et principaux détenteurs
17. Balance des comptes courants: pays du G7 + Chine
18. Balance des comptes courants: pays émergents (sélection)
19. Taux de change contre EUR ou USD: principales devises
20. Dette publique (en % du PIB): pays européens (sélection)
21. Ratings souverains: pays européens (sélection)
22. Refinancement des banques auprès de l'Eurosystème
23. Prêts bancaires au secteur privé: pays européens (sélection)
24. Rendements à 10 ans des emprunts d'Etat



Annexe 1: Croissance du PIB réel des principaux pays (variation t/t-1 %)

	GDP 2019 bn \$	Weights 2019		Real GDP change (Q/Q non annualised, %)																			
		current \$ %	PPP \$ %	2017				2018				2019				2020				2021			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
World *	87451	100.0	100.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	0.5	0.5	1.0	1.0	0.5	0.3	-3.0	-6.9	8.7	2.2	0.8	0.7	1.3	e
Developed countries	46617	53.3	37.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.4	0.6	0.2	0.4	0.6	0.5	0.5	0.0	-2.0	-10.4	9.5	0.9	0.4	1.8	1.3	e
Asia excl.Japan	22618	25.9	32.7	1.5	1.7	1.7	1.3	1.8	1.6	1.0	1.0	1.7	1.5	0.7	0.7	-4.8	-1.4	7.3	3.7	1.1	-0.7	1.6	e
US	21373	24.4	15.8	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8	0.5	0.2	0.6	0.8	0.7	0.5	-1.3	-8.9	7.5	1.1	1.5	1.6	-	
EMU	13409	15.3	12.5	0.7	0.8	0.7	0.9	0.0	0.5	0.1	0.6	0.7	0.2	0.3	0.0	-3.5	-11.7	12.6	-0.4	-0.3	2.1	-	
- Germany	3889	4.4	3.5	1.2	0.8	0.9	0.8	-0.4	0.6	-0.4	0.4	1.1	-0.5	0.4	-0.1	-1.8	-10.0	9.0	0.7	-2.0	1.6	-	
- France	2729	3.1	2.4	0.8	0.8	0.6	0.8	0.0	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.2	-0.4	-5.7	-13.5	18.6	-1.1	0.0	1.1	-	
- Italy	2005	2.3	2.0	0.5	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	-0.5	-5.7	-13.1	15.9	-1.7	0.2	2.7	-	
Japan	5136	5.9	4.1	0.7	0.2	0.8	0.4	0.0	0.0	-0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-7.9	5.4	2.8	-1.1	0.5	-	
UK	2833	3.2	2.4	0.6	0.3	0.4	0.4	0.2	0.5	0.6	0.3	0.6	0.1	0.5	0.0	-2.7	-19.6	17.4	1.1	-1.4	5.5	-	
Switzerland	732	0.8	0.5	0.2	0.3	0.6	1.1	1.1	0.9	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	-1.6	-6.2	6.4	-0.1	-0.4	1.8	-	
Canada	1742	2.0	1.4	1.1	1.0	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.3	0.1	1.1	0.5	0.1	-2.0	-11.3	9.1	2.2	1.4	-0.3	-	
Australia	1392	1.6	1.0	0.2	0.7	1.1	0.5	0.8	0.8	0.5	0.1	0.4	0.6	0.8	0.4	-0.3	-7.0	3.6	3.2	1.9	0.7	-	
China	14341	16.4	17.3	1.8	1.8	1.6	1.6	1.8	1.7	1.3	1.5	1.6	1.4	1.2	1.5	-9.5	10.7	2.9	3.2	0.2	1.2	0.2	
Hong Kong	363	0.4	0.3	0.6	0.9	0.8	1.1	1.4	-0.1	0.1	-0.3	0.7	-0.6	-3.4	-0.4	-5.0	-0.4	2.4	0.5	5.5	-0.9	-	
India **	2871	3.3	7.1	1.3	2.2	2.2	1.4	2.1	1.8	0.8	0.2	2.8	2.0	-0.5	-0.9	2.4	-24.4	20.4	7.7	2.5	-6.2	-	
Korea	1651	1.9	1.7	1.0	0.7	1.5	-0.3	1.1	0.6	0.7	0.8	-0.2	1.0	0.4	1.3	-1.3	-3.2	2.2	1.1	1.7	0.8	-	
Indonesia **	1120	1.3	2.5	1.4	1.3	1.2	1.0	1.5	1.7	1.1	0.5	1.6	1.8	1.1	0.0	0.0	-6.2	3.0	1.3	1.5	1.0	-	
Taiwan	612	0.7	0.9	0.8	0.6	1.2	0.6	1.1	0.3	0.2	0.8	0.5	1.5	0.7	1.1	-0.4	-0.7	4.3	1.4	3.1	-1.1	-	
Thailand	544	0.6	1.0	1.3	1.5	1.1	0.0	2.4	1.3	-0.4	0.3	1.6	1.0	-0.2	-1.4	-1.5	-9.2	6.1	0.8	0.2	0.4	-	
Malaysia **	365	0.4	0.7	1.7	1.5	1.5	1.0	1.4	1.4	0.7	0.5	2.0	1.9	0.0	-0.7	-0.5	-16.1	17.3	-1.5	2.7	-2.0	-	
Philippines	377	0.4	0.7	1.8	2.0	1.9	0.7	1.8	1.9	1.8	0.2	2.6	1.0	1.8	1.3	-4.8	-15.1	8.5	3.7	0.7	-1.3	-	
Singapore	374	0.4	0.4	0.8	0.2	2.4	1.1	0.8	0.5	0.6	-0.2	0.8	0.3	0.3	0.1	-0.6	-13.1	9.0	3.8	3.3	-1.4	0.8	
Brazil	1878	2.1	2.4	1.1	0.7	0.3	0.4	0.5	0.2	0.8	-0.3	0.7	0.5	0.0	0.3	-2.3	-9.0	7.7	3.1	1.2	-0.1	-	
Chile	279	0.3	0.4	-0.8	1.0	1.8	0.9	1.1	0.9	-0.3	1.1	-0.3	1.1	0.8	-3.8	1.9	-12.7	5.4	6.5	3.4	1.0	-	
Mexico	1269	1.5	1.9	0.5	0.3	-0.3	1.3	1.2	0.0	0.3	-0.3	0.2	-0.2	0.1	-1.0	-0.9	-17.3	12.7	3.3	1.1	1.5	-	
Russia **	1690	1.9	3.1	0.8	0.6	0.3	-0.5	1.8	1.0	0.2	-0.2	-0.6	1.8	0.5	0.3	-1.0	-7.8	5.4	2.0	0.2	2.3	-	
Poland	597	0.7	1.0	0.9	0.9	1.2	1.8	1.2	1.3	1.5	0.9	1.8	0.6	1.2	0.3	-0.1	-9.2	7.7	-0.3	1.3	2.1	-	
Turkey	761	0.9	1.8	1.4	2.3	1.5	1.9	1.5	0.7	-1.6	-3.2	1.9	2.4	0.1	1.4	0.4	-10.8	16.4	1.2	2.2	0.9	-	
South Africa	388	0.4	0.6	0.5	0.5	0.1	0.5	0.5	-0.4	1.1	0.3	-1.0	0.5	-0.1	0.1	0.2	-17.4	13.6	2.8	0.8	1.2	-	

* world weighting is based on real GDP at PPP exchange rate (IMF data). ** seasonally-adjusted figures by ODDO BHF

