ODDO BHF
CORPORATES & MARKETS

Perspectives 2022 – Petite baisse de température

Jeudi 13 Janvier 2022

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

En 2021, le monde a connu un rebond très vif, mais non rectiligne, de la croissance économique et une résurgence de l'inflation bien au-delà des anticipations. Deux phénomènes sont à l'œuvre. Primo, la pandémie a des effets disruptifs décroissants sur l'activité grâce à la protection que les personnes acquièrent par la vaccination ou l'immunité naturelle. Les restrictions à la mobilité sont désormais réduites durant les vagues de variants. La déconnexion de l'économie vis-à-vis des conditions sanitaires va se poursuivre en 2022. L'exception est la Chine toujours ancrée à une stratégie de tolérance zéro. C'est un risque baissier pour les perspectives. Secundo, la chaîne logistique complexe qui fournit les marchés de biens dysfonctionne, là encore du fait de la pandémie. Il y a des effets en cascade difficilement prévisibles dans leur force et leur durée. Au seuil de 2022, l'incertitude concerne la direction de l'inflation. Il est certain que la demande de biens va se modérer, atténuant les pénuries et permettant de reconnecter progressivement les maillons de la chaîne de valeur. La crise Covid n'a pas détruit de capital productif, elle a plutôt amplifié des dépenses d'investissement, ou à défaut, fait prendre conscience de besoins en infrastructures (transports, énergie). Les mesures d'urgence vont disparaître en phase avec une économie plus solide, mais le risque de resserrement brutal des politiques économiques est faible et l'épargne accumulée par les ménages et les entreprises est importante. De quoi prolonger la reprise à un rythme soutenu, supérieur à la normale pré-crise.

Risque de conflits d'intérêts:
ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigateedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Résumé & Tableaux de prévision

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Résumé – Perspectives 2022 - Petite baisse de température

- Activité – En 2021, l'économie globale a rebondi plus fortement que ce qui était anticipé en début d'année, quand il y avait peu de certitudes sur l'efficacité des vaccins nouvellement découverts, et pas mal de doute sur leur production et leur distribution en masse. La croissance du PIB réel mondial était alors anticipée à +5.5%, un haut niveau reflétant le rattrapage des pertes accumulées lors des confinements de 2020. En fait, la croissance mondiale devrait avoisiner 6%. La surperformance est surtout vive aux Etats-Unis (+1.6pts). L'économie y a été doublement stimulée, par d'importants transferts de revenu aux ménages et par une campagne de vaccination lancée de manière très précoce (elle reste toutefois incomplète). L'Europe présente une situation contrastée (+0.5 pt) avec de bonnes surprises au Royaume-Uni, en Italie et en France, mais une déception en Allemagne (-1.3 pt), pays dont la structure de production l'expose davantage que d'autres aux pénuries de composants industriels. Concernant la croissance, l'autre déception est venue d'Asie, notamment de Chine (-0.2 pt). L'économie chinoise est prise en étau. D'un côté, les autorités ont durci le contrôle de l'économie afin de remettre au pas les secteurs dont le développement menaçait l'emprise du parti (technologie) ou la stabilité financière et sociale (construction résidentielle). D'autre part, la Chine poursuit une stratégie zéro-Covid qui implique des restrictions drastiques à la moindre détection d'un cas d'infection. Au début de la pandémie, c'était une réponse utile – à vrai dire la seule, d'où son imitation presque partout ailleurs dans le monde – mais aujourd'hui elle a des faiblesses évidentes, à la fois au plan sanitaire et au plan économique. Avec en ligne de mire les Jeux olympiques d'hiver (février) puis la réunion quinquennale du Congrès national du PCC (novembre), il est peu probable que cette politique sanitaire soit abandonnée. Vu le poids de la Chine et surtout son rôle central dans la chaîne logistique des échanges, cela représente un risque de perturbations du cycle économique global.

- Inflation – L'autre surprise majeure de l'an passé concerne bien sûr l'inflation. De nombreux prix avaient été soudainement déprimés en 2020 quand les gens ne voyageaient plus, ne sortaient plus, et accumulaient de l'épargne. Une correction à la hausse était inévitable. En réalité, la poussée d'inflation a dépassé de beaucoup la simple correction technique des effets du confinement. Divers phénomènes ont amplifié des tensions de prix, au départ minimes. La structure de dépenses s'est déformée, surtout aux Etats-Unis, les consommateurs reportant sur les marchés de biens les dépenses de services qu'ils ne pouvaient faire. Ce choc de demande est intervenu alors que les inventaires étaient déjà bas avant la crise Covid. Assez vite, les capacités de transport ou d'entreposage ont atteint leurs limites. L'ajustement de l'offre est possible, mais pas à court terme, encore moins quand une partie de la main-d'œuvre fait défaut pour raison sanitaire. Sur les marchés d'oligopole (fret maritime, énergie), les fournisseurs en tirent profit. C'est rationnel. Il l'est tout autant de faire des stocks de précaution au moindre signe d'une pénurie, mais cela amplifie l'engorgement du système d'échanges. Au total, l'inflation moyenne sur 2021 a été deux à trois fois plus élevée que ce qui était prévu aux Etats-Unis et en Europe. Dans le cas des Etats-Unis, les tensions sont diffuses et contaminent les salaires. En Europe, le choc d'inflation traduit avant tout une flambée des prix de l'énergie, dont les facteurs vont de la géopolitique du gaz russe à l'impréparation des politiques de verdissement du mix énergétique, si différentes d'un pays à l'autre.

- Politique économique – L'inflation est l'ennemie des banques centrales, et vice versa – du moins en théorie. Une inflation excessive réclame un resserrement monétaire sous deux conditions. Primo, que le choc de prix ne soit pas réversible de lui-même avant d'avoir provoqué des effets de second tour (dérapage des anticipations d'inflation). Secundo, que la politique monétaire ait effectivement le moyen d'attaquer l'inflation à sa source. La politique monétaire peut/doit déprimer la demande en cas de surchauffe générale mais elle n'est pas outillée pour calmer des tensions localisées sur des marchés spécifiques. Elle a encore moins de levier d'action si les prix montent à cause de contraintes sur la production (pénuries) et les échanges (congestion). Dans ce cas, le remède peut être pire que le mal car il revient à resserrer les conditions de crédit au moment où il faudrait qu'elles restent favorables pour encourager l'investissement. Aucune réponse stéréotypée ne s'impose. Dans les pays émergents, le taux directeur est déjà revenu en moyenne à son niveau de début 2020. Aux Etats-Unis, il est encore 150bp au-dessous et la Fed envisage à ce jour qu'il faudra deux ans pour revenir au niveau pré-pandémie si l'on suit son scénario médian. Le problème de l'inflation a aussi une dimension politique qui peut conduire à des erreurs de calibrage. Pour un politicien, quand les ménages s'inquiètent de l'érosion de leur pouvoir d'achat, la banque centrale est toujours un bon candidat pour le rôle de coupable. Le virage restrictif pris récemment par la Fed s'explique sans doute en partie ainsi.

- Politique – L'année 2022 présente quelques élections notables. En Italie (janvier), vaut-il mieux que Mario Draghi garde le rôle actif de président du Conseil durant un an de plus ou bien qu'il soit élu au poste plus effacé de président de la République pendant sept ans ? Pour donner une cohérence à long terme au redressement de l'Italie, le second cas serait préférable, mais cela risque de fragiliser la coalition actuelle. En France (avril), le risque de Frexit ayant disparu, l'élection présidentielle est moins anxiogène qu'il y a cinq ans. Aux Etats-Unis (novembre), il y a une possibilité sérieuse que les Républicains reprennent le contrôle du Congrès, ce qui pousserait la politique budgétaire dans un sens restrictif sur la seconde moitié du mandat Biden.

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Tableau de prévisions (1)

FORECASTS - REAL GDP GROWTH*

	Average			2021				2022				Consensus**		IMF		OECD	
	2020	2021	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2021	2022	2021	2022	2021	2022
World	-3.3	*6.0*	*4.3*											5.9	4.9	5.6	4.5
US	-3.4	*5.6*	*3.9*	6.3	6.7	2.3	*5.4*	*2.7*	*4.8*	*3.4*	*3.1*	5.6	4.0	6.0	5.2	5.3	3.9
EMU	-6.5	*5.3*	*4.5*	-0.8	9.1	9.1	*2.9*	*2.5*	*5.0*	*4.5*	*3.4*	5.1	4.2	5.0	4.3	5.2	4.3
- Germany	-4.9	*2.7*	*4.3*	-7.3	8.3	7.0	*1.0*	*2.6*	*6.8*	*5.2*	*3.7*	2.7	4.0	3.1	4.6	2.9	4.1
- France	-8.0	*6.7*	*4.3*	0.2	5.2	13	*2.6*	*2.0*	*4.1*	*4.1*	*3.1*	6.6	3.8	6.3	3.9	6.8	4.2
- Italy	-9.0	*6.4*	*4.8*	1.1	11	11	*3.3*	*2.1*	*4.8*	*4.3*	*3.2*	6.3	4.3	5.8	4.2	6.3	4.6
- Spain	-10.8	*4.8*	*5.5*	-2.7	4.9	11	*6.1*	*3.0*	*5.6*	*5.1*	*4.2*	4.7	5.8	5.7	6.4	4.5	5.5
UK	-9.4	*7.2*	*3.8*	-5.0	24	4.3	*3.2*	*1.2*	*3.2*	*2.4*	*2.0*	7.0	4.7	6.8	5.0	6.7	5.2
Japan	-4.5	*1.7*	*2.5*	-2.9	2.0	-3.6	*7.4*	*3.2*	*2.0*	*1.6*	*1.2*	1.8	3.2	2.4	3.2	1.8	3.4
China (y/y%)	2.3	*8.0*	*4.6*	18	7.9	4.9	*3.5*	*4.7*	*4.5*	*4.5*	*4.5*	8.0	5.1	8.0	5.6	8.1	5.1

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

**6 Dec.2021 12 October 2021 1 Dec.2021

FORECASTS - RATES & FX

	Actual	Target		Last 5 years*		Average					
	12/01/2022	3M	12M	High	Low	2017	2018	2019	2020	*2021*	*2022*
Policy rate											
Fed funds	0.25	0.25	1.00	2.50	0.25	1.13	1.96	2.25	0.50	*0.25*	*0.50*
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	1.8	2.2	3.2	0.6	2.3	2.9	2.1	0.9	*1.4*	*1.9*
German Bund	-0.1	-0.1	0.1	0.7	-0.6	0.4	0.5	-0.2	-0.5	*-0.3*	*0.0*
French OAT	0.2	0.2	0.4	1.0	-0.4	0.8	0.7	0.1	-0.2	*-0.1*	*0.3*
Forex											
EUR/USD	1.14	-	1.15	1.23	1.06	1.13	1.18	1.12	1.14	*1.18*	*1.14*
USD/JPY	115	-	115	115	104	112	110	109	107	*110*	*115*
USD/RMB	6.36	-	6.50	7.12	6.30	6.76	6.61	6.91	6.90	*6.45*	*6.42*

*monthly average

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

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Tableau de prévisions (2)

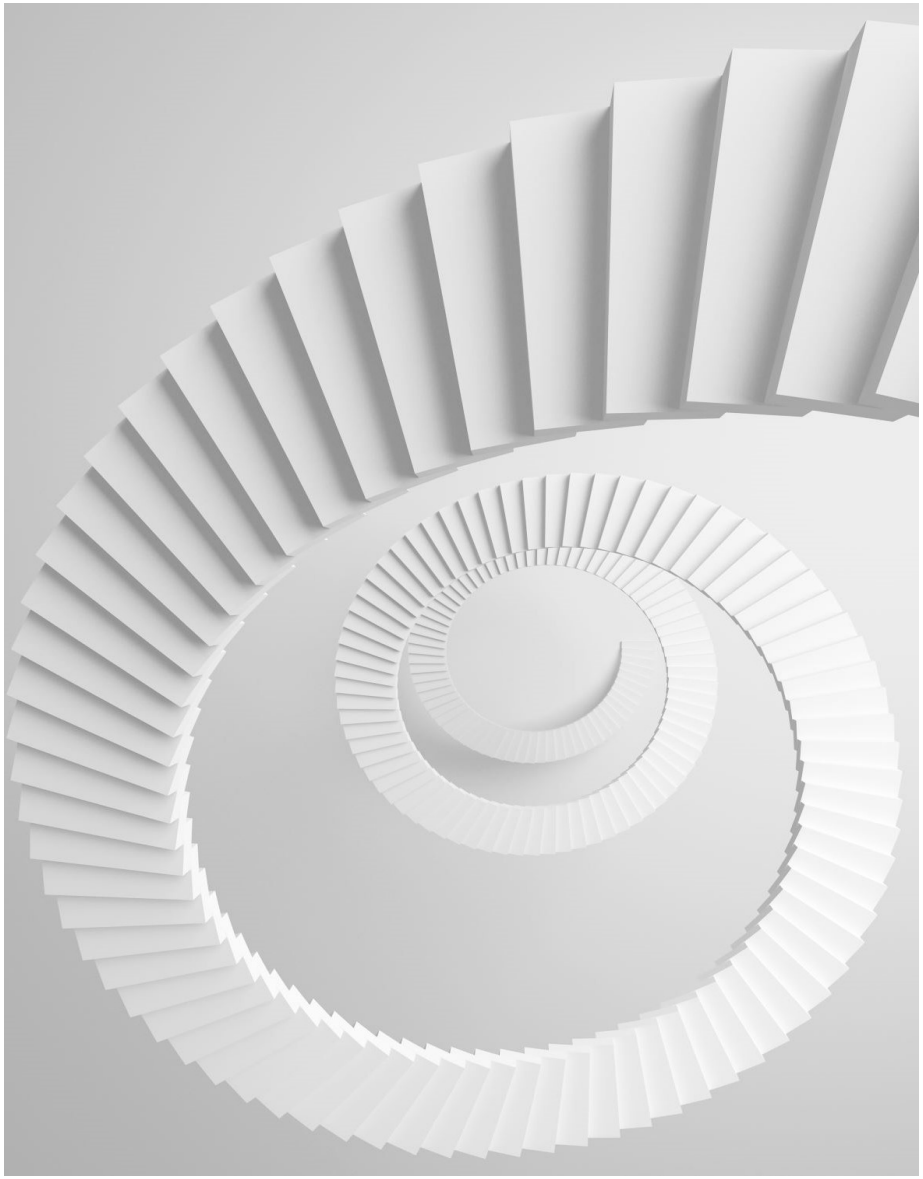
FORECASTS - KEY MACRO DATA for US, EMU, & France *

	Average			2021				2022			
	2020	2021	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
United States											
Real GDP	-3.4	*5.6*	*3.9*	6.3	6.7	2.3	*5.4*	*2.7*	*4.8*	*3.4*	*3.1*
Private Consumption	-3.8	*8.0*	*3.9*	11	12	2.0	*5.0*	*2.0*	*5.0*	*3.0*	*2.5*
Nonresidential Investment	-5.3	*7.5*	*5.3*	13	9.2	1.7	*4.0*	*6.0*	*6.0*	*6.0*	*6.0*
Residential Investment	6.8	*9.1*	*-0.4*	13	-12	-7.7	*1.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*
Domestic Demand (contribution, %pt)	-2.8	*7.1*	*3.9*	11	8.8	1.5	*4.7*	*2.9*	*5.0*	*3.6*	*3.2*
Inventories (contribution, %pt)	-0.6	*-0.2*	*0.3*	-3.7	-1.7	2.1	*1.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
Net Exports (contribution, %pt)	-0.2	*-1.8*	*-0.4*	-2.0	-0.4	-1.5	*-0.3*	*-0.2*	*-0.2*	*-0.2*	*-0.1*
Inflation (CPI, % yoy)	1.2	4.7	*4.6*	1.9	4.8	5.3	6.7	*6.8*	*5.2*	*3.5*	*2.9*
Unemployment rate (%)	8.1	5.4	*3.7*	6.2	5.9	5.1	4.2	*4.0*	*3.8*	*3.6*	*3.4*
Euro area											
Real GDP	-6.5	*5.3*	*4.5*	-0.8	9.1	9.1	*2.9*	*2.5*	*5.0*	*4.5*	*3.4*
Private Consumption	-8.0	*3.5*	*5.6*	-9.0	16	18	*2.6*	*1.1*	*5.3*	*4.9*	*3.0*
Investment	-7.3	*3.6*	*3.6*	-0.1	5.2	-3.5	*4.1*	*4.6*	*5.2*	*4.5*	*4.5*
Domestic Demand (contribution, %pt)	-5.3	*3.3*	*3.9*	-5.0	10.6	7.8	*2.2*	*1.9*	*4.0*	*3.6*	*2.7*
Inventories (contribution, %pt)	-0.6	*0.2*	*0.2*	3.5	-1.6	-0.3	*0.3*	*0.4*	*0.3*	*0.3*	*0.3*
Net Exports (contribution, %pt)	-0.3	*1.3*	*0.4*	0.5	-0.6	1.1	*0.3*	*0.2*	*0.6*	*0.5*	*0.3*
Inflation (HICP, % yoy)	0.3	2.6	*2.9*	1.1	1.8	2.8	4.6	*4.0*	*3.7*	*2.4*	*1.4*
Unemployment rate (%)	7.9	*7.8*	*7.2*	8.1	8.0	7.5	*7.4*	*7.3*	*7.2*	*7.1*	*7.0*
France											
Real GDP	-8.0	*6.7*	*4.3*	0.2	5.2	13	*2.6*	*2.0*	*4.1*	*4.1*	*3.1*
Private Consumption	-7.2	*4.7*	*5.4*	-0.6	5.8	21	*3.0*	*1.0*	*5.0*	*5.0*	*3.0*
Investment	-8.9	*12*	*3.9*	0.8	10	0.3	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*
Domestic Demand (contribution, %pt)	-6.8	*6.9*	*4.3*	-0.5	6.2	14	*2.1*	*1.8*	*3.9*	*3.9*	*2.9*
Inventories (contribution, %pt)	-0.2	*-0.3*	*-0.5*	2.1	-0.2	-3.9	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
Net Exports (contribution, %pt)	-1.1	*0.3*	*0.6*	-1.5	-0.7	3.0	*0.5*	*0.2*	*0.2*	*0.2*	*0.2*
Inflation (HICP, % yoy)	0.5	2.1	*2.5*	1.0	1.8	2.2	3.3	*3.2*	*3.0*	*2.4*	*1.6*
Unemployment rate (%)	7.9	*7.8*	*7.6*	7.8	7.8	7.9	*7.8*	*7.7*	*7.6*	*7.5*	*7.4*

* y/y or q/q annualised rate

Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .



Autopsie de 2021

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Post-mortem 2021 – Croissance du PIB réel

Real GDP							
	Annual growth rate (%)				Growth surprise*	Growth momentum*	Distance to pre-crisis*
	2020 actual	2021 forecast (in January)	2021 actual	2022 forecast (in January)	2021 (actual - f'cst)	2021 (Q4 2021 vs Q4 2020)	in Q4 2021 (GDP level vs Q4 2019)
US	-3.4	4.0	5.6	3.9	1.6	7.6	3.0
Eurozone	-6.5	4.6	5.1	4.2	0.5	9.1	0.2
- Germany	-4.9	4.0	2.7	4.1	-1.3	4.9	-0.9
- France	-8.0	6.0	6.7	4.0	0.7	9.4	0.6
- Italy	-9.0	5.4	6.3	4.3	0.9	13.0	-0.6
- Spain	-10.8	6.2	4.5	5.6	-1.7	14.0	-4.0
UK	-9.4	5.1	6.9	4.8	1.8	12.2	-0.9
Japan	-4.5	2.4	1.7	3.2	-0.7	1.4	-0.3
China	2.1	8.2	8.0	5.2	-0.2	-2.9	10.4
Global (proxy)	**-2.7**	**5.5**	**6.0**	**4.4**	**0.6**	**4.3**	**4.3**

* %-point

Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

6% de croissance mondiale en volume en 2021… à partir de là, une modération est inévitable

- La croissance mondiale a surpris à la hausse en 2021, malgré quelques exceptions notables
- Sous-performance de la Chine / Une stratégie sanitaire très handicapante pour la demande ou la production domestique
- Sous-performance de l'Allemagne / Surexposition à la pénurie de composants industriels

La première phase de la reprise est achevée plus tôt que prévu

- Retour au niveau d'activité pré-Covid : fin 2020 en Chine, mi-2021 aux Etats-Unis, fin 2021 en zone euro

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Post-mortem 2021 – Inflation des prix à la consommation

Consumer price							
	Annual inflation rate (%)				Inflation surprise*	Inflation momentum*	Distance to pre-crisis*
	2020	2021		2022	2021	2021	in Dec 2021
	actual	forecast (in January)	actual	forecast (in January)	(actual - f'cst)	(Dec.2021 vs Dec.2020)	(CPI level vs Dec.2019)
US	1.2	2.0	4.7	4.4	2.7	5.7	8.4
Eurozone (HICP)	0.3	0.9	2.6	2.5	1.7	5.2	4.7
- Germany	0.5	1.5	3.1	2.7	1.6	5.6	5.0
- France	0.5	0.8	1.6	2.1	0.8	2.8	2.8
- Italy	-0.1	0.4	1.9	2.2	1.5	4.1	3.7
- Spain	-0.3	0.6	3.1	2.5	2.5	7.2	6.1
UK	0.9	1.5	2.5	4.1	1.0	4.5	5.7
Japan	0.0	-0.1	-0.2	0.7	-0.1	1.8	-0.4
China	2.5	1.6	0.9	2.2	-0.7	1.3	1.7
Global (proxy)	**1.8**	**2.4**	**3.4**	**3.4**	**1.0**	**3.8**	**6.0**

* %-point

Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Les politiques de reflation ont été couronnées de succès… (trop peut-être)

- L'inflation moyenne sur 2021 a été deux à trois supérieure aux attentes aux Etats-Unis et en Europe.
- L'erreur de prévision a été massive et générale.
- A posteriori, aucun modèle de prévision de l'inflation ne décrit correctement le dynamique des prix en 2021.

Le choc d'inflation est un phénomène "macro" qui résulte d'une multiplicité de chocs "micro"

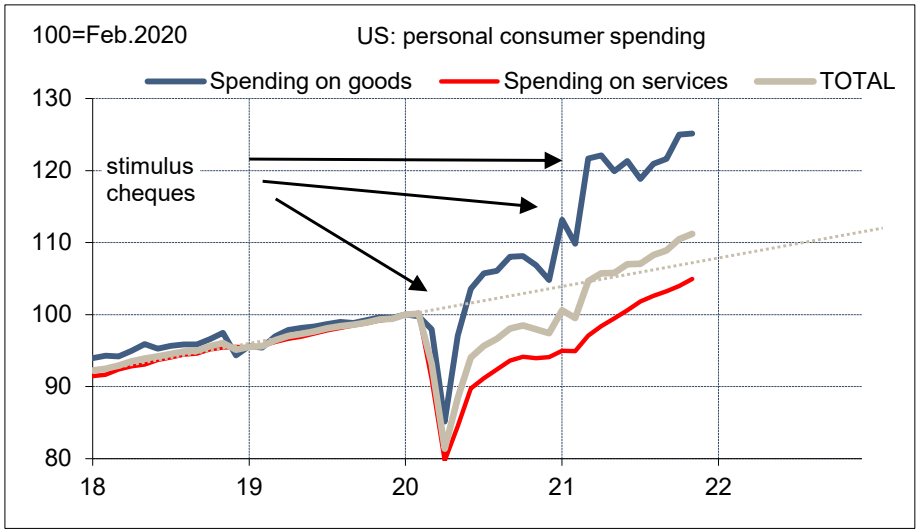
- Sur divers marchés, un ajustement en V de la demande face à une offre quasi-rigide à court terme (ajustement en U / W)

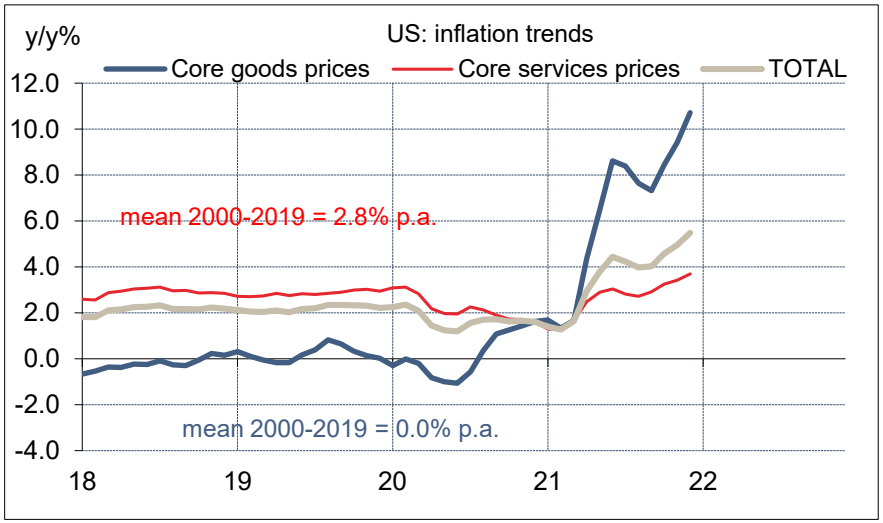
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Diagnostic de 2022
(vers une baisse de la température)

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Y a-t-il un excès de la demande globale ?





Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Déformation de la structure de consommation des ménages, surtout aux Etats-Unis

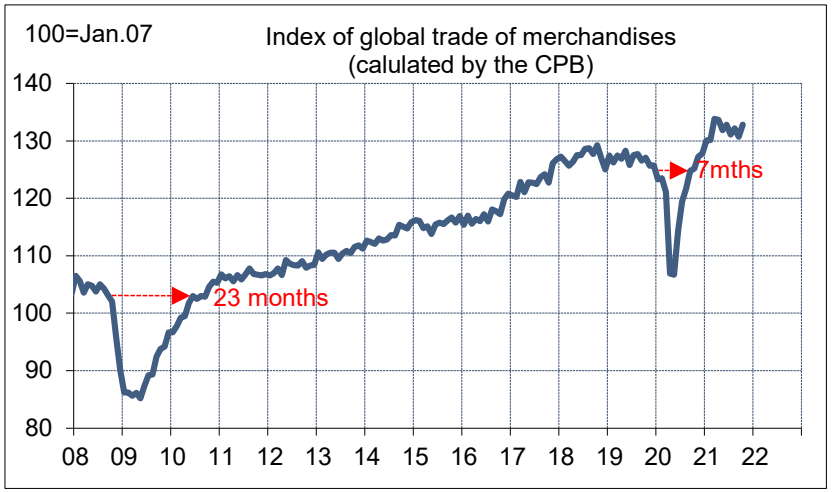
- Facteurs standards: évolution du revenu disponible (emploi, salaires), épargne de précaution, effet de richesse
- Facteurs atypiques : contraintes sanitaires, mesures d'urgence (transferts de revenus, moratoires de crédit)

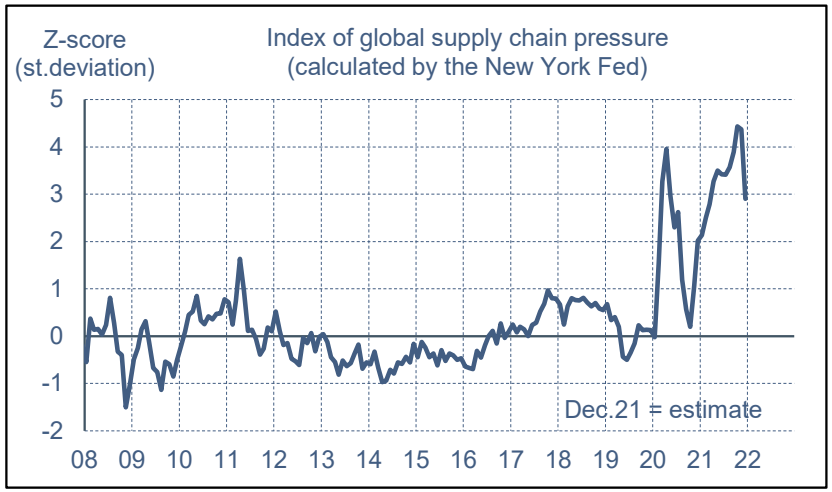
Déformation de la structure des prix relatifs

- L'effet d'optique du choc d'inflation est amplifié en raison de sa concentration sur les marchés de biens

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Y a-t-il une insuffisance de l'offre globale ?





Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Remise en route rapide de l'appareil productif, suivie de perturbations en cascade

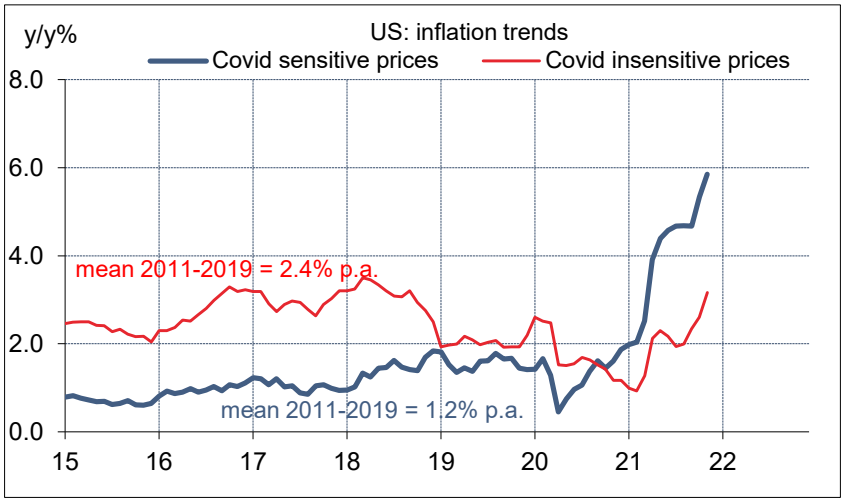
- Pas de destruction de capital physique (différence de la crise Covid avec une catastrophe naturelle)
- Pas de rationnement du crédit (différence de la crise Covid avec la crise financière de 2008)
- Stress de la chaîne logistique (équivalent d'un stress de liquidité sur les marchés financiers)

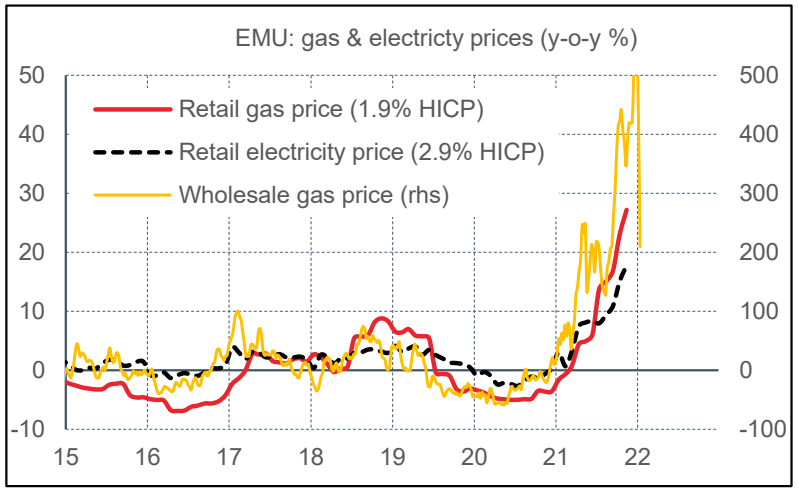
Quelques signes de plafonnement ou de recul des tensions logistiques à la fin 2021

- Normalisation du rythme de la demande de biens, baisse d'intensité des contraintes sanitaires, extension (lente) des capacités

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Qu'est-ce qui est transitoire, qu'est-ce qui est structurel dans le choc d'inflation ?





Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Les facteurs cycliques de l'inflation

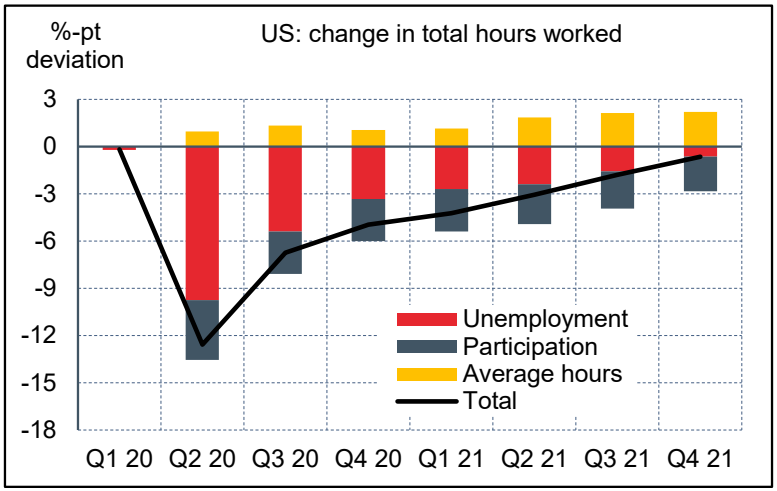
- Restrictions sanitaires, effet sur la structure de consommation
- Pénuries de biens intermédiaires, effet sur les délais de livraisons et les stocks
- Policy-mix, effet sur le niveau de la demande finale

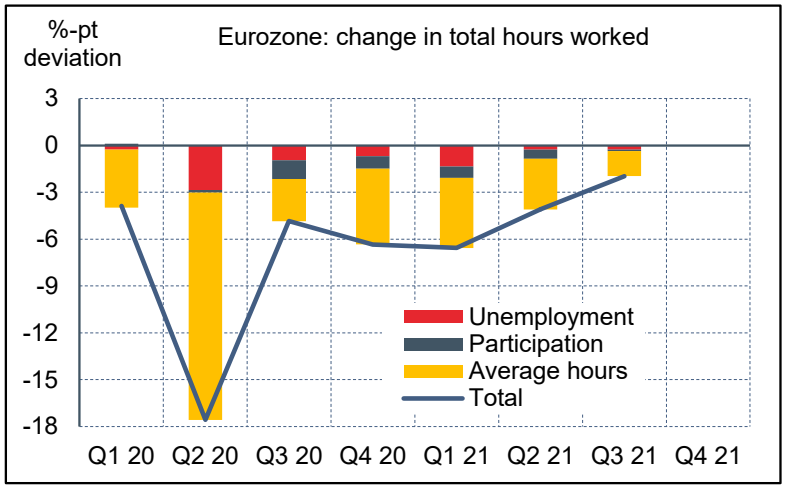
Les facteurs structurels de l'inflation

- Transition énergétique, risque sérieux
- "Déglobalisation", risque minime

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Est-on encore loin du plein-emploi ?





Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Deux types de réponse au choc sur la marché du travail

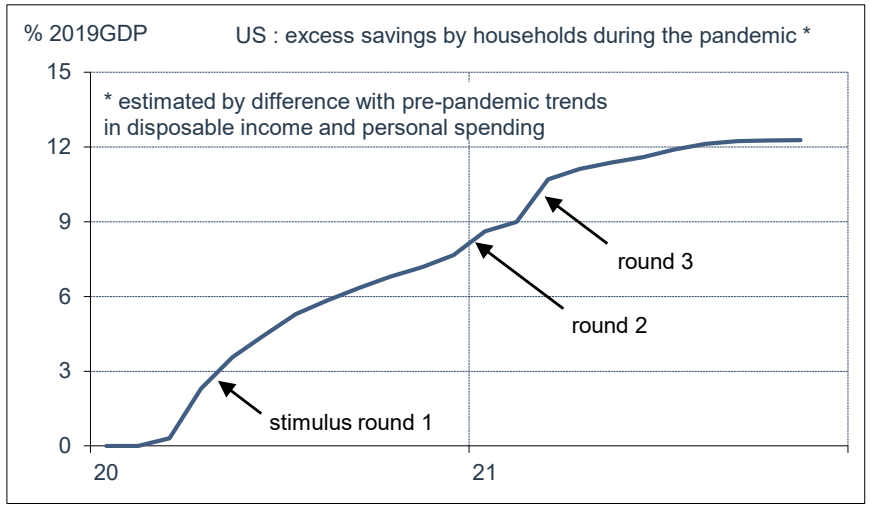
- Le modèle américain : la protection du revenu des ménages face à la hausse du chômage
- Le modèle européen : la protection de l'emploi par l'ajustement de la durée effective de travail

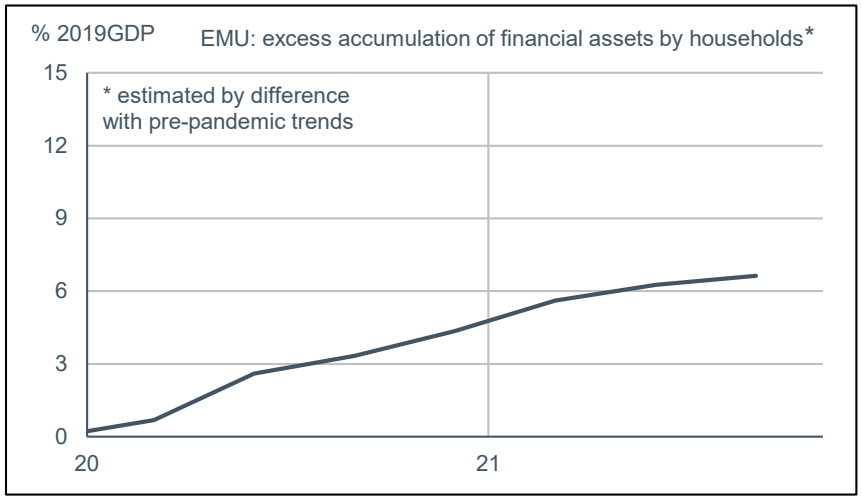
Des répercussions différentes sur la disponibilité et la mobilité de la main-d'œuvre

- Accélération des départs en retraite aux Etats-Unis
- Envolée des taux de démission aux Etats-Unis
- Arrêt des flux travailleurs immigrés (un « déficit » de 2M de personnes aux Etats-Unis)

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Que font faire les ménages de leur épargne "excédentaire" ?





Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Epargne excédentaire/forcée : des masses considérables (à manipuler avec précaution)

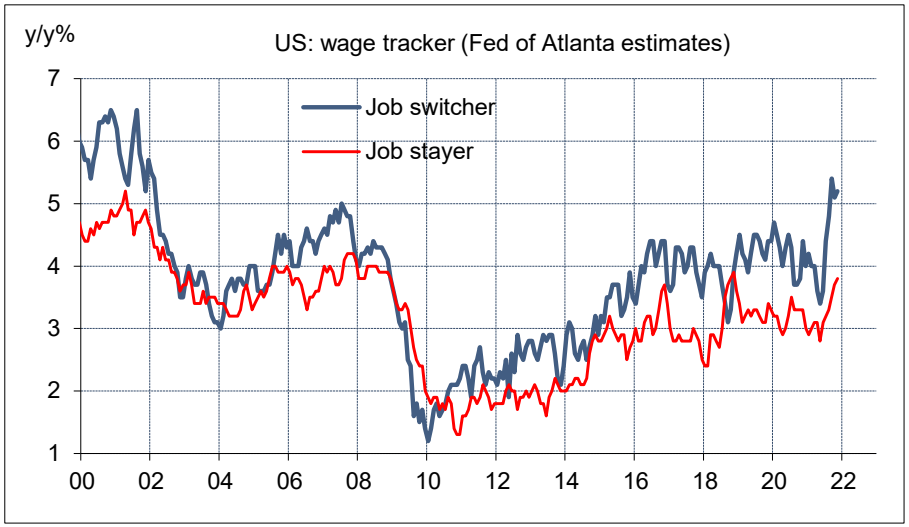
- A cause de la pandémie, le taux d'épargne du revenu disponible a monté, d'où une accumulation d'épargne "excédentaire"
- Montant cumulé équivalent à 12% du PIB pré-pandémie aux Etats-Unis, 6% en zone euro
- A fin 2021, le taux d'épargne est revenu à son niveau pré-crise aux US (7.5%) et s'en rapproche en zone euro

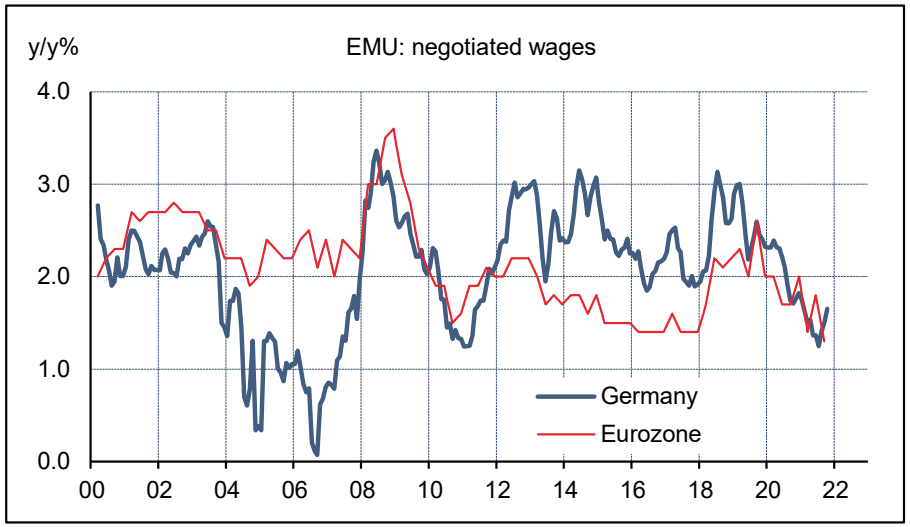
Un effet de revenu ou un effet de richesse ?

- L'incertitude liée à la pandémie justifie une plus forte épargne de précaution
- Aux Etats-Unis, l'usage des « *stimulus checks* » a beaucoup évolué (round 1 : ¾ dépensés, rounds 2 et 3 : ¼ dépensé)
- Les transferts de revenu ont amélioré la situation financière des ménages (remboursement de dette)

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Y a-t-il un risque de surchauffe salariale ?





Sources : Thomson Reuters, Fed Atlanta, ODDO BHF Securities

US : des gains salariaux robustes et de plus en plus diffus

- Le *bargaining power* s'est accru pour les salariés non-qualifiés (secteurs où la pénurie de main-d'œuvre est la plus forte)
- L'accélération des salaires est forte mais pas excessive au regard des gains de productivité

Zone euro : peu ou pas de dérive des salaires par rapport à la tendance pré-pandémie

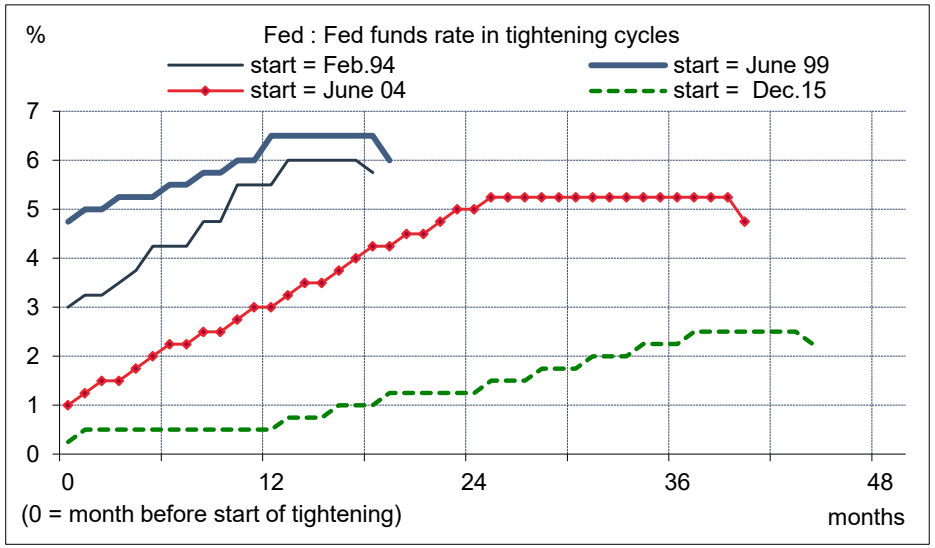
- A suivre : les ajustements de salaire minimum (+25% en Allemagne)

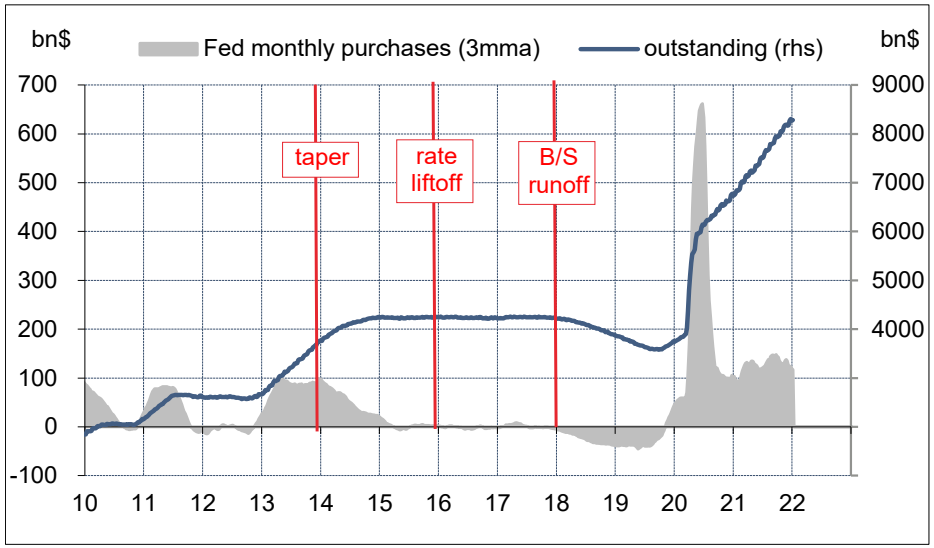
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Nouvelle ordonnance
(plus d’anticorps, moins de stéroïdes)

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Fed : pressée





Sources : Fed, ODDO BHF Securities

Cycle de normalisation : un scénario largement revu au cours des derniers mois

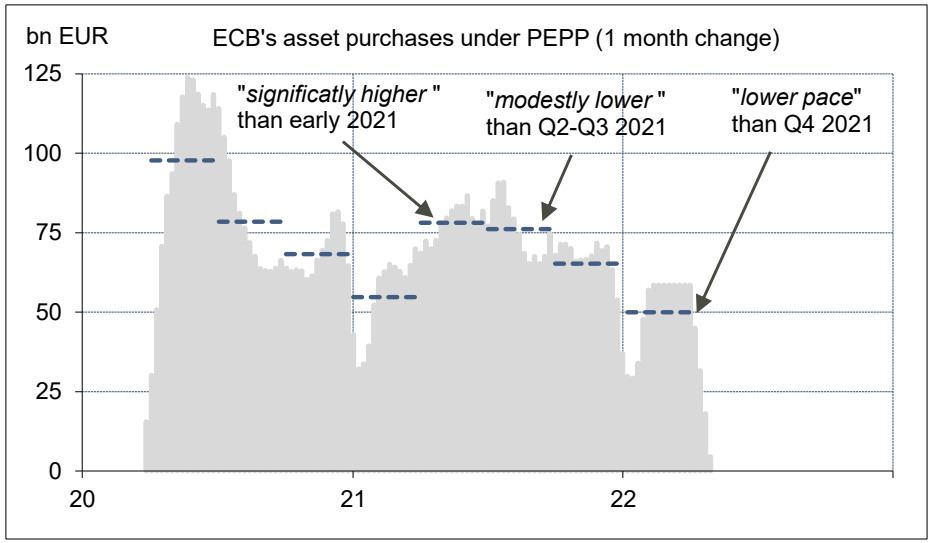
- Forte pression politique/médiatique en lien avec le dérapage de l'inflation
- Le marché du travail/l'économie réelle, assez solides pour supporter une politique moins accommodante
- Les invariants du scénario : la séquence (fin du QE / hausse des taux / ajustement du bilan) et le point terminal des taux courts
- Les nouveautés du scénario : une sortie précoce de la ZIRP, une réduction accélérée du portefeuille d'actifs

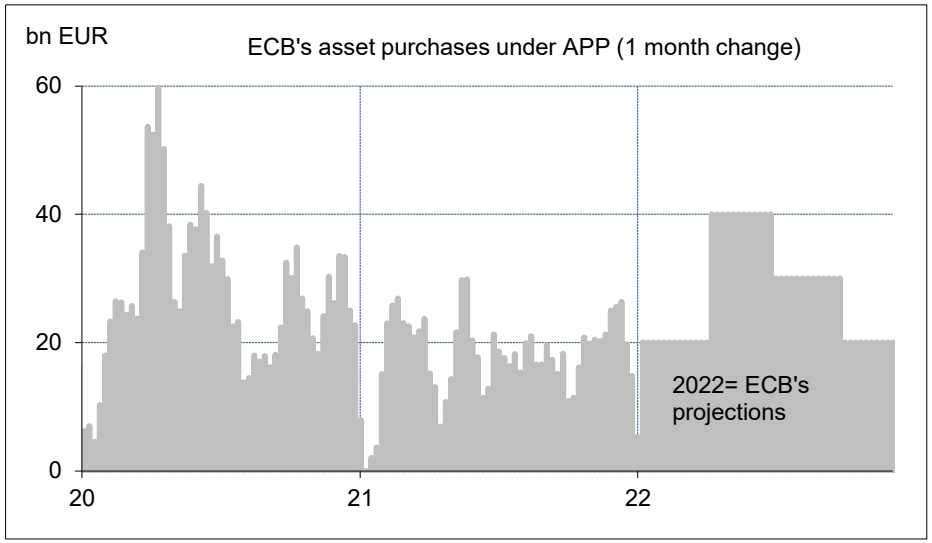
Peut-on arbitrer le rythme de réduction du bilan (plus rapide) contre le rythme de hausse des taux (plus lent) ?

- Les effets du QE, ou à l'inverse du QT (*quantitative tightening*), sur la prime de terme sont assez incertains

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

BCE : patiente





Sources : ECB, ODDO BHF Securities

La patience de la BCE dépend de l'absence des effets de second tour sur l'inflation

- Poursuite des achats d'actifs à un rythme réduit (transition PEPP-APP) tout au long de 2022, voir plus
- Pas de hausse de taux à cet horizon
- Divergence marquée et durable avec la politique monétaire de la Fed

Une mise en garde sur le risque de « *green-flation* »

- La transition vers une économie décarbonée perturbe l'analyse de l'inflation (volatilité, risque haussier)

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

Evénements politiques 2022

Month	Central banks				Elections & other events		
	Fed	ECB	BoE	BoJ	Europe	US	International
January	26	-	-	18*	24: Italian Presidential election 30: Portuguese election		25: IMF outlook
February	-	3	3*	-			4-20: Winter Olympics
March	16*	10*	17	18	24-25 : EU Council		
April	-	14	-	28*	10-24 : French Presidential election		18-24: IMF/WB meeting
May	4	-	5*	-	♠: Hungarian election		♠: Australian election 18-21: Davos summit
June	15*	9*	16	17	12-19: French Parliament election 23-24 : EU Council		26-28: G7 27-29: ECB forum
July	27	21	-	21*			♠: IMF outlook
August	-	-	4*	-			♠: Jackson Hole
September	21*	8*	15	22	11: Swedish election		
October	-	27	-	28*			10-16: IMF/WB meeting 30-31: G20-head of states
November	2	-	3*	-		8: midterm elections	♠: National Congress of the Chinese CP
December	14*	15*	15	20			

*meetings with publications of new economic forecasts ♠: date to be confirmed

Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Italie : Draghi, au front pour un an ou à l'arrière pour sept ans ?

