

ECO PULSE

Octobre 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Les enquêtes de conjoncture du mois de septembre envoient des signaux divergents. La confiance des ménages se dégrade dans la plupart des pays, ce qui, dans certains cas (France, Espagne), souligne un léger regain d'inflation. Ce reflux de la confiance s'accompagne aussi, en règle générale, d'une baisse des intentions d'achats de biens durables, que l'on peut relier au niveau élevé des taux d'intérêt ainsi qu'à l'anticipation d'une détérioration modérée du marché du travail. La demande moindre émanant des ménages affecte les carnets de commande des entreprises, avec un impact qui diffère selon les secteurs. Dans l'industrie, les enquêtes de conjoncture sont davantage affectées alors que dans les services, l'activité reste dynamique aux États-Unis et au Japon, alors qu'elle est plus modérée en Europe.

Sur le front de l'inflation, les évolutions restent ambivalentes. En zone euro, l'inflation a nettement reflué en septembre (-0,9 point, à 4,3% a/a), tirée à la baisse par le chiffre allemand (-2,1 points à 4,3%), tandis que la dynamique a été moins favorable par ailleurs. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'inflation est demeurée inchangée (respectivement, 6,7% et 3,7%). De plus, aux États-Unis, la remontée des prix de l'essence n'a pas tardé à entraîner un net rebond des anticipations d'inflation des ménages, en octobre, à 1 an et à 5 ans (selon l'enquête de l'Université du Michigan). Cette remontée rappelle les risques à la hausse qui entourent encore la trajectoire de désinflation, qui elle-même sous-tend notre anticipation selon laquelle la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ne relèveraient plus leurs taux directeurs (ainsi de nouvelles hausses ne peuvent pas totalement être écartées).

Le marché du travail se détend progressivement et en ordre dispersé. Aux États-Unis, les créations d'emplois sont restées importantes en septembre. Elles ont été plus mesurées en zone euro au T2, signe de tensions plus réduites que par le passé, bien qu'encore significatives. Cela laisse prévoir une bonne tenue des salaires dans les prochains mois, ce qui, avec une inflation plus modérée, permettrait un rebond du pouvoir d'achat des ménages. Au Royaume-Uni, en revanche, les indicateurs d'emploi disponibles indiquent en septembre, pour le deuxième mois d'affilée, une baisse du nombre de salariés. Au Japon, au contraire, le marché du travail est marqué par une pénurie de main d'œuvre historique.

En matière de perspectives de croissance, les États-Unis continueraient de se distinguer au troisième trimestre avec une croissance attendue nettement positive (0,9% t/t), alors qu'elle ne le serait que très modérément au Royaume-Uni et au Japon (0,1% t/t), et nulle au niveau agrégé de la zone euro.



ZONE EURO : D'UNE CROISSANCE FAIBLE À UNE CROISSANCE NULLE ?

ALLEMAGNE : LA DÉINFLATION, C'EST MAINTENANT

FRANCE : LISSER UN CHOC, C'EST AUSSI EN REPORTER CERTAINS EFFETS

ITALIE : L'EMPLOI CONSERVE UNE TRAJECTOIRE ASCENDANTE

ESPAGNE : LE RISQUE INFLATIONNISTE REFAIT SURFACE

ÉTATS-UNIS : LE SENTIMENT DES MÉNAGES SE DÉTÉRIORE

ROYAUME-UNI : LE MARCHÉ DU TRAVAIL SE DÉGRADE

JAPON : LES PÉNURIES DE MAIN D'ŒUVRE PÈSENT SUR L'ACTIVITÉ



D'une croissance faible à une croissance nulle ?

La température baisse sur le front de l'inflation en zone euro. À cette bonne nouvelle s'ajoute l'étonnante poursuite de la diminution du taux de chômage (6,4% en août contre 6,7% en début d'année). Mais ces évolutions positives sont contrebalancées par le climat plus frais aussi du côté de l'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne (ESI). Au regard de la faiblesse des enquêtes de confiance, la croissance du PIB, tout juste positive au T1 et au T2 2023 (+0,1% t/t chaque trimestre), devrait se rapprocher de zéro. Nous prévoyons un chiffre nul au T3 ainsi qu'au T4 2023, une prévision confortée par notre estimation *nowcast*, à zéro aussi.

Les autres données dures disponibles sont également mal orientées : baisse des ventes au détail (modérée en juillet (-0,2% m/m), importante en août (-1,2% m/m)) ; recul marqué de la production industrielle en juillet (-1,4% m/m), suivi d'un rebond partiel en août (+0,6% m/m) et d'un effet de base très défavorable qui creuse fortement la baisse en glissement annuel (-5% a/a) ; contraction des exportations de 3,9% a/a en août¹.

En septembre, l'ESI a encore diminué, quoique légèrement (-0,3 point, à 93,3). Il se situe à son plus bas niveau depuis la fin 2020 (comparable à celui observé fin 2011, à la mi-temps de la crise des dettes souveraines européennes). Il s'agit de sa cinquième baisse consécutive et, ce mois-ci, un seul secteur échappe à la détérioration, celui de l'industrie. La confiance dans les services, le commerce de détail et la construction se dégrade, et celle des consommateurs plus nettement encore (sous l'effet d'un jugement plus négatif, sur les perspectives d'inflation et d'évolution du chômage, qu'il faudra surveiller).