Source: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



Annexe 2: Contributions à la croissance du PIB réel: pays du G7

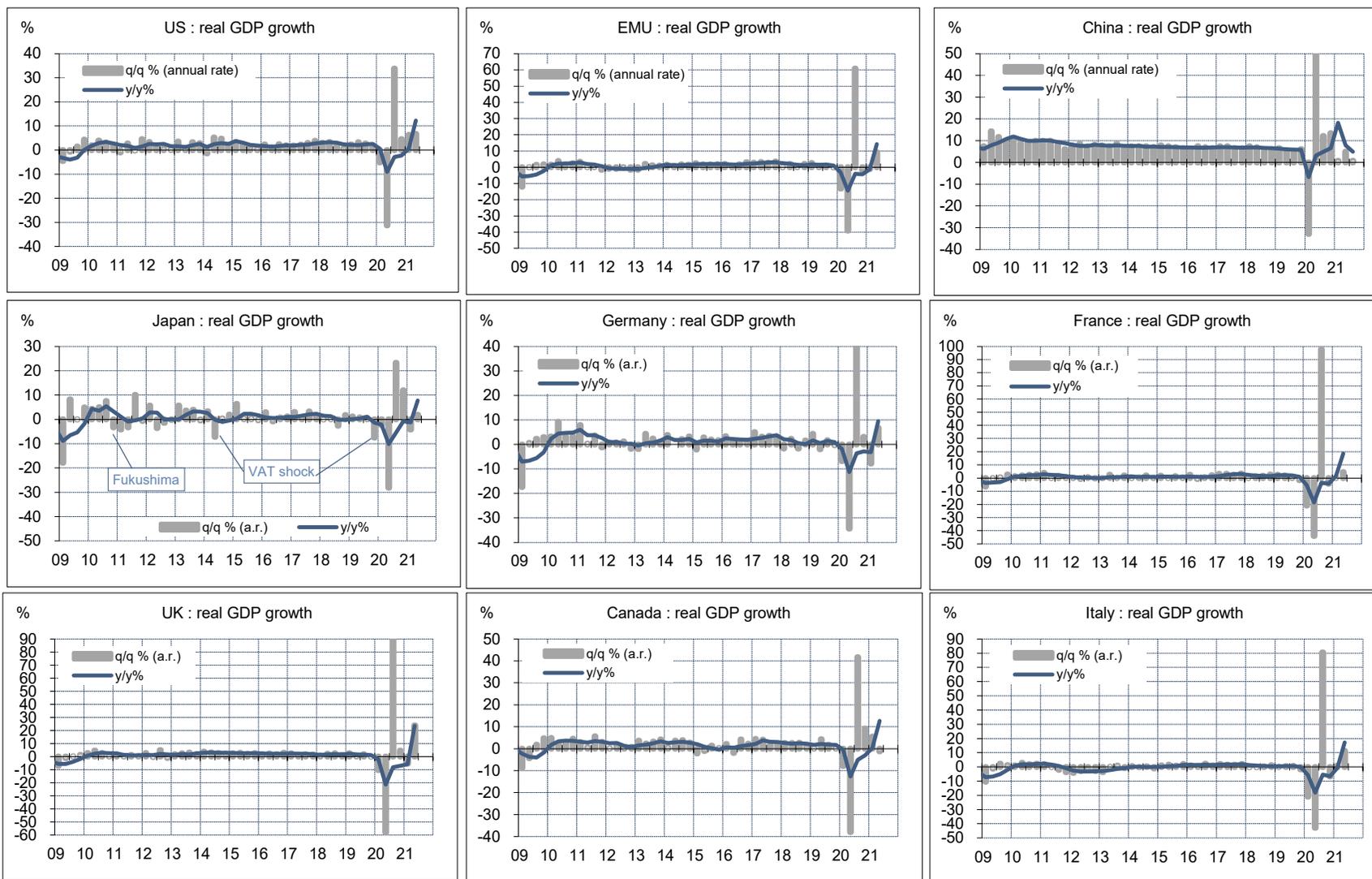
	Real GDP change (Q/Q non annualised, %) and contributions to growth *																					
	Pre-crisis 1999-2007	Crisis Q3 08-Q2 09	Post-crisis 2010-2019	Pandemic Q1-Q2 2021	2017				2018				2019				2020				2021	
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
US																						
Real GDP qoq %	0.7	-1.0	0.6	-5.1	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8	0.5	0.2	0.6	0.8	0.7	0.5	-1.3	-8.9	7.5	1.1	1.5	1.6
- Inventories	0.0	-0.3	0.0	-0.6	-0.3	0.1	0.2	-0.1	0.1	-0.2	0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-1.0	1.7	0.3	-0.7	-0.3
- Net exports	-0.1	0.3	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.4	0.0	0.4	-0.8	-0.4	-0.4	0.0
- Final demand	0.8	-1.0	0.6	-4.7	0.7	0.5	0.4	1.2	0.7	1.0	0.5	0.3	0.4	1.1	0.7	0.4	-1.2	-8.3	6.7	1.3	2.6	2.0
Japan																						
Real GDP qoq %	0.3	-1.6	0.2	-4.3	0.7	0.2	0.8	0.4	0.0	0.0	-0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	-1.9	-0.6	-7.9	5.4	2.8	-1.1	0.5
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.1	0.6	0.1	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.2	-0.5	0.4	-0.3
- Net exports	0.1	-0.5	0.0	-1.7	0.1	-0.3	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.4	0.2	-0.3	-0.3	0.6	-0.3	-3.1	2.8	1.1	-0.3	-0.4
- Final demand	0.2	-0.7	0.2	-2.7	0.4	0.4	-0.3	0.4	0.1	0.2	-0.7	0.8	0.1	0.5	0.7	-2.5	-0.4	-4.9	2.8	2.3	-1.2	1.2
Germany																						
Real GDP qoq %	0.4	-1.7	0.5	-5.9	1.2	0.8	0.9	0.8	-0.4	0.6	-0.4	0.4	1.1	-0.5	0.4	-0.1	-1.8	-10.0	9.0	0.7	-2.0	1.6
- Inventories	0.0	-0.6	0.0	-0.2	0.4	0.2	-0.1	0.0	-0.5	0.3	0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	0.2	0.1	-0.4	-1.8	0.5	1.9	0.1
- Net exports	0.2	-0.9	0.0	-1.7	0.5	-0.1	0.5	0.2	0.0	-0.3	-1.2	0.0	0.2	-0.4	0.4	-0.2	-1.0	-2.3	3.6	1.0	-1.0	-0.5
- Final demand	0.2	-0.3	0.4	-4.1	0.3	0.7	0.5	0.6	0.1	0.6	0.1	0.7	1.0	-0.1	0.4	-0.1	-0.9	-7.3	7.2	-0.8	-2.9	2.0
France																						
Real GDP qoq %	0.6	-0.9	0.3	-9.6	0.8	0.8	0.6	0.8	0.0	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.2	-0.4	-5.7	-13.5	18.6	-1.1	0.0	1.1
- Inventories	0.0	-0.6	0.0	0.5	0.6	-0.6	0.2	0.2	0.0	0.2	-0.4	0.1	0.2	0.1	-0.3	-0.3	0.3	0.7	-2.7	0.6	0.4	0.1
- Net exports	-0.1	0.0	0.0	-0.8	-0.7	1.0	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-1.6	0.5	0.8	-0.4	-0.3
- Final demand	0.6	-0.3	0.3	-9.3	0.9	0.5	0.7	0.4	0.1	0.2	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.1	-6.0	-12.6	20.8	-2.5	0.0	1.3
Italy																						
Real GDP qoq %	0.4	-1.7	0.1	-9.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	-0.5	-5.7	-13.1	15.9	-1.7	0.2	2.7
- Inventories	0.0	-0.5	0.0	0.1	-0.1	0.6	-0.4	0.3	-0.3	0.1	-0.2	0.4	-0.6	0.0	0.3	-0.6	0.7	-0.5	-1.4	0.5	0.7	-0.8
- Net exports	0.0	-0.3	0.1	-1.7	0.4	-0.6	0.3	-0.2	0.0	-0.4	0.4	-0.2	0.8	-0.1	-0.2	0.5	-0.9	-2.5	4.3	-1.1	-0.6	0.3
- Final demand	0.4	-1.0	-0.1	-7.8	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.3	-5.5	-10.1	13.0	-1.1	0.1	3.1
EMU																						
Real GDP qoq %	0.6	-1.4	0.3	-7.6	0.7	0.8	0.7	0.9	0.1	0.5	0.1	0.5	0.7	0.2	0.3	0.0	-3.5	-11.7	12.6	-0.4	-0.3	2.2
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.3	-0.2	-1.6	0.6	0.8	-0.2
- Net exports	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.6	-1.2	1.5	0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.8	-1.5	1.3	-2.1	-0.5	0.5	2.4	-0.1	0.1	0.1
- Final demand	0.5	-0.8	0.3	-7.6	0.1	1.8	-0.6	0.5	0.3	0.5	0.1	1.2	0.0	1.6	-0.9	2.1	-3.3	-11.9	11.8	-0.9	-1.2	2.4
UK																						
Real GDP qoq %	0.6	-1.4	0.5	-11.1	0.6	0.3	0.4	0.4	0.2	0.5	0.6	0.3	0.6	0.1	0.5	0.0	-2.7	-19.6	17.4	1.1	-1.4	5.5
- Inventories	-0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	0.1	0.6	-0.5	0.7	2.7	-2.9	-0.9	-2.1	2.7	-3.4	3.0	2.7	0.1	-1.6
- Net exports	0.0	0.0	0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.3	0.5	-0.8	-2.8	2.8	1.4	2.3	-2.6	3.6	-4.5	-2.2	1.3	1.0
- Final demand	0.8	-1.4	0.5	-11.3	0.7	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.5	0.8	0.2	0.0	-0.2	-2.8	-19.8	18.9	0.6	-2.8	6.1

* do not sum up exactly due to roundings

Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



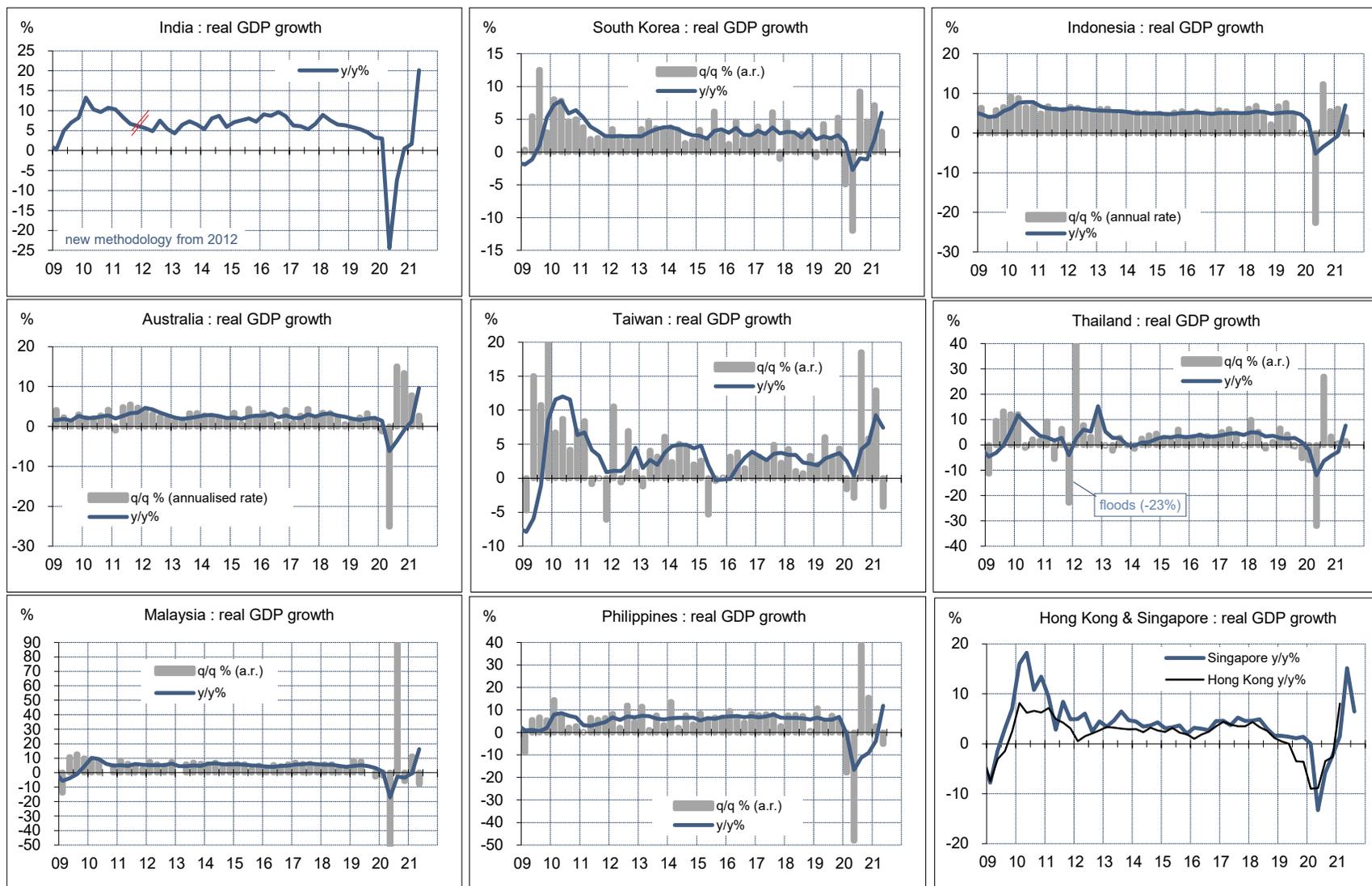
Annexe 3: Croissance du PIB réel: pays du G7 + Chine



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



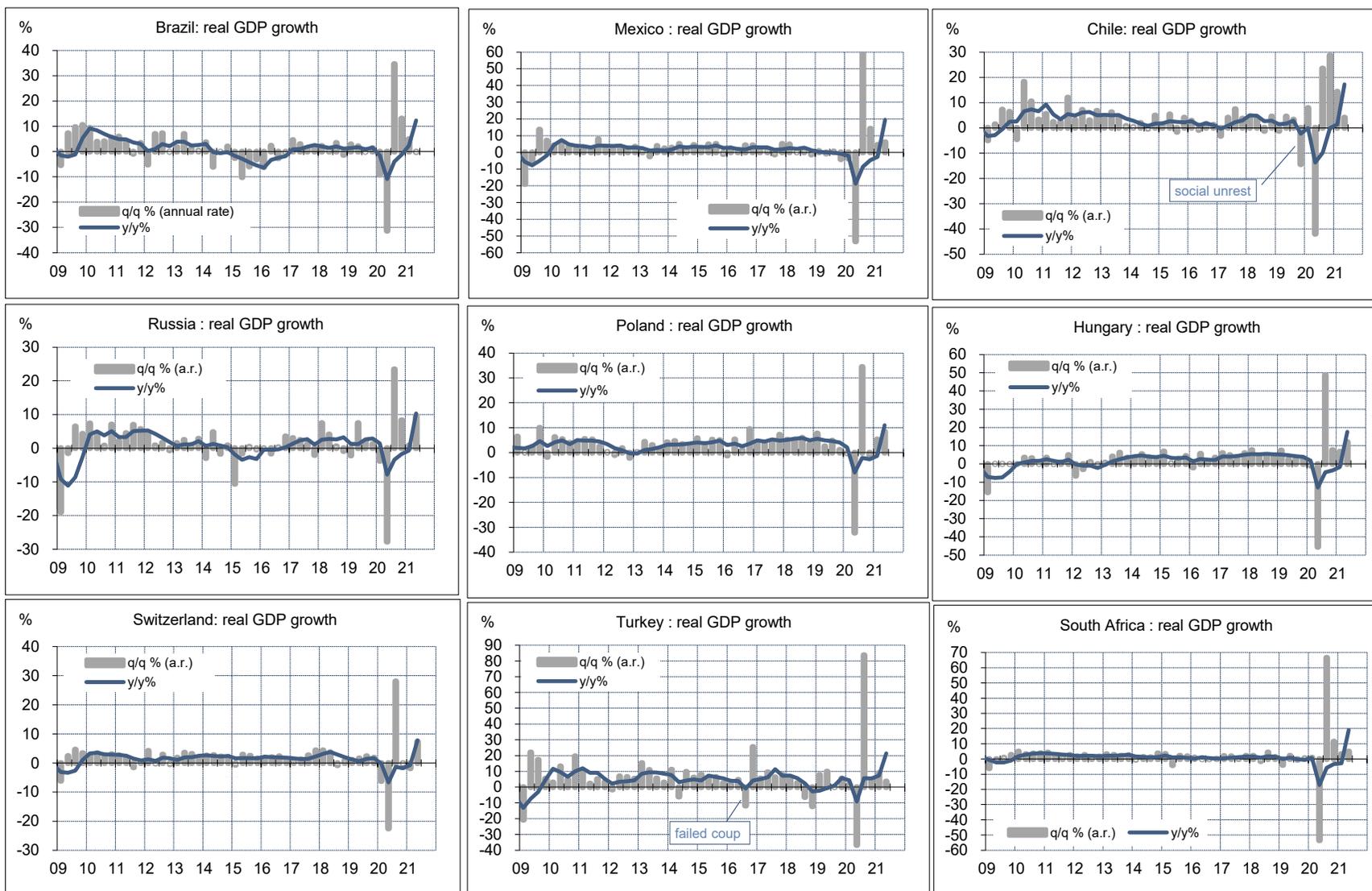
Annexe 4: Croissance du PIB réel: pays d'Asie hors Chine-Japon (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



