

# ECO PULSE

Juillet 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

Au mois de juillet, la divergence est restée de mise entre les principales économies de l'OCDE. Les enquêtes de conjoncture ont montré des signes de ralentissement plus marqués en Europe qu'aux États-Unis, où divers indicateurs (ISM non manufacturier, enquêtes auprès des ménages) se sont même améliorés.

En parallèle, la désinflation s'est poursuivie dans les principales zones économiques, mais avec des degrés d'avancement différents : aux États-Unis cela a conduit la Réserve fédérale à ne pas remonter ses taux directeurs en juin, contrairement à la BCE. La dynamique est différente au Royaume-Uni où l'inflation reste forte, ce qui devrait amener la BoE à continuer de resserrer sa politique monétaire. Au Japon, l'inflation poursuit son accélération mais d'une façon encore insuffisante (en ne se transmettant aux salaires que de façon encore limitée) pour que la BoJ envisage un resserrement.

Partout, la situation du marché du travail apparaît toujours favorable, notamment aux États-Unis, ce qui devrait inciter la Réserve fédérale à reprendre son resserrement monétaire en juillet. Les signes de ralentissement en termes de créations d'emploi sont plus perceptibles en Europe : moindres créations en Allemagne et en France, destructions au Royaume-Uni et en Espagne. Toutefois, cette détérioration encore relative n'a pas d'impact sur la progression des salaires, plutôt en accélération, justifiant la vigilance de la BCE et, surtout, de la BoE.

**ZONE EURO : GARE À LA RECHUTE**

**ALLEMAGNE : UNE CROISSANCE SOUMISE À DE MULTIPLES CONTRAINTES**

**FRANCE : UNE FAIBLESSE DE LA DEMANDE QUI SE PROPAGE**

**ITALIE : LA BAISSÉ DU CHÔMAGE ET DE L'INFLATION SOUTIENT LE MORAL DES MÉNAGES**

**ESPAGNE : L'INFLATION REPASSE SOUS LES 2%**

**ÉTATS-UNIS : LA CROISSANCE FAIT DE LA RÉSISTANCE**

**ROYAUME-UNI : LA LUTTE CONTRE L'INFLATION RESTE DIFFICILE**

**JAPON : LES SALAIRES PROGRESSED ENFIN**



## Gare à la rechute

L'activité économique en zone euro montre des signes d'affaiblissement de plus en plus manifestes et notre *Nowcast* prévoit désormais une stagnation du PIB réel au deuxième trimestre 2023. Les ventes au détail sont restées stables au cours des deux premiers mois du T2. Les données d'enquête offrent, par ailleurs, peu de réconfort et semblent attester d'une possible rechute d'activité au T3 que nous estimons actuellement à -0,1% t/t : l'indice PMI composite s'est en effet nettement détérioré en juin, et retombe sous le seuil des 50, à 49,9. L'indice du secteur manufacturier s'enfonce davantage en zone de contraction et se situe désormais à des niveaux comparables à ceux observés durant l'année 2020, en pleine pandémie.

Si un resserrement des écarts d'inflation entre les pays devrait s'opérer au second semestre 2023, la divergence était encore significative en juin. L'inflation harmonisée moyenne en zone euro a ralenti à 5,5% en juin, contre 6,1% le mois précédent. C'est néanmoins près de 9 points qui séparent encore le Luxembourg, l'Espagne et la Belgique, où le taux d'inflation est repassé sous la barre des 2%, de la Slovaquie où la hausse reste supérieure à 11%. En zone euro, seuls les services enregistrent une inflation plus forte en juin (passant de 5,0% à 5,4%) tandis que cette dernière ralentit mais reste très élevée dans l'« alimentation, alcool & tabac » (11,7%) et que la déflation des prix énergétiques s'intensifie (-5,6%).

Comme l'a rappelé le gouverneur actuel de la Banque d'Italie, Ignazio Visco, la correction à la baisse des prix énergétiques devrait engendrer des effets d'entraînement sur les prix d'autres postes de la consommation<sup>1</sup>. Néanmoins, l'ampleur et la vitesse de ce phénomène resteront conditionnées à l'évolution d'autres facteurs et notamment à la croissance des salaires. Celle-ci s'est nettement renforcée au cours du premier trimestre (+4,3% en g.a) selon l'indicateur de la BCE qui traduit les résultats des négociations collectives.

Avec un taux de chômage à son plus bas niveau historique en mai, à 6,5%, des hausses plus importantes de salaires sont envisageables, ce qui freinerait un repli durable de l'inflation en zone euro, et a fortiori un retour vers la cible des 2%. Nous tablons donc sur une nouvelle hausse du taux de dépôt lors de la réunion de politique monétaire du 27 juillet avant une dernière augmentation en septembre, ce qui porterait le taux terminal à 4,0%.