L'indice composite PMI de S&P Global s'est certes, légèrement, redressé en septembre (+0,5 point, à 47,2), grâce aux services (+0,8, à 48,7), mais il reste significativement en zone de contraction (c'est également vrai pour tout le T3). Il est tiré vers le bas par le secteur manufacturier, dont le climat des affaires se situe à un niveau très dégradé (43,4, -0,1 point par rapport à août) et le point bas reste encore à confirmer.

S'agissant de l'inflation, elle a marqué une franche baisse en septembre. L'inflation totale a reculé de 0,9 point de pourcentage, à 4,3%, un plus bas depuis octobre 2021, à la faveur de l'accentuation de la déflation sur les prix de l'énergie (-1,3 pp à -4,6% a/a, ôtant 0,6 pp à l'inflation), mais pas seulement. L'inflation alimentaire continue de se modérer (-0,9 pp à 8,8% a/a) et sa contribution à l'inflation est désormais proche, mais inférieure, à 2 pp (1,8). Surtout, l'inflation sous-jacente a, enfin, nettement, reflué (-0,8 pp à 4,5% a/a, un plus bas depuis août 2022). À l'horizon des prochains mois, les tensions sur les prix du pétrole et celles, naissantes, sur les prix du gaz, devraient freiner le processus de désinflation sans toutefois le remettre en cause. Pour la BCE, le *statu quo* sur ses taux directeurs devrait prédominer mais la situation demeure inconfortable.

¹ La chute de 25% a/a des importations est à relativiser compte tenu de l'effet de base et de prix qui est derrière mais elle interpelle tout de même.

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 18/10/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro

	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23
Indicateur de sentiment économique (ESI)	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6
ESI - industrie	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6
ESI - services	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1
ESI - commerce de détail	0.0	0.0	0.4	0.7	0.7	0.6	0.7	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
ESI - construction	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
Confiance des consommateurs	-2.9	-2.1	-1.8	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.7	-1.0
PMI manufacturier	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3
PMI services	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.0	0.4	0.2	-0.4	-0.3
PMI manufacturier nouvelles commandes	-1.7	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8	-1.4	-1.4	-1.7	-1.5	-1.5
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.8	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6
PMI composite emploi	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	1.3	1.1	0.9	0.4	0.1	0.2
Production industrielle	0.5	0.5	-0.4	0.1	0.3	-0.4	0.0	-0.5	-0.2	-0.4	-0.9	
Ventes au détail	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-0.9	-0.9	-0.4	-0.4	-0.8	
Immatriculations de véhicules neufs	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5	1.4	0.8	0.9	0.8	0.7	1.0	
IPCH	5.2	4.6	4.0	3.6	3.4	2.5	2.5	2.0	1.7	1.6	1.6	1.1
IPCH sous-jacent	5.4	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8	4.5	4.1	4.1	3.9	3.6	2.8
Taux de chômage	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.7	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'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		
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	0.3	0.0	0.0	0.0	3.4	0.5	0.9

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



La désinflation, c'est maintenant

L'inflation allemande a repris le chemin de la baisse, après une stabilisation entre mai et août (6,4% a/a en août selon l'indice harmonisé), pour atteindre 4,3% en septembre, en raison d'abord d'effets de base (l'inflation désaisonnalisée était de 2,3% m/m en septembre 2022, contre une évolution plus normale de 0,3% en septembre 2023). Nous attendons une nouvelle baisse de près de 1pp de l'inflation en octobre pour la même raison (+1,1% m/m en septembre 2022, 1pp au-dessus de la moyenne pour un mois d'octobre sur les 15 dernières années). L'inflation sous-jacente a également diminué à 4,8% a/a en septembre contre un pic à 6,3% en août 2023. L'inflation énergétique s'était, en septembre-octobre 2022, nettement transmise au sous-jacent, et son reflux depuis rejaillit désormais sur ce dernier (hausse mensuelle moyenne du sous-jacent désaisonnalisée de 0,2% sur les 3 derniers mois, contre 0,4% les 6 mois précédents et 0,6% au S2 2022).