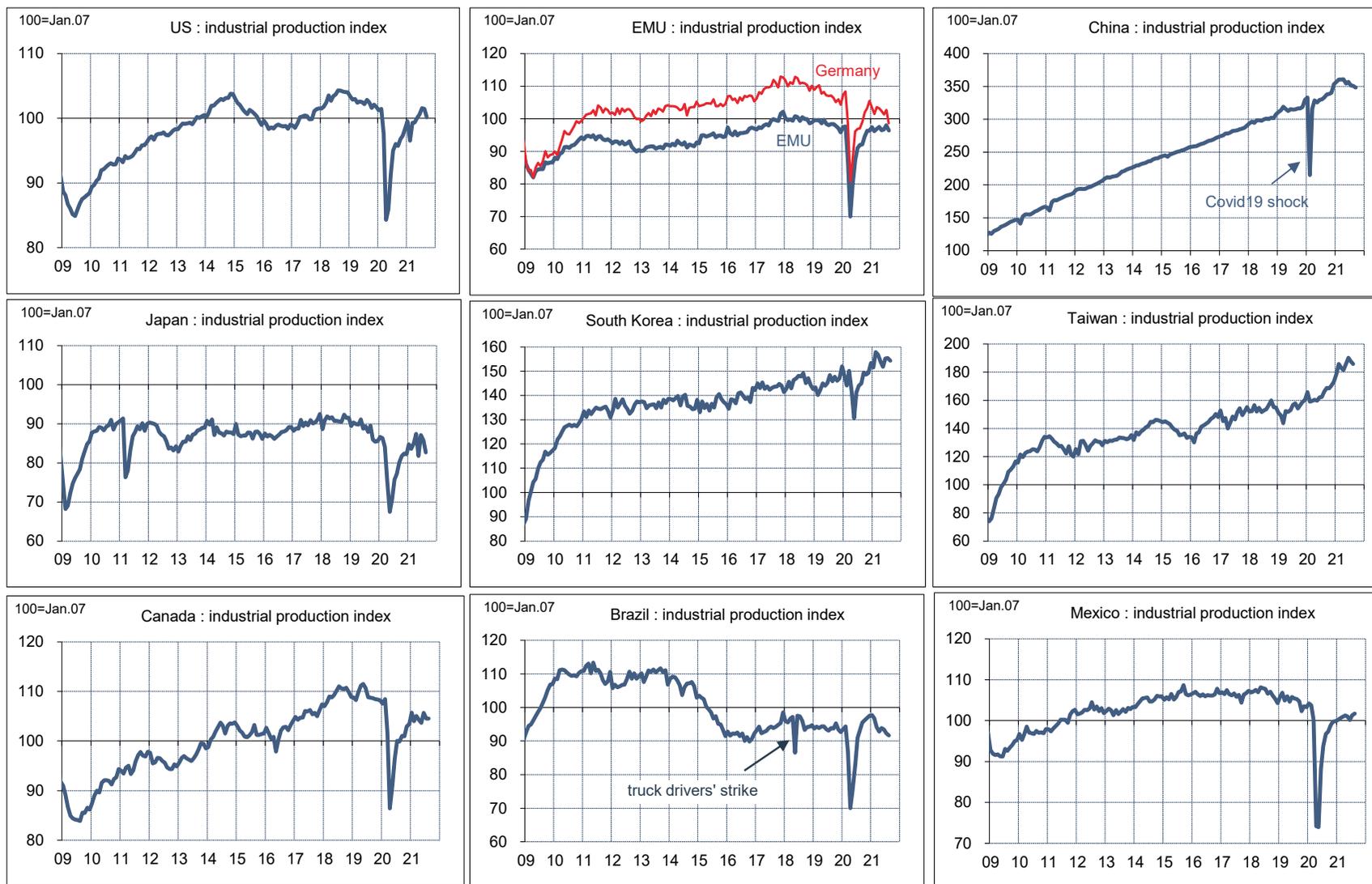
Annexe 5: Croissance du PIB réel: autres pays (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



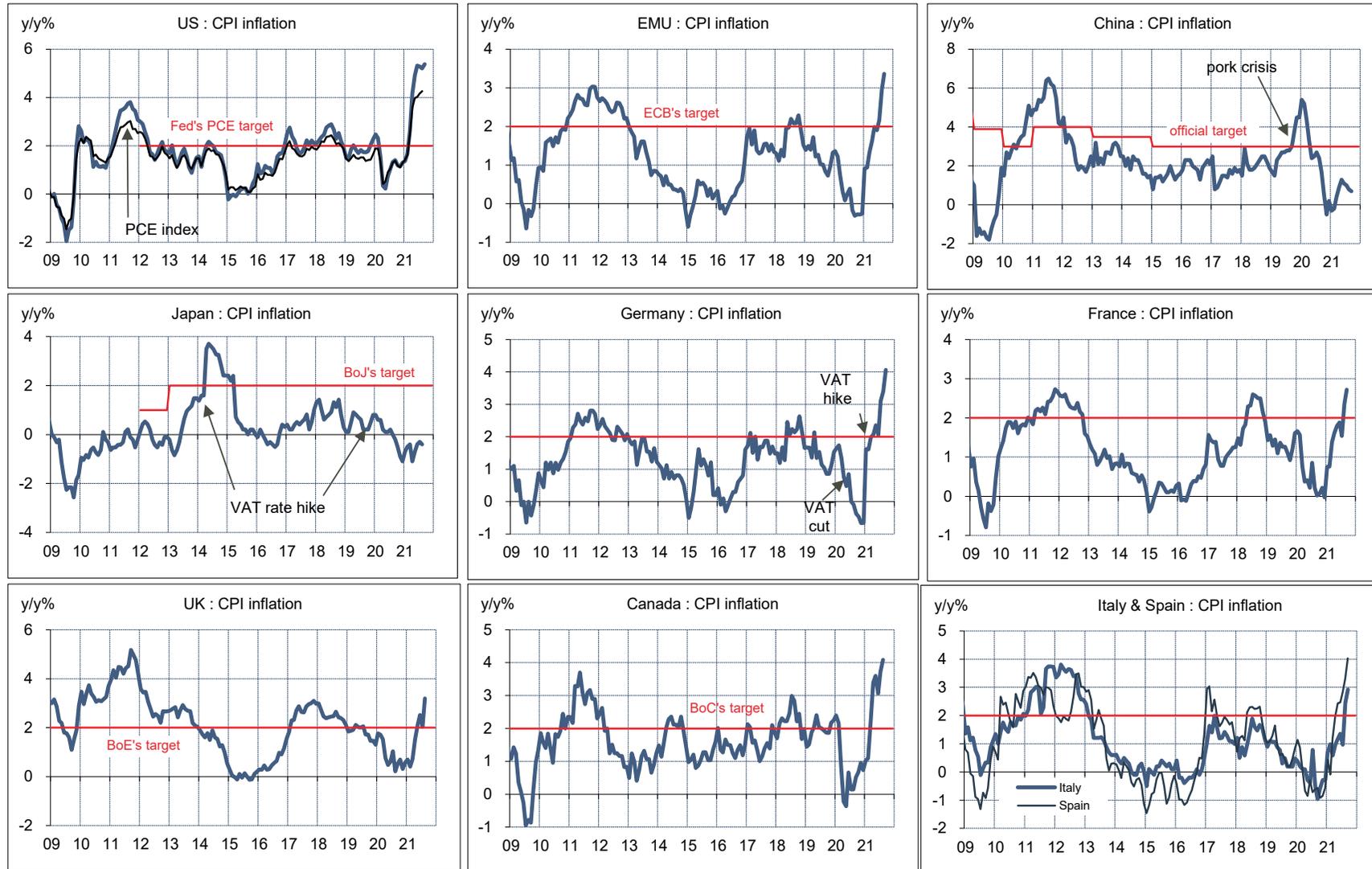
Annexe 6: Production industrielle (indice): sélection de pays



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



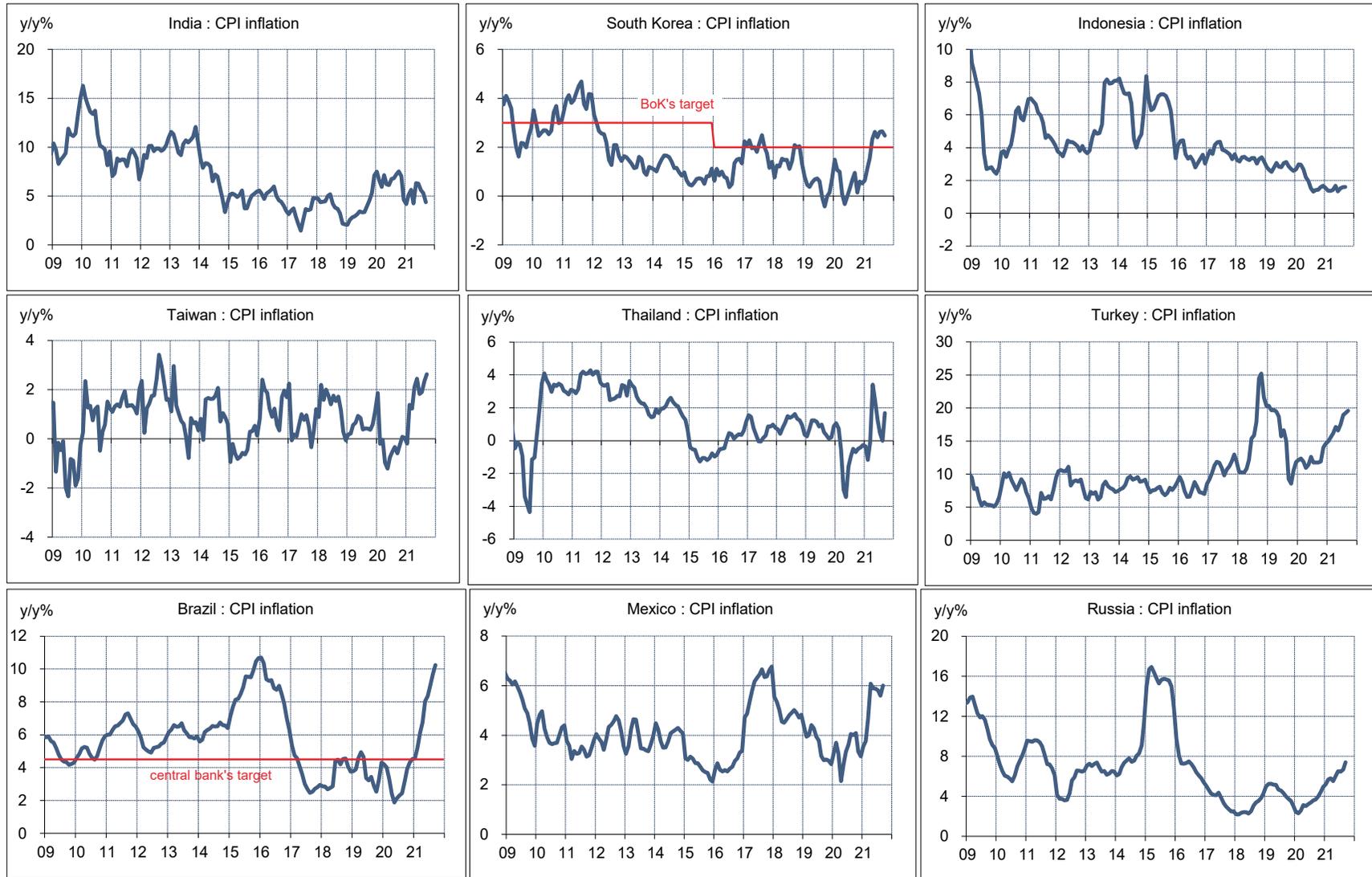
Annexe 7: Inflation des prix à la consommation: pays du G7 + Chine



