

ECO PULSE

Septembre 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Aux mois d'août et de septembre, les indicateurs économiques des principales économies de l'OCDE soulignent une détérioration à plus ou moins brève échéance. Les enquêtes sur le climat des affaires au Royaume-Uni et en zone euro – et, en particulier, en Allemagne et en France – signalent un affaiblissement déjà marqué de la conjoncture. Aux États-Unis, il est anticipé, notamment par les ménages. Il interviendrait, selon nos prévisions, à partir du 4^e trimestre. Le Japon fait exception, avec le maintien du PMI des services à un niveau élevé.

Dans le même temps, la désinflation a marqué le pas en août. Le rebond du prix du pétrole a conduit la contribution de l'énergie à la hausse, phénomène auquel s'est ajouté, en France, le relèvement du tarif réglementé de l'électricité. En parallèle, l'inflation sous-jacente a poursuivi son reflux mais elle demeure élevée, la désinflation sur les prix des services restant marginale. Pour autant, l'inflation devrait reprendre plus nettement le chemin de la baisse à l'horizon des prochains mois (sous l'hypothèse que la remontée du prix du pétrole ne prendra pas beaucoup plus d'ampleur) compte tenu des pressions désinflationnistes à l'œuvre par ailleurs. Dans ce contexte, le cycle de hausses des taux approche de la fin : ce pourrait déjà être le cas pour la BCE ou la Fed, et prochainement de la BoE, mais avec un plus grand degré d'incertitude.

Le marché du travail semble se détendre, les rythmes de créations d'emplois se modérant à des degrés divers : de façon encore limitée aux États-Unis, plus marquée en Allemagne ou en France. Si ce moindre dynamisme de l'emploi fait écho au ralentissement de la croissance, le marché du travail reste tendu au regard des taux de chômage qui restent à des plus bas historiques. Les hausses de salaires demeurent soutenues et, l'inflation baissant, elles sont en passe de dépasser celle des prix.

ZONE EURO : EN PERTE DE VITESSE

ALLEMAGNE : VERS UNE 2^E RÉCESSION AU 2ND SEMESTRE ?

FRANCE : DÉTÉRIORATION DANS L'INDUSTRIE

ITALIE : L'INFLATION REFLUE FINALEMENT

ESPAGNE : LE PAYS RESTE LE PRINCIPAL MOTEUR DE CROISSANCE DE LA ZONE EURO

ÉTATS-UNIS : LES SIGNES DE DÉTENTE SUR LE MARCHÉ DE L'EMPLOI SE FONT PLUS NOMBREUX

ROYAUME-UNI : LES SIGNES DE DÉGRADATION SE MULTIPLIENT

JAPON : L'INFLATION S'INSTALLE ET PÈSE SUR LA DEMANDE INTÉRIEURE



En perte de vitesse

Après avoir bien résisté, les enquêtes PMI dans les services se détériorent plus significativement. L'indicateur a perdu 3 points en août pour atteindre 47,9, son plus bas niveau depuis février 2021. Les sous-indices portant sur l'emploi et les nouvelles créations d'entreprises ont, en particulier, nettement reculé. Du côté du secteur manufacturier, le PMI a légèrement progressé (+0,8 point, à 43,5) mais indique toujours un recul important de l'activité industrielle. Cette dernière a baissé depuis le début de l'année, moins fortement néanmoins que suggéré par les enquêtes auprès des entreprises. L'activité dans les industries affectées le plus durement par la hausse des prix de l'énergie (chimie, métallurgie) s'est contractée significativement. Cela a été en partie compensé par un rebond de la production d'équipements de transport. La faiblesse de la demande freine, toutefois, de plus en plus la production des entreprises selon l'enquête trimestrielle de la Commission européenne. Simultanément, les pénuries en matière d'offre (équipements, main d'œuvre) se réduisent quelque peu mais demeurent importantes.

Ces perspectives moins encourageantes du côté des entreprises ne se reflètent pas, pour le moment, dans la confiance des ménages qui évolue depuis près de deux ans inversement à l'inflation. La confiance s'est donc redressée au cours des derniers mois, en ligne avec le ralentissement des prix à la consommation. L'inflation harmonisée (IPCH) est redescendue à 5,2% en glissement annuel en août, un rythme marginalement inférieur à celui de l'inflation sous-jacente (5,3% a/a). La baisse de l'inflation headline commence néanmoins à marquer le pas, après plusieurs mois de reflux permis par la déflation énergétique qui s'estompe désormais.

Le marché du travail en zone euro faisait encore preuve de résistance en juillet, avec un taux de chômage stable à 6,4%. Nous ne prévoyons pas de récession en zone euro mais une stagnation de l'activité au second semestre, suivie d'une légère reprise au cours de l'année 2024. À 0,6% en moyenne annuelle en 2023, notre prévision de croissance est similaire à celle de l'OCDE (en date du 19 septembre) mais légèrement inférieure aux projections de la BCE (0,7% en date du 14 septembre) et de la Commission européenne (0,8% en date du 11 septembre). Comme en 2022, les dynamiques resteront contrastées entre les pays de la zone euro en 2023. L'Allemagne et, dans une moindre mesure, la France devraient tirer les chiffres de croissance vers le bas, tandis que l'Italie, et surtout l'Espagne, en seraient les principaux soutiens.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/09/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro