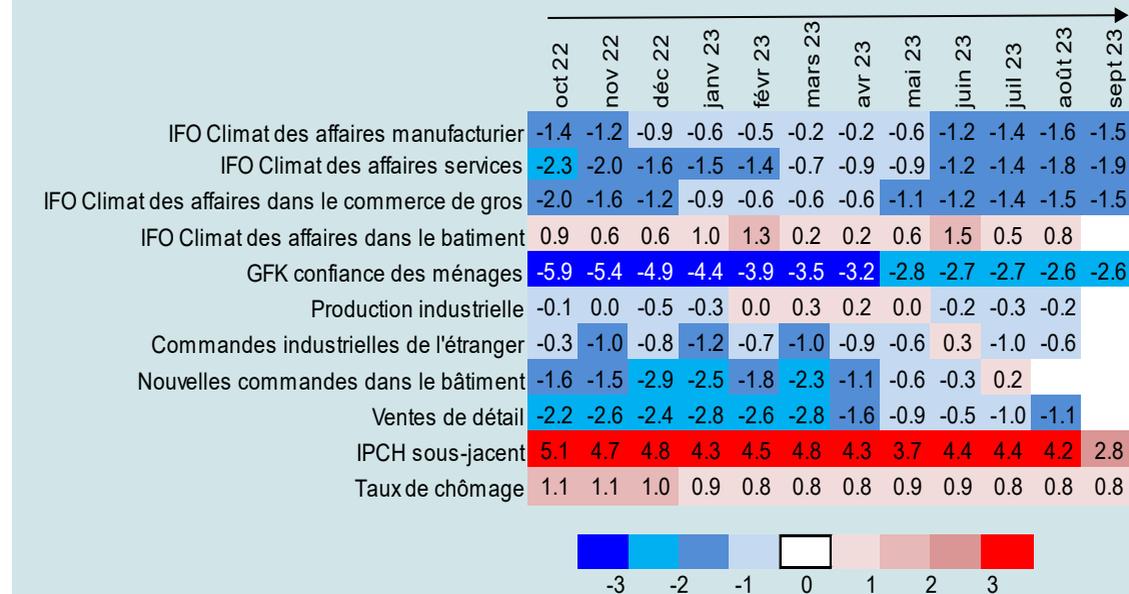
Cette décrue de l'inflation peut également s'expliquer par le ralentissement de la demande. La consommation des ménages ne soutient plus la croissance depuis le 3^e trimestre 2022 (baisse au T4 2022 et au T1 2023, stabilisation au T2 2023). L'indice GFK de confiance des ménages est, en octobre, à -26,5, un niveau dont il est proche depuis 6 mois, très inférieur à sa moyenne d'avant-Covid (+6, entre 2001 et 2019). L'opportunité de faire des achats importants dans l'immédiat a touché un nouveau point bas à 5,8% des répondants en août 2023 selon la Commission européenne : il se situe depuis avril 2022 sous les 10%, barre en dessous de laquelle il n'était pas descendu pendant la crise de 2008.

Cette moindre demande des ménages transparait dans les nouvelles commandes à l'industrie dont la moyenne sur 6 mois, à fin août 2023, est de 6% inférieure à celle d'août 2022. Cette diminution s'explique principalement par celle des commandes domestiques (-6%, dont -19% sur les biens durables) et des commandes étrangères hors zone euro (-6,5%, dont -18% sur les biens durables). Les contraintes de demande pèsent également sur le climat des affaires, l'indice IFO de conditions d'activité actuelles ayant touché un nouveau point bas de 88,7 en septembre 2023 (-5 points en 3 mois).

Ces évolutions, ainsi que celle du climat de l'emploi de l'IFO (95,8 en septembre), qui est passé depuis 3 mois en deçà de sa moyenne de long terme, augurent d'un risque baissier pour la croissance : le 2^e semestre 2023 marquerait, d'après nos prévisions, une nouvelle récession (-0,1% t/t au T3 et au T4) après déjà une croissance négative au T4 2022 et au T1 2023 et une croissance nulle au T2 2023.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 19/10/2023)

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'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	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	1.9	-0.3	0.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Lisser un choc, c'est aussi en reporter certains effets

Les courbes se sont croisées : l'inflation française, longtemps en deçà à celle de la zone euro, lui est désormais supérieure (5,7% en septembre contre 4,3% a/a, selon l'indice harmonisé). En moyenne, l'inflation française dépasse même en août-septembre de près de 0,5 point son niveau de juin-juillet (contre une décrie 0,6 point en zone euro). En cause, le rebond des prix de l'énergie, plus important en France, notamment avec la hausse du tarif réglementé de l'électricité en août 2023 (+10%). *A contrario*, le reflux de l'inflation sous-jacente s'est poursuivi (3,6% a/a en septembre contre 4,3% encore en juillet). Il s'explique principalement par la stabilisation de l'indice (désaisonnalisé) des prix des biens manufacturés entre avril et septembre.