<sup>1</sup> Voir *ECB's Visco Says Inflation May Drop More Quickly Than Forecast*, Bloomberg, 18 juillet 2023.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 19/07/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro

	juli 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23
Indicateur de sentiment économique (ESI)	0.0	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.4
ESI - industrie	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.4
ESI - services	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.2	0.0
ESI- commerce de détail	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.7	0.8	0.6	0.7	0.1	0.0
ESI- construction	1.2	1.3	1.0	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7
Confiance des consommateurs	-3.0	-2.5	-3.2	-2.9	-2.2	-1.8	-1.6	-1.2	-1.3	-1.0	-0.9	-0.7
PMI manufacturier	0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0	-1.3
PMI services	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.0	0.4
PMI manufacturier nouvelles commandes	-1.0	-1.0	-1.3	-1.7	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8	-1.4	-1.4
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.1	-1.0	-1.3	-1.8	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-1.5
PMI composite emploi	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	1.3	1.1	0.9
Production industrielle	-0.3	0.8	0.8	0.6	0.6	-0.4	0.1	0.3	-0.4	0.0	-0.5	
Ventes au détail	-0.4	-0.6	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-0.8	-0.9	-1.2	-1.0	-1.0	
Immatriculations de véhicules neufs	-0.4	0.3	0.5	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5	1.4	0.8	0.9	
IPCH	4.9	4.9	5.1	5.2	4.6	4.0	3.6	3.4	2.5	2.5	2.1	1.7
IPCH sous-jacent	4.7	4.9	5.3	5.4	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8	4.5	4.1	4.0
Taux de chômage	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.8	0.4	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.2	-0.1	3.5	0.4	0.6

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab  
Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Une croissance soumise à de multiples contraintes

Les enquêtes de conjoncture se sont de nouveau détériorées, qu'il s'agisse de l'IFO (88,5 en juin contre 93,4 en avril) ou du ZEW (-14,7 en juillet contre 28,1 en février). La dynamique erratique des nouvelles commandes à destination de l'industrie, qui ont rebondi de 6,4% en mai (après un plus bas en avril 2023 depuis mai 2013), souligne l'une des contraintes à l'œuvre : l'irrégularité de l'activité dans les matériels de transport qui reste soumise à l'instabilité de ses approvisionnements. Ce phénomène engendre une forte volatilité de la production tant dans l'aéronautique que dans l'automobile (plus faible en avril et en rebond en mai comme pour la France).

Les intentions de dépense des ménages constituent une autre contrainte. Non seulement, les ménages allemands restent inquiets sur leur pouvoir d'achat malgré la désinflation entamée (ce qui a entraîné un repli relatif de l'indice GFK en juin à -25,4 contre -24,4 en mai), mais leurs intentions d'achat n'en bénéficient que modérément (-14,6 en juin). Seuls 6,6% des ménages considèrent opportun un achat important dans l'immédiat (selon la Commission Européenne), l'un des plus bas niveaux historiques.

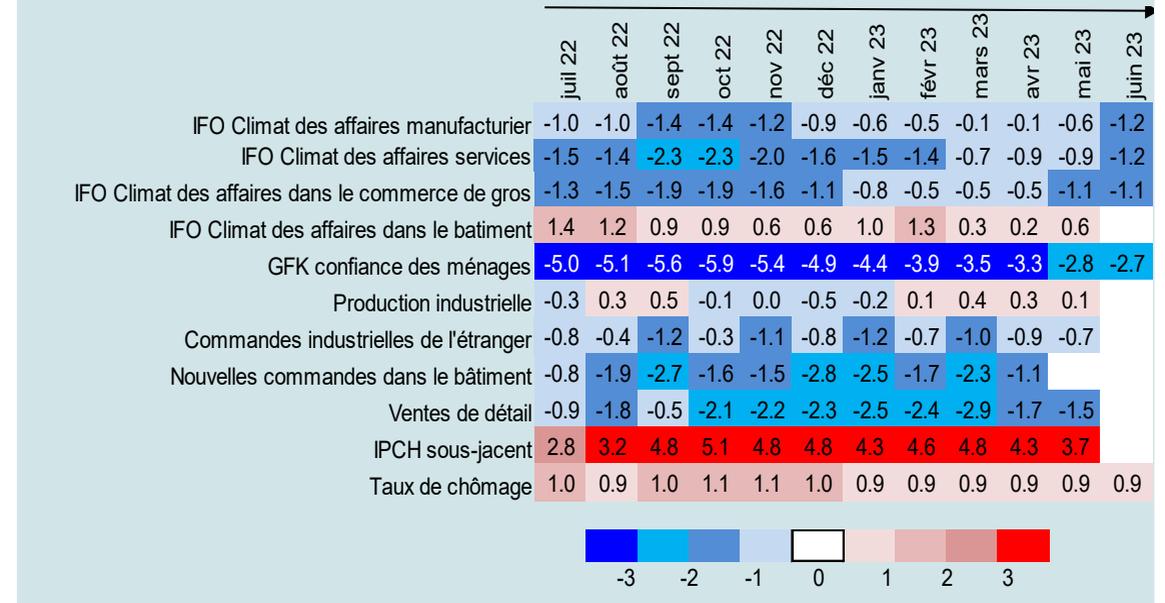
La désinflation a été nette entre le point haut d'octobre 2022 et le chiffre de mai 2023 (de 11,6% à 6,3% a/a), et s'explique principalement par le reflux de l'inflation énergétique. Toutefois, elle s'est interrompue en juin (6,8% a/a) et le reflux additionnel devrait être modéré pendant l'été. Les effets de base liés à l'énergie devraient redevenir plus favorables à l'automne 2023 (la hausse avait été forte à l'automne 2022). Hors énergie et alimentation, la désinflation reste moins perceptible (5,8% a/a en juin, proche de son plus haut de mars).