| | sept 22 | oct 22 | nov 22 | déc 22 | janv 23 | févr 23 | mars 23 | avr 23 | mai 23 | juin 23 | juil 23 | août 23 |
|--|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Indicateur de sentiment économique (ESI) | -0.5 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.6 |
| ESI - industrie | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.0 | -0.2 | -0.4 | -0.6 | -0.8 |
| ESI - services | 0.0 | -0.2 | -0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| ESI - commerce de détail | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.1 |
| ESI - construction | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| Confiance des consommateurs | -3.2 | -2.9 | -2.1 | -1.8 | -1.5 | -1.2 | -1.3 | -1.0 | -0.9 | -0.7 | -0.5 | -0.7 |
| PMI manufacturier | -0.3 | -0.7 | -0.6 | -0.4 | -0.2 | -0.3 | -0.5 | -0.8 | -1.0 | -1.3 | -1.4 | -1.3 |
| PMI services | -0.2 | -0.3 | -0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.5 | 1.0 | 1.2 | 1.0 | 0.4 | 0.2 | -0.4 |
| PMI manufacturier nouvelles commandes | -1.3 | -1.7 | -1.4 | -1.2 | -0.9 | -1.1 | -0.7 | -0.8 | -1.4 | -1.4 | -1.7 | -1.5 |
| PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export | -1.3 | -1.8 | -1.4 | -1.0 | -0.7 | -0.5 | -0.6 | -0.8 | -1.1 | -1.5 | -1.6 | -1.6 |
| PMI composite emploi | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.4 | 0.1 |
| Production industrielle | 0.8 | 0.5 | 0.5 | -0.4 | 0.1 | 0.3 | -0.4 | 0.0 | -0.5 | -0.2 | -0.4 | |
| Ventes au détail | -0.2 | -1.0 | -1.0 | -1.0 | -0.8 | -0.9 | -1.1 | -1.0 | -0.9 | -0.5 | -0.4 | |
| Immatriculations de véhicules neufs | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 1.4 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 1.0 |
| IPCH | 5.1 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | 3.6 | 3.4 | 2.5 | 2.5 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| IPCH sous-jacent | 5.3 | 5.4 | 5.0 | 5.0 | 4.9 | 5.0 | 4.8 | 4.5 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 3.6 |
| Taux de chômage | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.4 | 0.5 | 0.9 |

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



Vers une 2^e récession au 2nd semestre ?

Alors que l'Allemagne sort à peine d'une récession, enregistrée au 4^e trimestre 2022 et au 1^{er} trimestre 2023, les enquêtes de conjoncture soulignent le risque que le pays y retombe au 2nd semestre. La détérioration relevée par l'IFO est nette (85,7 en août, de retour à son faible niveau d'octobre 2022), tant dans l'industrie que dans les services. Dans l'enquête du ZEW, l'indicateur lié aux conditions d'activité actuelles est tombé à -79,4 en septembre. Or, par le passé, un tel niveau s'est toujours traduit par une croissance négative.

La confiance des ménages, mesurée par l'indice GFK, se stabilise à un niveau historiquement bas depuis cinq mois. En septembre, elle se rapproche de -25,5, son niveau du mois de mai. Elle s'est certes redressée depuis son point bas de -42,8 (octobre 2022), à la faveur du reflux de l'inflation, mais elle reste très dégradée au regard de son niveau moyen d'avant-Covid (+6 entre 2001 et 2019). De plus, la proportion de ménages considérant opportun un achat important dans l'immédiat continue de chuter et a touché un plus bas historique en août 2023 à 5,8% (selon la Commission européenne). Cette détérioration devrait peser sur la consommation des ménages, alors qu'elle était déjà inférieure de 2% à son niveau d'avant-Covid au 2^e trimestre.

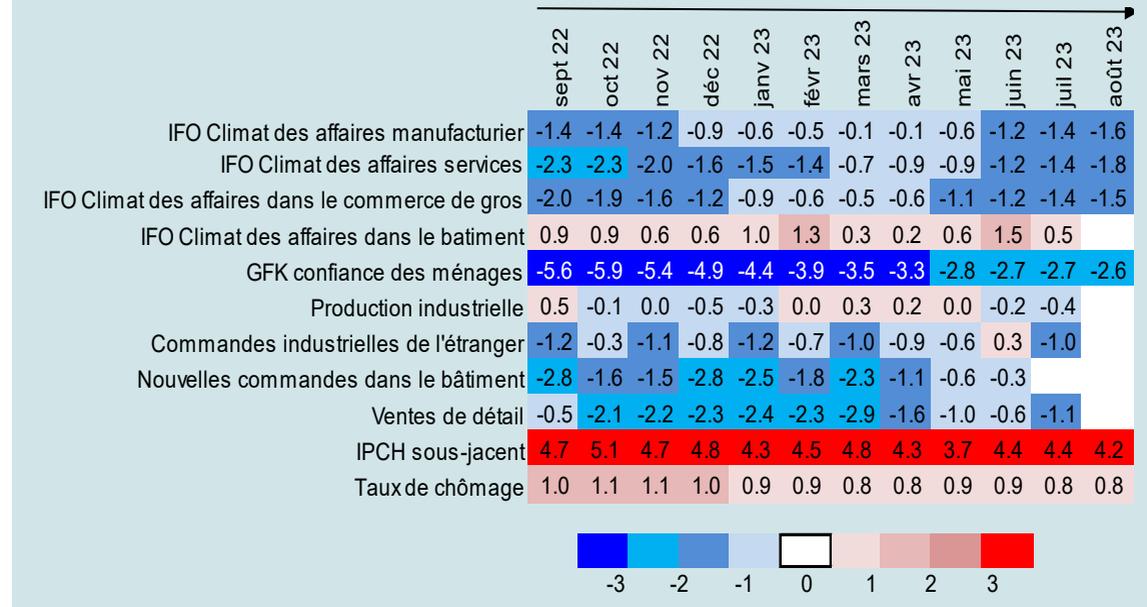
Les dernières données ont marqué une stabilisation de l'inflation à un niveau encore significatif (6,4% a/a en août 2023, contre 6,3% en mai), ce qui souligne le manque d'impulsion, à ce stade, dans le sens d'une désinflation au-delà des prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation dans les services dépasse ainsi les 5% depuis juin (5,1% en août), une première depuis la réunification du pays.