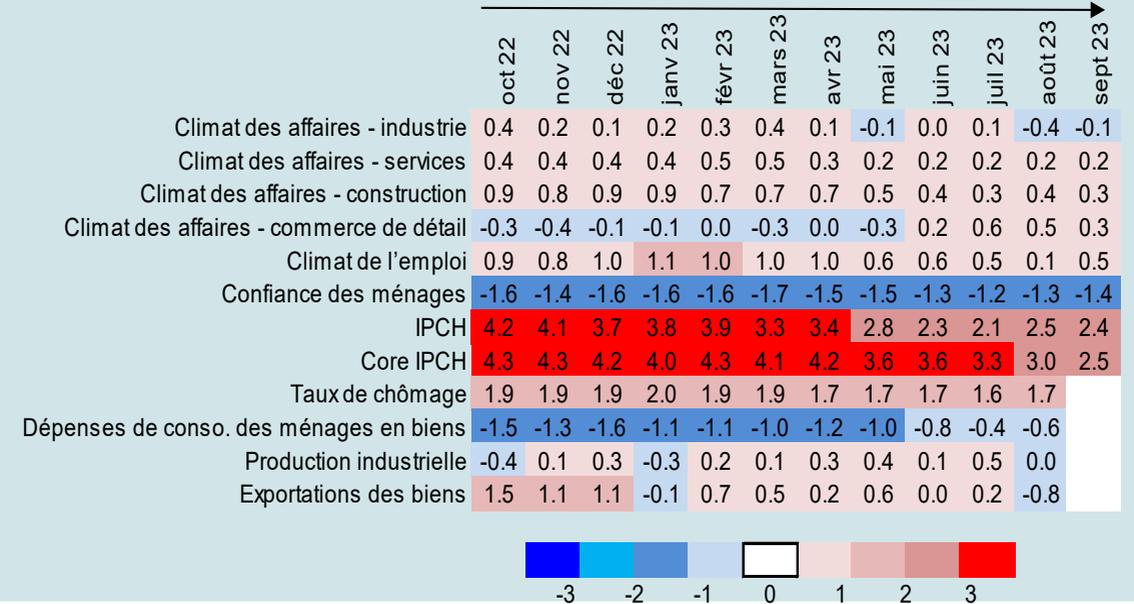
La confiance des ménages a reflué en septembre à 83, après avoir atteint, pendant 3 mois, 85. Le regain d'inflation a pesé sur la perception des ménages de leur situation financière personnelle et de leur niveau de vie. L'opportunité d'épargner a retrouvé, à 37 en septembre, son plus haut (hors période de Covid) de février 2023, signe que le taux d'épargne des ménages (18,8% du revenu du disponible brut au T2, près de 4 points au-dessus de la moyenne observée en 2019) devrait rester élevé.

Le maintien d'une demande des ménages plus modérée depuis plusieurs trimestres commence à affecter les carnets de commande dans l'industrie : par exemple, selon la Commission européenne, les carnets de commandes dans l'automobile étaient redescendus à 3,5 mois en juillet, leur niveau moyen en 2019 (contre 4,3 mois en moyenne au 1^{er} semestre 2023). Cette moindre demande aurait aussi pesé sur la production : le chiffre sur la production passée de septembre dans l'enquête de l'Insee dans l'industrie (qui se rapporte aux 3 mois précédents, donc au T3) est négatif, à -6 (contre +3 en juin et +5 en moyenne historique). Cela s'explique par les chiffres des secteurs de l'automobile, des autres matériels de transport et des secteurs cycliques (chimie, plastiques, métaux).

Les éléments plus positifs (rebond de la production et des exportations de matériels de transport, investissement des entreprises) ont permis jusqu'au T2 de maintenir une croissance positive. Nous nous attendions à ce que les éléments négatifs l'emportent dès le T3 (prévision de croissance à -0,2% t/t). Toutefois, notre *nowcast* suggère que la croissance serait restée positive (0,1% t/t), en ligne avec un climat de l'emploi de l'Insee plus modéré qu'auparavant, mais encore au-dessus de sa moyenne de long terme au T3 (à 104 en moyenne). Si tel était le cas, cela pourrait simplement signifier un ralentissement plus tardif, par exemple au T4.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 19/10/2023)

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		
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	0.3	0.1	-0.2	0.0	2.5	0.7	0.5

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



L'emploi conserve une trajectoire ascendante

La confiance des ménages est en léger recul depuis le mois d'avril. Cela reflète une baisse des intentions d'achat de biens durables et une dégradation du jugement sur les perspectives d'évolution du chômage. Néanmoins, le marché du travail italien maintient le cap. Le taux de chômage a fléchi à 7,3% en août, son niveau le plus bas depuis quinze ans. Conséquence de ce recul, les problèmes de recrutement s'intensifient : la part des entreprises citant le manque de main d'œuvre comme un facteur limitant la production était, au deuxième trimestre 2023, la plus importante depuis le début des années 1990. Même si la population active est loin de combler l'écart avec les niveaux de 2019 (le déficit était, en août, de 1,3% par rapport au pic d'avril 2019), l'emploi a continué de progresser de manière très significative. Cela a contribué à porter le taux d'emploi (à 61,5% pour les 15-64 ans) à un niveau plus observé depuis au moins vingt ans, les statistiques actuelles ne débutant qu'en 2004.