- Avec Draghi chef du gouvernement, le risque politique a baissé
- La situation politique reste fragile (grande coalition)
- L'Italie est le principal bénéficiaire du NGEU mais il faut de la consistance à moyen terme dans les réformes

France : une élection moins incertaine qu'il y a cinq ans

- A la différence de 2017, le Frexit n'est pas en débat
- Pas de grandes différences de programme entre les candidats pouvant espérer réunir une majorité de second tour (E.Macron ou V.Pécresse)
- La réforme des retraites est le grand chantier après les élections

US : la majorité démocrate (étroite) est menacée

- Les élections de mi-mandat sont en général négatives pour le président en exercice. Le risque est accru cette fois, vu l'impopularité de Joe Biden
- Si les Républicains reprennent le Congrès, ils feront tout pour rendre la politique budgétaire restrictive, comme ils l'avaient fait sous Obama

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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

	GDP 2019	Weights 2019		Real GDP change (Q/Q non annualised, %)																				
	bn $	current $	PPP $	2017				2018				2019				2020								
		%	%	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**	**-2.9**	**-6.9**	**8.7**	**2.2**	**0.9**	**0.4**	**1.2**	**1.5**	e
Developed countries	46617	53.3	37.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.4	0.6	0.2	0.3	0.6	0.5	0.4	0.0	-1.9	-10.4	9.5	0.9	0.5	1.8	1.0	1.1	e
Asia excl.Japan	22618	25.9	32.7	1.6	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	7.4	3.7	1.3	-1.5	1.8	2.3	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	0.6	-	
EMU	13409	15.3	12.5	0.7	0.8	0.7	0.9	0.1	0.5	0.1	0.6	0.7	0.2	0.2	0.0	-3.5	-11.7	12.6	-0.4	-0.2	2.2	2.2	-	
- 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	-1.9	2.0	1.7	-	
- France	2729	3.1	2.4	0.8	0.8	0.6	0.9	0.0	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6	0.1	-0.3	-5.7	-13.5	18.5	-1.1	0.1	1.3	3.0	-	
- Italy	2005	2.3	2.0	0.5	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.2	0.1	-0.4	-5.7	-12.9	15.6	-1.6	0.3	2.7	2.6	-	
Japan	5136	5.9	4.1	0.8	0.4	0.7	0.2	0.1	0.3	-0.8	0.0	0.4	0.4	-0.1	-2.4	0.3	-8.0	5.1	2.3	-0.7	0.5	-0.9	-	
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	-2.6	-19.4	17.6	1.5	-1.3	5.4	1.1	-	
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	0.5	0.4	-1.5	-6.2	6.3	-0.1	-0.1	1.8	1.7	-	
Canada	1742	2.0	1.4	1.1	1.0	0.4	0.5	0.9	0.8	0.7	0.3	0.1	1.0	0.3	0.3	-2.2	-11.0	9.0	2.2	1.2	-0.8	1.3	-	
Australia	1392	1.6	1.0	0.2	0.7	1.0	0.5	0.9	0.9	0.4	0.1	0.4	0.7	0.8	0.4	-0.3	-6.8	3.4	3.3	1.8	0.7	-1.9	-	
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	0.1	-	
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	3.5	-10.0	8.0	-	
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	0.3	-	
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	1.1	-0.5	-	
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	-0.7	-0.8	5.0	1.4	2.9	-1.1	0.6	-	
Thailand	544	0.6	1.0	1.2	1.5	1.1	0.0	2.4	1.2	-0.2	0.2	1.6	0.8	0.2	-1.6	-1.5	-9.4	6.7	0.5	0.2	0.1	-1.1	-	
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	-1.9	-3.9	-	
Philippines	377	0.4	0.7	2.1	1.9	1.6	0.9	2.2	1.6	1.3	0.8	2.3	1.1	1.8	1.0	-4.2	-15.6	8.7	3.8	0.8	-1.4	3.8	-	
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	1.2	-	
Brazil	1878	2.1	2.4	1.1	0.7	0.3	0.4	0.5	0.2	0.9	-0.4	0.5	0.6	0.0	0.3	-2.3	-8.9	7.8	3.1	1.3	-0.4	-0.1	-	
Chile	279	0.3	0.4	-0.8	1.2	1.7	0.7	1.2	1.1	-0.5	0.9	-0.1	1.5	0.5	-4.1	2.2	-12.3	5.0	6.1	3.8	1.6	4.9	-	
Mexico	1269	1.5	1.9	0.5	0.3	-0.2	1.2	1.1	0.0	0.6	-0.5	0.1	-0.3	0.7	-1.3	-0.8	-17.8	13.8	2.9	1.0	1.2	-0.4	-	
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	-0.2	-	
Poland	597	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1	1.8	1.3	1.3	1.4	0.9	1.9	0.7	1.1	0.4	0.1	-9.2	7.5	-0.2	1.6	1.8	2.3	-	
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	2.4	1.5	2.7	-	
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	1.1	-1.6	-	

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

Source: Thomson Reuters, ODDO BHFSecurities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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

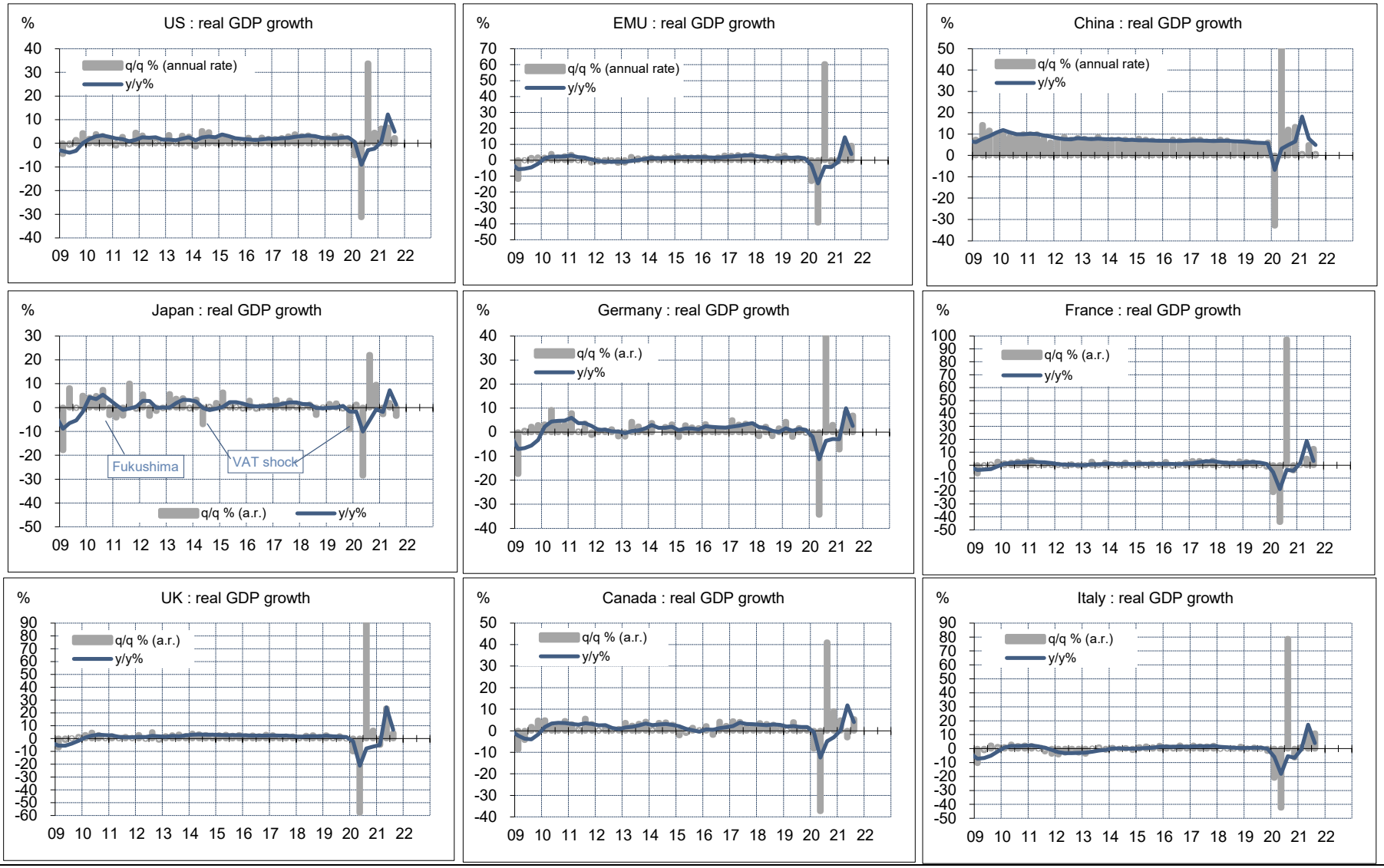
	Pre-crisis 1999-2007	Crisis Q3 08-Q2 09	Post-crisis 2010-2019	Pandemic Q1-Q2 2021	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3
US																							
Real GDP qoq %	**0.7**	**-1.0**	**0.6**	**-5.1**	**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**	**0.6**
- 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	0.6
- 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	-0.3
- 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	0.3
Japan																							
Real GDP qoq %	**0.3**	**-1.6**	**0.2**	**-3.9**	**0.8**	**0.4**	**0.7**	**0.2**	**0.1**	**0.3**	**-0.8**	**0.0**	**0.4**	**0.4**	**-0.1**	**-2.4**	**0.3**	**-8.0**	**5.1**	**2.3**	**-0.7**	**0.5**	**-0.9**
- 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	-0.4	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	0.1
- Final demand	0.2	-0.7	0.2	-2.3	0.5	0.6	-0.4	0.2	0.3	0.5	-0.9	0.4	0.2	0.7	0.4	-2.9	0.4	-5.0	2.5	1.7	-0.9	1.2	-1.3
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**	**-1.9**	**2.0**	**1.7**
- Inventories	0.0	-0.6	0.0	-0.2	0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.5	0.2	0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.2	-0.5	-1.8	0.5	2.1	-0.5	-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	-0.9	-0.6	-0.3
- Final demand	0.2	-0.3	0.4	-4.1	0.3	0.8	0.5	0.6	0.1	0.7	0.1	0.7	1.0	0.0	0.4	-0.1	-1.0	-7.2	7.2	-0.8	-3.1	3.1	2.1
France																							
Real GDP qoq %	**0.6**	**-0.9**	**0.3**	**-9.6**	**0.8**	**0.8**	**0.6**	**0.9**	**0.0**	**0.4**	**0.4**	**0.7**	**0.6**	**0.6**	**0.1**	**-0.3**	**-5.7**	**-13.5**	**18.5**	**-1.1**	**0.1**	**1.3**	**3.0**
- Inventories	0.0	-0.6	0.0	0.6	0.6	-0.7	0.2	0.2	0.0	0.2	-0.4	0.1	0.2	0.1	-0.3	-0.4	0.4	0.7	-2.8	0.6	0.5	0.0	-0.9
- Net exports	-0.1	0.0	0.0	-0.9	-0.7	1.0	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-1.6	0.5	0.9	-0.4	-0.2	0.6
- Final demand	0.6	-0.3	0.3	-9.3	0.9	0.5	0.7	0.4	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	0.1	-6.0	-12.6	20.8	-2.5	0.0	1.4	3.3
Italy																							
Real GDP qoq %	**0.4**	**-1.7**	**0.0**	**-9.3**	**0.5**	**0.4**	**0.4**	**0.5**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.3**	**0.0**	**0.2**	**0.1**	**-0.4**	**-5.7**	**-12.9**	**15.6**	**-1.6**	**0.3**	**2.7**	**2.6**
- 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	-1.7	0.7	0.9	-0.8	0.1
- 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	4.5	-1.2	-0.7	0.3	0.5
- Final demand	0.4	-1.0	-0.1	-7.7	0.2	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.3	-5.6	-9.9	12.8	-1.1	0.1	3.1	2.0
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**	**0.6**	**0.7**	**0.2**	**0.2**	**0.0**	**-3.5**	**-11.7**	**12.6**	**-0.4**	**-0.2**	**2.2**	**2.2**
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.3	-0.2	-1.5	0.5	1.0	-0.4	-0.1
- Net exports	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.6	-1.2	1.5	0.3	-0.2	-0.1	-0.4	-0.6	0.8	-1.5	1.4	-2.1	-0.4	0.4	2.4	0.0	0.1	-0.1	0.3
- Final demand	0.5	-0.8	0.3	-7.6	0.0	1.9	-0.6	0.5	0.3	0.6	0.1	1.3	0.0	1.7	-0.9	2.2	-3.4	-11.8	11.6	-0.8	-1.3	2.7	2.0
UK																							
Real GDP qoq %	**0.6**	**-1.4**	**0.5**	**-11.0**	**0.6**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.2**	**0.5**	**0.6**	**0.3**	**0.6**	**0.1**	**0.5**	**0.0**	**-2.6**	**-19.4**	**17.6**	**1.5**	**-1.3**	**5.4**	**1.1**
- 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	0.9
- 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	-1.2
- Final demand	0.8	-1.4	0.5	-11.2	0.7	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.5	0.8	0.2	0.0	-0.2	-2.7	-19.6	19.0	1.0	-2.7	6.0	1.4

** do not sum up exactly due to roundings*

Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

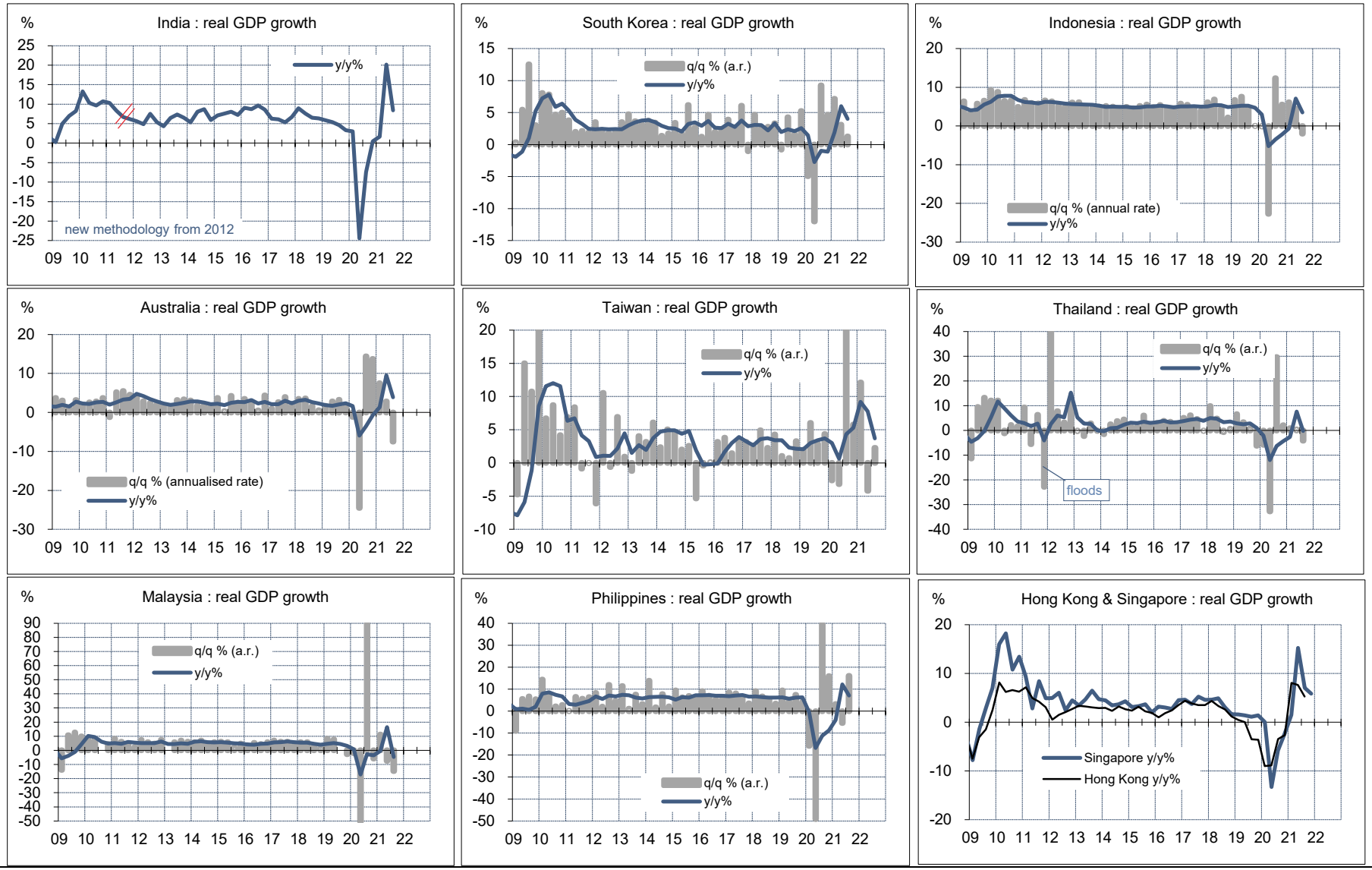
Annexe 3: Croissance du PIB réel: pays du G7 + Chine