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



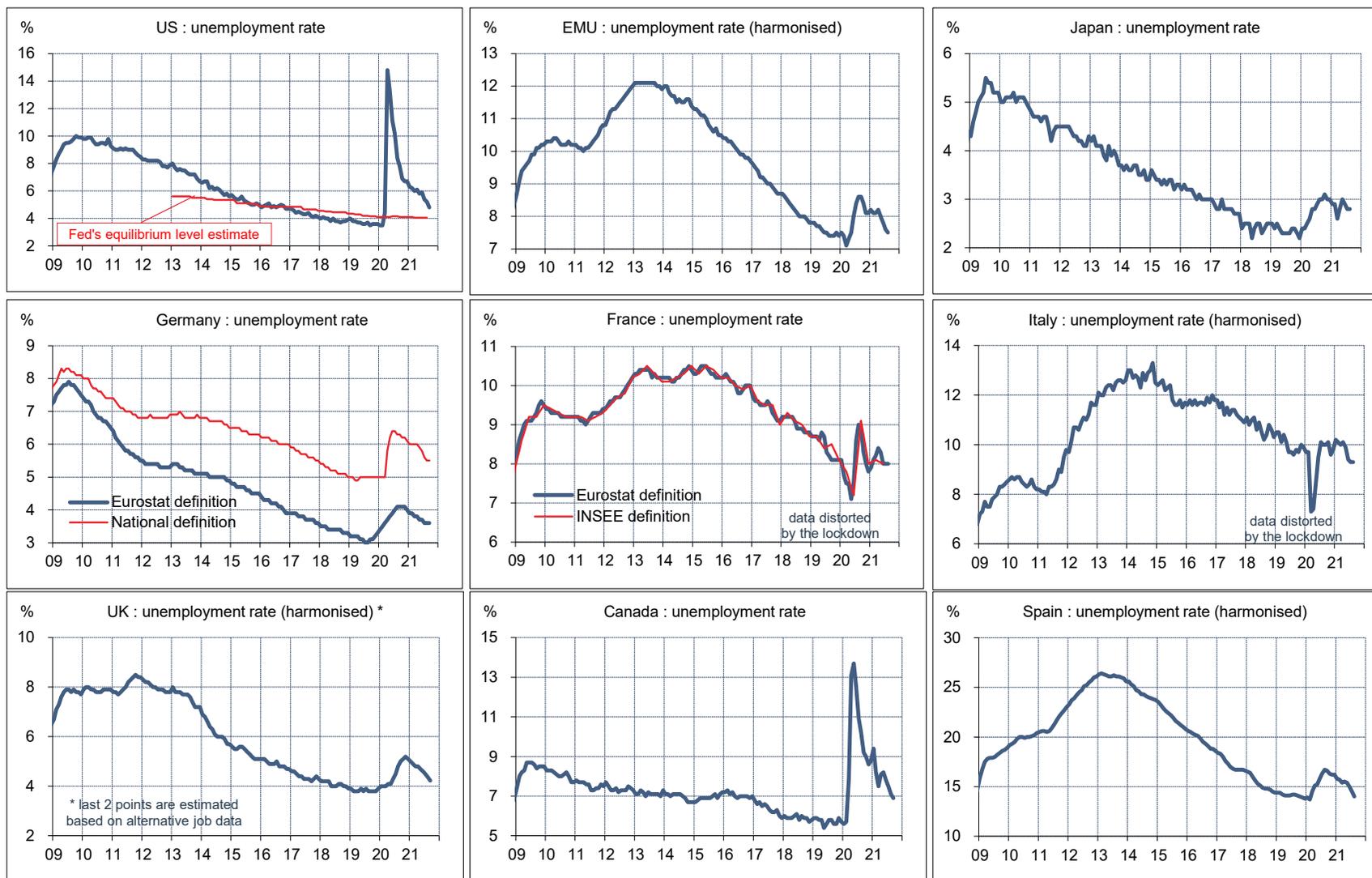
Annexe 8: Inflation des prix à la consommation: pays émergents (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



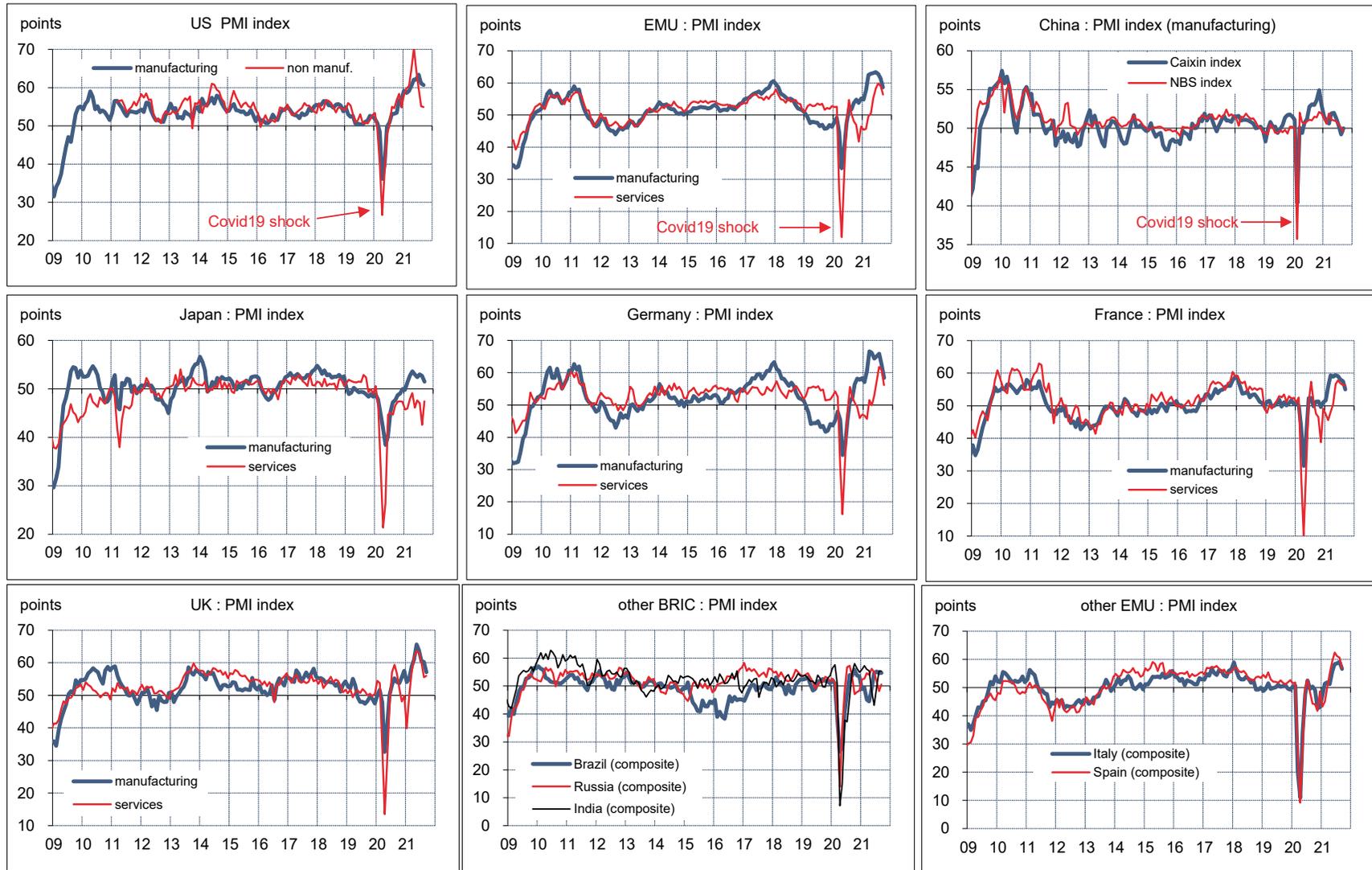
Annexe 9: Taux de chômage: pays du G7



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



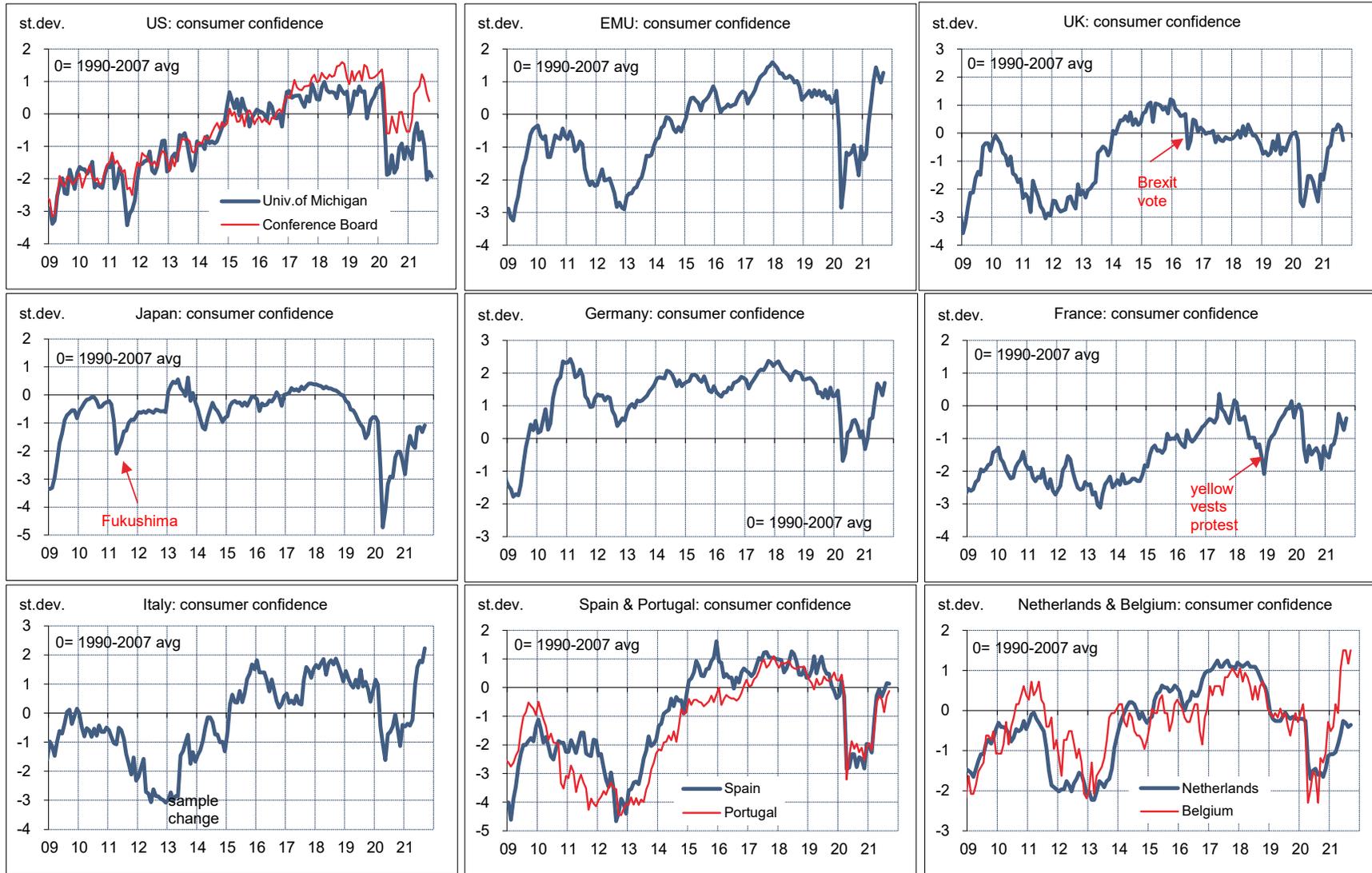
Annexe 10: Confiance des directeurs d'achat (indice PMI): pays du G7 + BRIC