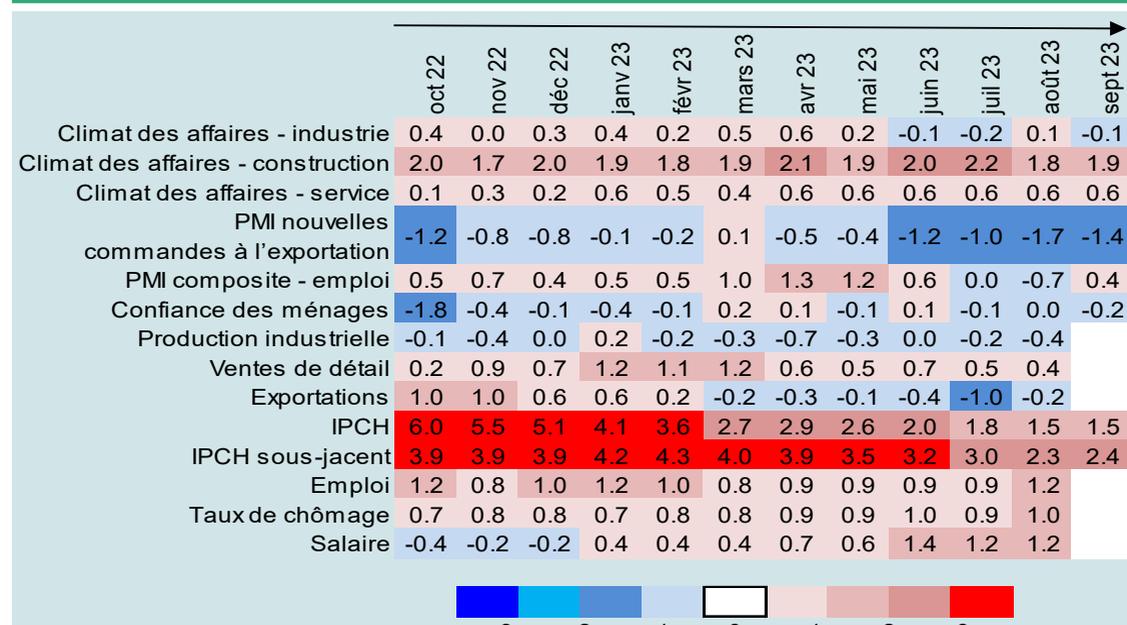
Malgré un marché du travail plus tendu, l'augmentation des salaires de base reste limitée. En hausse de 3,2% a/a, ceux-ci évoluent toujours significativement en dessous de l'inflation, qui progressait à un rythme presque deux fois supérieur en septembre, à 5,6%. Ainsi, le pouvoir d'achat des ménages italiens continue de reculer et de peser sur la consommation privée. Sans baisser, cette dernière reste tout juste au-dessus des niveaux qui étaient les siens en 2019. Par ailleurs, il existe un écart de trajectoire important entre les différents postes de consommation avec, d'un côté, des dépenses en services et en biens durables relativement élevées, et en hausse depuis le début de l'année, et, de l'autre côté, la consommation de biens non-durables qui se replie. Ce repli corrobore la baisse observée depuis plusieurs mois dans les ventes au détail, due essentiellement à la chute de la consommation de produits alimentaires, qui s'inscrivait en septembre à un plus bas depuis plus de vingt ans.

Après un deuxième trimestre en recul (-0,4% t/t), le PIB réel devrait néanmoins repartir à la hausse au T3, soutenu par un environnement inflationniste légèrement moins défavorable. Un nouveau ralentissement est attendu au dernier trimestre de l'année. La croissance pour 2023 restera modérée à 0,8% mais au-dessus de celle que nous prévoyons pour la zone euro dans son ensemble (+0,5%).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 16/10/2023)



Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie



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	-0.2	0.6	-0.4	0.4	0.3	0.1	3.9	0.8	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Le risque inflationniste refait surface

L'indice du sentiment économique de la Commission européenne recule, en Espagne, en septembre à son plus bas niveau de l'année, témoignant d'un ralentissement de l'activité qui se traduirait, selon nos prévisions, par une baisse de la croissance à 0,3% t/t au T3 et 0,2% t/t au T4. L'inflation regagne, par ailleurs, du terrain et pèse à nouveau sur la confiance des ménages, tout comme les perspectives de chômage qui se dégradent, toutefois modérément. À noter que les perspectives d'évolution des prix divergent assez nettement suivant le secteur d'activité, selon l'enquête de la Commission européenne : elles indiquent un nouveau reflux des pressions dans la construction (-1,9 point) et dans l'industrie (-1,6 pt, au plus bas depuis janvier 2021), tandis qu'un regain s'observe dans les services (+3,1 pts), et en particulier dans les ventes au détail (+10 pts).

L'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé de 3,3% en glissement annuel selon la mesure harmonisée (3,5% en mesure nationale) en septembre, soit le troisième mois consécutif de hausse. La déflation de la composante « énergie » demeure importante (-14,0% a/a), mais son ampleur se réduira significativement dans les mois à venir, avant de repasser en territoire positif, en raison de la hausse actuelle des prix du pétrole et d'effets de base défavorables. L'inflation de la plupart des grands postes alimentaires (œufs, lait, légumes frais) évolue toujours au-dessus de la barre des 10% a/a ; malgré son poids modeste dans l'IPC - seulement 0,5% - l'huile d'olive continue, par exemple, d'enregistrer des hausses de prix impressionnantes (+41,9% a/a) et contribuait ainsi à hauteur de 0,22 point de pourcentage à l'inflation en septembre. L'inflation dans les services s'est stabilisée à un niveau élevé (4,7% a/a).