Le dynamisme du marché du travail, encore notable au 1er trimestre (150 000 créations d'emploi), s'est depuis lors plutôt atténué, comme le montre le climat de l'emploi de l'enquête IFO (98,4 en juin, proche de sa moyenne historique, 97,8). Les créations d'emploi sont plus faibles au 2e trimestre (16000 créations en avril-mai).

Le 2e trimestre marquerait une croissance, anticipée à 0,2% t/t, s'expliquant par un rebond de la consommation de services, mais constituant une exception entre deux périodes plus difficiles : une récession au tournant de l'année 2022-23 (-0,5% t/t au T4 2022 et -0,3% au T1 2023) et une relative stagnation que nous anticipons au 2nd semestre, cohérente avec la détérioration récente des indicateurs de conjoncture.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/07/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Allemagne



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé		Acquis		Prévision		Prévisions annuelles			
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.5	-0.5	-0.3	-0.5	0.2	0.0	1.9	-0.4	0.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Une faiblesse de la demande qui se propage

La détérioration des enquêtes de conjoncture souligne une diminution de la demande (contraction des soldes d'opinion sur les carnets de commande globaux et à l'export), singulièrement dans l'industrie. Les secteurs les plus sensibles à la conjoncture (chimie, plastiques, métaux, emballage, commerce de gros, transport) subissent tous un repli marqué de leur indice synthétique de confiance. Dans le bâtiment, le solde d'opinions sur l'activité passée dans le logement neuf a de nouveau baissé pour atteindre -22,5 en juillet (-10,7 en avril). A contrario, la résilience reste de mise sur les services liés aux loisirs, dans l'information-communication, les matériels de transport et dans une partie de la construction (neuf hors logement, entretien-rénovation).

La confiance des ménages a été en moyenne de 82 entre juin 2022 et mai 2023, un territoire dont elle s'est très peu écartée avant juin 2023, où elle a rebondi à 85. Cette amélioration est liée à la nette réduction des anticipations d'inflation (indicateur à -55 en juin). Toutefois, les ménages considèrent l'opportunité d'épargne toujours élevée (+33 en juin), tandis que l'opportunité de faire des achats importants se dégrade encore (-47 en juin, plus bas historique hors période de Covid), augurant mal d'un rebond de leurs dépenses.

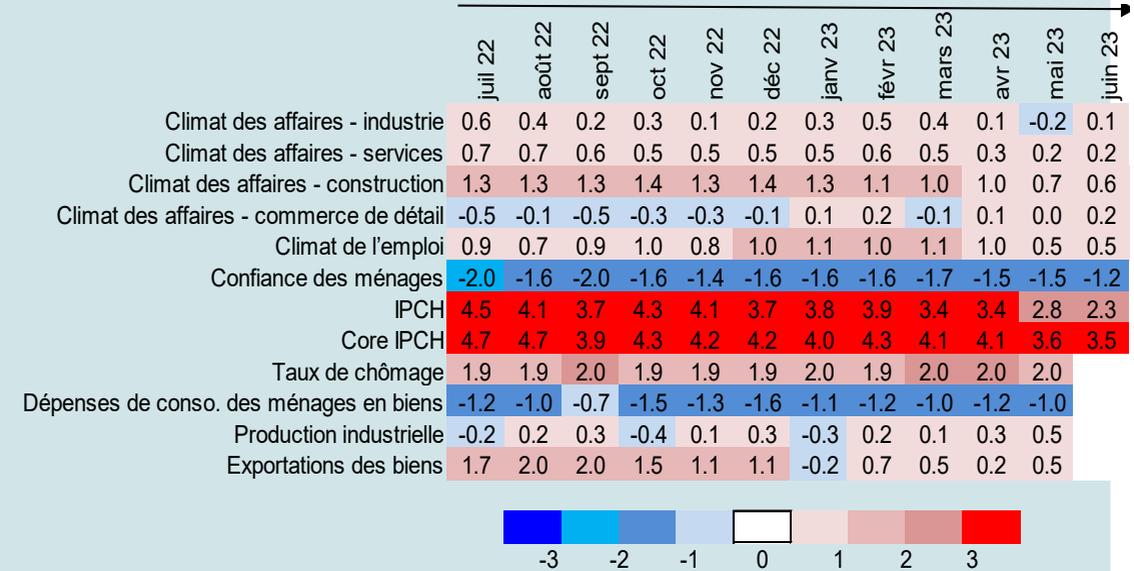
La désinflation est désormais assez nette (5,5% a/a en juin selon l'indice harmonisé, contre 7,3% en février). Elle est principalement expliquée par la baisse des coûts de l'énergie (-3% a/a en juin), tandis que l'inflation alimentaire a passé son pic (13,6% a/a en juin contre 15,9% a/a en mars), une désinflation qui devrait se poursuivre, comme celle relative aux produits manufacturés (perspectives personnelles de prix à 7,1 en juillet contre 43,9 en décembre 2022). Les services devraient être marqués par une persistance un peu plus forte, mais autour du niveau actuel d'inflation (2,9% a/a en juin).