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

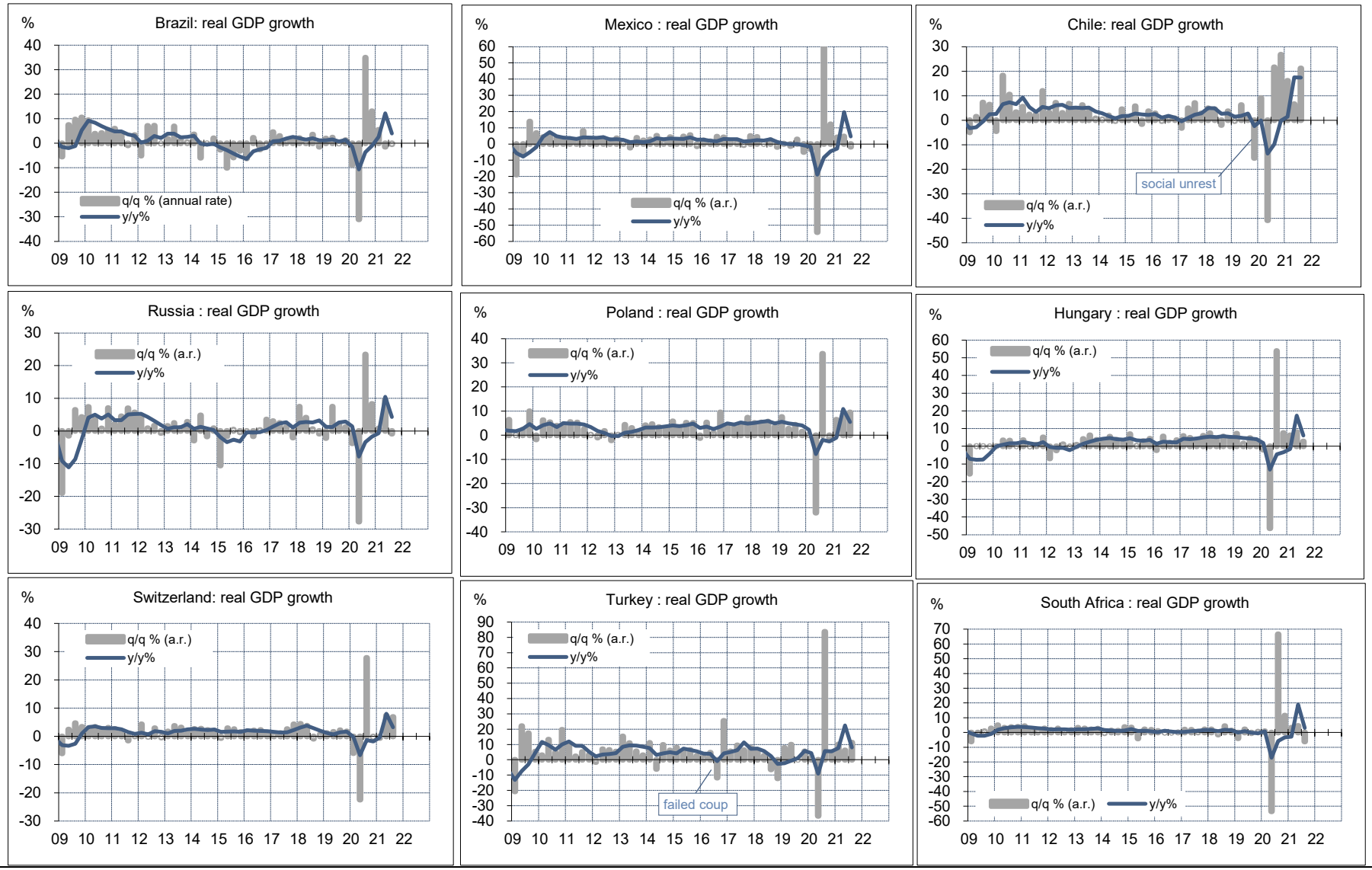
Annexe 4: Croissance du PIB réel: pays d'Asie hors Chine-Japon (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

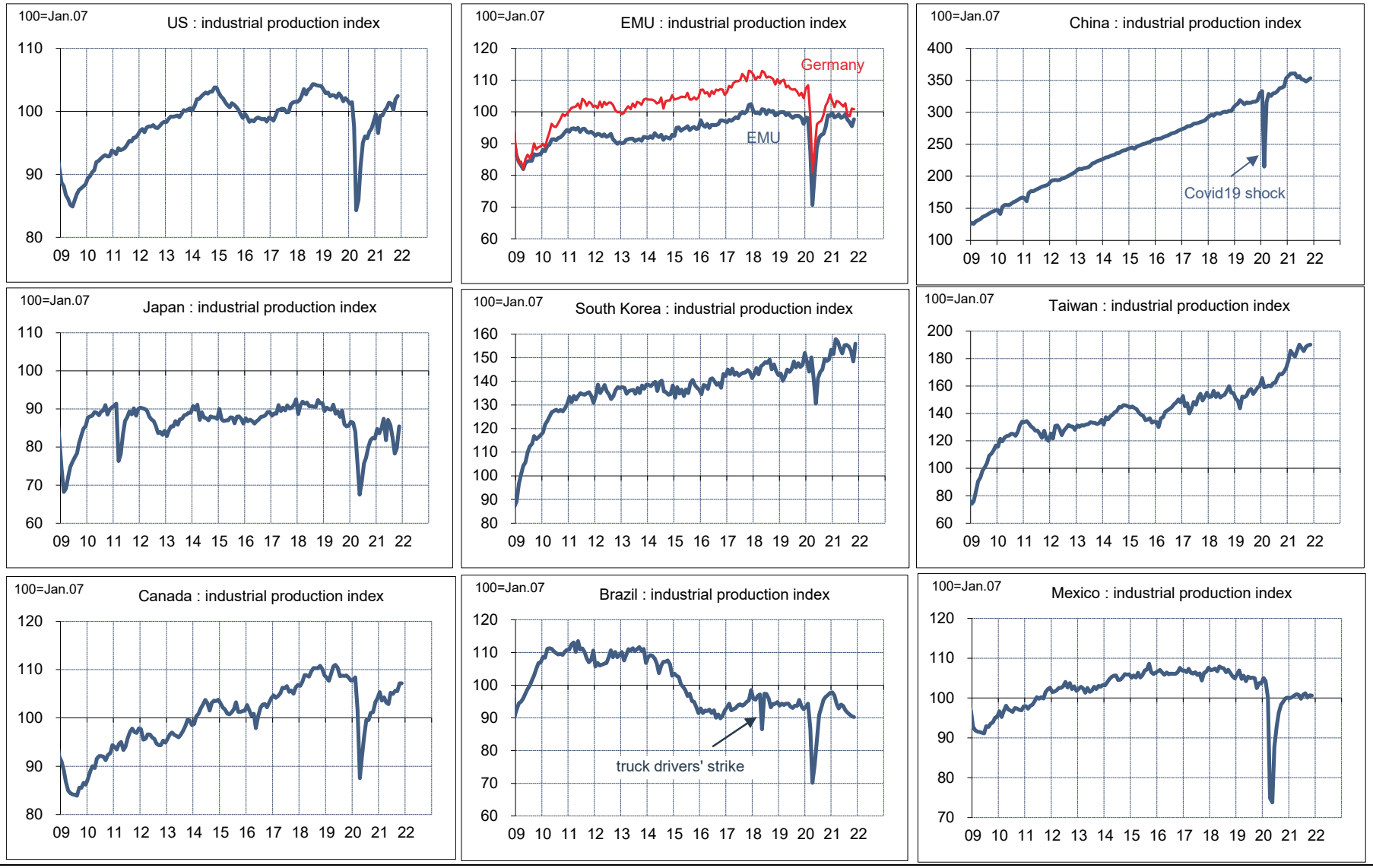
Annexe 5: Croissance du PIB réel: autres pays (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

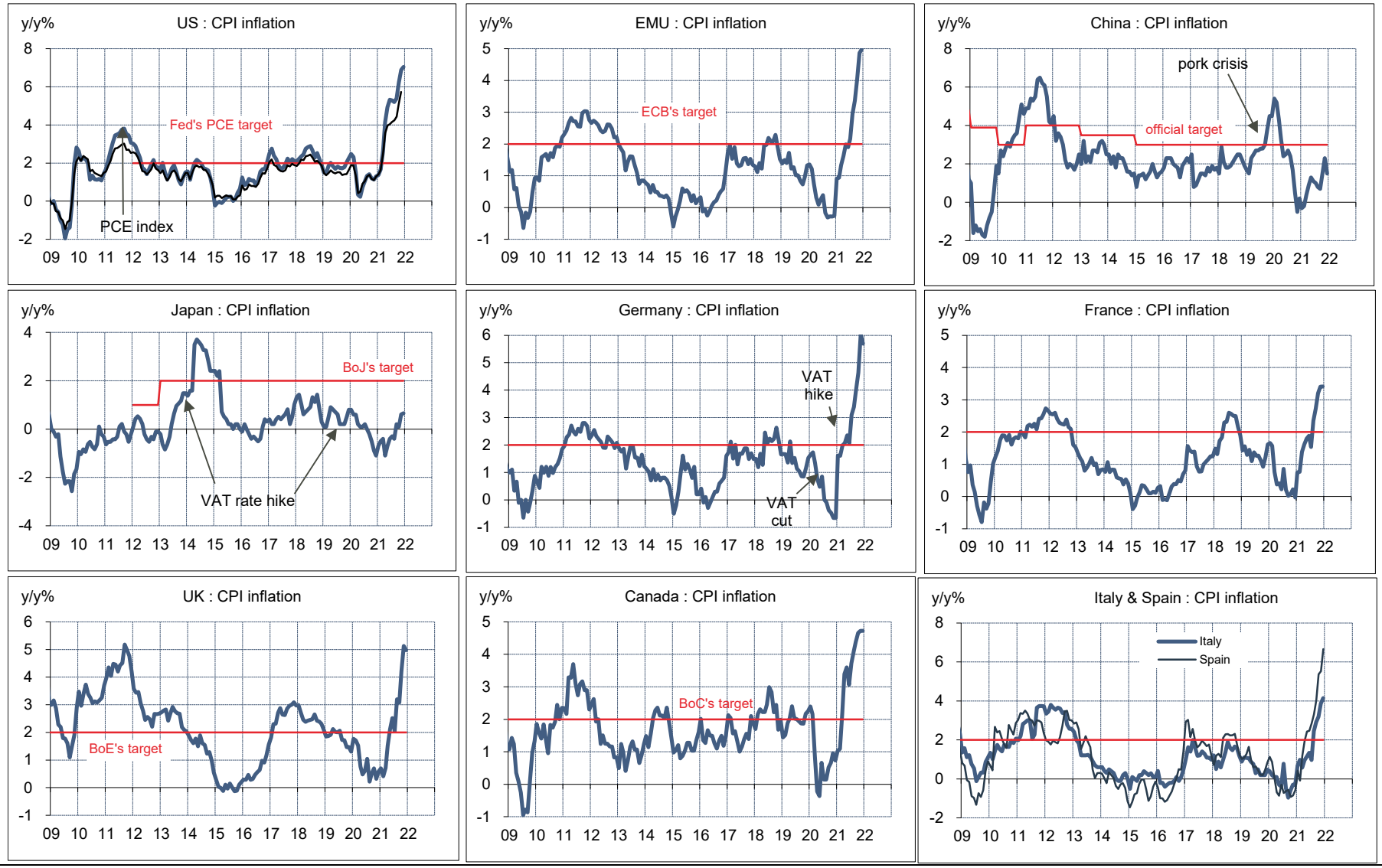
Annexe 6: Production industrielle (indice): sélection de pays



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

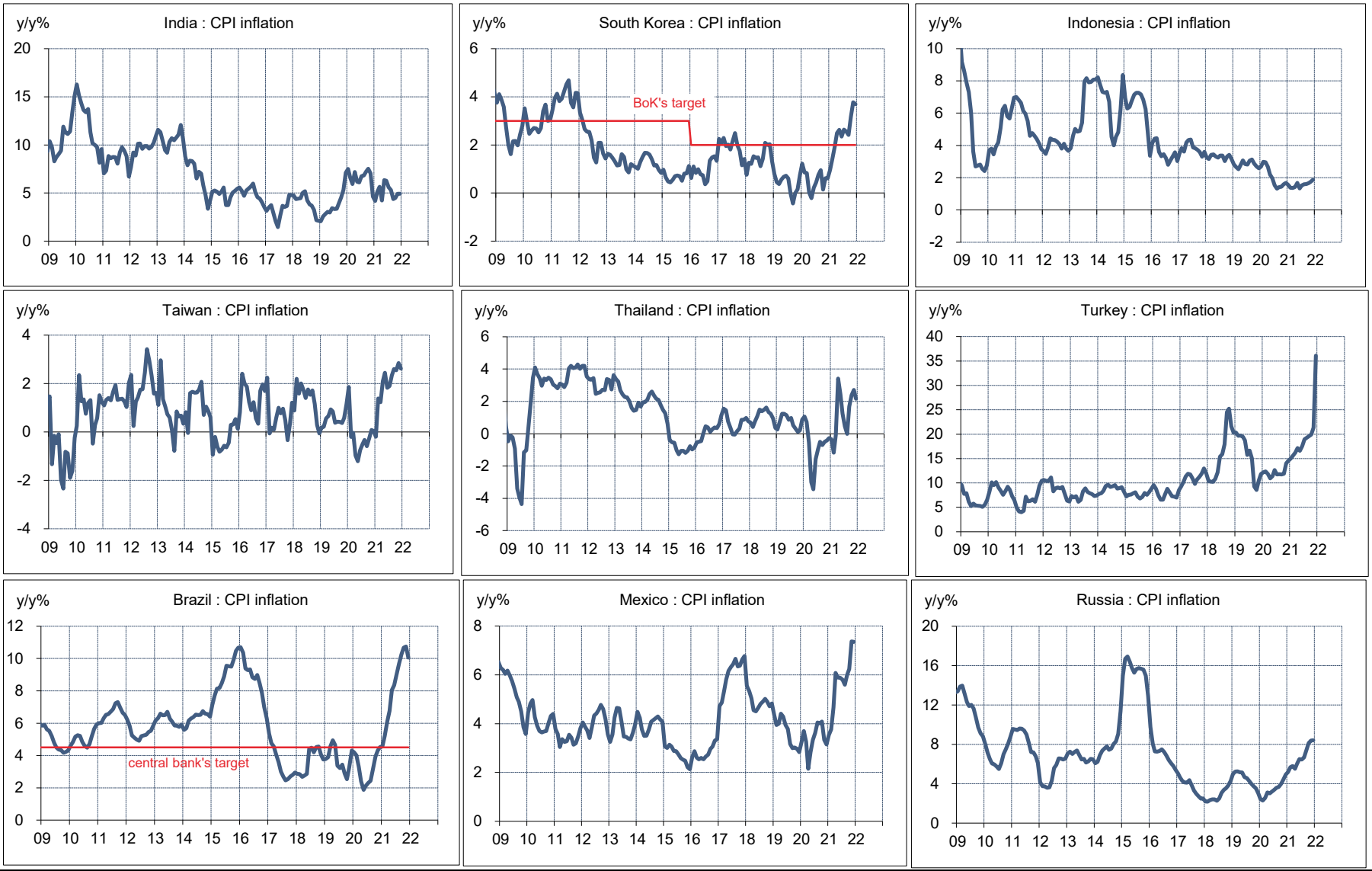
Annexe 7: Inflation des prix à la consommation: pays du G7 + Chine



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

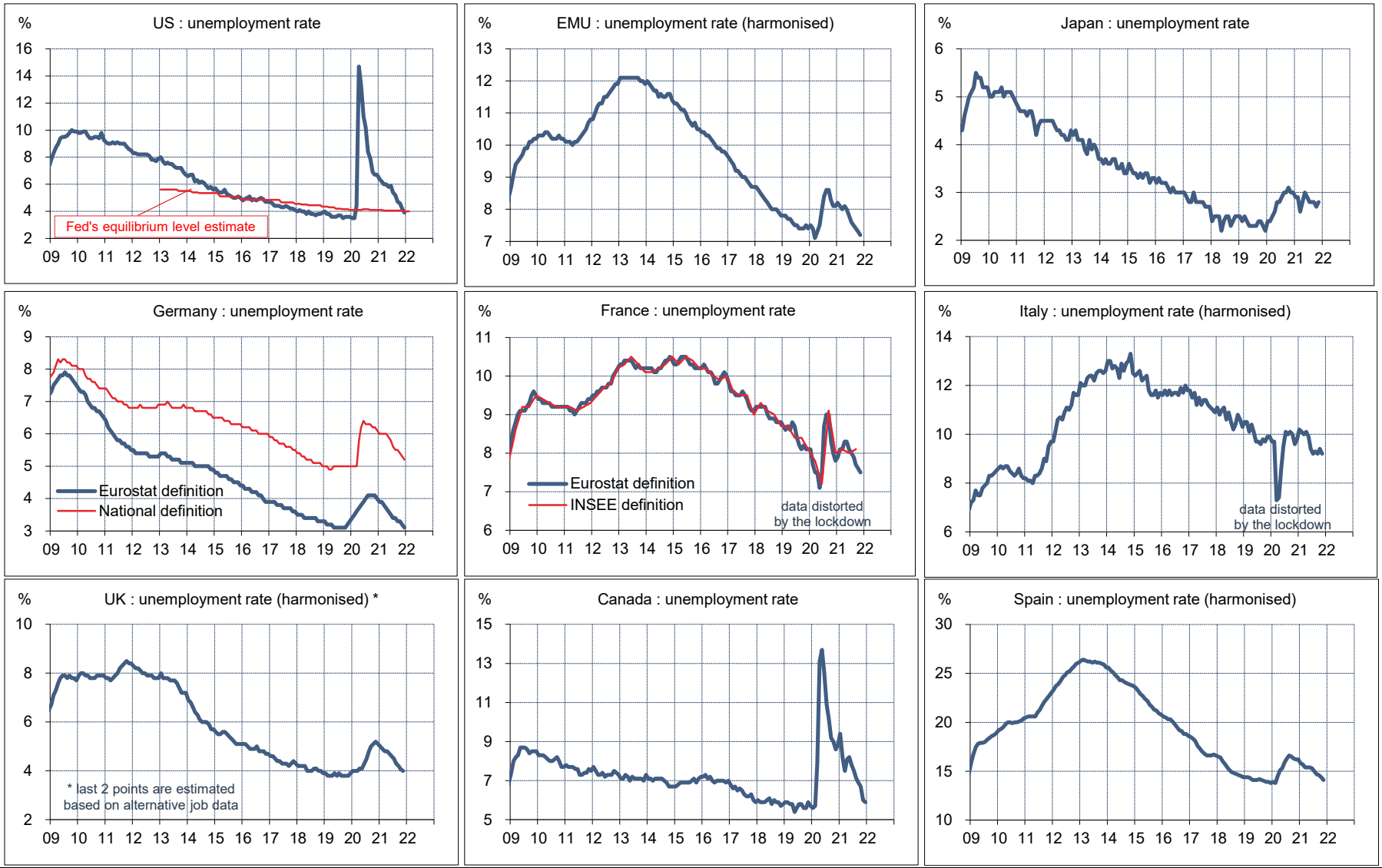
Annexe 8: Inflation des prix à la consommation: pays émergents (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