Les créations d'emplois ont nettement ralenti cet été par rapport au trimestre précédent (+15 651 en moyenne mensuelle au T3 après +52 196 au T2), mais le marché du travail a tout de même bien résisté jusqu'à présent au choc des taux d'intérêt et au ralentissement de l'activité en zone euro. Cette résistance de l'emploi devrait soutenir la consommation de ménages, en plus des probables nouvelles mesures gouvernementales pour protéger le pouvoir d'achat. Si des décisions ont d'ores et déjà été annoncées dans le plan budgétaire de 2024, transmis à la Commission européenne le 15 octobre (hausse des pensions de retraite, revalorisation de 2% des rémunérations dans la fonction publique), d'autres pourraient s'y ajouter, une fois le nouveau gouvernement en place, ce qui devrait toutefois prendre encore du temps.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 16/10/2023)



Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne

	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23
Climat des affaires - industrie	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.6	0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1
Climat des affaires - construction	1.3	1.2	1.4	0.4	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.7	0.8
Climat des affaires - service	0.1	0.3	0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PMI nouvelles commandes à l'export	-1.9	-1.7	-1.4	-0.7	-0.1	-0.2	-0.6	-0.9	-0.8	-1.3	-1.4	-0.4
PMI composite - emploi	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.4	0.7	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
Confiance des ménages	-1.4	-1.1	-0.8	-0.6	-0.5	-0.8	-0.4	-0.4	0.0	0.4	0.1	-0.4
Production industrielle	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	-0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	
Ventes au détail	1.3	0.8	1.6	2.1	1.7	2.1	1.8	1.7	1.5	1.6	1.3	
Exportations	0.7	1.4	0.8	0.8	0.3	0.9	-1.0	-0.8	-0.7	-0.9	-1.3	
IPCH	2.4	2.1	1.5	1.7	1.7	0.4	0.7	0.3	-0.2	0.0	0.1	0.5
IPCH sous-jacent	2.8	2.4	2.4	3.2	3.2	2.7	2.2	1.9	1.8	2.4	2.3	1.9
Emploi	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Salaire	1.6	1.8	2.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Taux de chômage	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	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
0.5	0.5	0.6	0.5	1.2	0.3	0.2	5.8	2.2	1.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Le sentiment des ménages se détériore

Le climat des affaires a connu un affaiblissement marginal aux États-Unis au mois de septembre en raison de développements divergents dans les secteurs manufacturier et non-manufacturier. Ce dernier a ralenti à 53,6 (-0,9pp) dans l'enquête ISM, tirailé entre une activité dynamique («*Business Activity*» à 58,8) et un ralentissement sensible des nouvelles commandes (-6,7pp à 51,8). En revanche, l'indice manufacturier a progressé pour un troisième mois d'affilée et atteint 49,0 (+1,4pp). S'il demeure en zone de contraction, il s'établit toutefois à un plus haut depuis novembre 2022.

La confiance des ménages poursuit son repli. L'indice du *Conference Board* s'est établi à 103,0 en septembre (-5,7 points), sous le poids de la dégradation des attentes des consommateurs (73,7, -9,6 points). L'enquête envoie à présent un double signal récessif, le résultat inférieur au seuil de 80 des attentes s'ajoutant à la divergence de celles-ci avec l'appréciation des conditions actuelles (147,1, +0,4 point). Quant à l'indice de l'Université du Michigan, s'il diminue en octobre pour un troisième mois consécutif (63,0, -5,1 points), il se distingue de celui du *Conference Board* par le faible niveau de la composante des conditions actuelles (66,7), tandis que l'enquête rapporte un net rebond des anticipations d'inflation à 1 an (3,8%, +0,6pp). Ces évolutions négatives de la confiance des ménages sont à imputer, au moins en partie, à la remontée du prix de l'essence. Le taux d'inflation mesuré par l'indice CPI est demeuré stable à +3,7% a/a en septembre. La contribution moins négative de la composante « énergie » a, en effet, compensé l'évolution favorable de la composante sous-jacente et alimentaire. L'inflation sous-jacente a diminué à +4,1% a/a (-0,3pp), tout en se stabilisant à +0,3% en progression mensuelle (cvs) bien que les services liés au logement accélèrent (+0,6% m/m, +0,3pp). Ces développements ne menacent pas la trajectoire désinflationniste mais rappellent la solidité de la demande et les risques à la hausse qui entourent cette trajectoire.

Les signes d'assouplissement du marché de l'emploi ne se sont pas renforcés. Alors que les sous-composantes « Emploi » de l'enquête ISM excèdent 50, tant dans la partie manufacturière (+2,7pp à 51,2) que non-manufacturière (-1,3pp à 53,4), les créations nettes d'emplois salariés non-agricoles se sont élevées à +336k en septembre, un plus haut depuis le mois de janvier. Ce bon résultat, accompagné de révisions à la hausse en juillet (236k) et août (227k), ne s'est toutefois pas répercuté sur les taux de chômage (3,8%) et d'activité (62,8%), qui sont demeurés inchangés.

La croissance du PIB au T3 devrait marquer une nette hausse par rapport au T2 (+0,5% t/t). Nous la prévoyons à +0,9% t/t, contre +1,3% pour le *nowcast* de la Fed d'Atlanta. Ce dernier estime par ailleurs que les avancées du T2 en matière d'investissement en équipement (+1,9% t/t) et en structures non-résidentielles (+3,8% t/t), observées de façon coïncidente avec la mise en œuvre de l'*Inflation Reduction Act*, devraient s'interrompre pour le premier (-0,7% t/t) et ralentir significativement pour le second (+0,2% t/t).