La perte de dynamisme est plus nette du côté du marché du travail que de celui de l'inflation avec 42 000 créations d'emplois au 2^e trimestre 2023 (après deux trimestres à plus de 100 000 créations nettes). Le climat de l'emploi de l'enquête IFO a reculé à 97 en août, un niveau qui (hors période de Covid) n'avait plus été atteint depuis juin 2010, suggérant une poursuite de ce ralentissement.

Au vu de ces éléments négatifs, nous anticipons une croissance négative aux 3^e et au 4^e trimestres (à chaque fois -0,1% t/t). Après une récession au tournant de 2022-2023 et une croissance nulle au 2^e trimestre 2023, l'économie traverse une période prolongée de sous-performance, l'Allemagne étant l'un des rares pays où le PIB est inférieur à son niveau précédant le déclenchement de la guerre en Ukraine (-0,2% entre le T1 2022 et le T2 2023).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 21/09/2023)

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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.4 | -0.4 | -0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | 1.9 | -0.3 | 0.3 |

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Détérioration dans l'industrie

Les premières données concernant le mois de juillet sont relativement bonnes (production manufacturière en hausse de 0,7% m/m). Néanmoins, les enquêtes de conjoncture soulignent une détérioration. Le climat des affaires de l'Insee est certes stable à 100 depuis 5 mois (de mai à septembre), mais le secteur manufacturier est en deçà de 100 depuis 2 mois (99 en septembre) ; lui-même affecté notamment par la détérioration de l'indicateur relatif à la production récente (-6 en septembre et -4 en août contre +9 en juillet), en particulier dans le secteur des matériels de transport.

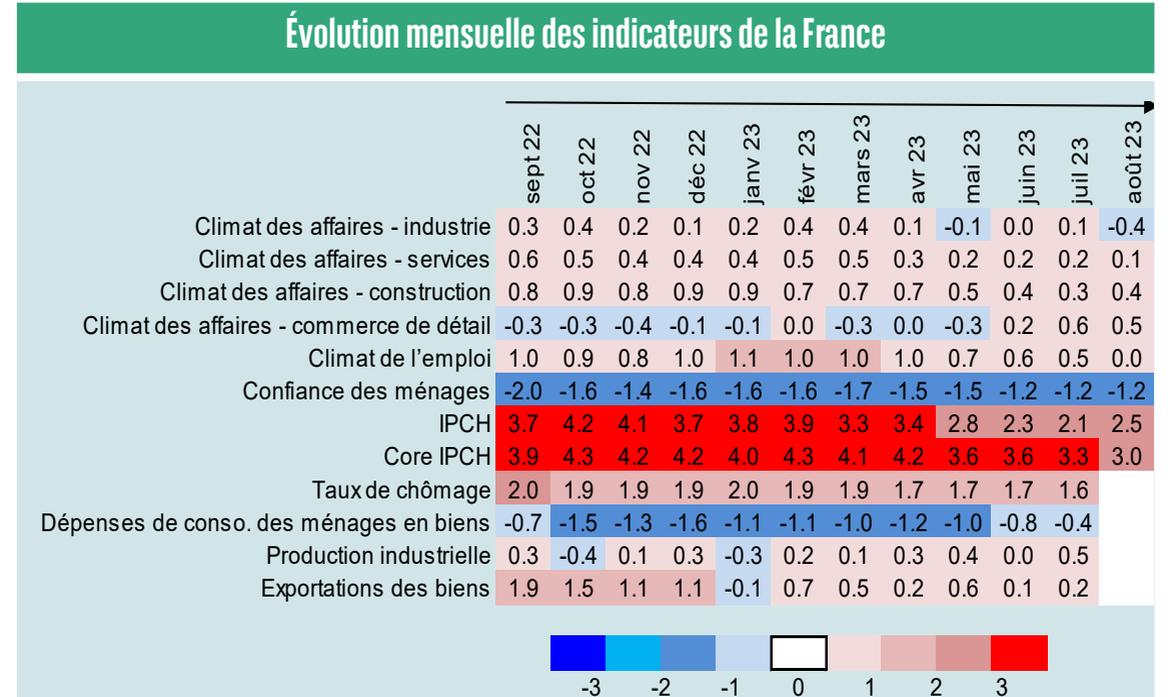
Si la tendance du climat des affaires est à la détérioration, elle est à l'amélioration pour la confiance des ménages, qui s'est redressée de quelques points ces derniers mois (à 85 en août, toujours 15 points en deçà de sa moyenne historique toutefois). L'embellie est cependant plus limitée du côté des intentions de dépenses. Ce faisant, les ménages continuent de beaucoup épargner (18,8% de leur revenu disponible brut au 2^e trimestre), pas tant par précaution, car ils craignent peu le chômage (solde d'opinion à 16 en août contre 33 en moyenne historique), que parce que les taux élevés réduisent les opportunités d'achat immédiates.