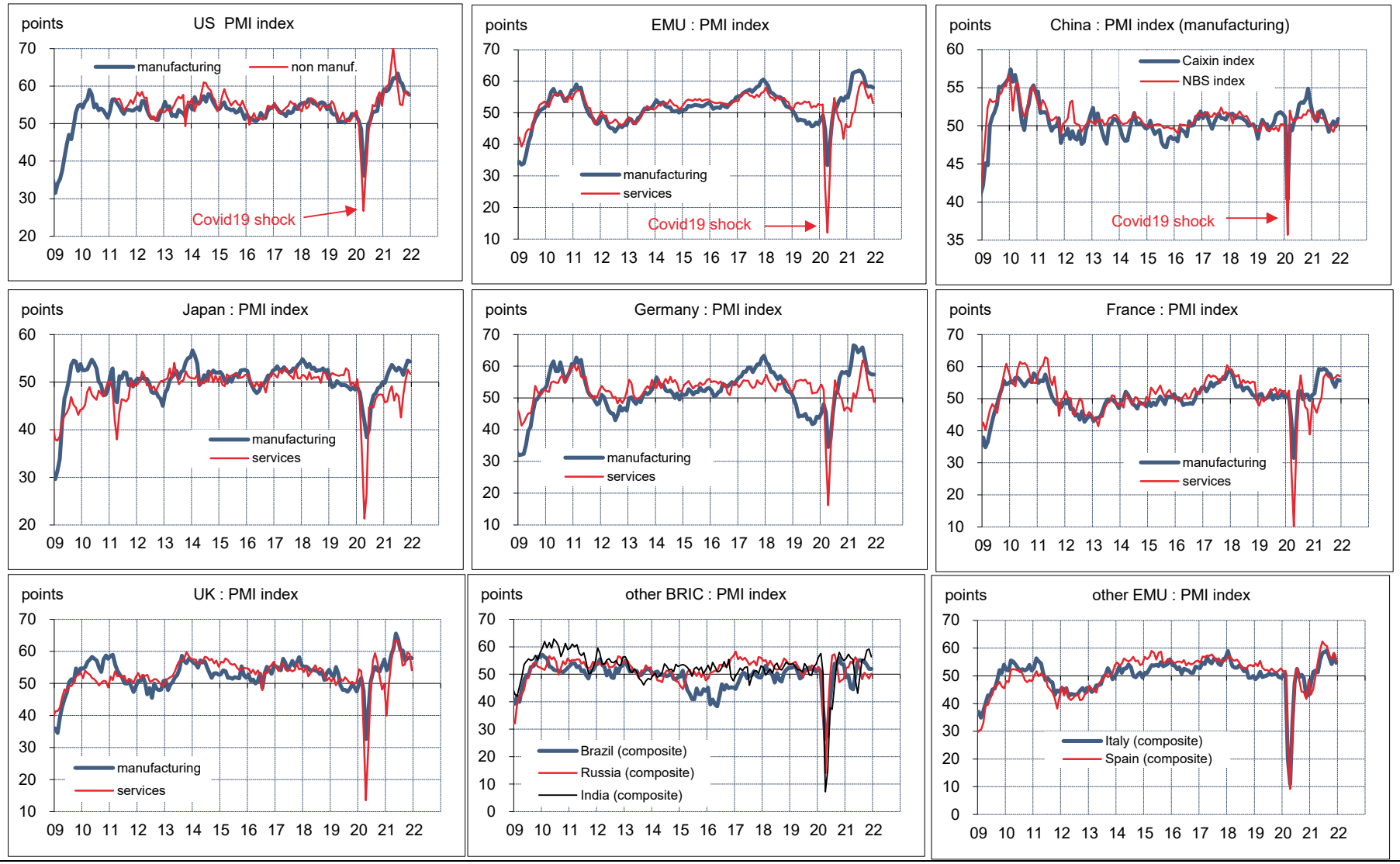
Annexe 9: Taux de chômage: pays du G7



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

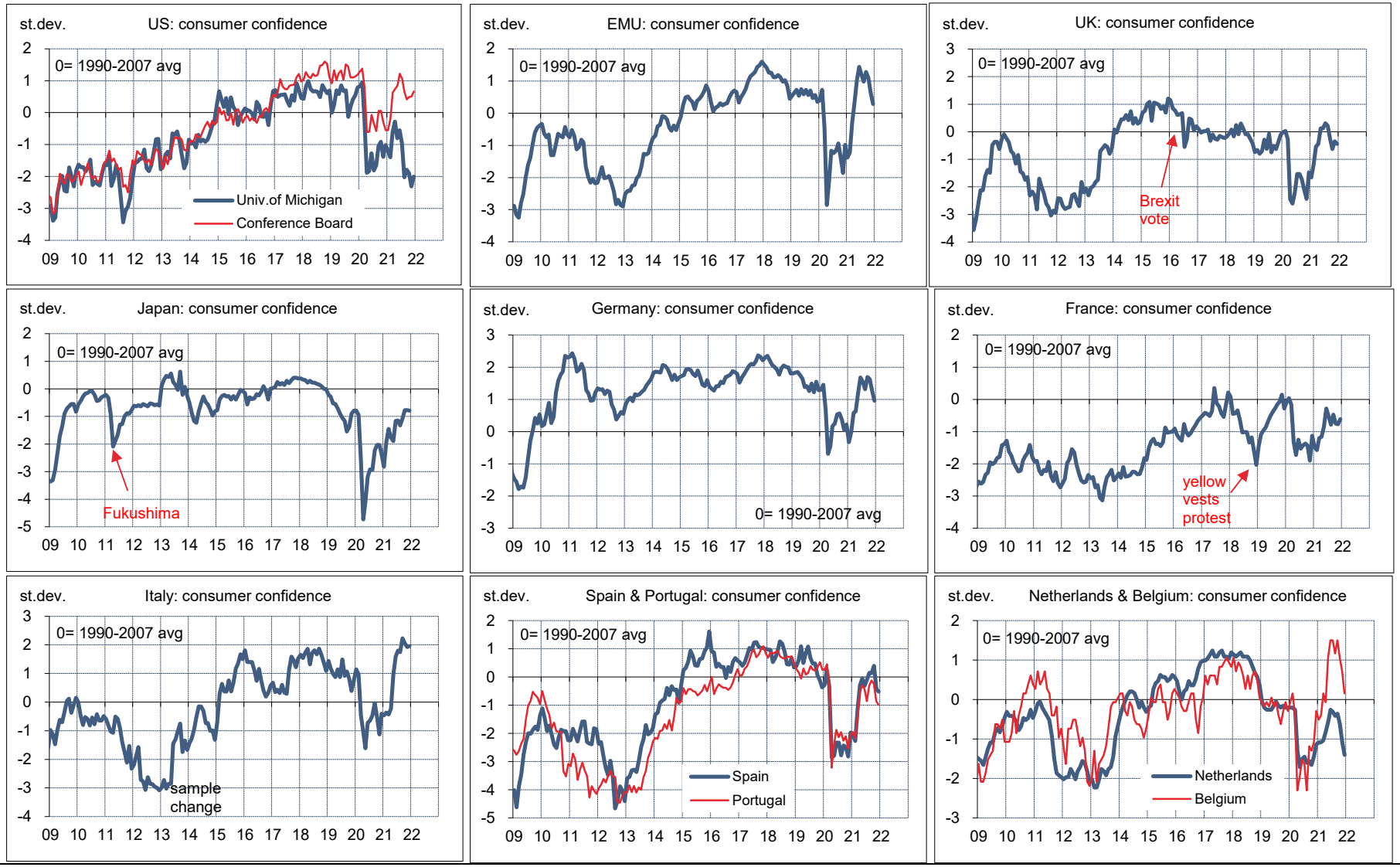
Annexe 10: Confiance des directeurs d'achat (indice PMI): pays du G7 + BRIC



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

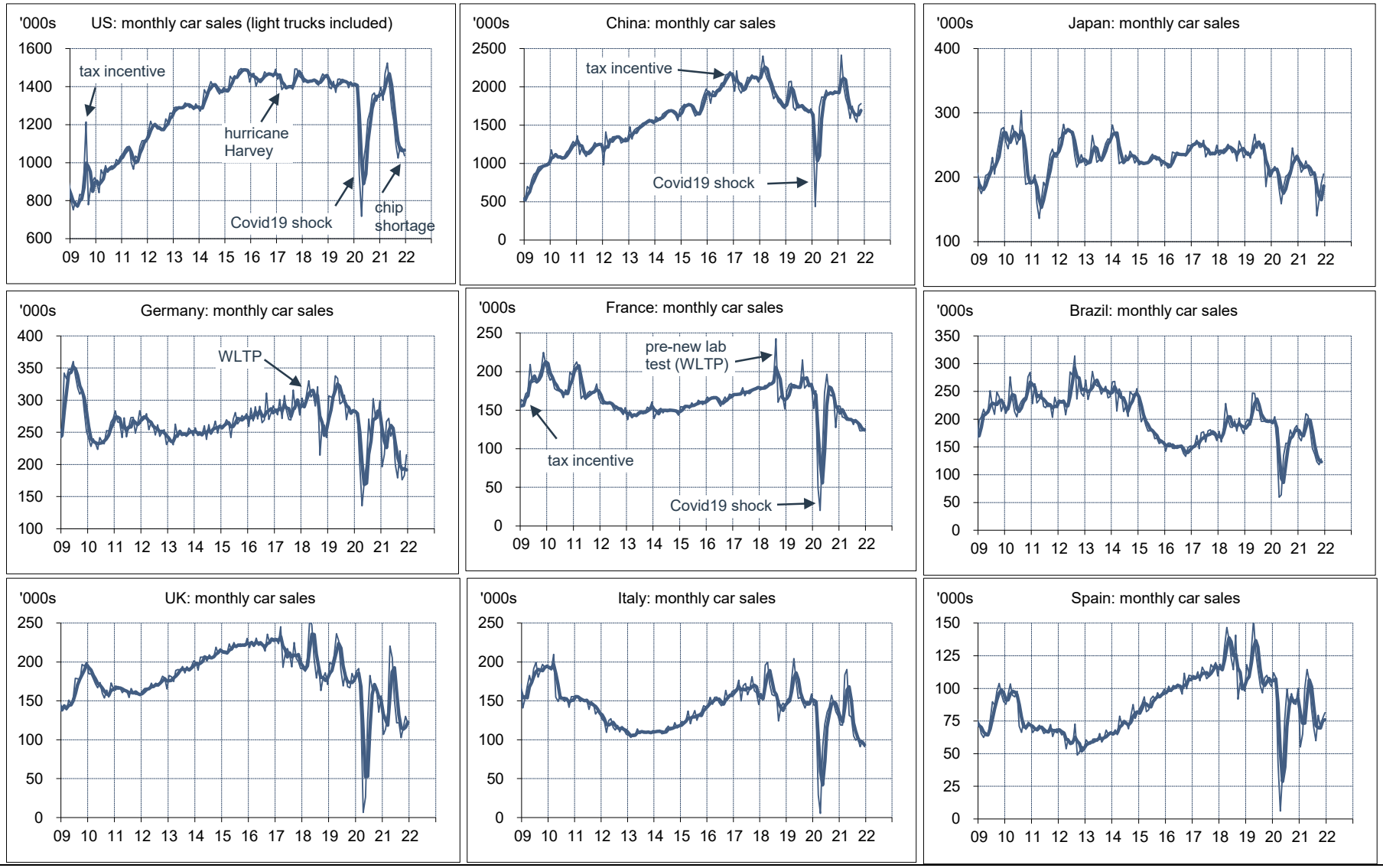
Annexe 11: Confiance des ménages: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

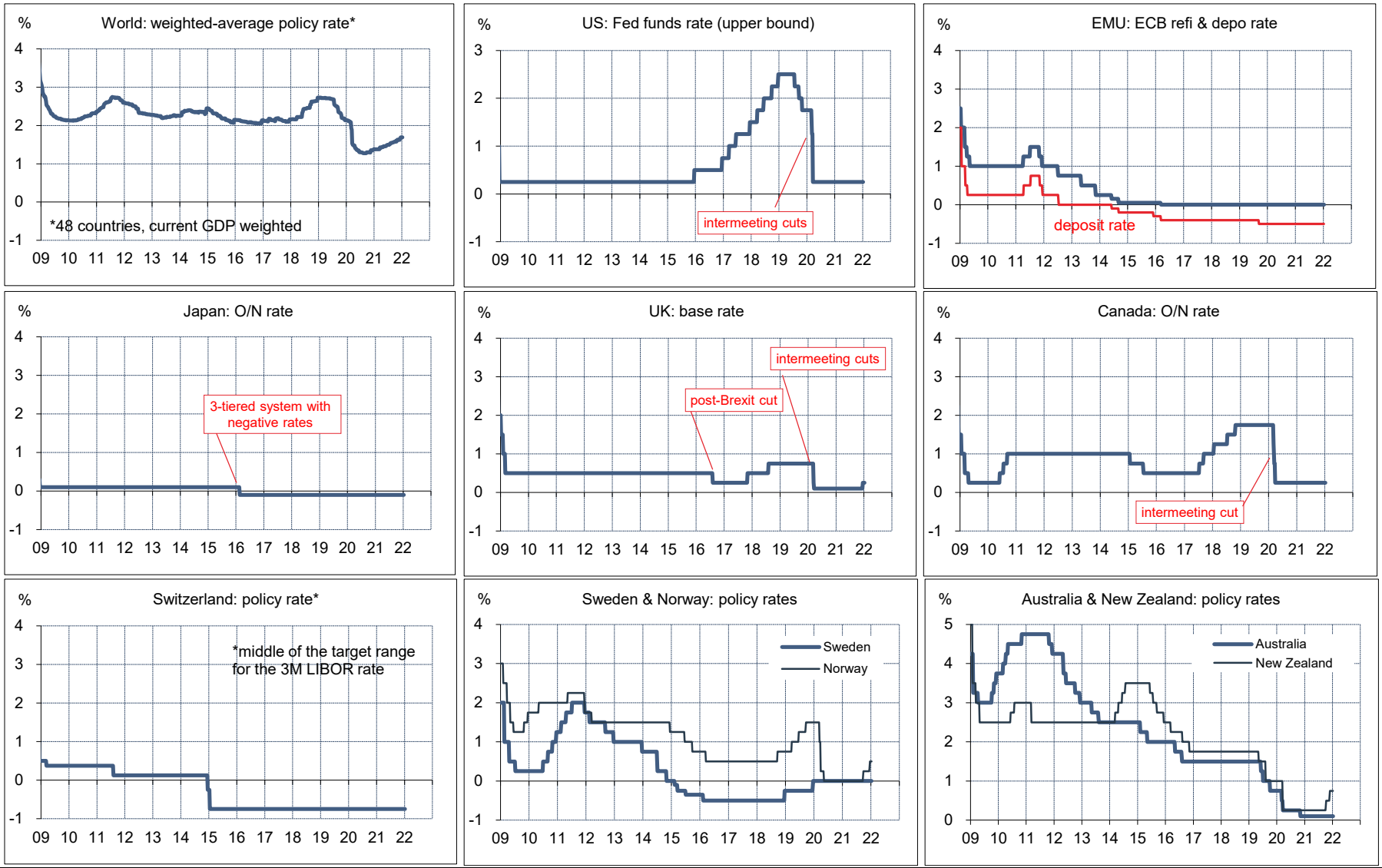
Annexe 12: Ventes de voitures: pays du G7 + Chine + Brésil