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



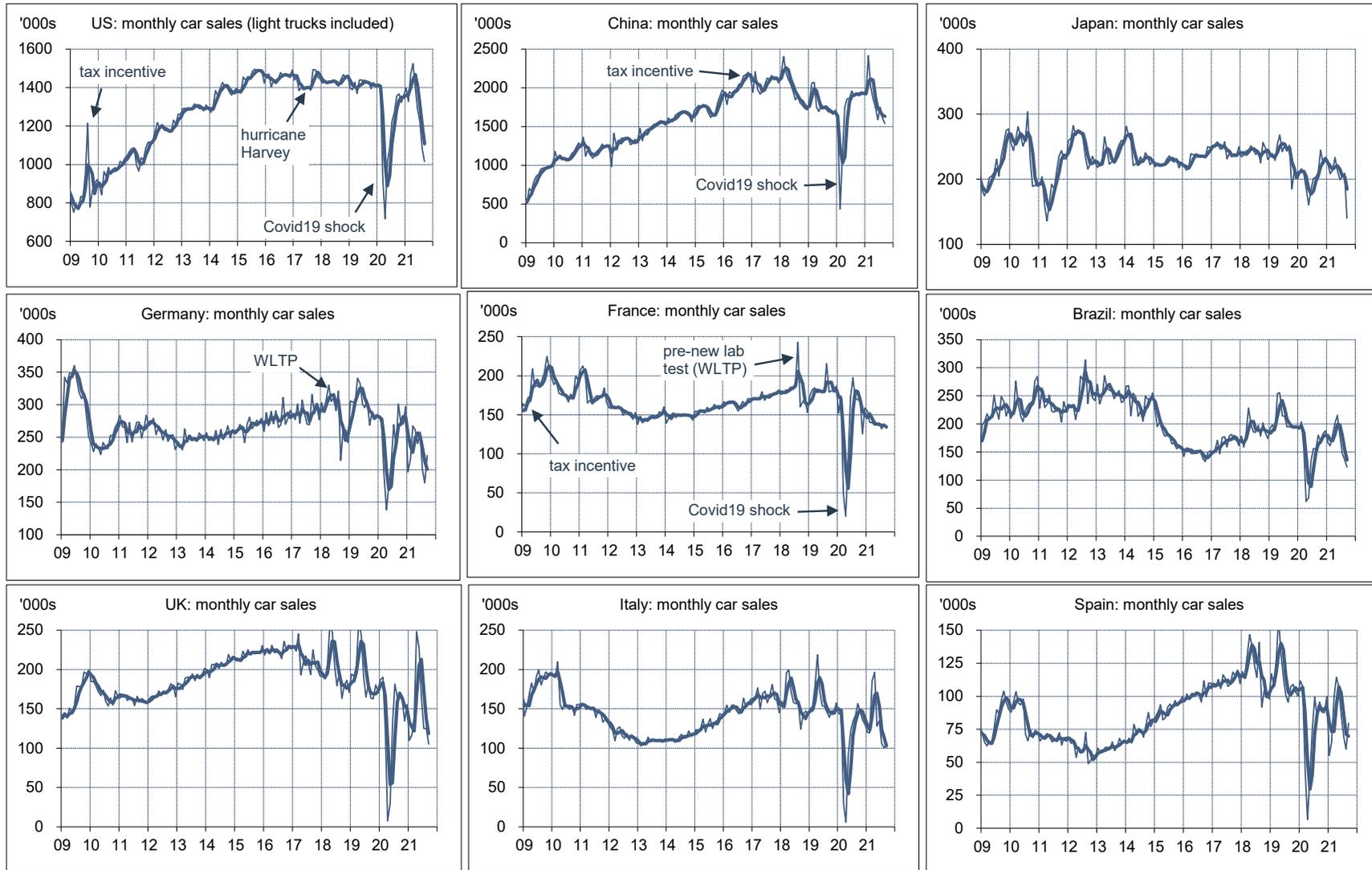
Annexe 11: Confiance des ménages: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



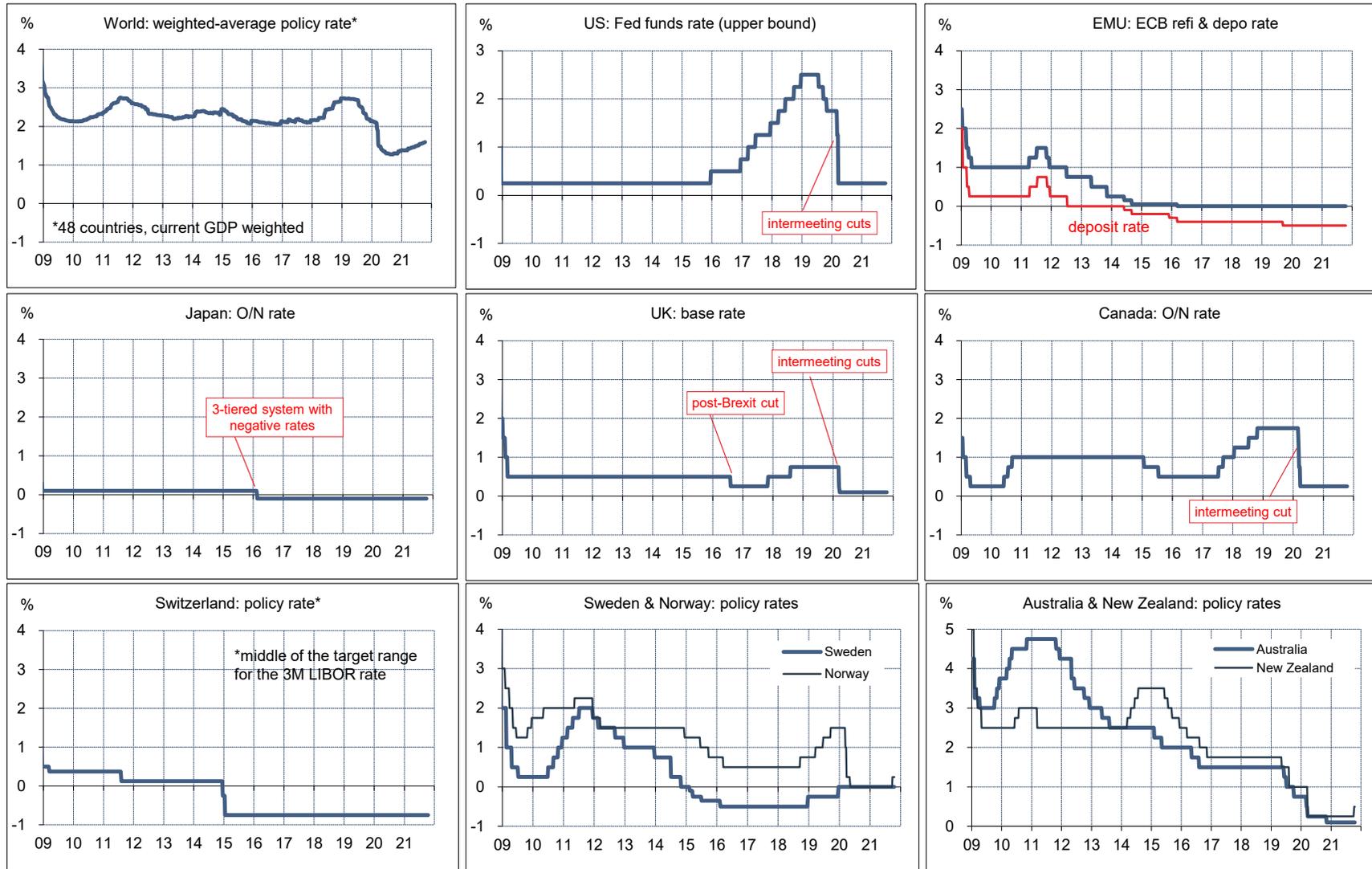
Annexe 12: Ventés de voitures: pays du G7 + Chine + Brésil



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



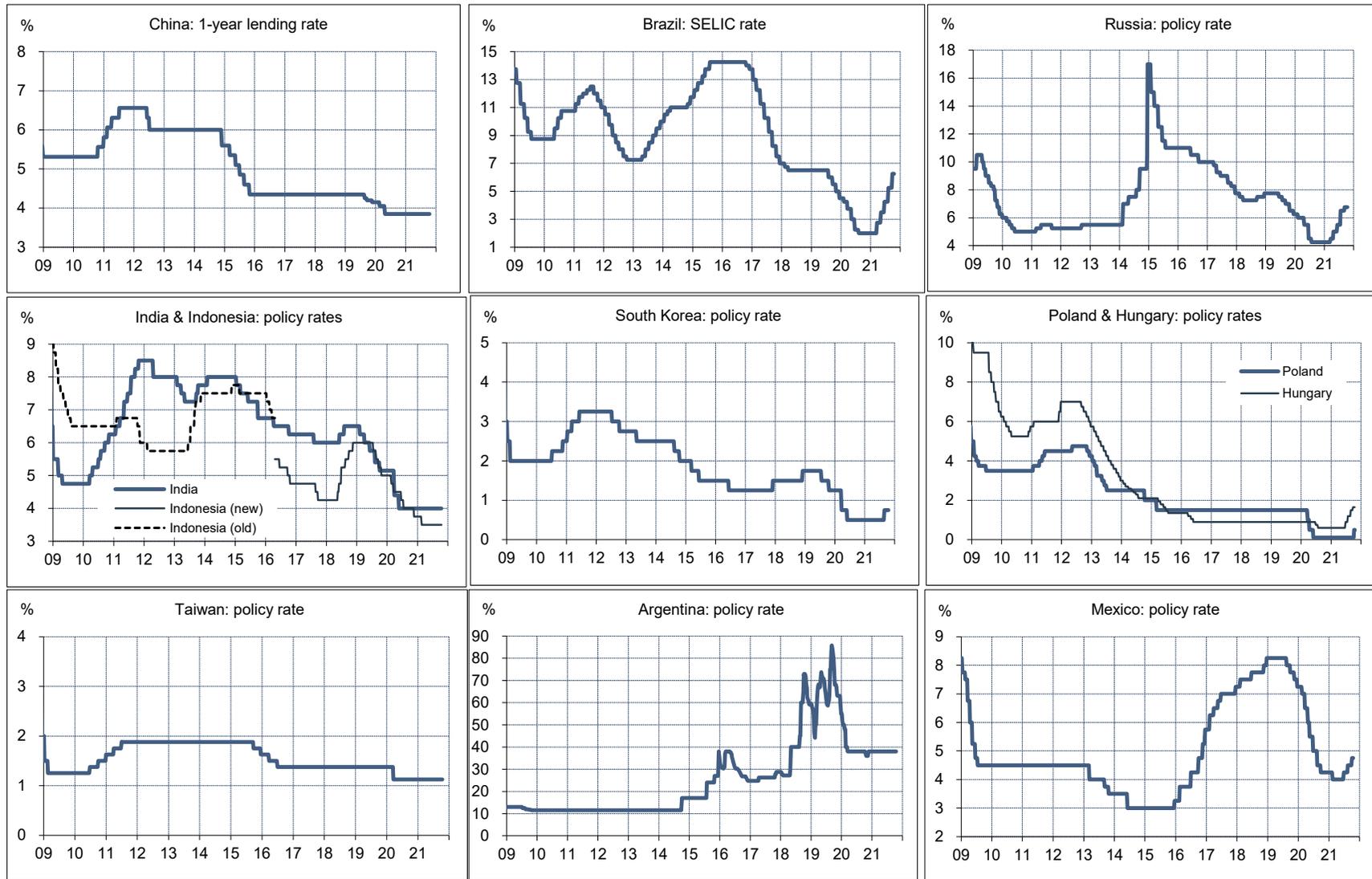
Annexe 13: Taux directeurs des banques centrales: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