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 16/10/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis

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

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
0.7	0.6	0.6	0.5	0.8	1.3	0.9	0.1	1.9	2.2	0.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Le marché du travail se dégrade

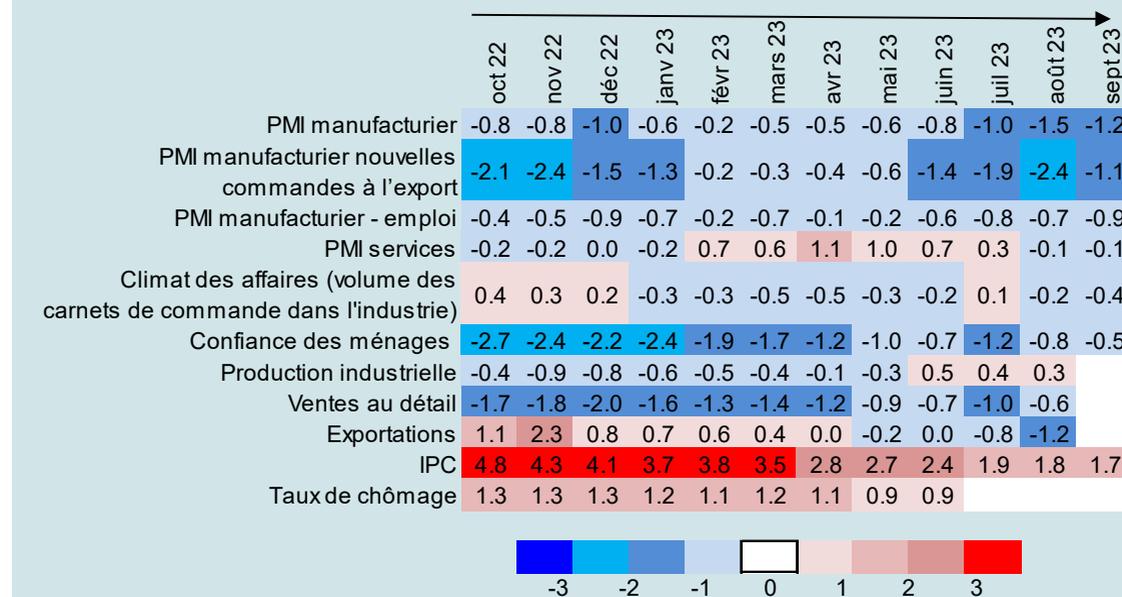
Le marché du travail britannique a atteint un point de bascule. Pour la Banque d'Angleterre (BoE), il s'agit d'un nouveau signe, en plus du ralentissement du secteur de l'immobilier, de la généralisation de la transmission de la hausse des taux à l'économie réelle. La publication du rapport de l'ONS sur le marché du travail, pour septembre, a été repoussée au 24 octobre. Néanmoins, les chiffres avancés du HMRC indiquent un recul de 8 360 salariés le mois dernier ; c'est le deuxième mois consécutif de baisse, et une accentuation par rapport au mois précédent (-5 071). Par ailleurs, les indices PMI de l'emploi ont chuté en septembre, entraînés par celui des services (-3,3 points à 47,9) qui repasse ainsi sous la barre d'expansion pour la première fois depuis le début de l'année.

En outre, l'inflation a surpris à la hausse en septembre en se maintenant à 6,7%. Un repli est tout de même à prévoir au cours des prochains mois : la hausse des prix à la consommation a fortement ralenti en rythme instantané (le 3m/3m annualisé a chuté sous la barre des 2%, à 1,9%). Néanmoins, l'ampleur de la désinflation reste incertaine en raison du récent rebond des prix du pétrole. La progression des salaires de base s'est légèrement tassée à 7,7% a/a en septembre mais elle devrait se maintenir, au moins jusqu'à la fin de l'année, au-dessus de l'inflation. Du côté de l'immobilier, la baisse des prix, en glissement annuel, s'est amplifiée en septembre à -4,7% selon Halifax, tandis qu'elle s'est stabilisée à -5,3% selon l'indice de Nationwide.

Dans ce contexte, l'économie britannique devrait enregistrer une croissance très faible au troisième trimestre, que nous prévoyons actuellement à 0,1% t/t. Pour atteindre ce chiffre, il faudra néanmoins que le troisième trimestre s'achève mieux qu'il n'a commencé. En effet, selon les chiffres mensuels de l'ONS, le PIB réel a légèrement progressé en août de 0,1% m/m. Cela ne vient toutefois que partiellement compenser la contraction de 0,6% m/m enregistrée le mois précédent (N.B. : les chiffres mensuels portent sur le niveau de la valeur ajoutée et non le PIB réel).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 18/10/2023)

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'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
-0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	4.4	0.6	0.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Les pénuries de main d'œuvre pèsent sur l'activité

Les enquêtes de conjoncture japonaises envoient des signaux contrastés. Côté positif, le climat des affaires de l'enquête TANKAN s'est amélioré, passant de 8 au T2 à 10 au T3, porté par les services : la confiance du secteur grimpe à son plus haut niveau depuis 1991. Le PMI pour les services fait également preuve de résilience. Bien qu'en baisse de 0,5 point en septembre, il se maintient en zone d'expansion à 53,8. À l'inverse, le PMI du secteur manufacturier s'enfonce davantage en zone de contraction pour le quatrième mois consécutif (-1 point à 48,5). En conséquence, le PMI composite pour le mois de septembre s'est replié à 52,1. L'Economy Watchers Survey chute, quant à lui, de 3,7 points à 49,9 en septembre.