Le marché du travail reste un élément de résilience, tant en raison des créations d'emploi (92 000 en net au 1er trimestre, avec toutefois des points de fragilité dans la construction et dans l'intérim) que des hausses de salaires (que nous anticipons à 5% en 2023, et même à 6,7% pour les revenus du travail, y compris les primes et la rémunération variable). Toutefois, le momentum du marché du travail apparaît fragilisé, le climat de l'emploi s'est détérioré à 106 en juin-juillet, alors qu'il était encore à 110 en avril.

Nous prévoyons une croissance de 0,2% t/t au 2e trimestre, un chiffre voisin de celui du 1er trimestre, en raison de la consommation de services des ménages (loisirs principalement), ainsi que des matériels de transport. Les enquêtes conjoncturelles soulignent toutefois un risque à la baisse, que reflète notre nowcast (0,1% t/t).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/07/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la France



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.5	0.2	-0.0	0.2	0.4	0.1	0.2	0.0	2.5	0.5	0.6

[Voir la méthodologie Nowcast.](#) Contact : [Tarik Rharrab](#)

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## La baisse du chômage et de l'inflation soutient le moral des ménages

La croissance du PIB réel devrait ralentir de moitié au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, à 0,3% t/t, avant un nouveau fléchissement au T3. La production industrielle (en baisse de 0,5% sur les deux premiers mois du T2) et les ventes au détail (en légère hausse de 0,1%) attestent de la fragilité de l'activité dans le pays. L'indice composite PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation continue par ailleurs de se détériorer en juin (-4,4 points à 43,3).

L'inflation recule mais de manière plus limitée qu'en Espagne et qu'en France notamment. Après un pic à 12,6% en novembre 2022, la progression annuelle de l'IPCH a ralenti durant le premier semestre 2023 pour atteindre 6,7% en juin 2023, ce qui reste un niveau élevé. Principal contributeur de cette baisse, le reflux de l'inflation sur les biens énergétiques s'est nettement accentué en juin, passant de 11,5% le mois précédent à 2,1%. Un basculement des prix énergétiques en territoire déflationniste semble acté cet été, dans le sillage des prix à la production, en baisse déjà de 4,3% en g.a. en mai.

L'évolution des prix dans les services constitue désormais le moteur de l'inflation dans le pays, cette dernière devrait toutefois refluer sous la barre des 2% au quatrième trimestre 2023, selon nos prévisions actuelles. Les derniers indices PMI, ainsi que les enquêtes de la Commission européenne, suggèrent un recul plus prononcé de l'inflation à venir dans les services, même si son ampleur sera essentiellement conditionnée aux hausses de salaires dans le secteur. Le ralentissement de la croissance, en Italie et en zone euro, devrait, en outre, favoriser des augmentations de prix moins prononcées sur le segment des biens d'équipements et de consommation.

Néanmoins la confiance des ménages se redresse, soutenue par le reflux de l'inflation et par l'amélioration des perspectives d'épargne qui en découlent. Le dynamisme des créations d'emploi et la baisse du nombre de demandeurs d'emploi jouent aussi favorablement sur le moral des consommateurs : selon l'enquête de la Commission européenne, les perspectives d'évolution du chômage à horizon d'un an chutent en juin à leur plus bas niveau depuis 2018. En effet, après une stagnation au cours des derniers mois, le taux de chômage dans le pays est reparti à la baisse en juin, à 7,6%. L'emploi progresse pour le sixième mois consécutif pour s'établir désormais à 1% au-dessus du dernier pic cyclique de juin 2019.