Dans ce contexte, le rebond de l'inflation en août tombe mal (de 5,1 à 5,7% a/a selon la mesure harmonisée). Il provient de la composante énergie, dont la hausse mensuelle a atteint près de 7%, un chiffre voisin de ceux de mars, juin ou octobre 2022, lorsque cette évolution avait eu un impact sur la consommation. La désinflation reste de mise cependant, mais elle demeure inégalement répartie. L'inflation sur les biens manufacturés et sur les services, respectivement à 3,1 et 3% a/a en août, est pour l'une 1 pp en deçà de son niveau moyen sur les 12 derniers mois et pour l'autre proche de ce niveau.

Hormis les éléments exceptionnels liés aux matériels de transport qui ont soutenu la croissance au 2^e trimestre, le reste de l'économie a plutôt connu une stagnation qui commence à se refléter dans les évolutions du marché du travail. Les créations d'emplois ont été plus modérées au 2^e trimestre (21 000 contre 102 000 au 1^{er}) et le climat de l'emploi de l'Insee s'est nettement réduit en août, à 102, toujours en zone d'expansion, mais cela indique que les créations de postes devraient encore faiblir au 2nd semestre.

Nous prévoyons que la croissance subisse un contrecoup au 3^e trimestre et que le PIB recule de -0,2% t/t, après la bonne surprise du 2^e trimestre (+0,5% t/t). Les exportations de matériels de transport, très élevées au 2^e trimestre, devraient l'être un peu moins au 3^e. De plus, le reste de l'économie témoignerait d'une dynamique proche de la stagnation. Un risque à la hausse existe toutefois, souligné par les différents indicateurs déjà publiés et synthétisé par notre *nowcast* (+0,2% t/t).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 21/09/2023)



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 | Nowcast | Prévision | | Prévisions annuelles | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.8 | 0.185 | -0.2 | 0.0 | 2.5 | 0.7 | 0.5 |

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

L'inflation reflue finalement

L'économie italienne connaît des développements ambivalents mais devrait bénéficier de la diminution en cours de l'inflation. Le PMI composite s'est affaibli à 48,2 (-0,7 pp) au mois d'août sous l'effet d'un net recul de l'indice dans le secteur des services, lequel est entré en zone de contraction pour la première fois de l'année 2023 (49,8, -1,7 pp). Le secteur manufacturier reste pour le cinquième mois consécutif en zone de contraction, en dépit d'un léger redressement en août (45,4 soit +0,9 pp). L'amélioration des conditions de production (délais de livraison, prix des intrants) ne s'est pas accompagnée de meilleures perspectives ou d'une production plus importante – ce que reflète la diminution de la valeur ajoutée produite par le secteur depuis quatre trimestres selon les données trimestrielles des comptes nationaux.

Le marché du travail se révèle, pour le moment, résistant au ralentissement économique. Le taux de chômage atteignait, en juillet, 7,6% de la population active (-0,3 pp depuis le début de l'année), malgré un mois statistiquement décevant (+0,1pp). Si le taux de chômage est nettement en deçà de son niveau pré-Covid, des faiblesses structurelles demeurent, à l'image du différentiel de taux d'emploi et taux d'activité entre hommes et femmes (environ 18pp dans les deux cas). La croissance du salaire horaire de base a fléchi à +3,2% a/a en juillet (-0,1pp), mais elle permet néanmoins de réduire l'écart avec la hausse des prix.

Au rang des bonnes nouvelles, l'inflation a ralenti de façon notable au cours de l'été, la hausse de l'indice des prix harmonisé (IPCH) passant de 6,7% a/a en juin à 5,5% en août et rejoignant ainsi la moyenne européenne (5,2% a/a, alors que le différentiel était monté jusqu'à 3,1 pp en décembre 2022). Ces développements positifs sont renforcés par une inflation sous-jacente (4,0% a/a en août) nettement plus basse que dans l'ensemble de la zone euro (5,3% a/a). L'inflation italienne devrait s'établir au plus près de la cible de 2% durant le T4 2023.

Cela devrait soutenir la confiance des ménages qui, après s'être légèrement repliée cet été (106,5 en août, -2,1 pp par rapport à juin), demeure néanmoins au-dessus de son niveau moyen des 12 derniers mois (100,7), ce qui contraste avec l'orientation baissière du climat des affaires (97,8 en août, -1,3 pp).

In fine, la conjonction d'un recul de l'investissement (-1,8% t/t) et d'une consommation des ménages en berne, dans l'environnement de taux et de prix actuels, a conduit à une contraction du PIB au T2 (-0,4% t/t), amplifiée par la contribution négative de la dépense publique (-1,6% t/t). Après le bon chiffre du T1 (+0,6% t/t), il peut s'agir d'un contrecoup technique qui, lui-même, ouvre la voie à un rebond au T3 qui permettrait au pays d'échapper à une récession technique.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 20/09/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie

| | sept 22 | oct 22 | nov 22 | déc 22 | janv 23 | févr 23 | mars 23 | avr 23 | mai 23 | juin 23 | juil 23 | août 23 |
|---|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Climat des affaires - industrie | 0.3 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.2 | -0.1 | -0.2 | 0.1 |
| Climat des affaires - construction | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 2.0 | 2.2 | 1.8 |
| Climat des affaires - service | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| PMI nouvelles commandes à l'exportation | -0.8 | -1.2 | -0.8 | -0.8 | -0.1 | -0.2 | 0.1 | -0.5 | -0.4 | -1.2 | -1.0 | -1.7 |
| PMI composite - emploi | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 0.6 | 0.0 | -0.7 |
| Confiance des ménages | -1.8 | -1.8 | -0.4 | -0.1 | -0.4 | -0.1 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.0 |
| Production industrielle | 0.0 | -0.1 | -0.4 | 0.0 | 0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.7 | -0.3 | 0.0 | -0.2 | |
| Ventes de détail | 0.8 | 0.2 | 0.9 | 0.7 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.5 | |
| Exportations | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.1 | -0.4 | -1.0 | |
| IPCH | 4.6 | 6.0 | 5.5 | 5.1 | 4.1 | 3.6 | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| IPCH sous-jacent | 3.8 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 4.2 | 4.3 | 3.9 | 3.8 | 3.5 | 3.2 | 3.0 | 2.3 |
| Emploi | 0.9 | 1.3 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | |
| Taux de chômage | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| Salaire | -0.6 | -0.4 | -0.2 | -0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 1.4 | 1.2 | |

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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.4 | -0.2 | 0.6 | -0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.1 | 3.8 | 0.9 | 1.1 |

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Le pays reste le principal moteur de croissance de la zone euro

Le ralentissement de l'activité au second semestre 2023 devrait être contenu : la croissance du PIB réel fléchirait seulement, passant de +0,4% t/t au T2 2023 à +0,3% t/t au T3, et +0,2% t/t au T4. La détérioration des enquêtes PMI se poursuit aussi bien du côté du secteur manufacturier (46,5 en août) que de celui des services (49,3). Mais la consommation privée résiste grâce à un marché de l'emploi toujours en expansion et à une confiance des ménages qui se redresse depuis le printemps. Les créations d'emplois ont néanmoins décéléré, en lien avec le ralentissement de l'activité. Les risques baissiers sur l'activité restent par ailleurs importants, les effets de la hausse des taux d'intérêt conduisant à un recul de plus en plus net du crédit aux ménages et aux entreprises.

Après des mois de baisse attribuable au recul des prix de l'énergie, l'inflation est repartie à la hausse cet été, passant de 1,8% a/a en juin à 2,6% a/a en août. Si l'Espagne reste l'un des pays de la zone euro où l'inflation est la moins élevée, celle-ci devrait poursuivre sa remontée au cours des prochains mois : l'augmentation du prix du pétrole devrait renchérir les prix des carburants, qui ont déjà bondi de plus de 5% sur un mois en août. Par ailleurs, les pressions inflationnistes du côté des services ne refluent pas : hors loyers, la hausse annuelle de l'IPC baisse très légèrement de 4,8% à 4,7% mais le 3m/3m annualisé grimpe à 5,8%, le rythme le plus élevé depuis plus de 20 ans. Les salaires progressent modérément (3,4% en glissement annuel en août selon les accords de branches communiqués par le gouvernement) ; cela suffit jusqu'à présent à rétablir légèrement le pouvoir d'achat des ménages.

Avec une croissance du PIB réel désormais anticipée à 2,2% sur l'ensemble de 2023, l'Espagne resterait cette année encore l'un des moteurs de la zone euro pour laquelle nous prévoyons une croissance de 0,6%. Par ailleurs, l'INE a mis à jour le 18 septembre dernier les données de comptabilité nationale pour la période 2020-2022. Elles ont conduit à des révisions à la hausse notables de la croissance du PIB pour 2021 et 2022 (et une légère remontée pour 2020). L'accroissement pour ces deux années passe respectivement de 5,5% à 6,1% et de 5,5% à 5,8%. Ce rehaussement permet de réconcilier un peu plus les statistiques de PIB avec le dynamisme de l'emploi. Ces changements mettent en lumière les difficultés auxquelles sont confrontés les statisticiens pour évaluer précisément l'activité durant la pandémie et les mois qui l'ont suivie.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 21/09/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne

| | sept 22 | oct 22 | nov 22 | déc 22 | janv 23 | févr 23 | mars 23 | avr 23 | mai 23 | juin 23 | juil 23 | août 23 |
|------------------------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Climat des affaires - industrie | 0.3 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.2 | -0.1 | -0.2 | 0.1 |
| Climat des affaires - construction | 0.9 | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 0.4 | 1.2 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.7 |
| Climat des affaires - service | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| PMI nouvelles commandes à l'export | -1.6 | -1.9 | -1.7 | -1.4 | -0.7 | -0.1 | -0.2 | -0.6 | -0.9 | -0.8 | -1.3 | -1.4 |
| PMI composite - emploi | -0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.4 | 0.7 | 1.1 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| Confiance des ménages | -1.6 | -1.5 | -1.1 | -0.9 | -0.6 | -0.5 | -0.7 | -0.4 | -0.4 | 0.0 | 0.5 | 0.1 |
| Production industrielle | 0.6 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.6 | -0.1 | 0.0 | -0.4 | -0.2 | |
| Ventes au détail | 1.5 | 1.3 | 0.8 | 1.6 | 2.1 | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | |
| Exportations | 1.3 | 0.7 | 1.4 | 0.8 | 0.8 | 0.3 | 0.9 | -1.0 | -0.8 | -0.7 | | |
| IPCH | 3.2 | 2.4 | 2.1 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | -0.3 | 0.0 | 0.1 |
| IPCH sous-jacent | 3.1 | 2.8 | 2.4 | 2.4 | 3.2 | 3.2 | 2.7 | 2.2 | 1.9 | 1.8 | 2.4 | 2.3 |
| Emploi | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Salaire | 1.8 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Taux de chômage | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | |