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

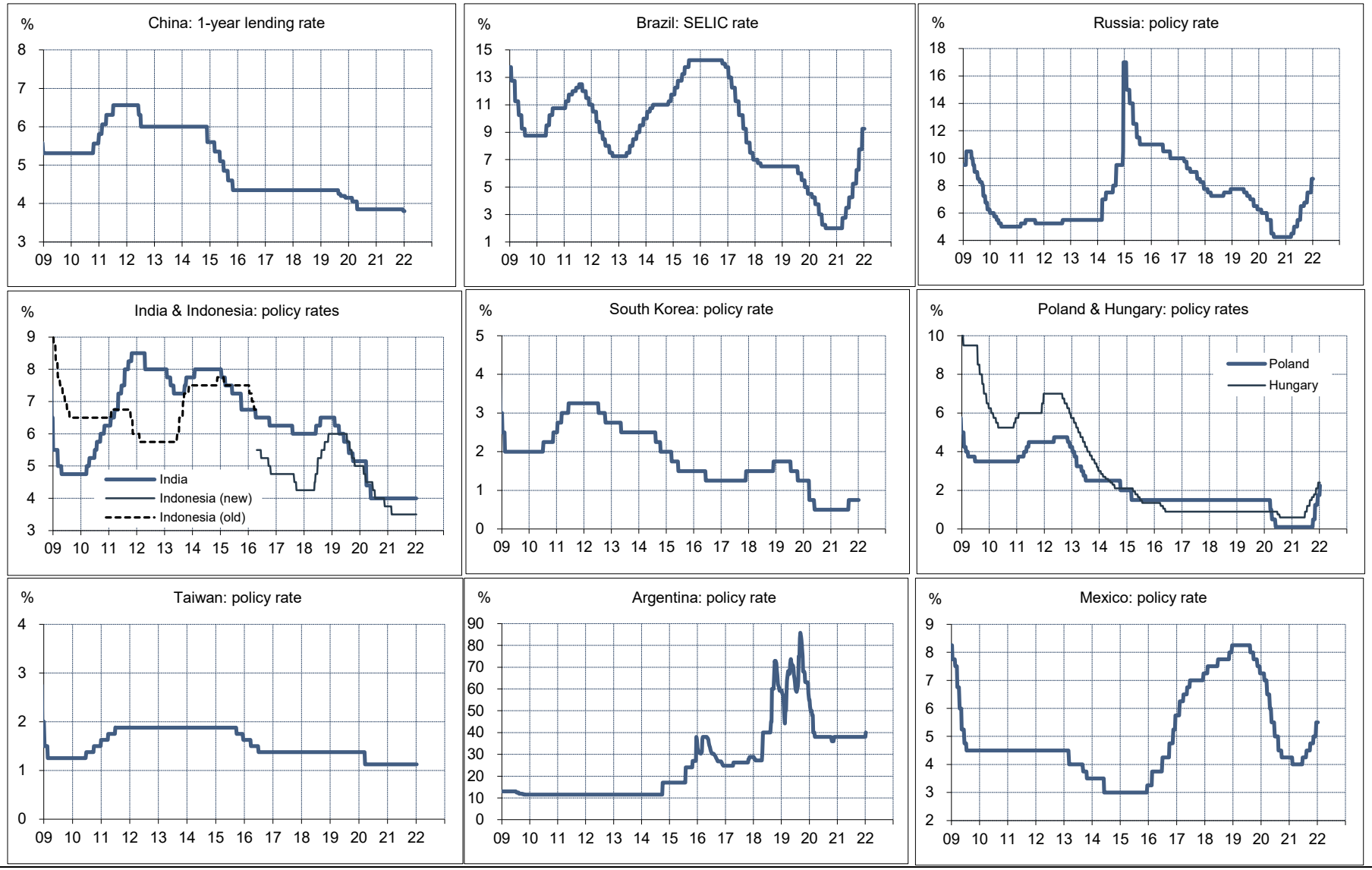
Annexe 13: Taux directeurs des banques centrales: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

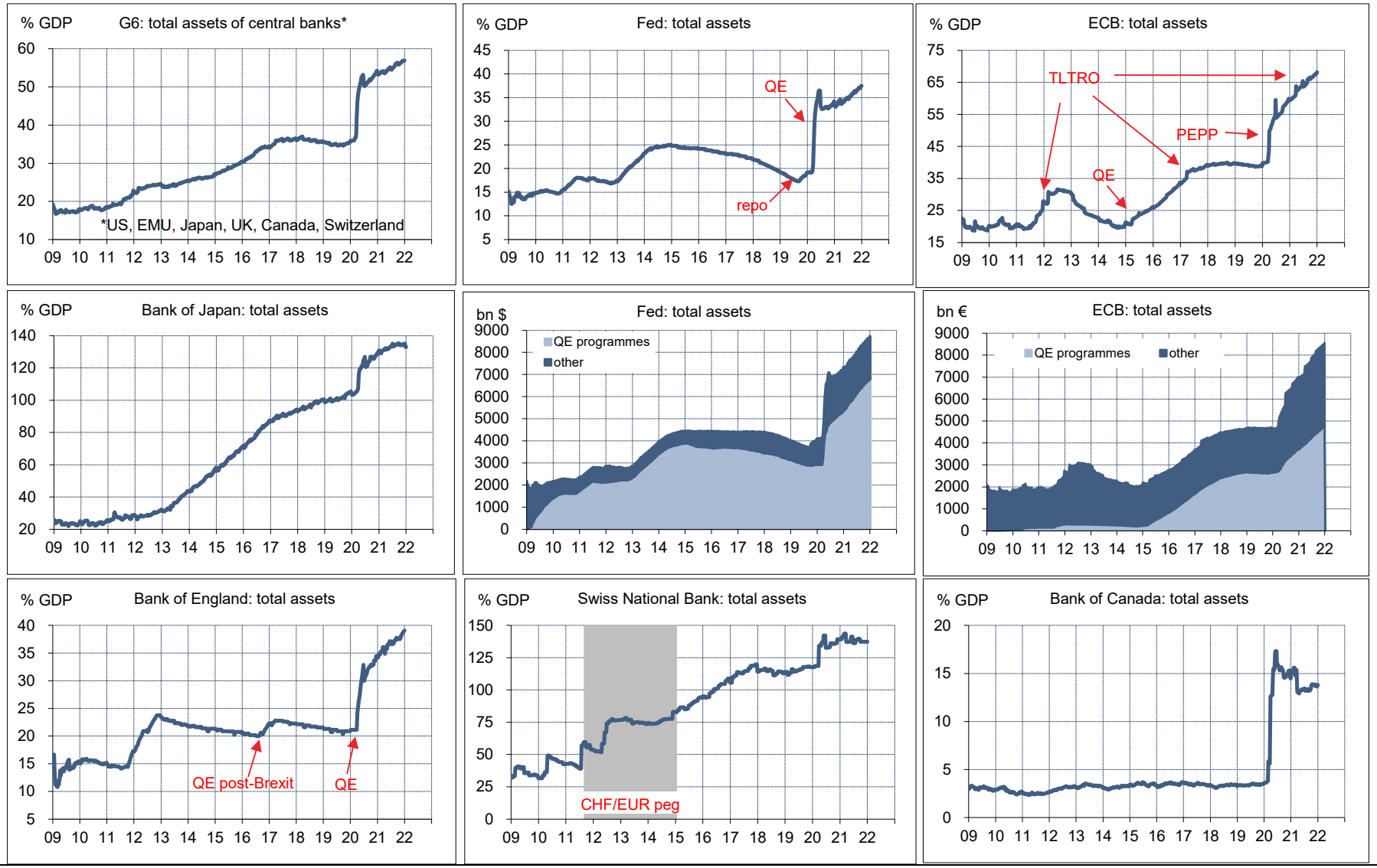
Annexe 14: Taux directeurs des banques centrales: pays émergents (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

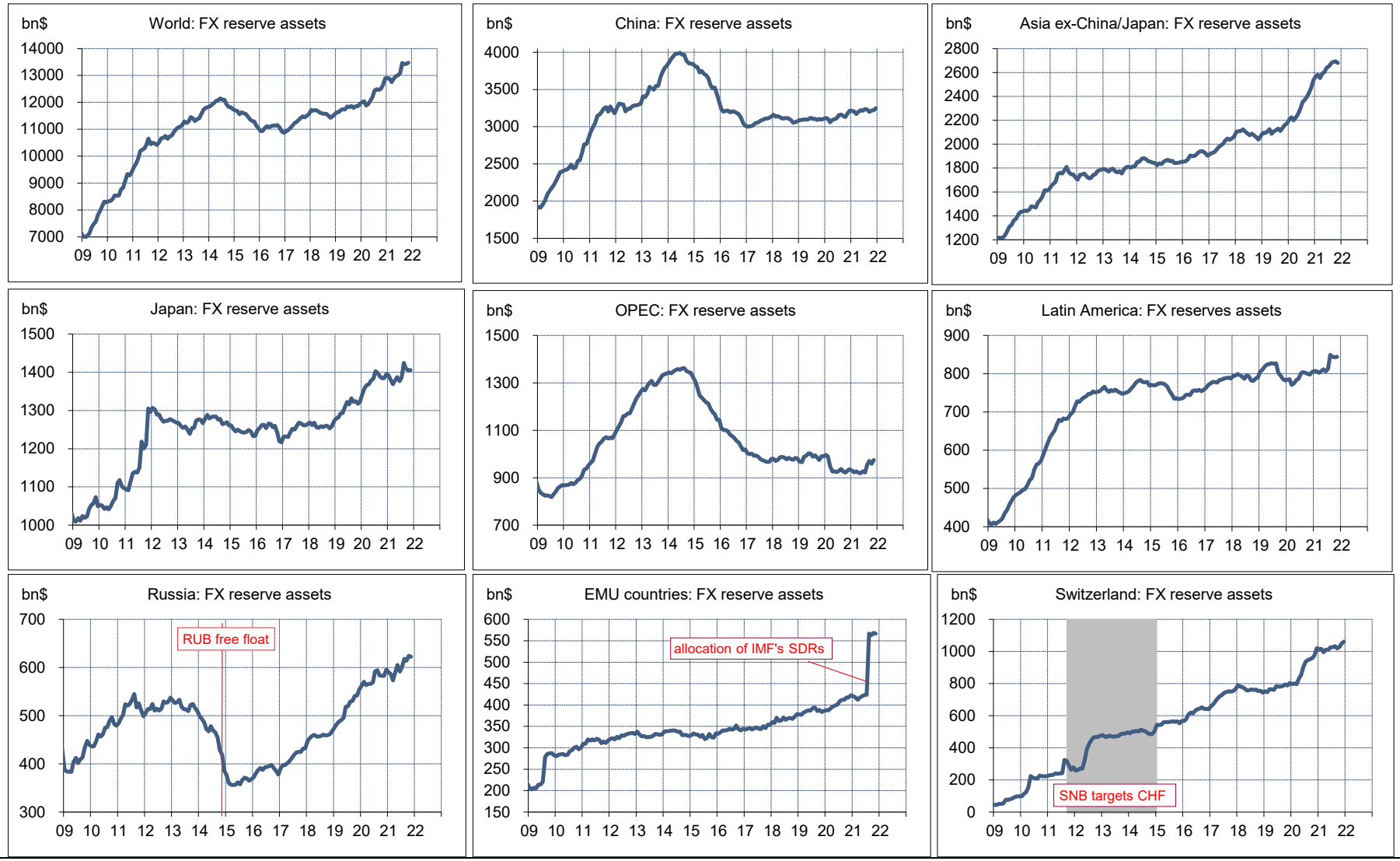
Annexe 15: Bilan des banques centrales: pays développés (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

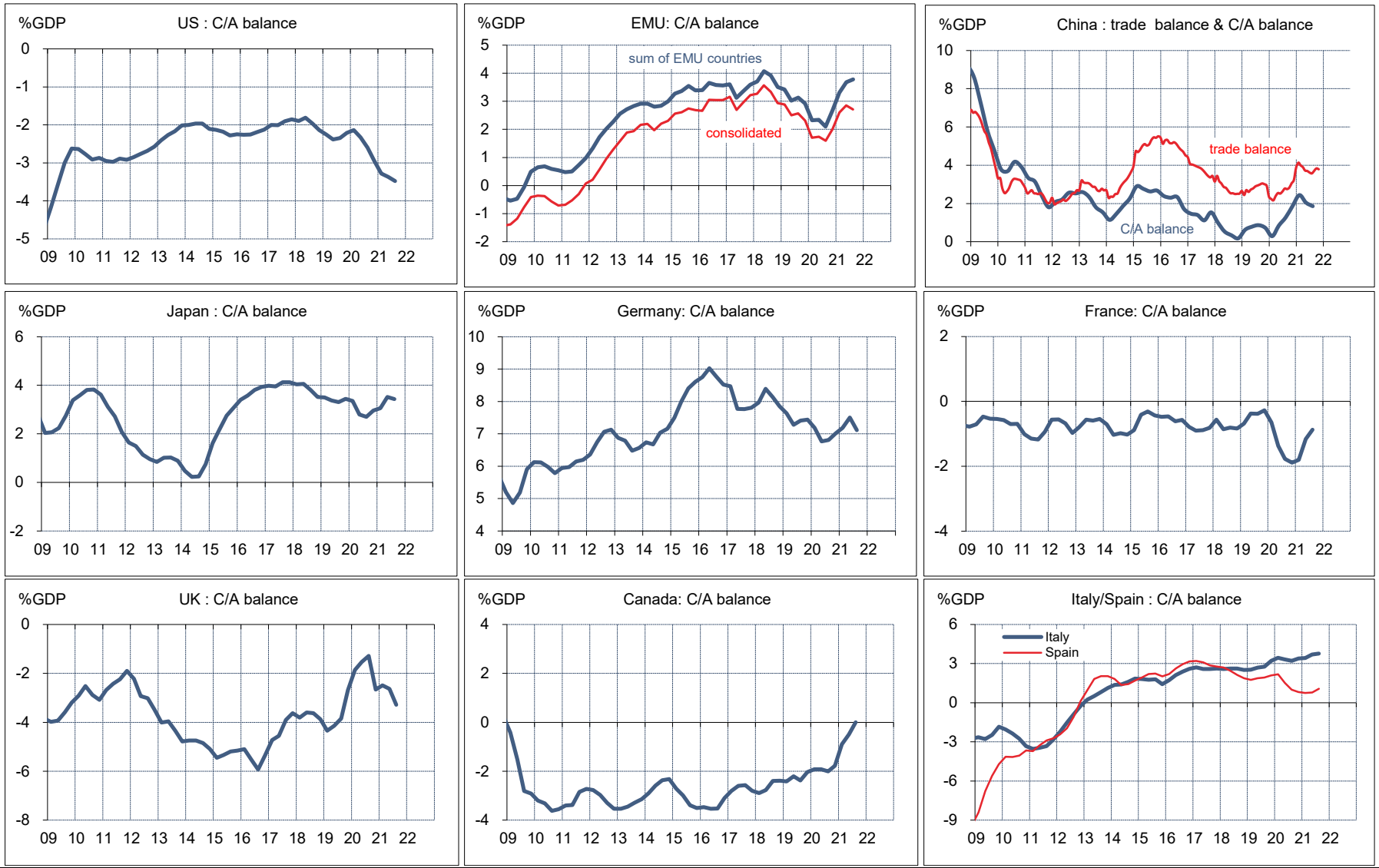
Annexe 16: Réserves de change en dollar: monde et principaux pays détenteurs



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

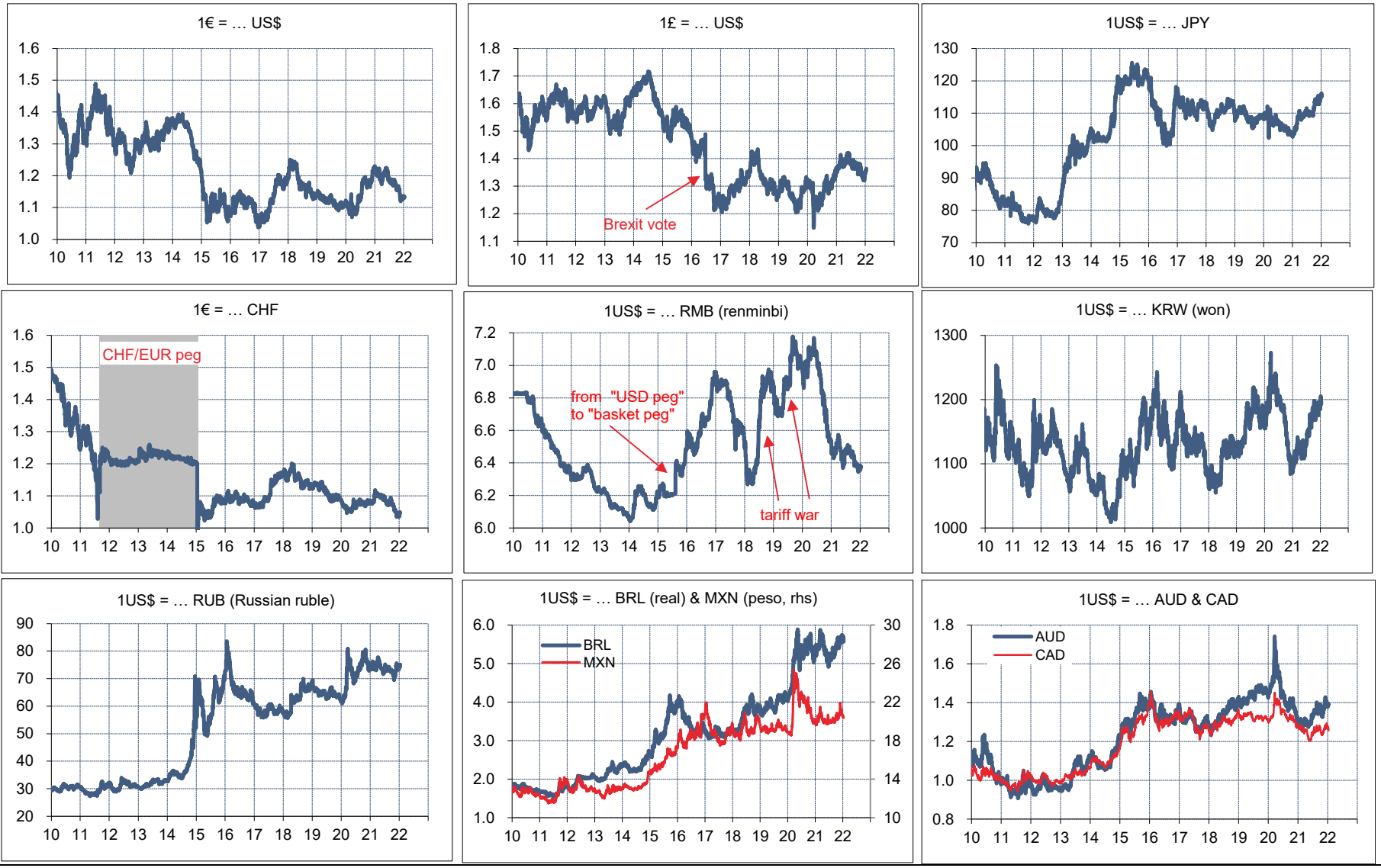
Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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

Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

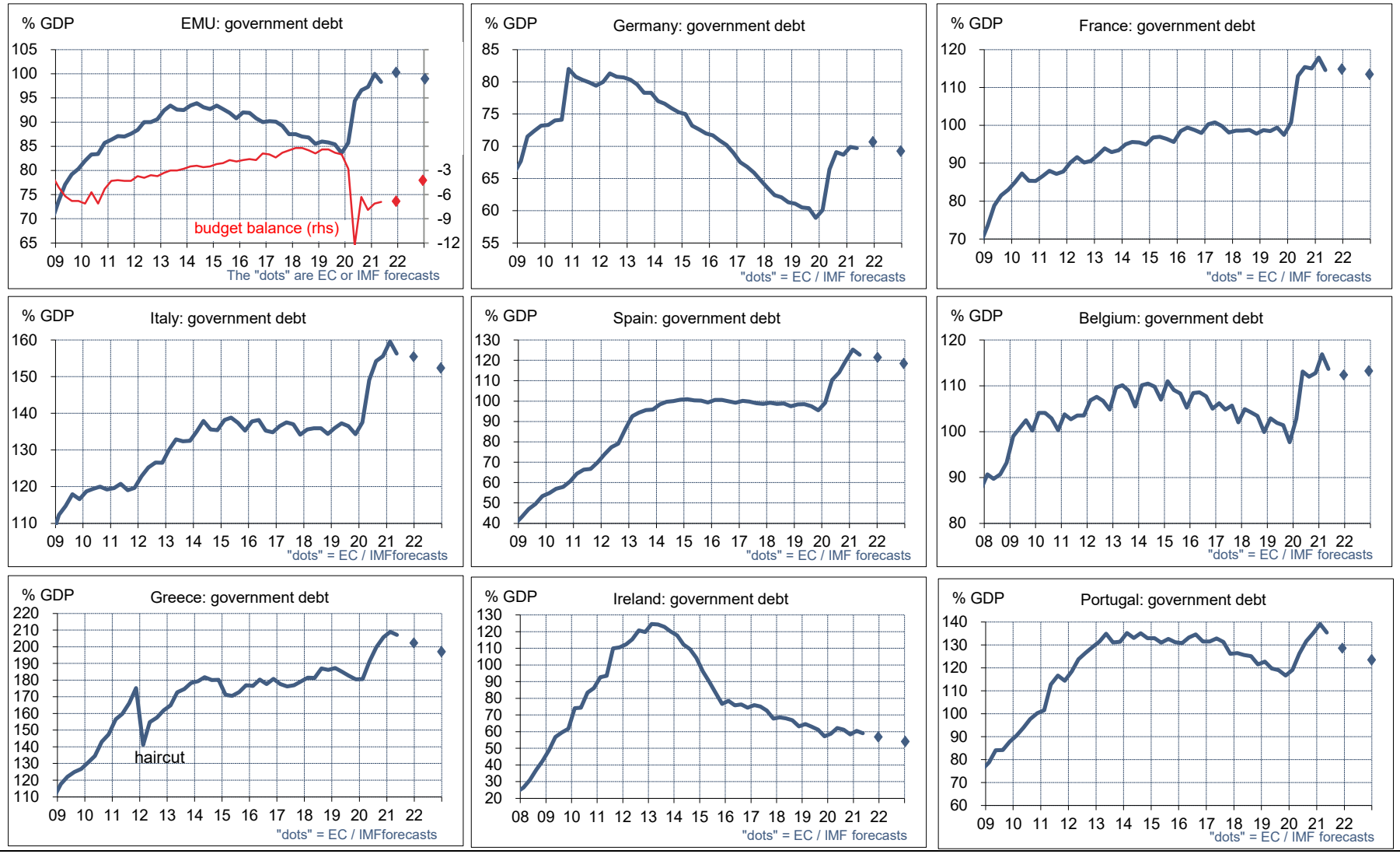
Annexe 19: Taux de change vs EUR ou USD: principales devises



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

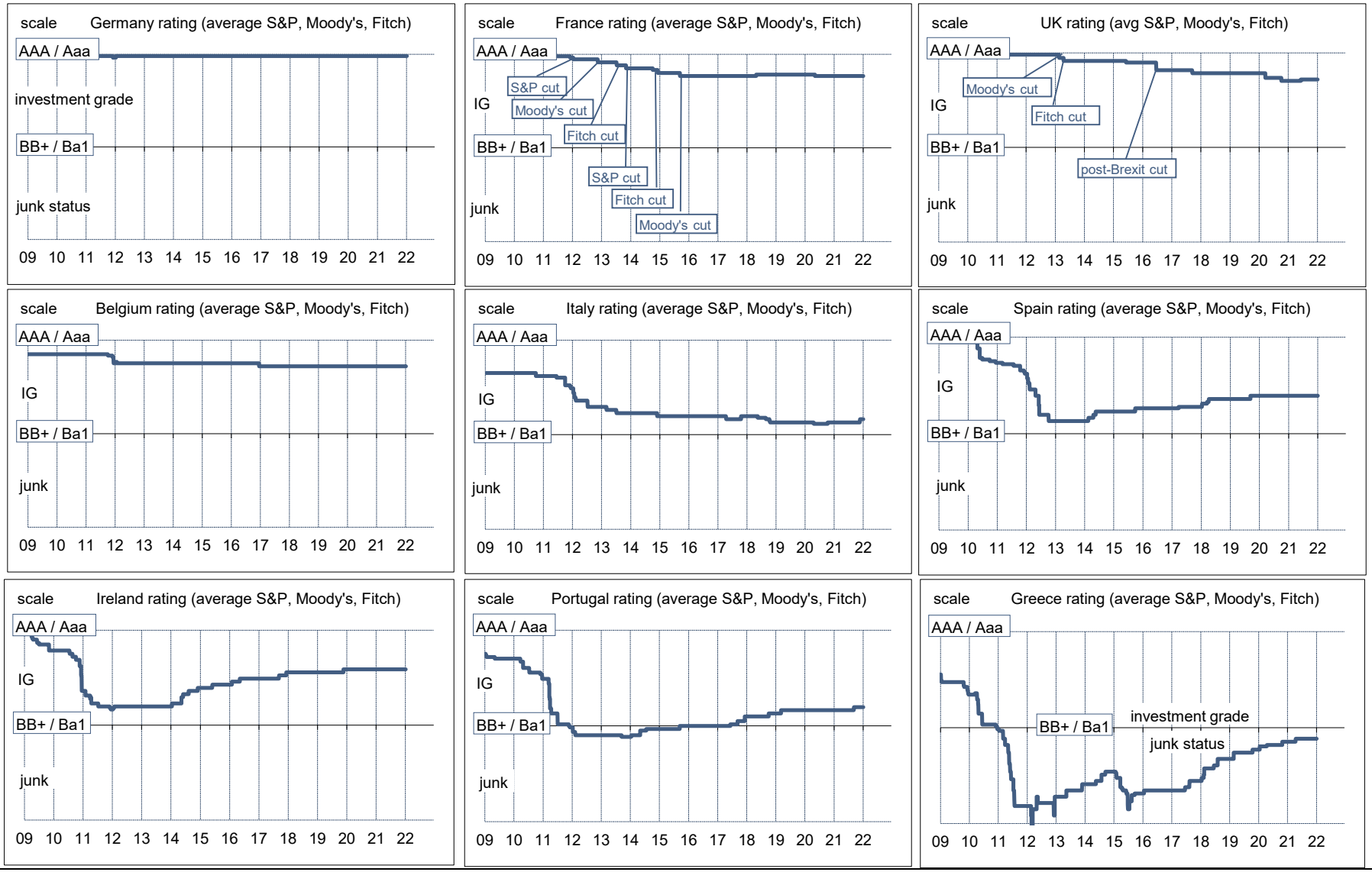
Annexe 20: Dette publique (en % du PIB): pays européens (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

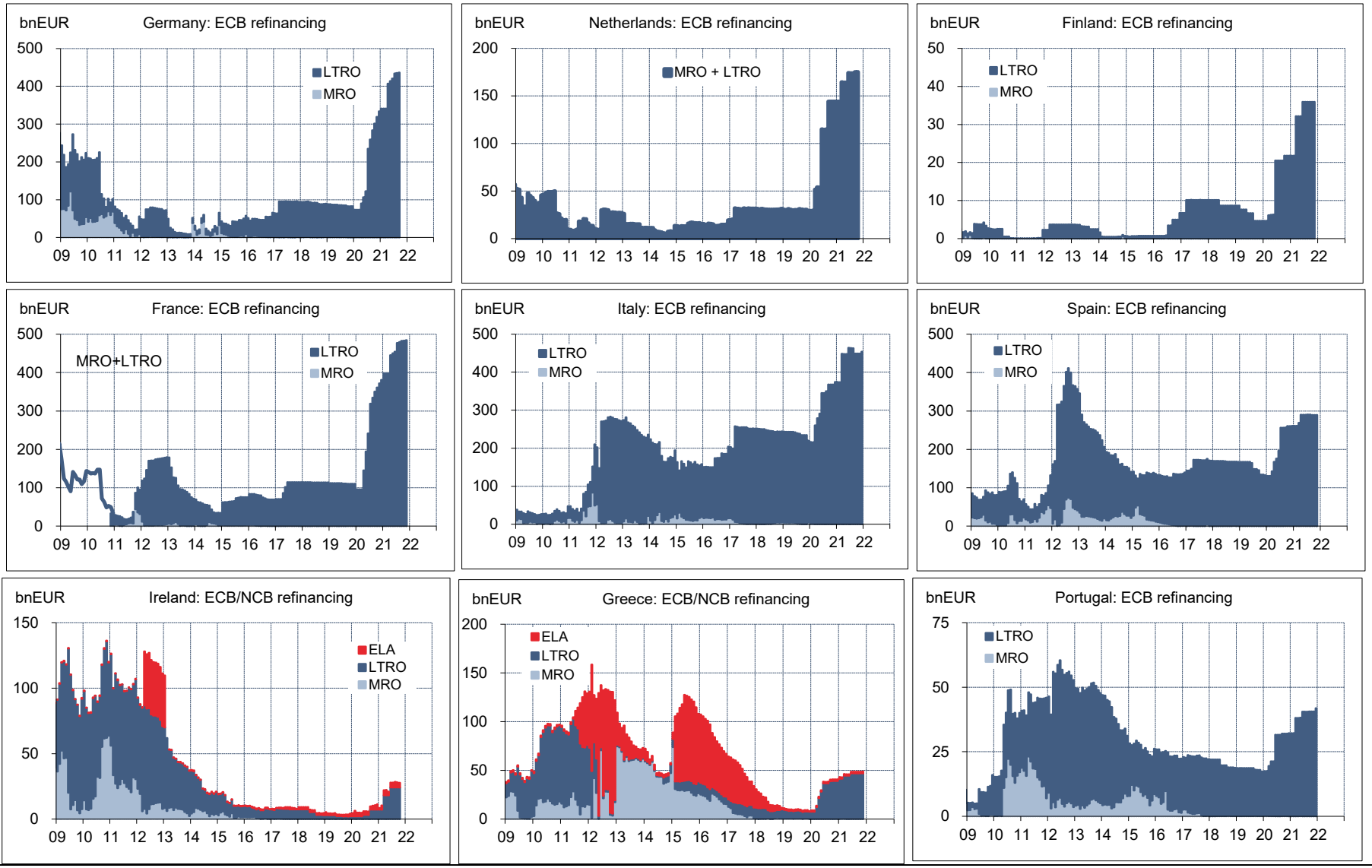
Annexe 21: Ratings souverains: pays européens (sélection)



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

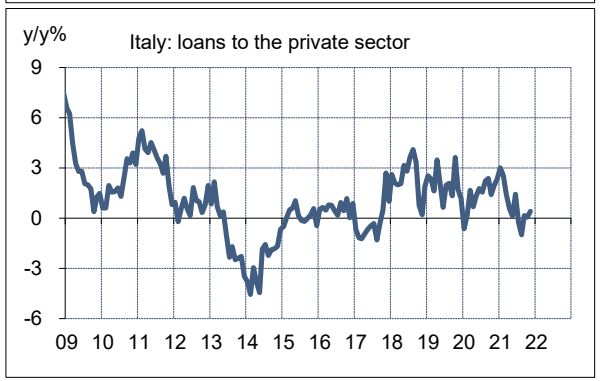
Annexe 22: Refinancement des banques auprès de l'Eurosystème

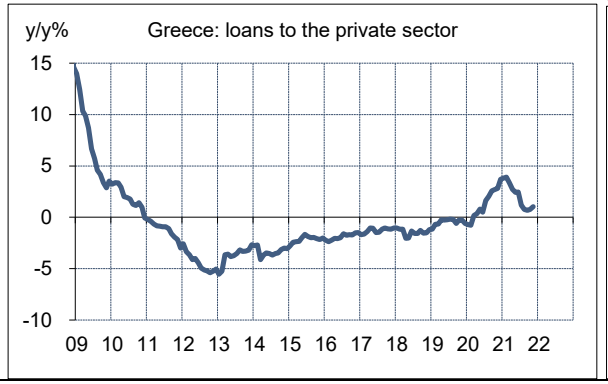


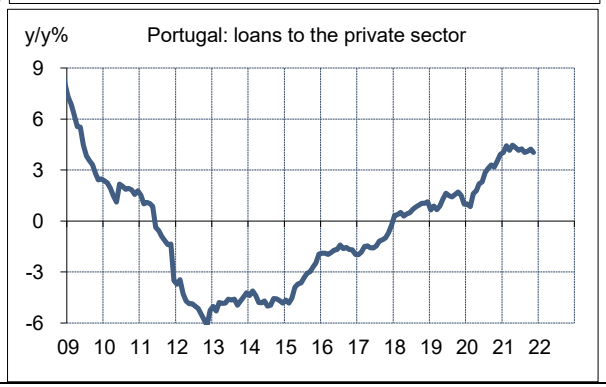
Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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



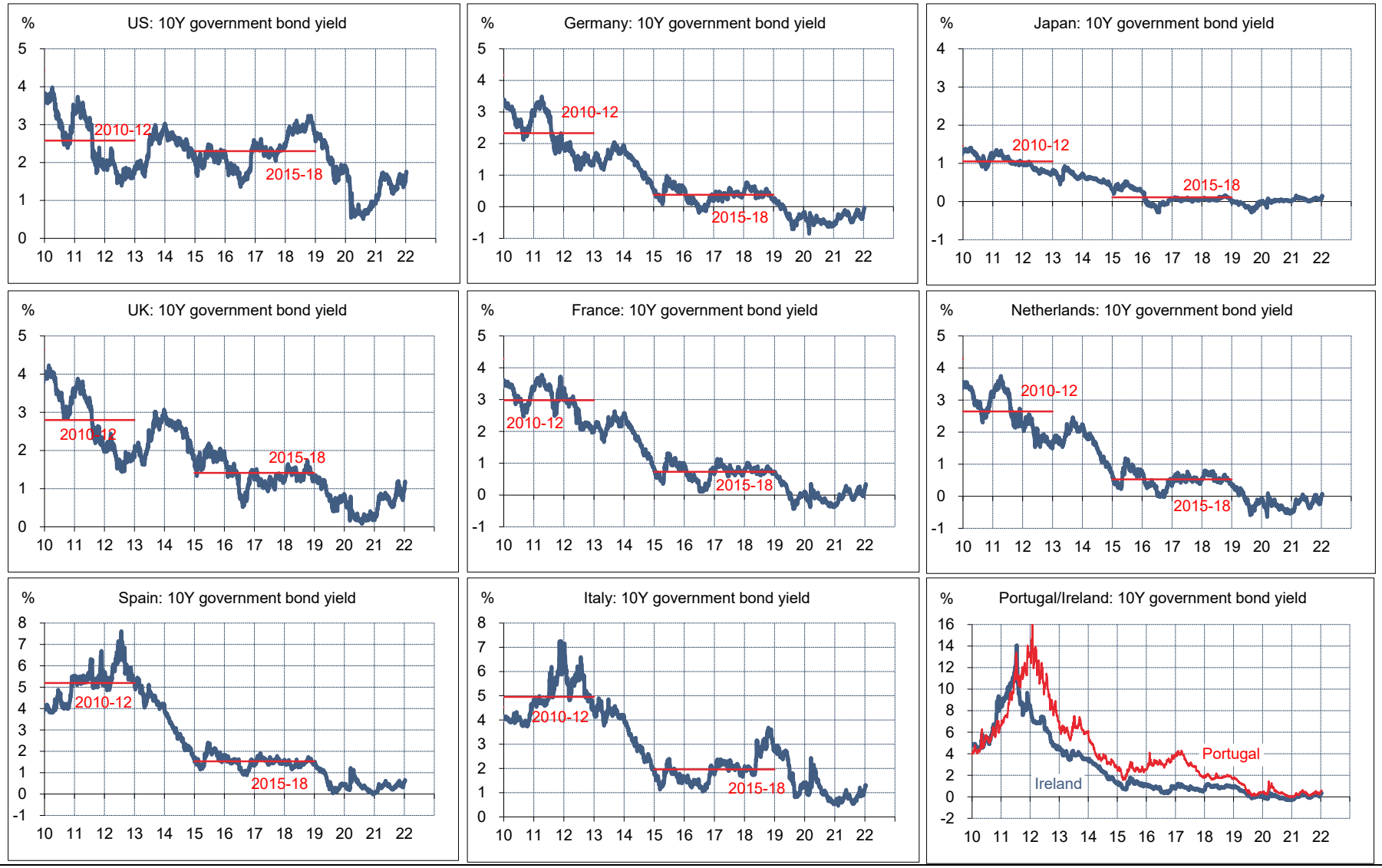




Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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



Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .

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 référez 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 Règlementations 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@oddony.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.

Ce document a été imprimé pour yoann.besse@citigatedewerogerson.com Le 03/07/2025 22:18:32 .