

Croissance résiliente malgré une volatilité liée au choc tarifaire

Baromètre mensuel de la conjoncture :

Zone euro (conjoncture et crédit) - Allemagne - France - Italie - Espagne - Royaume-Uni - États-Unis - Japon - Chine

Nowcast

Zone euro France États-Unis



Croissance résiliente malgré une volatilité liée au choc tarifaire

Nos nowcasts pour le T3 2025 soulignent une résilience de la croissance du PIB en zone euro (0,2% t/t) et en France (0,3% t/t comme au T2). En Italie et en Allemagne, deux économies qui ont subi un contrecoup au T2 après un très bon T1, nous prévoyons un raffermissement de la croissance au T3 (0,1% t/t pour chacun, soit +0,2 et +0,4 pp respectivement) et de façon plus marquée au T4 (0,2% t/t et 0,3% t/t respectivement). Le Royaume-Uni, quant à lui, verrait sa croissance ralentir au T3 (après un très bon S1), avant un rebond au T4. Aux États-Unis, le *GDP Now* de la Fed d'Atlanta suggère une nouvelle surprise à la hausse pour la croissance au T3 (1% t/t), avant un contrecoup et un net ralentissement au T4. Au Japon et en Chine, le ralentissement interviendrait dès le T3, après un bon 1^{er} semestre.

Climat des affaires : la tendance reste à l'amélioration malgré le point plus mitigé de septembre. Au Royaume-Uni, en Allemagne (IFO) ou au Japon, les indicateurs du climat des affaires se sont repliés en septembre. Toutefois, la tendance reste favorable depuis le début de l'année. En zone euro, le redressement se poursuit mais l'industrie donne des signes d'essoufflement (notamment en Italie). En France, le climat reste morose, l'évolution sectorielle étant assez hétérogène. L'absence d'amélioration porte la trace des incertitudes politico-budgétaires.

Confiance des ménages : la morosité se renforce. Le sentiment des ménages se détériore partout, mis à part en Europe du Sud et au Japon. Aux États-Unis, l'incertitude augmente, notamment en raison de la situation sur le marché du travail en voie de détérioration.

Marché du travail : une forte hétérogénéité. Alors que la situation reste favorable en zone euro et au Japon, et qu'elle se stabilise au Royaume-Uni, elle se détériore nettement en Chine (hausse du taux de chômage, notamment des jeunes) et aux États-Unis (contraction de l'emploi salarié privé selon les chiffres de l'ADP).

Inflation : les tensions paraissent maîtrisées. Malgré la légère remontée observée en septembre, l'inflation reste globalement modérée en zone euro. La situation est différente au Royaume-Uni où les tensions inflationnistes se maintiennent à un niveau élevé. Au Japon, l'inflation a ralenti en août. C'est aussi le cas en Chine qui revient en déflation. Aux États-Unis, l'inflation commence à refléter le choc tarifaire, mais son accélération reste graduelle.

Politiques monétaires : des divergences. La BCE devrait maintenir son *statu quo* monétaire compte tenu de la bonne maîtrise de l'inflation dans l'ensemble de la zone euro. La Fed devrait poursuivre ses baisses de taux en octobre et décembre (25 pb à chaque fois) face à la détérioration du marché du travail. Au Royaume-Uni comme en Chine, l'assouplissement monétaire graduel devrait se poursuivre (25 pb par trimestre au Royaume-Uni et 10 pb par semestre en Chine), en soutien à la croissance. Au Japon, une reprise du durcissement monétaire est anticipée au T4 (+25 pb à 0,75%).

Crédit en zone euro : reprise. Les encours de crédits aux entreprises et aux ménages ont augmenté en juillet, principalement en raison d'une légère baisse des taux d'emprunt des entreprises. Les taux d'emprunt des ménages repartent, quant à eux, modestement à la hausse (de +0,01% m/m pour les nouveaux crédits à l'habitat et +0,06% m/m pour les nouveaux crédits à la consommation). Les flux de financements bancaires et de marché aux entreprises ont sensiblement augmenté.

Lucie Barette et Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 3 octobre 2025)

Indicateurs T4 2025				
	Climat des affaires	Ménages	Marché du travail	Inflation
Zone euro				
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Royaume-Uni				
Etats-Unis				
Japon				
Chine				

SOMMAIRE

Zone euro :

Un renforcement de l'activité toujours en vue

Zone euro (crédit) :

Accélération générale des crédits

Allemagne :

Une reprise en deux temps : modérée au T3, plus marquée au T4

France :

Vers un nouveau trimestre à 0,3% de croissance ?

Italie :

Conjoncture en amélioration

Espagne :

En 2025, la croissance devrait être plus forte qu'anticipé

Royaume-Uni :

Détérioration des perspectives de croissance

États-Unis :

Forte croissance au T3 avant un contrecoup ?