Guillaume Derrien, achevé de rédiger le 20/07/2023

### Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie

	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23
Climat des affaires - industrie	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.6	0.2	-0.1
Climat des affaires - construction	2.3	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0	1.9	1.7	1.8	2.1	1.9	2.0
Climat des affaires - service	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
PMI nouvelles commandes à l'exportation	-1.3	-0.9	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.1	-0.2	0.1	-0.5	-0.4	-1.2
PMI composite - emploi	0.7	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	1.0	1.4	1.2	0.6
Confiance des ménages	-2.1	-1.5	-1.8	-1.8	-0.4	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.1
Production industrielle	-0.1	0.3	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.2	-0.2	-0.3	-0.8	-0.3	
Ventes de détail	0.8	0.9	0.8	0.2	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	0.6	0.6	
Exportations	0.8	1.3	1.1	1.0	1.0	0.6	0.7	0.4	0.0	-0.3		
IPCH	4.4	4.6	4.6	6.0	5.6	5.1	4.1	3.6	2.8	2.9	2.6	2.0
IPCH sous-jacent	2.7	3.5	3.8	3.9	3.9	3.9	4.2	4.3	3.9	3.8	3.5	3.1
Emploi	1.0	1.0	0.9	1.2	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8	0.9	0.9	
Taux de chômage	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	
Salaires	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

### Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.0	0.4	-0.1	0.6	0.9	0.3	0.2	3.8	1.3	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## L'inflation repasse sous les 2%

L'activité économique en Espagne conserve un certain dynamisme. La baisse de l'inflation, combinée aux gains d'emploi cette année, constitue un soutien important à l'activité, qui fera contrepoids au renchérissement des coûts du crédit auquel est confrontée une partie des ménages. Nous anticipons désormais une croissance stable et modérée de l'activité à 0,4% t/t pour le deuxième et le troisième trimestre. Les ventes au détail en volume ont rebondi en avril (+4,1% m/m) avant de se tasser le mois suivant (-0,4% m/m). L'activité touristique au printemps laisse présager une saison estivale, sinon exceptionnelle, du moins aussi florissante que celle de 2019, année record jusqu'à présent : en mai 2023, plusieurs indicateurs (nombre de touristes étrangers entrant sur le territoire, nuitées hôtelières) s'inscrivaient au-dessus des niveaux enregistrés à la même période en 2019.

Le rebond de la confiance des ménages s'est accentué en juin (+4,2 points, plus forte amélioration en deux ans et demi), porté par le reflux de l'inflation. La hausse des prix à la consommation est désormais parmi les moins élevées en Europe, en augmentation de seulement 1,6% en glissement annuel en juin (indice harmonisé<sup>1</sup>). C'est la plus faible progression depuis mars 2021. L'inflation est désormais repassée sous son niveau de long terme, comme illustré par le chiffre négatif dans le tableau ci-contre. L'inflation sous-jacente ne baisse encore que timidement, passant de 6,1% en mai à 5,9% en juin. Néanmoins, la progression de l'indice 3m/3m reflue fortement et se rapproche désormais des 2% (2,2% en juin).

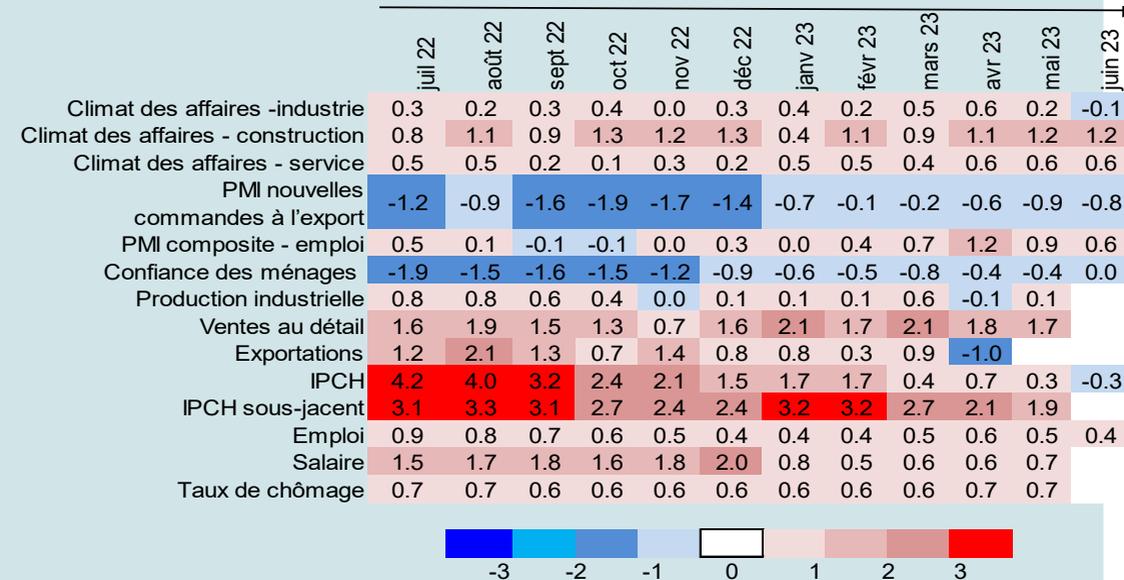
Le pouvoir d'achat des ménages espagnols repart à la hausse si on compare l'inflation actuelle aux augmentations de salaires moyens conclues dans les accords de branches, qui s'élevaient en juin à 3,3% sur un an, selon les chiffres du ministère de l'économie et des finances. Le dernier rapport de l'agence pour l'emploi espagnol (SEPE) indique que les créations d'emploi ont marqué le pas en juin, en recul de 0,1% (-20 119), pour la première fois depuis juillet 2022. L'augmentation au cours du premier semestre 2023 s'élève tout de même à 2,2%. Le taux de chômage a baissé de 0,3 point de pourcentage entre la fin de l'année 2022 et mai 2023, pour s'établir à 12,7%. Avec une progression attendue du PIB réel de 2,4% en 2023, l'Espagne offre toujours l'une des meilleures perspectives de croissance en zone euro cette année.