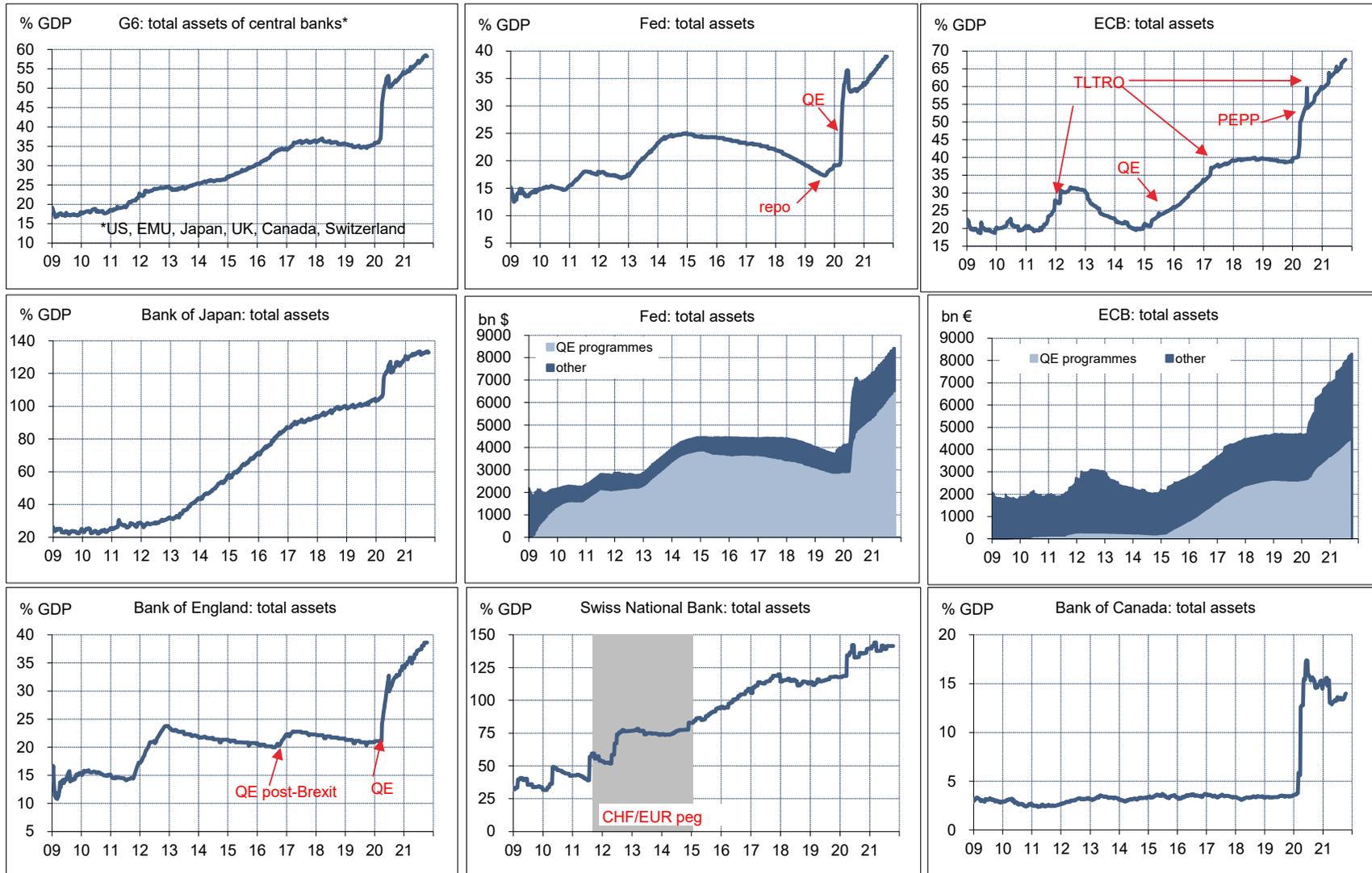
Annexe 14: Taux directeurs des banques centrales: pays émergents (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



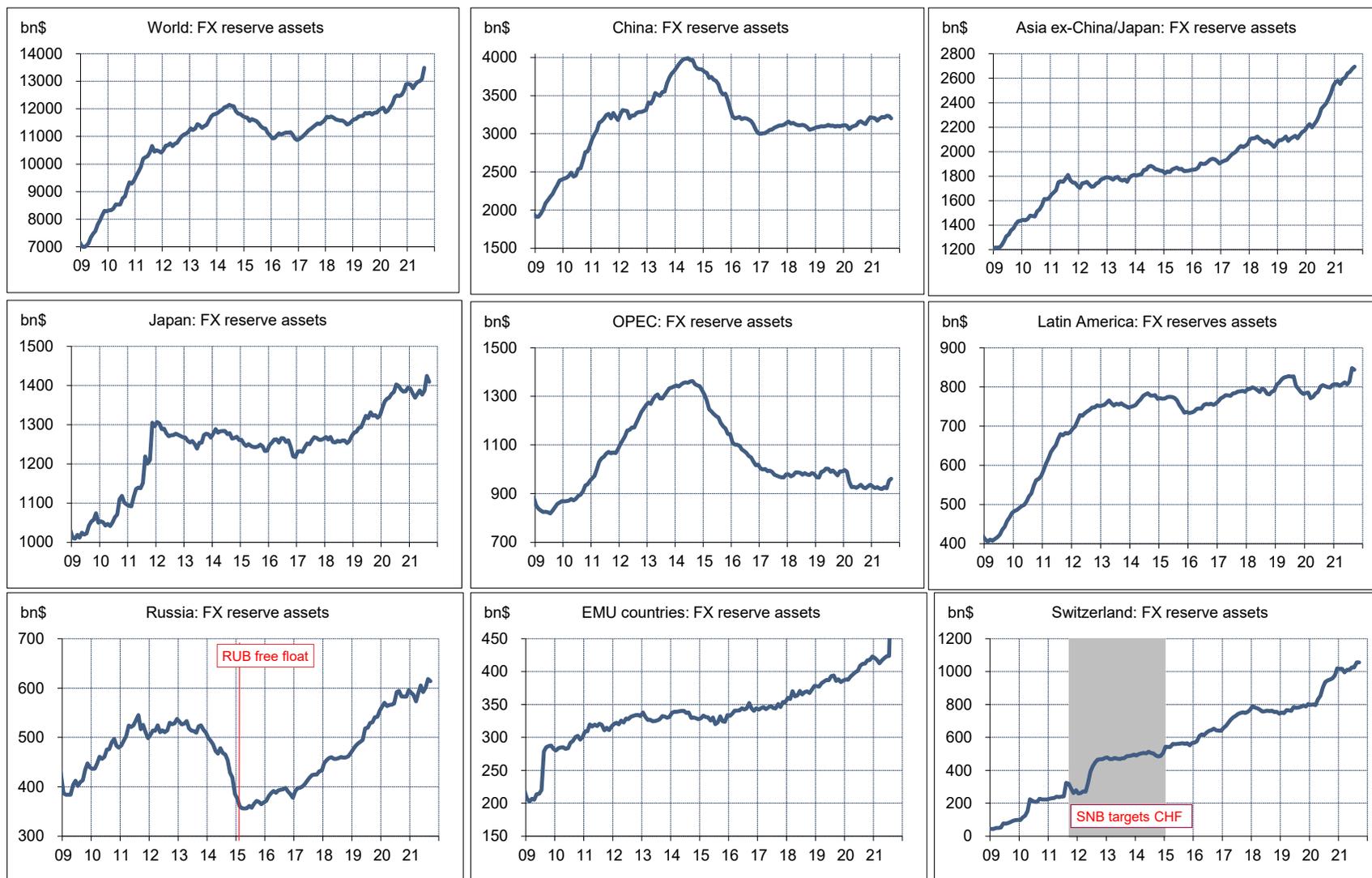
Annexe 15: Bilan des banques centrales: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



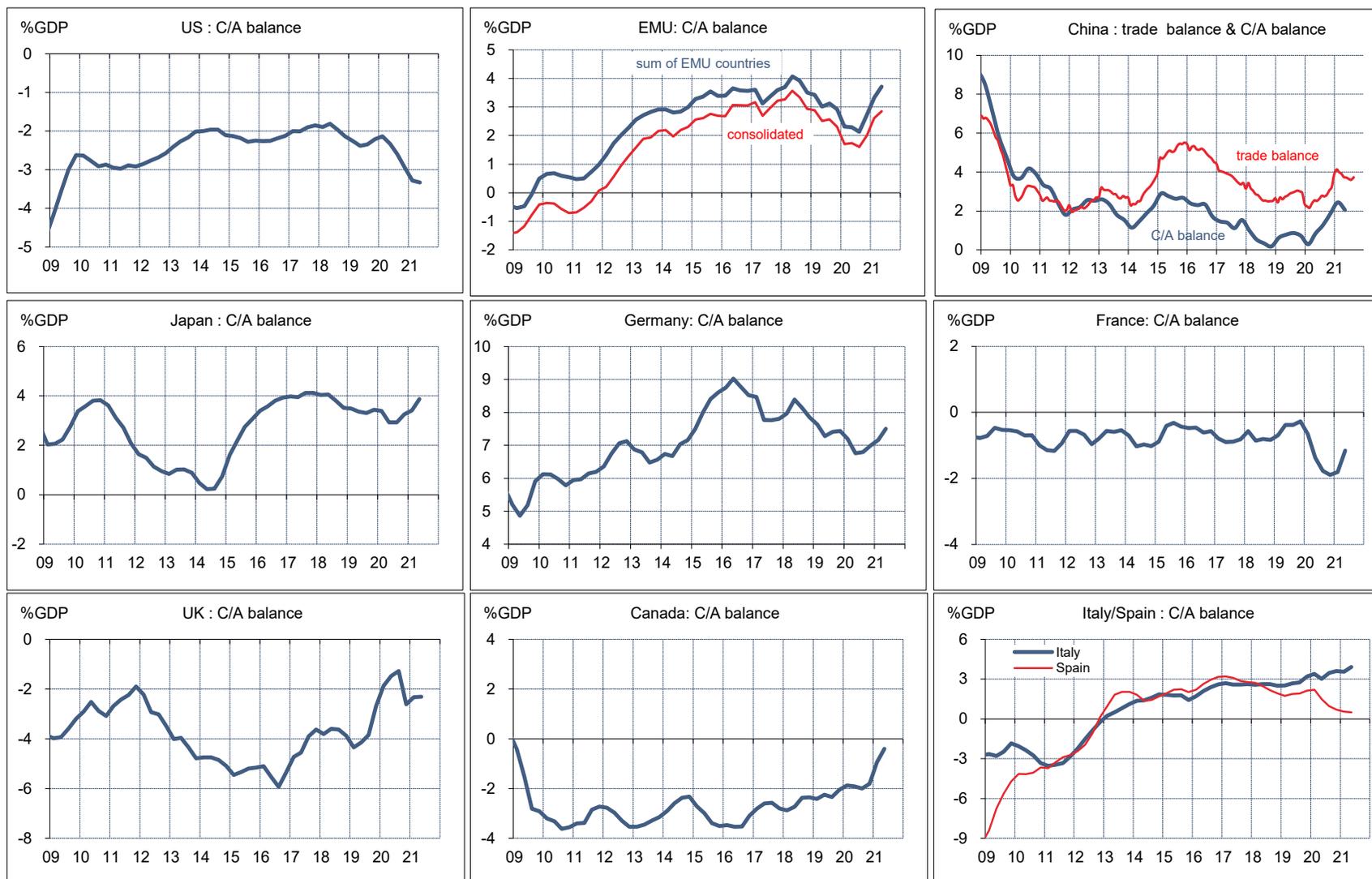
Annexe 16: Réerves de change en dollar: monde et principaux pays détenteurs