Japon :

Croissance zéro au T3, pas d'inquiétude pour la suite

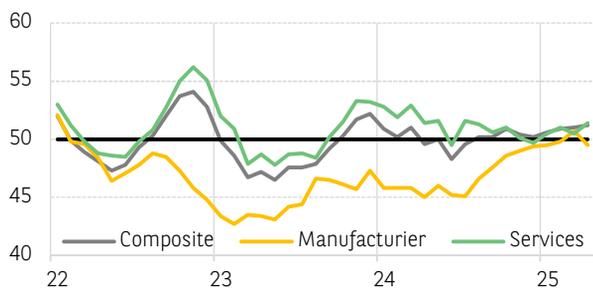
Chine :

Un été morose



Zone euro : Un renforcement de l'activité toujours en vue

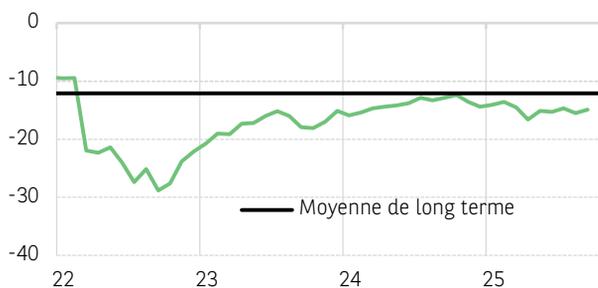
Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

Le redressement des indices PMI se poursuit malgré un recul dans l'industrie. Le composite PMI a atteint en septembre 2025 son plus haut niveau depuis mai 2024 (51,2) attribuable aux services (51,3). L'indice manufacturier, en net redressement depuis le début de l'année, s'est néanmoins replié en septembre (-1,2 point à 49,8). La production industrielle a augmenté de 0,3% m/m en juillet. L'indice de sentiment économique s'est, pour sa part, stabilisé au T3.

Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

Des signaux positifs pour la consommation. Les intentions d'achat de biens durables enregistrent sur trois mois leur plus forte progression depuis deux ans et demi (+2,6 points), tirant à la hausse l'indice de confiance des ménages. Néanmoins, les perspectives sur le chômage (+0,9 point) et la situation économique à douze mois (-0,1 point) se dégradent. Les ventes au détail ont baissé de 0,7% m/m en juillet mais progressent de 2,6% en glissement annuel.

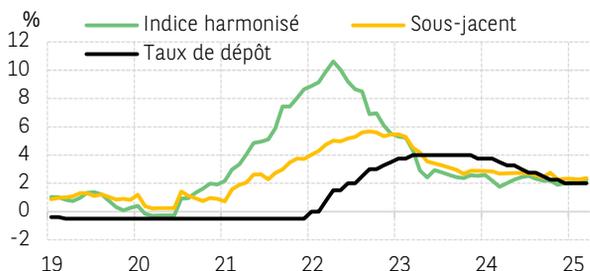
Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

Le marché du travail reste tendu. Le taux de chômage est descendu à 6,2% en juillet, son plus bas historique, avant de remonter à 6,3% en août. Le taux de chômage des jeunes de la zone euro (16-25 ans) est au plus bas (14,0%), en recul de 0,9 pp sur un an. Le *wage tracker* de la BCE indique une augmentation des salaires de base attendue fin 2025 (+3,0% a/a), suivie d'une stabilisation autour de 2,5 % a/a au printemps 2026.

Inflation a/a et taux directeur



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas.

L'inflation reste maîtrisée malgré une hausse en septembre. L'inflation harmonisée est remontée de 2,0% à 2,2% (*flash*) et le sous-jacent passe de 2,3% à 2,4%. L'inflation reviendrait à la cible des 2% au T4 et devrait refluer ensuite. L'inflation est sous contrôle, favorisée par la remontée de l'euro et la quasi-stagnation des prix à la production (+0,2% a/a en juillet). Cette situation reste donc favorable à la BCE pour maintenir un *statu quo* monétaire.

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		NOWCAST	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,1	0,2	0,0	0,3	0,8	1,3	1,4

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

Surprise à la hausse sur la croissance ? Notre *nowcast* pour le T3 signale une croissance de 0,2% t/t. Ce chiffre est mieux orienté que notre prévision d'une stagnation de l'activité. Le coup d'arrêt attendu au T3 reflèterait essentiellement la normalisation de l'activité en Irlande et un léger ralentissement de celle-ci en France et en Espagne. L'activité en zone euro devrait ensuite se renforcer au T4 (+0,3% t/t) et *a fortiori* en 2026 (+0,4% t/t au T1 et +0,5% t/t les trimestres suivants), soutenue par les efforts accrus d'investissement en Europe, en particulier en Allemagne. En moyenne annuelle, la croissance augmenterait ainsi de 1,3% en 2025 à 1,4% en 2026. En juillet, la croissance de l'encours des crédits aux entreprises et aux ménages a augmenté grâce notamment à la baisse des taux des nouveaux crédits aux entreprises, et en dépit de taux d'emprunt aux ménages repartis à la hausse.