1 L'indice non-harmonisé progresse de 1,9% en glissement annuel en juin.

Guillaume Derrien, achevé de rédiger le 19/07/2023



## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
2.6	0.4	0.5	0.6	1.8	0.4	0.4	5.5	2.4	1.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## La croissance fait de la résistance

Si la trajectoire du climat des affaires pouvait en mai laisser augurer une récession à venir, celle de juin est plus ambivalente. Certes, la nouvelle baisse de l'ISM manufacturier, à 46 en juin, a porté ce dernier à son plus bas niveau depuis la crise de 2008 (hors période de Covid). Le message de l'ISM non-manufacturier est toutefois clairement divergent avec un rebond à 53,9 en juin contre 50,3 en mai.

Les enquêtes liées au consommateur soulignent elles-aussi une amélioration : celles du Conference Board et de l'Université du Michigan ont rebondi en juin, rebond confirmé en juillet pour cette dernière (à 72,6, niveau inédit depuis septembre 2021), alors même que l'inflation a poursuivi son repli en juin à 3% a/a (-1,9 pp en deux mois). Ce repli se confirme et se diffuse puisque l'inflation sous-jacente n'atteint plus que 4,8% a/a en juin (plus bas niveau depuis octobre 2021).

Cette désinflation graduelle a engendré une stabilité des taux directeurs lors de la réunion du FOMC (13-14 juin). Nous pensons toutefois que la prochaine réunion (25-26 juillet) devrait conduire à une hausse de 25 bp, notamment parce la vigueur du marché du travail devrait ralentir la décrue de l'inflation sous-jacente. Si les créations d'emplois (hors emploi agricole) ont quelque peu ralenti en juin (à 209K), elles restent importantes et ont enregistré un chiffre encore supérieur en mai (306K).

L'estimation GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta s'est plutôt raffermie ces dernières semaines, (+0,6% t/t le 18 juillet contre +0,5% t/t il y a un mois), en cohérence avec les signaux positifs perceptibles dans les enquêtes. Ceci souligne que, non seulement, la croissance aurait été positive au 2e trimestre, mais que le momentum se serait même encore un peu amélioré au début du 3e. Cette estimation GDPNow est soutenue en termes de niveau par la forte croissance de l'investissement privé (+9,4% t/t au T2) estimée par la Fed d'Atlanta dans le contexte de la nette croissance de l'investissement manufacturier. En parallèle, la révision à la hausse de l'estimation de la croissance de la consommation privée est notable (de 1,2 à 2,4% t/t au T2).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 19/07/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis

	jul 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23
ISM manufacturier	0.6	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.8	-0.6	-0.6	-0.8
ISM services	1.5	1.4	1.4	1.1	1.3	-0.2	1.2	1.2	0.3	0.5	0.1	0.9
ISM services emploi	-0.1	0.0	0.4	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.8	0.3	0.2	-0.2	0.6
ISM manufacturier emploi	0.0	0.7	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.5	0.0	0.2	-0.3
Confiance des ménages (Université du Michigan)	-2.5	-2.0	-1.9	-1.8	-2.0	-1.8	-1.4	-1.2	-1.6	-1.4	-1.8	-1.4
Confiance des ménages (Conf. Board)	0.2	0.5	0.6	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.7
Production industrielle	0.5	0.5	0.8	0.5	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	
Permis de construire	0.8	0.6	0.6	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.2	0.4	
Ventes au détail en valeur	1.0	0.9	0.8	0.7	0.3	0.2	0.5	0.1	-0.4	-0.6	-0.5	
Immatriculations de véhicules neufs	-1.4	-0.4	0.1	1.1	0.6	0.0	0.5	0.1	0.6	0.7		
Consommation des ménages en volume	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	
Pouvoir d'achat des ménages	-1.9	-1.7	-1.3	-1.2	-1.1	-1.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	
Déflateur de la consommation	3.1	3.0	2.9	2.8	2.4	2.1	2.2	1.9	1.3	1.4	1.1	
Déflateur de la consommation sous-jacente	3.4	3.5	3.7	3.5	3.1	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	
IPC	3.4	3.2	3.1	2.8	2.5	2.1	2.0	1.8	1.3	1.3	0.8	0.3
IPC sous-jacent	4.0	4.2	4.4	3.9	3.5	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.5	2.1
Emplois non agricoles	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Taux de chômage	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	GDPNow	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.8	0.6	0.5	1.3	0.6	0.4	-0.1	2.1	1.5	-0.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## La lutte contre l'inflation reste difficile

L'économie britannique s'est contractée en mai (-0,1% m/m) selon l'ONS, après une croissance de 0,2% m/m en avril. Le secteur des services a stagné alors que la production industrielle et la construction ont chuté respectivement de 0,6% et 0,2% m/m. Selon l'enquête PMI du mois de juin, l'activité, se serait accrue dans le secteur des services, mais aurait décliné dans le secteur manufacturier. Si le jour férié supplémentaire lié au couronnement du roi Charles III a probablement participé au repli de l'activité en mai, l'économie britannique reste néanmoins sur une phase de ralentissement plus étendue dans le temps. L'économie a, du reste, stagné en moyenne sur 3 mois en mai.