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



Annexe 17: Balance des comptes courants (% du PIB): pays du G7 + Chine



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



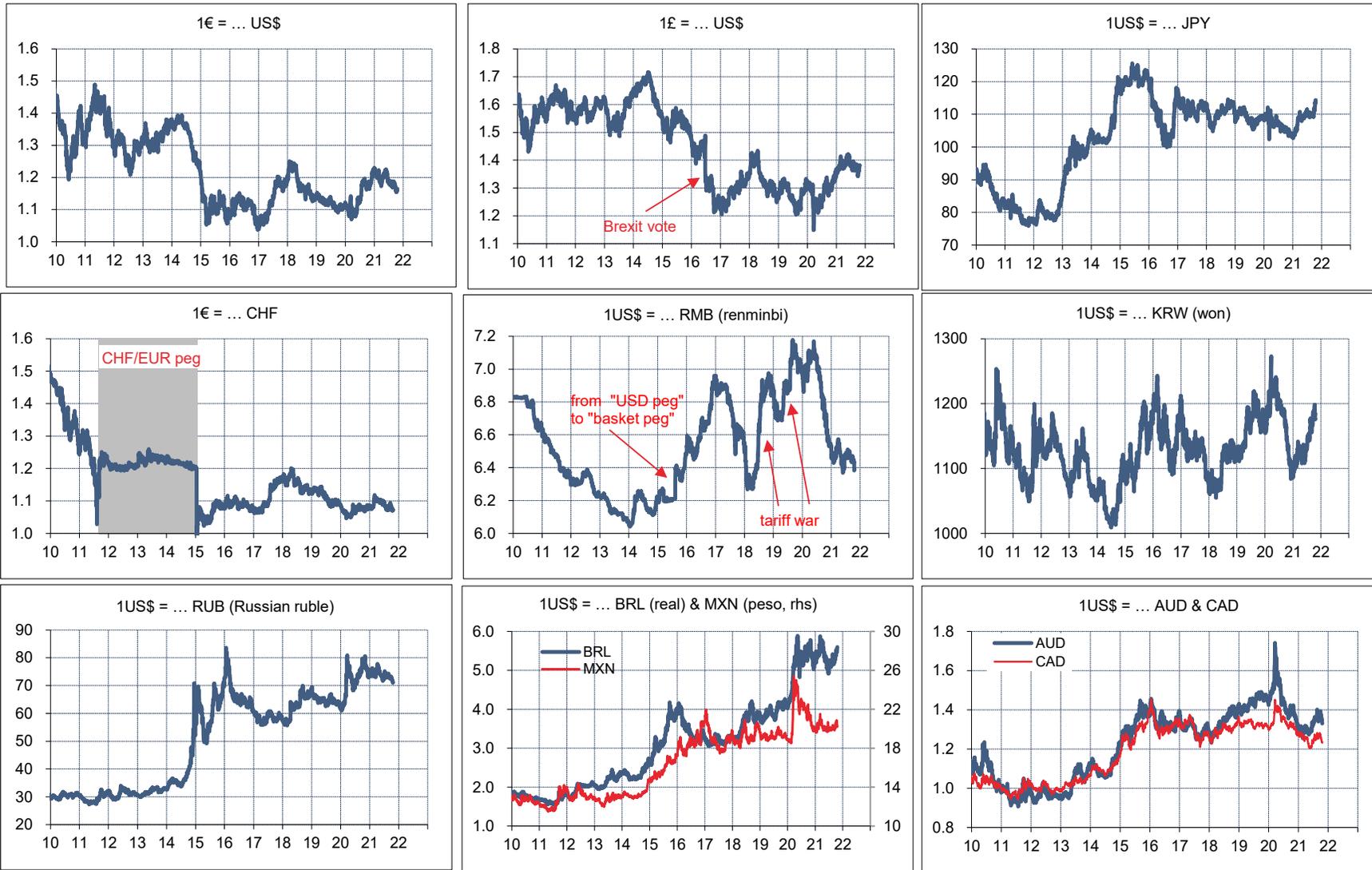
Annexe 18: Balance des comptes courants (% du PIB): pays émergents



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



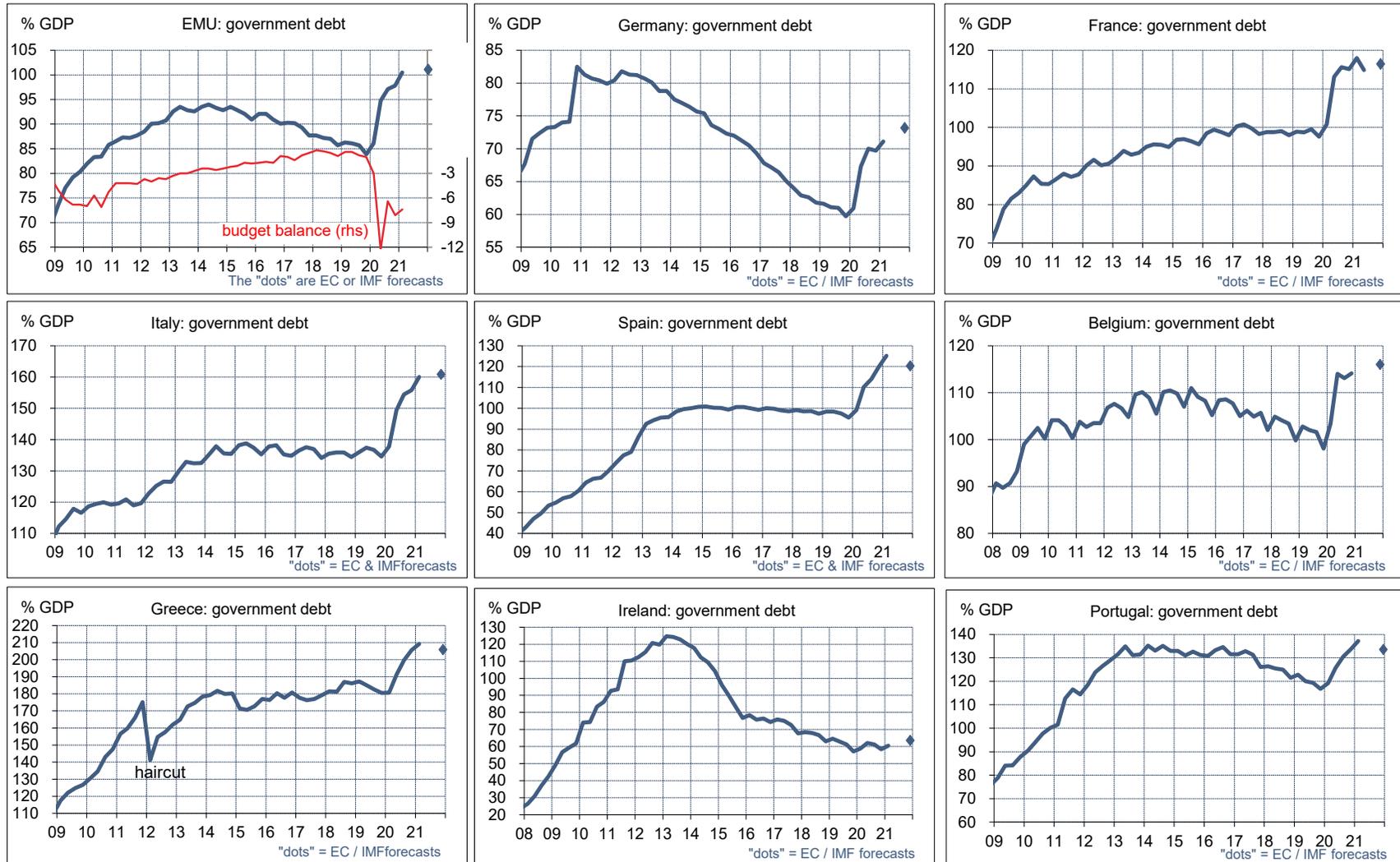
Annexe 19: Taux de change vs EUR ou USD: principales devises



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



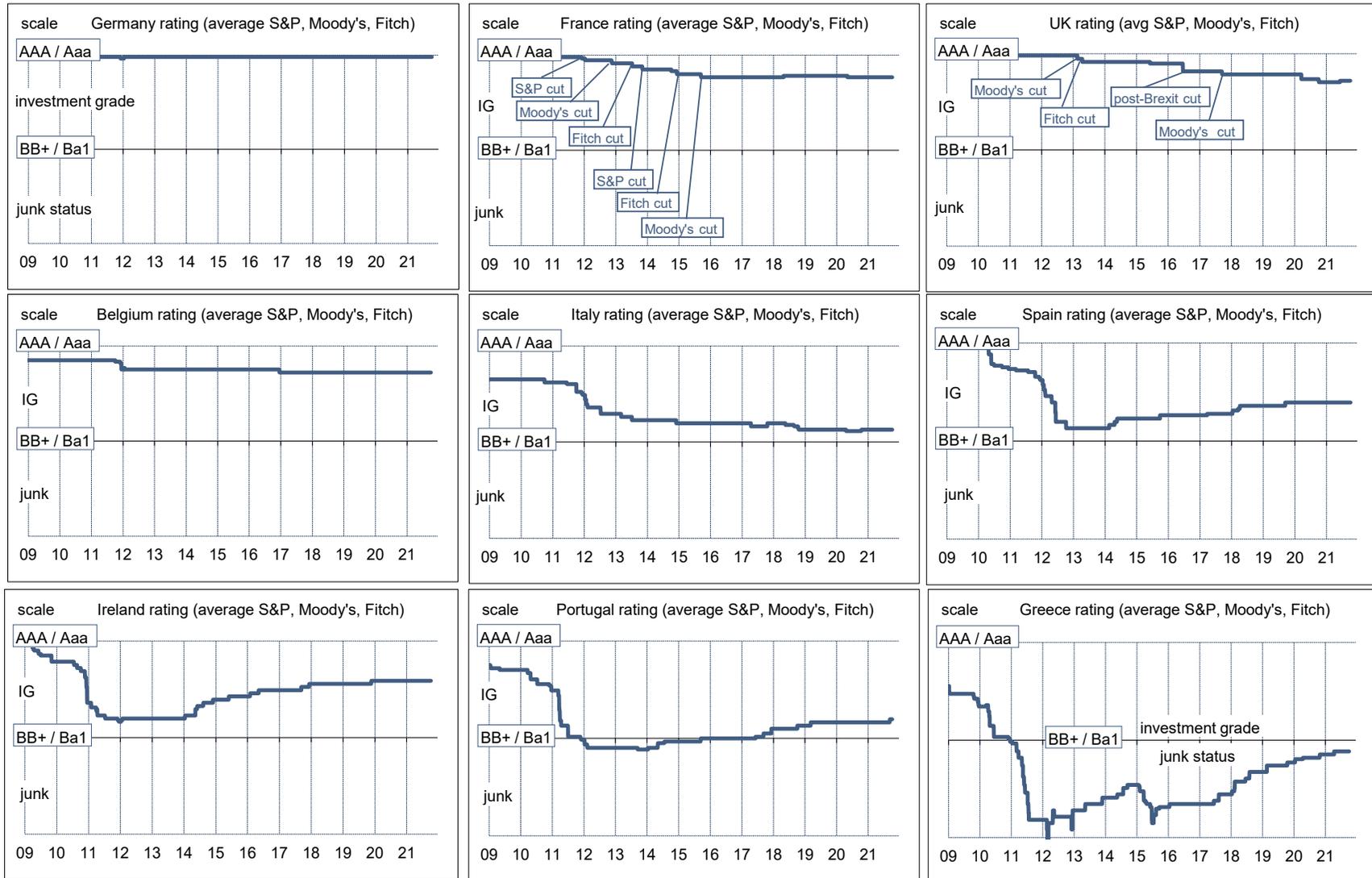
Annexe 20: Dette publique (en % du PIB): pays européens (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