Guillaume Derrien et Thomas Humblot (achevé de rédiger le 2 octobre 2025)

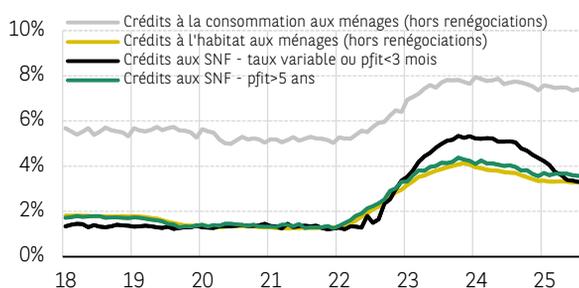


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

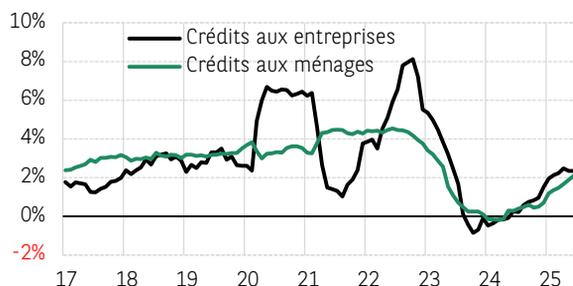
Zone euro /crédit : Accélération générale des crédits

Taux des nouveaux crédits bancaires en zone euro



Sources : BCE, BNP Paribas.

Taux de croissance de l'encours des crédits en zone euro

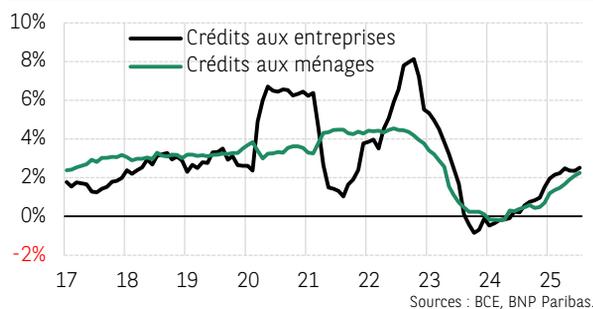


Sources : BCE, BNP Paribas.

Taux des emprunts bancaires : poursuite de la baisse pour les entreprises en zone euro, hausse pour les ménages. Les taux des nouveaux crédits à l'investissement (pfit>5 ans) aux sociétés non financières de la zone euro se sont très légèrement repliés en juillet 2025 pour le deuxième mois consécutif. À 3,58%, leur niveau demeure néanmoins proche de celui de juin 2025 (-2 pb m/m). Les taux des nouveaux crédits de trésorerie (taux variable et pfit<3 mois) aux entreprises ont reculé un peu plus fortement à 3,31% (-5 pb m/m). À l'inverse, les taux des nouveaux crédits à l'habitat et à la consommation aux ménages ont augmenté tout aussi modestement (respectivement de +1 pb et +6 pb m/m). Ils se sont établis, respectivement, à 3,30% et 7,41%.

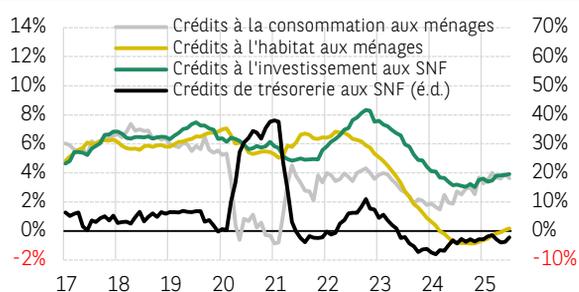
Les encours des crédits aux entreprises et aux ménages accélèrent modestement. La croissance sur un an de l'encours des crédits bancaires aux entreprises de la zone euro a légèrement augmenté en juillet 2025 à 2,5% (+16 pb m/m). L'encours des crédits de maturité comprise entre 1 et 5 ans a nettement accéléré à 4,6% (+57 pb m/m), tandis que celui des crédits de maturité supérieure à 5 ans a crû de 1,6% (+34 pb m/m). À l'inverse, la croissance sur un an de l'encours des crédits de trésorerie (maturité<1an) s'est tassée, passant de 4,2% en juin à 3,3% en juillet. L'encours des crédits à l'habitat aux ménages a poursuivi son accélération en juillet (2,2%, +17 pb m/m) mais reste peu dynamique. La croissance des crédits à la consommation s'est réduite d'un mois sur l'autre mais demeure supérieure à sa moyenne de long terme (respectivement, 4,5% et 3,7%).

Flux de financements aux entreprises de la zone euro



Sources : BCE, BNP Paribas.