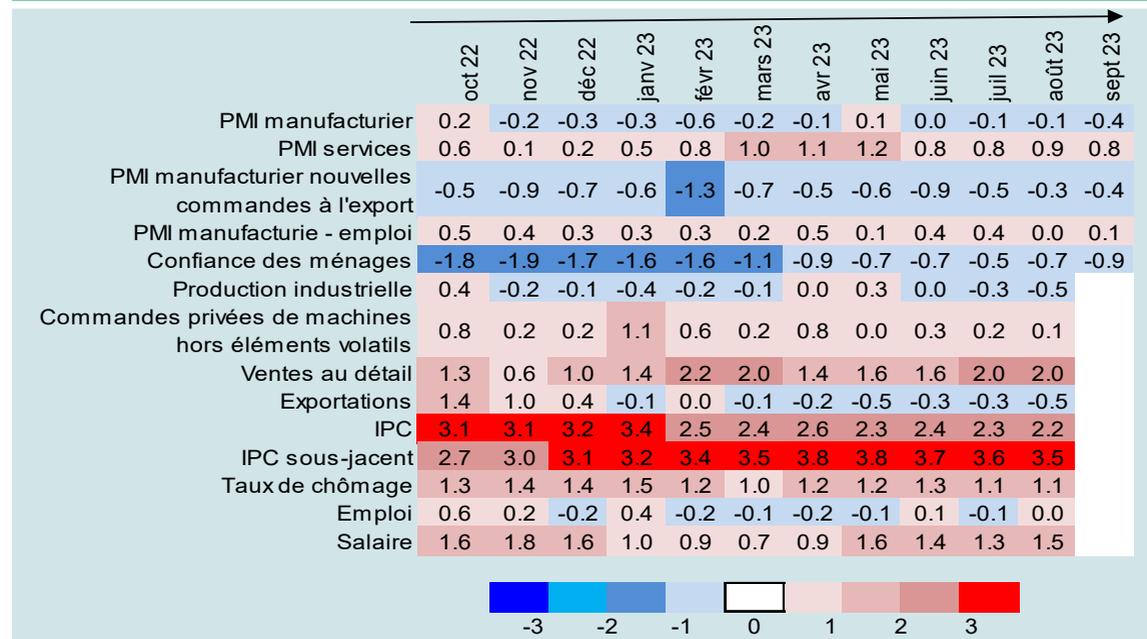
L'inflation japonaise s'est repliée légèrement à 3,2% a/a au mois d'août (contre 3,3% le mois précédent). Les biens alimentaires restent le principal contributeur à la hausse des prix (+8,8% a/a pour une contribution à l'inflation totale de 2,3pp). À l'inverse, la déflation de l'énergie s'intensifie (-9,8% a/a), ôtant ainsi près de 1 pp à l'inflation. L'inflation sous-jacente, hors produits frais et énergie, continue d'augmenter, passant de 4,6% a/a à 4,7% a/a. Toutefois, la tension sur les prix à la production tend à s'estomper. L'indice PPI a ralenti de 1,3pp à 2% a/a au mois de septembre, laissant présager une stabilisation voire une baisse de l'inflation des prix à la consommation dans les mois à venir. Ce signal est également renforcé par la baisse de l'inflation dans la région de Tokyo sous la barre des 3% en septembre. Toutefois, la dépréciation historique du yen se poursuit et le taux de change avec le dollar US s'approche désormais des 150 USD/JPY, ce qui risque d'accroître l'inflation importée.

Autre difficulté : une pénurie de main d'œuvre historique. L'indice de diffusion de l'enquête TANKAN sur les conditions d'emploi baisse à -33 au T3 et pourrait atteindre -37 au T4 selon les dernières prévisions. Si cela se vérifiait, ce serait le pire niveau depuis 1991. À 2,7% en septembre, le taux de chômage reste stable et 0,5 pp au-dessus du record de 2,2% enregistré en décembre 2019. Malgré cela, les salaires nominaux ne décollent toujours pas et l'évolution des salaires réels se maintient en territoire négatif à -2,5% a/a au mois d'août. Cela pèse sur la confiance des ménages, ainsi que sur leur consommation qui diminue en glissement annuel en août pour le 6e mois consécutif (-3,4% a/a), selon l'enquête mensuelle du ministère du Travail.

Dans ce contexte, nous anticipons un ralentissement de l'activité au T3 (croissance de 0,1% t/t après 1,0% en moyenne par trimestre au S1) avant une légère reprise au T4 (0,3% t/t). Toutefois, l'accélération de l'activité au premier semestre, couplé à un acquis de croissance favorable en 2022, devraient permettre de maintenir une croissance élevée de 2,0% a/a pour l'année 2023 dans son ensemble.

Guillaume Derrien (avec l'aide de Nassim Khelifi, stagiaire). Achevé de rédiger le 16/10/2023.

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	0.2	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 Antoine
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@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 mickaëlle.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.

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.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

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 (2023). Tous droits réservés.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change