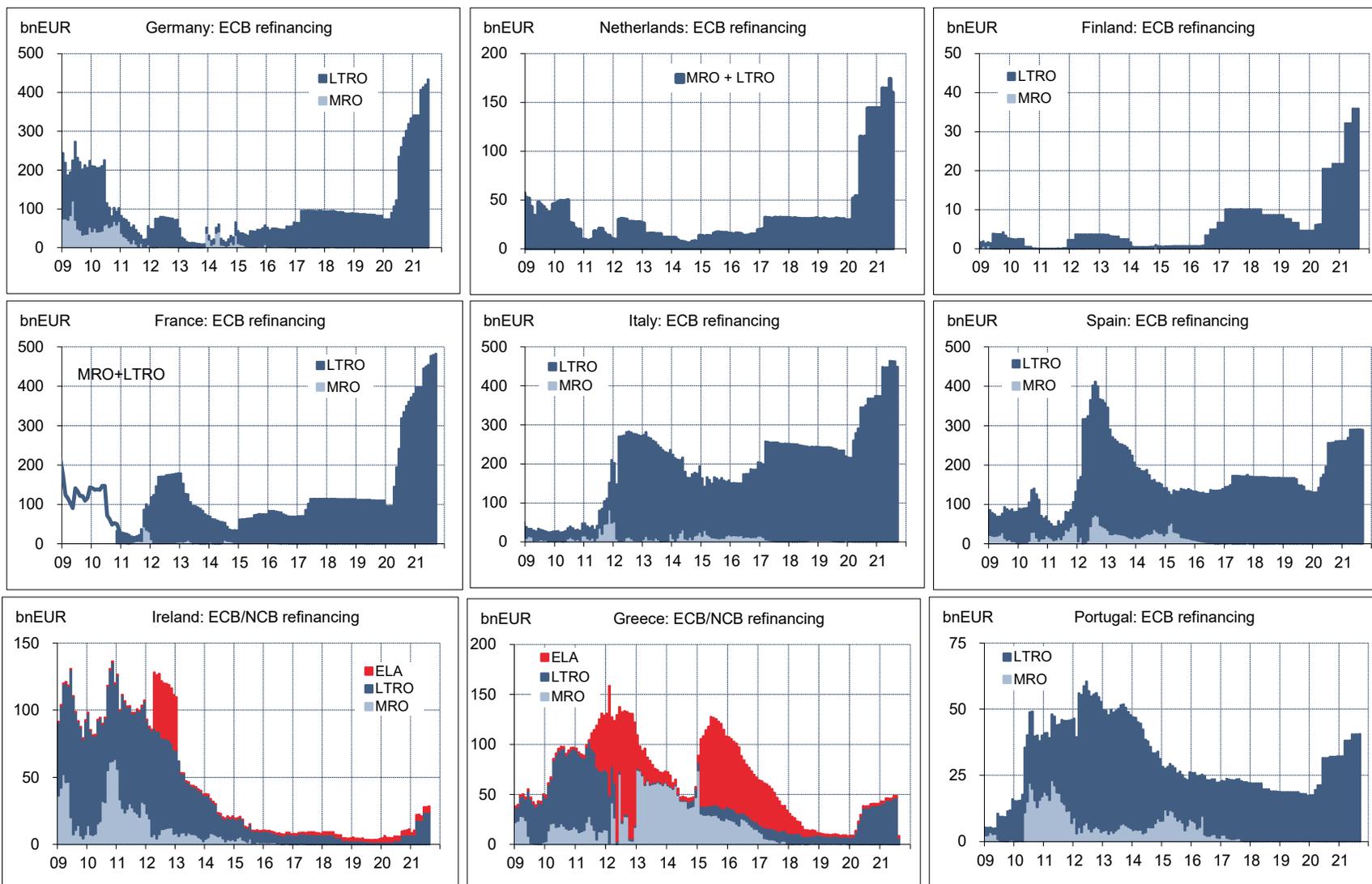
Annexe 21: Ratings souverains: pays européens (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



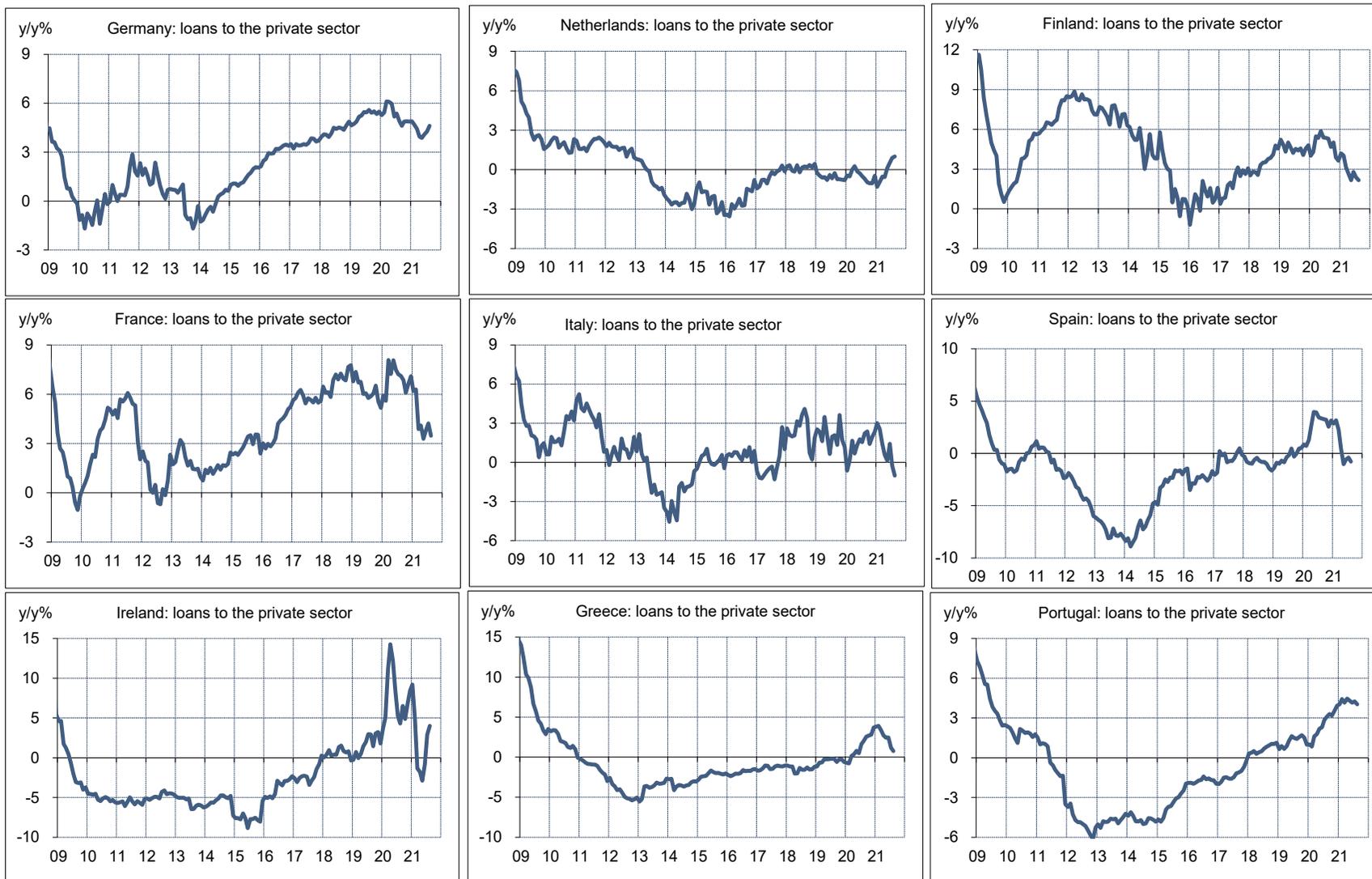
Annexe 22: Refinancement des banques auprès de l'Eurosystème



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



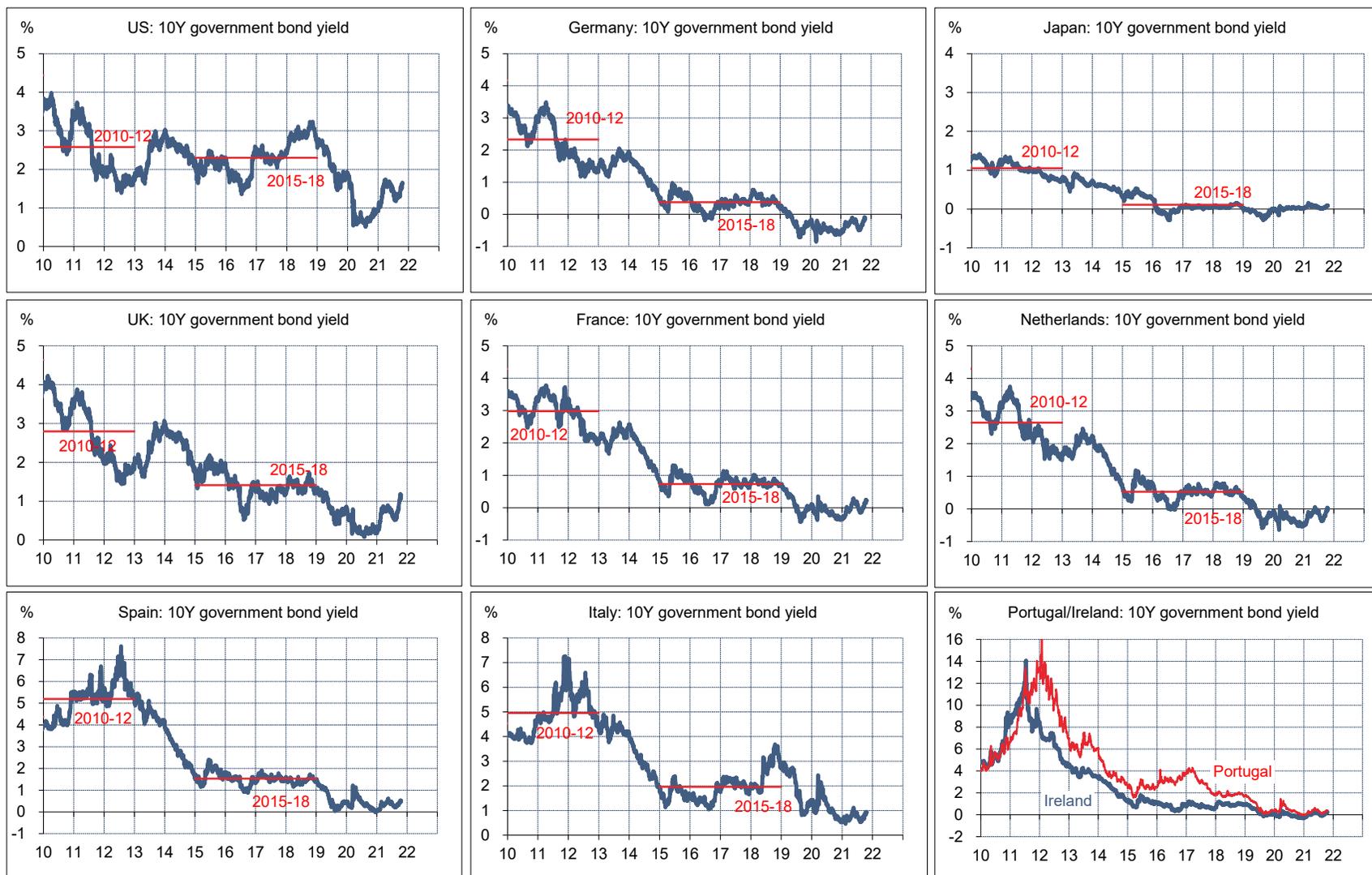
Annexe 23: Prêts bancaires au secteur privé: pays européens (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



Annexe 24: Rendements à 10 ans des emprunts d'État



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.