Taux de croissance de l'encours des crédits en France



Sources : Banque de France, BNP Paribas.

Les flux de financements bancaires et de marché aux entreprises de la zone euro augmentent sensiblement. Les flux des crédits bancaires aux entreprises de la zone euro, nets des remboursements et cumulés sur un an, ont très fortement augmenté sur un an, passant de EUR 1,7 md à EUR 93 mds en juillet 2025. Les émissions nettes de titres de dette, cumulées sur un an, ont été également très dynamiques en juillet 2025 (+42% a/a), partant d'un volume déjà légèrement supérieur à sa moyenne historique. Au cours des prochains mois, la relative stabilité des taux d'intérêt de marché, à un niveau plus élevé que celui observé durant l'ère des taux bas, devrait contribuer à maintenir le coût des financements bancaires relativement attractif au regard des financements de marché.

L'encours des crédits poursuit globalement son redressement en France. L'encours des crédits à l'investissement aux entreprises en France a accéléré en juillet 2025 (+3,9% sur un an, +6 pb m/m). Sa croissance est néanmoins demeurée sensiblement inférieure à sa moyenne de long terme (-5%). L'encours des crédits de trésorerie a continué à se replier (-2,2% sur un an), notamment sous l'effet du remboursement des prêts garantis par l'État (PGE), mais à un rythme qui poursuit sa modération. L'encours des crédits à l'habitat accordés aux ménages a, quant à lui, poursuivi sa reprise pour le deuxième mois consécutif après 15 de baisse (+0,17% sur un an). La reprise de la production nouvelle de crédits à l'habitat pourrait néanmoins se modérer prochainement en raison de la faible progression de la capacité d'achat immobilière des ménages. Sous cette hypothèse, l'encours des crédits à l'habitat pourrait continuer de croître, mais à un rythme très contenu. Après la modération récente, la croissance de l'encours des crédits à la consommation reste dynamique sur un an (+3,6% en juillet, après +3,9% en juin).

Thomas Humblot (achevé de rédiger le 1 octobre 2025)

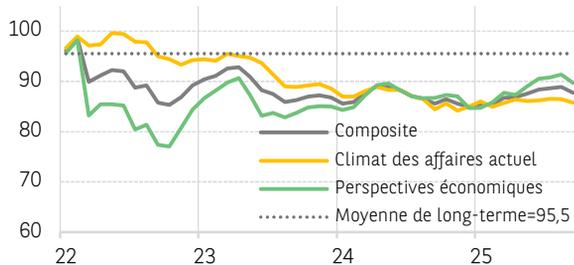


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Allemagne : Une reprise en deux temps : modérée au T3, plus marquée au T4

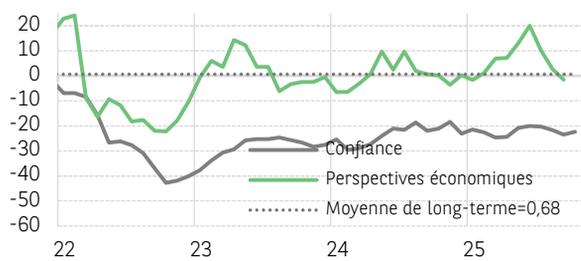
Climat des affaires IFO



Sources : IFO, BNP Paribas.

Le repli de l'indice IFO en septembre ne remet pas en cause la tendance haussière amorcée début 2025. La faiblesse relative au mois de septembre touche tout particulièrement les services et le commerce de détail. En revanche, l'amélioration reste nette depuis le début de l'année dans l'industrie, la construction et le commerce de gros. Cette dynamique ne s'est pas encore diffusée au reste de l'économie, dans l'attente de la mise en œuvre effective des plans d'investissement, avec une montée en puissance attendue pour le T4.

Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

Confiance des ménages dégradée et atonie de la consommation. La confiance des ménages progresse en septembre mais elle demeure inférieure à son niveau moyen entre avril et juillet. Les anticipations d'augmentations salariales soutiennent leur moral. Toutefois, les intentions en matière de dépense se détériorent, laissant augurer une poursuite de l'atonie de la consommation des ménages, qui stagnait déjà au T2.

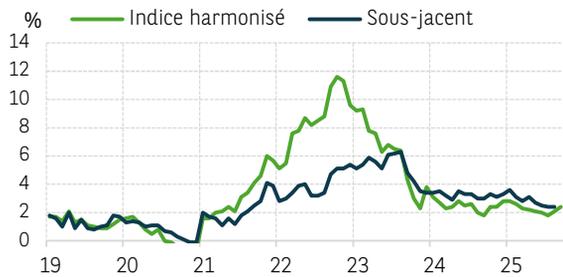
Marché du travail : taux de chômage



Sources : Destatis, BNP Paribas.