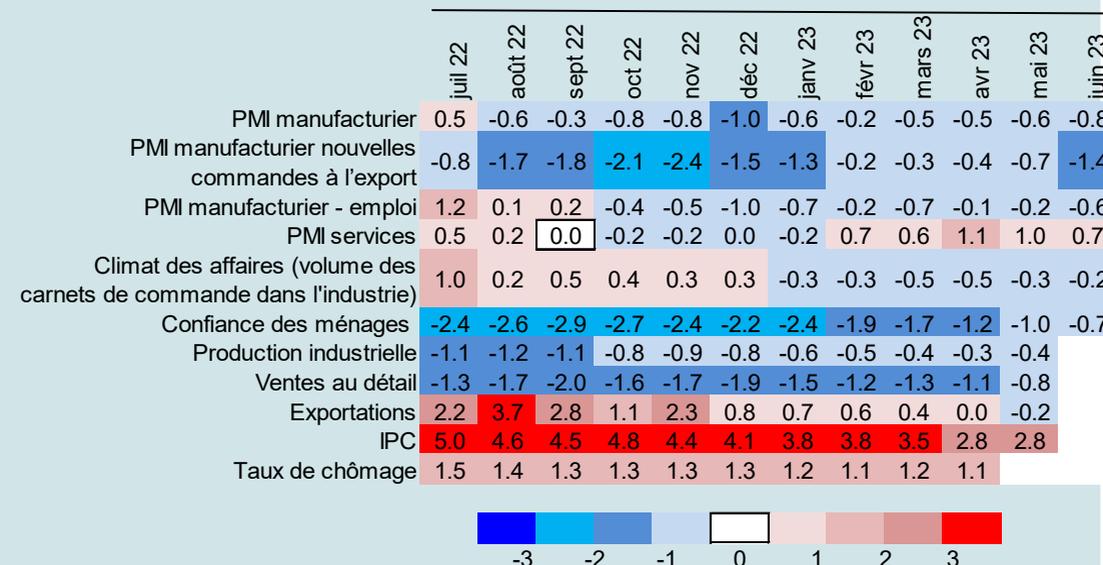
L'inflation, après s'être stabilisée en mai, a ralenti en juin, passant de 8,7% à 7,9%, tandis que sa mesure sous-jacente a reculé de 7,1% à 6,9%. Ce rapport, s'il contient des nouvelles positives comme la décélération des prix alimentaires (17,3% a/a), de l'hôtellerie et restauration (9,5% a/a) ou encore des biens ménagers (6,5% a/a), ne rassurera pas totalement la Banque d'Angleterre (BoE). Les pressions inflationnistes restent en effet importantes, s'accroissant même dans certains secteurs, notamment dans la communication (9,5% a/a), les services de santé (8,2% a/a) ou la culture et les loisirs (6,7% a/a). En variation 3m/3m annualisée, l'indice sous-jacent atteint un nouveau record à 11,6%, tiré par les services (+12,7%). Nous prévoyons donc une poursuite du resserrement monétaire de la BoE lors de sa réunion d'août, avec une hausse de 50 pb de son taux directeur.

Le rapport du marché du travail du mois de juillet était, quant à lui, contrasté. D'un côté, la croissance des salaires, stable à 7,3% a/a en mai, inquiète par sa vigueur ainsi que par son caractère de plus en plus diffus, renforçant le mécanisme de la boucle prix-salaire. La proposition finale du gouvernement concernant les revalorisations salariales dans la fonction publique, (5 à 7% en fonction des secteurs), devrait contribuer à maintenir une croissance des salaires élevée dans le pays. Les rémunérations dans le secteur public affichaient une hausse de 5,7% en ga. en mai. D'un autre côté, les données préliminaires pour l'emploi montrent un ralentissement du marché du travail qui jouerait un rôle à moyen terme dans la réduction de la croissance des salaires. L'estimation provisoire pour le mois de juin indique en effet une perte nette de 9 000 emplois, alors que le taux de chômage a dépassé la barre des 4% pour la première fois depuis janvier 2022. Enfin, le nombre d'emplois vacants a chuté de 85 000 (-7,6% 3m/3m) sur la période allant de mars à mai.