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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 2.0 | 0.3 | 0.2 | 5.5 | 2.2 | 1.5 |

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Les signes de détente sur le marché de l'emploi se font plus nombreux

Les États-Unis ont bénéficié en août d'un redressement du climat des affaires, qui semble écartier pour quelques mois encore le risque de récession. L'ISM manufacturier a gagné 1,2 pp en août pour s'établir à 47,6, mais demeure toutefois clairement en zone de contraction (depuis novembre 2022, un record depuis 2009). Surtout, le nouveau recul de la composante « nouvelles commandes » et l'absence de sous-composantes au-delà du seuil des 50 suggèrent un progrès fragile et insuffisant pour impulser un retour rapide et durable en zone d'expansion. L'ISM non-manufacturier atteint 54,5 (+1,8 pp), une amélioration généralisée au sein des sous-composantes, avec un bond remarqué de la composante « emploi » (54,7, +4,0 pp).

L'indice de confiance des ménages du *Conference Board* a néanmoins perdu près de 8 pts en août (106,1), sous l'effet de la détérioration de l'appréciation des consommateurs des conditions actuelles (144,8, -8,2 pts) et de leurs attentes quant aux six prochains mois (-7,8 pts, à 80,2). L'écart positif entre ces deux dimensions, considéré comme un signal récessif, demeure très important.

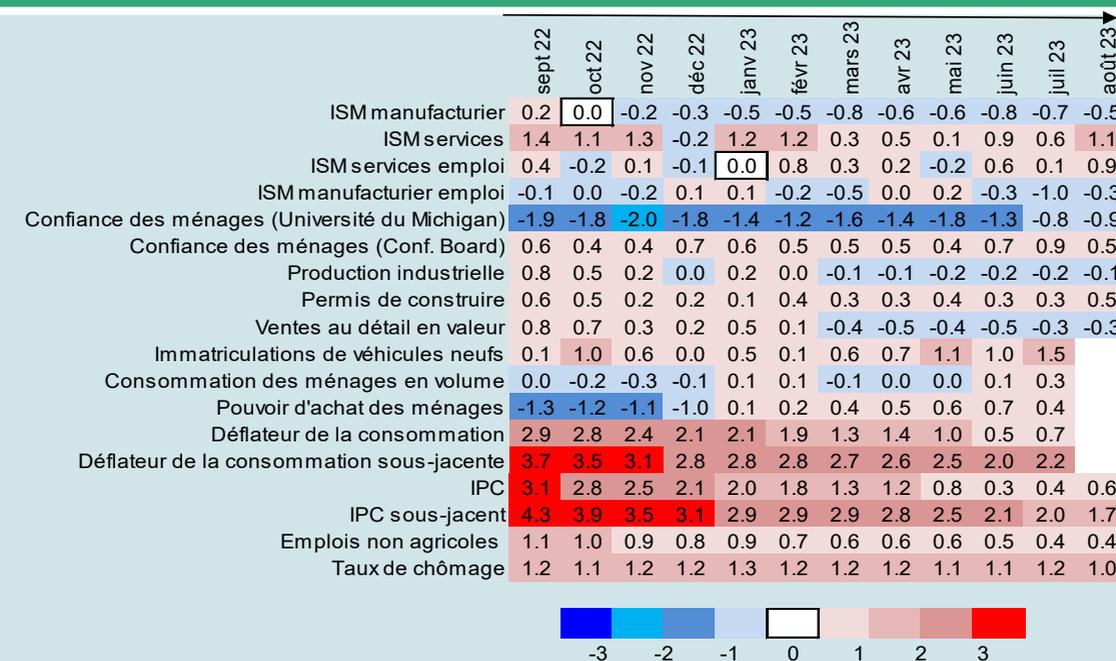
Le marché du travail continue de montrer des signes de détente. En août, les créations nettes d'emploi salarié non-agricole se sont élevées à +187k, marquant un ralentissement net sur trois mois (+241k entre février et mai 2023, contre +150k entre juin et août). Le taux de chômage est remonté à 3,8% (+0,3 pp) sur fond de rebond du taux d'activité, lequel a atteint 62,8% (un plus haut depuis février 2020), accentuant l'idée d'un rééquilibrage en cours du marché du travail via un renforcement de l'offre.

L'inflation s'est révélée plutôt décevante en août, s'établissant à +3,7% a/a (+0,4 pp, selon la mesure CPI) sous l'effet du fort rebond du prix de l'essence (+10,6% m/m). La composante sous-jacente a néanmoins inscrit une nouvelle diminution en glissement annuel, à 4,3% a/a (-0,4 pp). La Fed a décidé de maintenir ses taux inchangés en septembre et, si elle a atteint le taux terminal dans notre scénario central, les risques restent orientés à la hausse et les membres du comité voient une nouvelle hausse de 25 pb avant la fin de l'année. Signe de l'anticipation d'une politique monétaire durablement restrictive, les taux à 10 ans se situent à leur plus haut niveau depuis 16 ans (autour de 4,40%).