Stabilité du chômage et de l'emploi. Le taux de chômage est stable à 3,7 % a/a en août depuis cinq mois (+0,7 pp par rapport au point bas du S1 2023). Les créations d'emplois dans les services publics sont compensées par des pertes dans l'industrie. Selon l'Agence fédérale de l'emploi, les entreprises se montreraient toujours réticentes à recruter, rendant la recherche d'emploi difficile – ce que les enquêtes sur l'emploi IAB et IFO corroborent.

Inflation



Sources : Destatis, BNP Paribas.

Persistance de l'inflation. L'inflation harmonisée atteint 2,4% a/a en septembre (+0,3 pp m/m, chiffres préliminaires, un plus haut depuis février), tirée par les services (+3,4 % a/a, +0,3 pp m/m). La hausse des salaires négociés (+4,4 % a/a en septembre) soutient cette persistance de l'inflation dans les services. En outre, la baisse des prix de l'énergie ralentit (-0,7 % a/a, après -2,4 % en août).

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
-0,3	0	0,2	0,1	0,3	-0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	1,4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Le PIB réel s'est contracté au T2 2025, après deux trimestres consécutifs de croissance. Il a été pénalisé par la baisse de l'investissement privé et le repli modéré des exportations (contrecoup partiel, après un bon T1). La croissance serait contenue au T3, avant de bénéficier, à partir du T4, des mesures de soutien à l'investissement public et privé.

Marianne Mueller (achevé de rédiger le 30 septembre 2025)

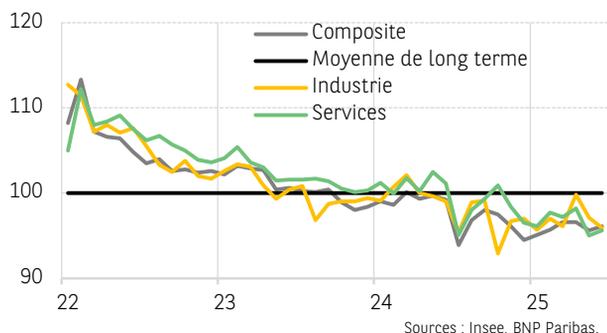


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

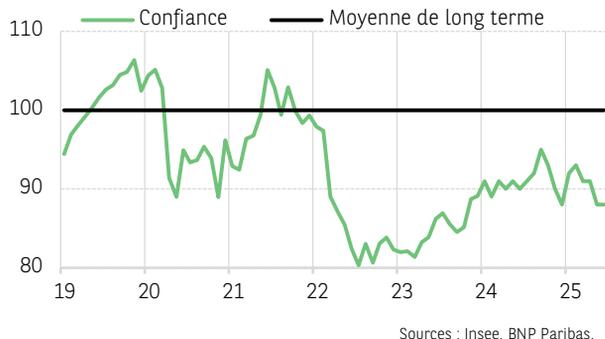
France : Vers un nouveau trimestre à 0,3% de croissance ?

Climat des affaires Insee



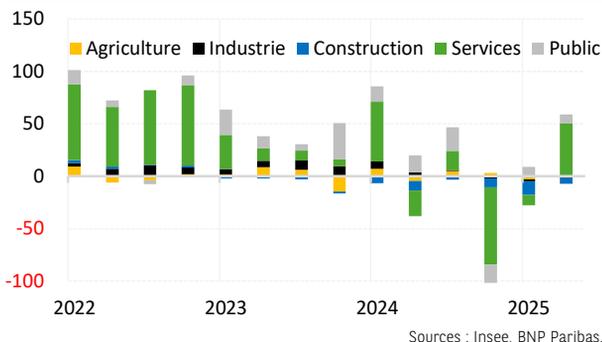
L'amélioration dans certains secteurs peine à se diffuser aux autres. Le climat des affaires composite est stable depuis 5 mois, à 96. Plusieurs secteurs ont bénéficié d'une amélioration dès le T2 dont l'aéronautique, l'information-communication et la construction (de façon moins marquée). Ces secteurs continuent de surperformer au T3, mais sans que cela ne se diffuse aux autres secteurs ; ils devraient donc continuer de soutenir la croissance au T3. Cette dernière est toutefois vulnérable à un essoufflement sur ces secteurs en l'absence de relai par ailleurs.

Confiance des ménages



Confiance des ménages à un plus bas depuis deux ans, à 87 en septembre comme en août. Les soldes d'opinion sur le niveau de vie passé (25 points en deçà de sa moyenne historique), sur les perspectives de niveau de vie (35 points en deçà) et sur la perspective d'évolution du chômage (22 points au-dessus) sont stables à un niveau dégradé. L'opportunité de faire des achats importants se replie à -31 en septembre (-4 pts m/m).