L'activité économique au Royaume-Uni devrait conserver son atonie jusqu'à la fin de l'année 2024 et traverser une période de récession technique au 1er semestre 2024 selon nos prévisions. Pour 2023, nous anticipons une croissance de 0,4%. La persistance de l'inflation devrait pousser la BOE à porter son taux directeur à 5,75% au cours du 3e trimestre, ce qui pèsera sur l'investissement.

Guillaume Derrien avec la collaboration de Louis Morillon (stagiaire). Achievé de rédiger le 19/07/2023.

## Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	4.1	0.4	0.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Les salaires progressent enfin

L'économie japonaise a poursuivi sa reprise postpandémique en mai et juin, même si celle-ci reste fragile. Selon l'estimation finale pour le mois de mai, la production industrielle s'est contractée de 2,2% m/m en mai mais a augmenté de 4,2% sur un an. Dans le même temps, l'activité du secteur tertiaire a progressé de 1,2% m/m et de 1,8% a/a. La dernière enquête PMI indique par ailleurs que l'activité économique a crû en juin (indice composite en zone d'expansion à 52). Une distinction est néanmoins à opérer entre l'indice du secteur manufacturier, qui est repassé en zone de contraction (49,8), et celui des services, qui a poursuivi sa croissance (54), bien qu'à un rythme moins soutenu qu'au mois de mai.

La confiance des consommateurs s'est à nouveau améliorée en juin grâce à des perspectives d'emploi et à une croissance des salaires plus favorables. Pourtant, les dépenses de consommation des ménages ont chuté de 1,1% m/m en mai par rapport au mois précédent, portant la baisse sur un an à 4%. La dégradation est particulièrement marquée dans les services de transport et communication (-11,2% a/a) et dans les biens ménagers (-9,2% a/a).

L'inflation a continué sa progression en mai et semble désormais entrainer les salaires dans son sillage. L'inflation sous-jacente, excluant les produits alimentaires frais et l'énergie, progresse de 4,3% a/a. Certaines composantes, comme les biens d'équipements des ménages (+9,6% a/a), et l'habillement (+3,9% a/a) atteignent des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le milieu des années 70. L'inflation des services (+1,7% a/a) se rapproche de la cible de 2%. La Banque du Japon (BoJ) attendra cependant que l'inflation se maintienne durablement autour de la cible des 2 % avant de restreindre sa politique monétaire, notamment par un rehaussement du plafond d'intervention sur les taux souverains à 10 ans.

La croissance des salaires et de la productivité joueront un rôle important dans la décision de la BoJ, comme l'a rappelé Kazuo Ueda lors du forum de Sintra fin juin. Les salaires affichaient une hausse de 2,5% a/a en mai (bonus inclus) selon l'estimation préliminaire du ministère du Travail. Cependant, la productivité n'est pas encore tout à fait positive, à +0,32% a/a dans les services, et -0,5% a/a dans le secteur manufacturier. La banque centrale scrutera donc de près l'évolution de la productivité afin de calibrer ses décisions futures.

La croissance japonaise restera relativement soutenue en 2023 (+1,5% a/a) et 2024 (+1,0% a/a). L'économie nipponne sera impactée par l'inflation et le ralentissement économique mondial, mais elle devrait bénéficier d'effets de rattrapage liés à sa réouverture postpandémique tardive et de la faiblesse du yen qui permettra aux entreprises exportatrices japonaises de gonfler leurs profits rapatriés depuis l'étranger.

**Guillaume Derrien** avec la collaboration de Louis Morillon (stagiaire). Achevé de rédiger le 18/07/2023.

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon

	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23
PMI manufacturier	0.5	0.4	0.2	0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.0
PMI services	0.1	-0.1	0.4	0.6	0.1	0.2	0.5	0.8	1.0	1.1	1.2	0.8
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.9	-0.7	-0.6	-1.3	-0.7	-0.5	-0.6	-0.9
PMI manufacturière - emploi	0.6	0.3	1.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.5	0.1	0.7
Confiance des ménages	-1.9	-1.5	-1.8	-1.8	-1.9	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-0.7	-0.7
Production industrielle	-0.1	0.4	1.0	0.4	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.3	
Commandes privées de machines hors éléments volatils	1.3	0.8	0.5	0.8	0.2	0.2	1.1	0.6	0.2	0.8	0.0	
Ventes au détail	0.6	1.2	1.4	1.3	0.6	1.1	1.5	2.2	2.1	1.4	1.6	
Exportations	0.9	1.2	1.4	1.4	1.0	0.4	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.5	
IPC	2.3	2.6	2.6	3.1	3.2	3.3	3.4	2.5	2.4	2.6	2.3	
IPC sous-jacent	1.3	1.7	2.0	2.7	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	
Taux de chômage	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.2	1.0	1.2	1.2	
Emploi	-0.5	-0.2	0.3	0.6	0.2	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	
Salaires	1.4	1.7	1.9	1.6	1.9	1.6	1.0	0.9	0.7	0.9	1.7	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne. Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.4	-0.4	0.1	0.7	0.9	0.5	0.3	1.0	1.5	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



# LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

William De Vijlder  
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bow, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoiné  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoiné@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com

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

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change