Le *nowcast* de la Fed d'Atlanta prévoit une croissance encore très élevée de +1,5% t/t au T3 (après +1,1% révisé au T2), portée par la consommation des ménages et l'investissement résidentiel, ce dernier tirant profit des contraintes d'offre sur les logements existants. Notre propre prévision est plus modérée (+0,7%).

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 21/09/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis



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 | GDPNow | Prévision | | Prévisions annuelles | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 1.7 | 1.4 | 0.7 | 0.1 | 2.1 | 2.1 | 0.3 |

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Les signes de dégradation se multiplient

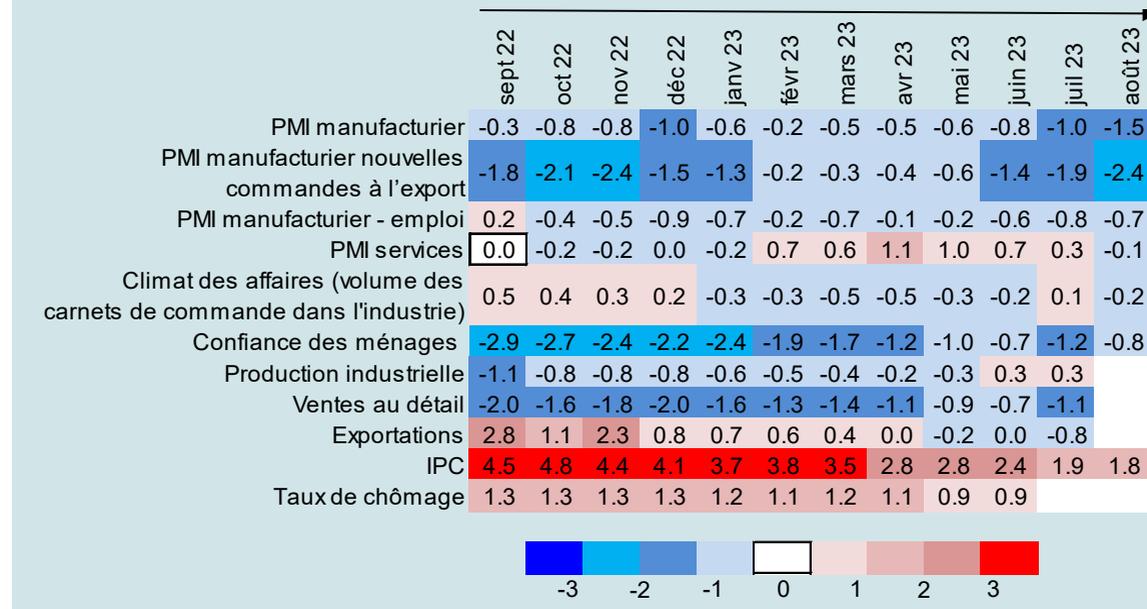
La croissance au deuxième trimestre 2023 a surpris favorablement, avec une hausse du PIB réel de 0,2% t/t, portée par l'investissement des entreprises, et en particulier par les dépenses en équipements de transport. Néanmoins, les signes de dégradation de l'activité se multiplient et s'étendent à l'ensemble des secteurs. Le PMI composite a reculé sous la barre des 50 en août, à 48,6. Si la baisse dans le secteur manufacturier s'amplifie mois après mois, l'indice atteignant 43,0 en août, le décrochage dans les services est plus récent et inquiétant : l'indice a perdu 2 points, à 49,5. Les ventes au détail restent sur une pente descendante et la consommation finale des ménages, bien qu'en hausse de 0,8% t/t au T2, n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant-Covid.

Le maintien d'une telle dynamique de la consommation privée, face à la hausse des taux d'intérêt et à la dégradation du marché du travail, semble peu probable. Le taux de chômage (3m/3m), qui avait atteint son point le plus bas en août 2022, à 3,5%, est remonté à 4,3% en juillet 2023. La progression des salaires reste certes très soutenue (+8,0% en glissement annuel en juillet) mais elle suffit tout juste à compenser la hausse de l'inflation. Cette dernière, bien qu'en recul, s'établissait encore à 6,7% a/a en août. Par ailleurs, plus de 50% des biens et services pris en compte dans l'IPC affichaient une inflation supérieure à 6% en août, un chiffre en léger repli par rapport au mois précédent, qui constituait un record (cf. Baromètre de l'inflation de septembre 2023, BNP Paribas).

Le ralentissement de l'inflation et de l'activité a encouragé la Banque d'Angleterre à maintenir le taux directeur inchangé à 5,25% en septembre. Le vote était néanmoins très serré avec quatre membres du comité sur les dix en faveur d'une hausse de 25 pb à 5,5%. Le scénario d'une récession reste notre prévision centrale pour le premier semestre 2024, avant un léger redressement de l'activité lié à l'enclenchement du cycle de baisse des taux directeurs à partir du T2 2024. La hausse des taux d'intérêt pèse, par ailleurs, de plus en plus fortement sur le secteur de l'immobilier résidentiel. Le sondage RICS montre un décrochage de l'activité et des prix sans précédent depuis la crise financière de 2008, si l'on exclut les périodes de confinement.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 21/09/2023)

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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 4.1 | 0.4 | 0.0 |

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



L'inflation s'installe et pèse sur la demande intérieure

Les enquêtes de conjoncture japonaises restent globalement positives malgré des résultats contrastés pour le mois d'août : le PMI composite s'est redressé de 0,4 point à 52,6 mais l'*Economy watchers survey* a baissé de 0,8 point, retrouvant à 53,6 son niveau de juin. La tendance entre les secteurs manufacturier et non-manufacturier est marquée depuis plusieurs mois par une importante disparité entre les indicateurs : le PMI manufacturier se maintient en zone de contraction au mois d'août (49,6 pour le deuxième mois consécutif), un signal négatif qui corrobore la baisse de la production industrielle de -2,3% a/a au mois de juillet ; à l'inverse, le PMI des services a progressé en août atteignant 54,3 contre 53,8 au mois de juillet.