Marché du travail : créations d'emplois (milliers)



Résilience du marché du travail. L'emploi salarié net a augmenté de 0,2% t/t au T2, soutenu par la croissance des embauches (en repli les deux trimestres précédents). Le taux de chômage est resté stable à 7,5% au T2. La détérioration du climat de l'emploi à 93 en septembre pourrait cependant marquer une nouvelle période de refroidissement (dans un contexte d'incertitude politique). Le taux de chômage resterait toutefois nettement inférieur à 8% selon nos prévisions.

Inflation a/a



Inflation modérée, avec des disparités. L'inflation harmonisée est proche de 1% a/a depuis février 2025 (1,1% en septembre) et devrait le rester d'ici à la fin de l'année. L'inflation sous-jacente est nettement sous les 2% (1,5% a/a en septembre) mais l'inflation des services reste sur un rythme supérieur à 2%. L'inflation énergétique et celle sur les biens sont négatives (modérément pour la seconde). L'inflation sur les produits alimentaires a rebondi (1,7% a/a en septembre, contre 0% en décembre 2024).

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		NOWCAST	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	1,1	0,7	1,1	

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab.

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

La croissance du T3 confirmera-t-elle l'embellie du T2 ? Le rebond de la croissance au T2 a été porté par la production aéronautique et agricole, ainsi que par l'investissement des ménages. Ces secteurs continuent de bénéficier de conditions favorables au T3, ce que suggère notre nowcast qui pointe vers une croissance de 0,3% t/t au T3 (comme au T2). La croissance de l'encours des crédits à l'investissement aux entreprises a légèrement augmenté en juillet, tandis que l'encours des crédits de trésorerie poursuit son repli, notamment sous l'effet du remboursement, par les entreprises, des prêts garantis par l'État (PGE). L'encours des crédits à l'habitat aux ménages poursuit son redressement, tandis que celui des crédits à la consommation reste dynamique.

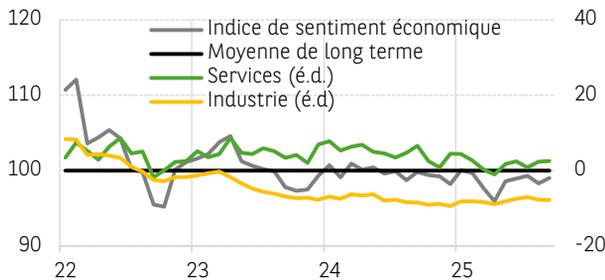
Stéphane Colliac et Thomas Humblot (achevé de rédiger le 3 octobre 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

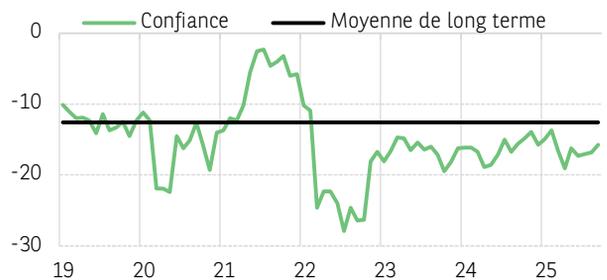
Climat des affaires : enquête de sentiment économique



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

Un climat des affaires pénalisé par l'industrie. En septembre, l'indice de sentiment économique reste sous sa moyenne de long terme (99 ; +0,7 point m/m), freiné par l'industrie (-7,8 ; -0,1 pt) avec un indice de production toujours en territoire négatif (-17,4) et des prévisions de production qui reculent (-0,9). Cela contraste avec la hausse de la production industrielle (+0,7% a/a en juillet). Dans les services, le sentiment s'améliore (+2,5 ; +0,2pt) mais l'activité peine à décoller. Toutefois, les anticipations concernant la demande dans les prochains mois progressent (6,3, un plus haut depuis avril 2024 ; +4,6 pts).

Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

La confiance des ménages s'améliore nettement (+1,1 point m/m à -15,7) mais reste inférieure de trois points à sa moyenne de long terme. Les ménages anticipent une forte amélioration de la situation économique et financière à horizon d'un an. Cela, associé au sentiment que les prix baisseront au cours de l'année à venir, renforce leurs intentions d'effectuer des achats importants.

Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

Le marché du travail évolue positivement. Le taux de chômage augmente légèrement en août (+0,1pp à 6,0% ; -0,4pp a/a). Parallèlement, le taux d'emploi continue de progresser (62,8% ; +0,5pp a/a), grâce à une hausse du nombre de personnes en emploi (24,2 millions). La croissance des salaires horaires a ralenti depuis mars (+2,8 % contre +4,0% a/a). Elle reste supérieure à l'inflation, ce qui continue de soutenir le pouvoir d'achat des ménages.

Inflation a/a



Sources : Istat, BNP Paribas.

L'inflation rebondit légèrement en septembre (+1,8% a/a ; +0,2pp m/m) après avoir baissé au cours des trois derniers mois. De son côté, l'inflation sous-jacente est stable pour le deuxième mois consécutif à 2,2%. Elle devrait diminuer en raison du ralentissement des prix à la production, qui se poursuit (+0,2% a/a en août contre +1,6% en juillet).