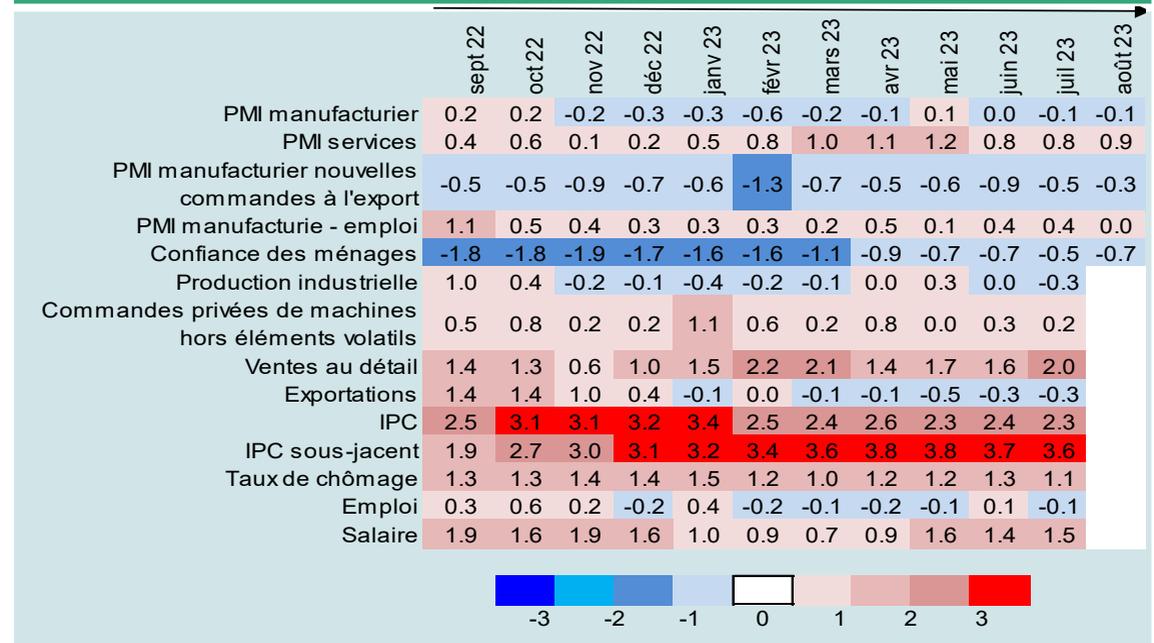
La confiance des ménages a baissé en août après plusieurs mois d'amélioration, un rétablissement qui ne s'est guère retrouvé dans les chiffres de la consommation privée qui a soustrait 0,4 point de pourcentage à la croissance du T2. Par ailleurs, les perspectives restent dégradées au regard de l'évolution des salaires réels, qui évoluent toujours en territoire négatif : le renforcement de la hausse des salaires nominaux ces derniers mois n'est pas encore suffisant pour dépasser l'inflation.

Bien que l'inflation fléchisse légèrement – à la faveur de la contribution négative des prix de l'énergie – elle se maintient à un niveau élevé pour le pays (3,3% a/a en juillet), comme l'illustre la couleur rose foncé dans la carte thermique ci-contre. L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) est plus élevée encore : elle a atteint 4,3% a/a en juillet, et elle dépasse 4% depuis le mois d'avril. La hausse des prix des produits alimentaires (incluant les produits frais) contribue de manière disproportionnée à l'inflation japonaise (2,3 points de pourcentage). Au regard de ces chiffres et du recul important du yen depuis le mois de juillet, maintenir la politique monétaire expansionniste semble de plus en plus difficile pour la Banque du Japon. Néanmoins, nous ne prévoyons pas la fin de la politique de contrôle des taux d'intérêt avant le printemps prochain.

La croissance japonaise devrait atteindre un rythme relativement élevé en 2023 (+2,0% en moyenne annuelle) grâce à un acquis de croissance très favorable au T2 qui permettra de masquer un second semestre bien moins dynamique. L'économie japonaise devrait, en effet, subir les effets négatifs des pénuries persistantes de main d'œuvre (indice de l'enquête Tankan sur les conditions d'emploi à -20 dans le manufacturier et à -40 dans le non-manufacturier au T2) et du ralentissement économique chinois. Après la forte hausse du PIB au T2 (+1,2% t/t), un contrecoup est également prévisible : nous anticipons un tassement de la croissance à +0,1% t/t au T3.

Guillaume Derrien (avec l'aide de Nassim Khelifi, stagiaire). Achevé de rédiger le 20/09/2023.

Évolution mensuelle des indicateurs du Japon



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 | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------------------|------|------|
| T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | T4 2022 | T3 2023 | T4 2023 | 2022 (observé) | 2023 | 2024 |
| -0.3 | 0.1 | 0.8 | 1.2 | 1.9 | 0.1 | 0.3 | 1.0 | 2.0 | 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