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ		ACQUIS		OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	1,1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

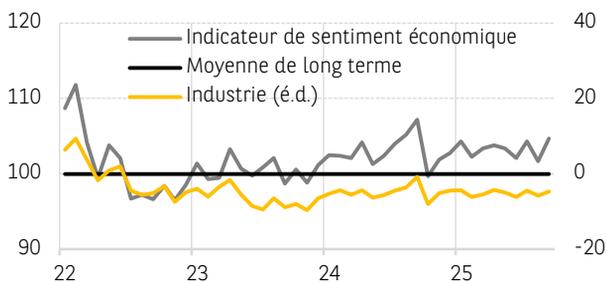
La croissance du PIB réel restera limitée en 2025. Après avoir enregistré une variation négative au T2 (-0,1% t/t), en raison d'une forte baisse des exportations nettes, la croissance italienne devrait rester modeste au second semestre (0,1% et 0,2% au T3 et T4). En moyenne annuelle en 2025, la croissance atteindrait 0,6% et resterait inférieure à celle de la zone euro (1,3%).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 2 octobre 2025)



Espagne : En 2025, la croissance devrait être plus forte qu'anticipé

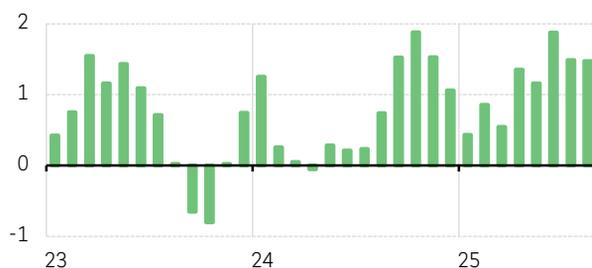
Climat des affaires : enquête de sentiment économique



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

Le climat des affaires se renforce en septembre (ESI à 104,7 ; +3 points m/m) et reste nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Dans l'industrie, l'indice demeure en zone de contraction mais s'améliore (-4,7 ; +1,1 point m/m). Les anticipations de production sur les prochains mois ont nettement augmenté depuis le printemps (3,2 contre -0,4 en moyenne au T2), même si elles s'érodent par rapport au mois dernier (-1,1 point).

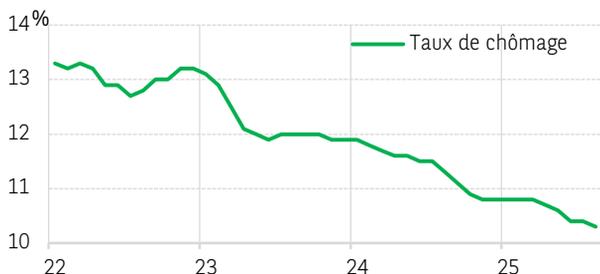
Ménages : ventes au détail (t/t, en volume)



Sources : INE, BNP Paribas.

Consommation et confiance des ménages s'améliorent encore. Les ventes au détail en volume ont crû de 1,5% 3m/3m en août. De son côté, la confiance des ménages s'améliore nettement (50,9 en août selon l'indice Ipsos, +3,1 points m/m) et retrouve son plus haut niveau historique. Au vu de ces bonnes dynamiques, la consommation privée resterait le principal moteur de la croissance espagnole au T3.

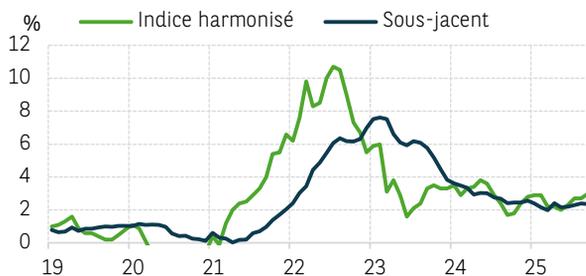
Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

Le marché du travail reste robuste. L'emploi progresse en août (21,7 millions d'affiliés à la sécurité sociale ; +2,2% a/a) et l'indice du climat des affaires dans l'industrie concernant les anticipations d'embauches s'améliore (1,1 : +4,2 points). Le taux de chômage se rapproche de la barre des 10% (10,3% en août), tandis que les tensions persistent : le ratio postes vacants/chômeurs reste particulièrement élevé. La hausse des salaires négociés se poursuit (+3,5% a/a en juillet et août contre +3,4% en juin).

Inflation a/a



Sources : INE, BNP Paribas.

L'inflation poursuit son rebond, avant de ralentir? L'inflation harmonisée retrouve son plus haut niveau depuis juin 2024 (+3,0% a/a en septembre ; +0,3pp m/m) tandis que la mesure sous-jacente est stable (+2,4%). L'inflation devrait toutefois ralentir : les prix à la production ont fortement reculé en août (-4,5% a/a ; un plus bas depuis octobre 2024) en raison de la chute des prix de l'énergie.

Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,9	0,8	0,8	1,2	0,6	0,8	0,6	0,6	3,5	2,9	2,3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

La croissance espagnole restera forte au second semestre. Après une révision à la hausse au T2 (+0,8% t/t), du fait d'une meilleure contribution de la consommation publique et des exportations, nous prévoyons une croissance de +0,6% t/t par trimestre au S2. Celle-ci resterait portée par la consommation privée et l'investissement.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 2 octobre 2025)

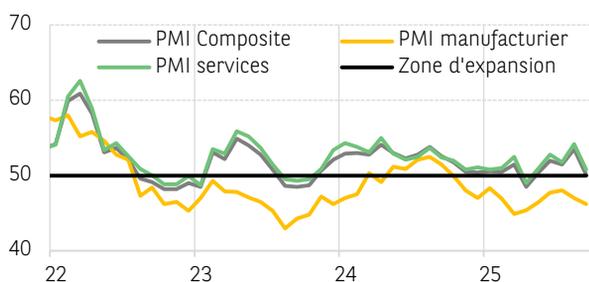


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Royaume-Uni : Détérioration des perspectives de croissance

Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

Détérioration en partant d'un bon niveau. Le PMI composite est en zone d'expansion depuis 5 mois. Il se replie toutefois à 50,1 en septembre (-3,4 points m/m), tiré vers le bas par le PMI services (50,8 ; -3,4 pts m/m) qui avait atteint un plus haut en 18 mois en août. Le PMI manufacturier est affaibli, en septembre, par les sous-composantes « production » (-3,6 pts à 45,7) et « nouvelles commandes à l'exportation » (-0,9 pts à 40,9). Le repli de la production industrielle (-5% 3m/3m, +0,1% a/a) en juillet suggère un contrecoup après un surcroît de croissance lié à une anticipation de la hausse des tarifs américains.

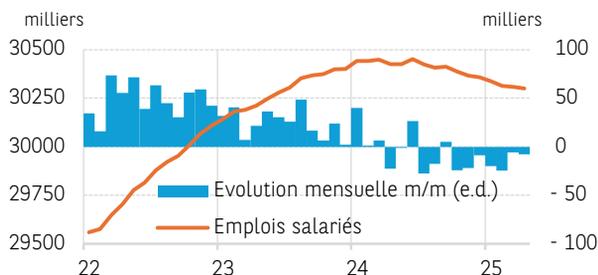
Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

Hausse modeste de la consommation. Les ventes au détail progressent légèrement en août (+0,5% m/m ; +0,7% a/a), au même rythme qu'en juillet. L'indice de confiance BRC (*British Retail Consortium*) grimpe de 2,9% a/a en août. L'indice GfK de confiance des ménages s'établit à -19. Il est en baisse de deux points par rapport à juillet, et atteint un niveau inférieur à sa moyenne de long terme.

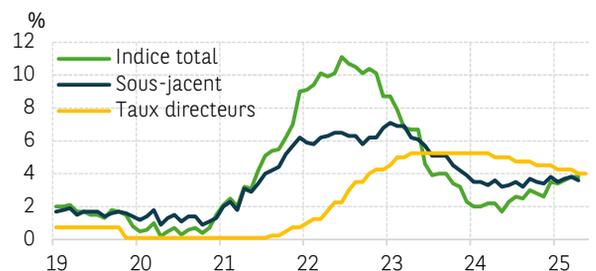
Marché du travail : emploi



Sources : ONS, BNP Paribas.

Des premiers signes de stabilisation ? Le chômage se stabilise à 4,7% en juin (moyenne sur trois mois) pour le troisième mois consécutif. Les destructions d'emplois salariés ont ralenti au cours des deux derniers mois (-6 557 en juillet-août contre -22192 en mai-juin) mais restent importantes sur un an (-126 953 sur un an en août, plus forte baisse annuelle depuis la pandémie de covid). Le nombre de postes vacants remonte légèrement (+8 000 m/m) pour la première fois depuis avril 2022. La croissance des salaires nominaux de base dépasse toujours l'inflation (+4,6% a/a), tandis que les gains de pouvoir d'achat progressent à leur plus faible rythme depuis 2023 (+0,9% a/a).

Inflation a/a et taux directeur



Sources : ONS, BNP Paribas.

Des pressions inflationnistes persistantes. L'inflation *headline* est stable à 3,8% a/a en août, la modération des services (+4,7% a/a contre 5% a/a) compensant une inflation sur les prix des biens à son plus haut niveau depuis 2023 (+2,8% a/a contre 2,6%). L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation, ralentit légèrement à 3,6% a/a. Les anticipations d'inflation des ménages à un an sont stables (+4%, Citi-YouGov).

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,6	0,2	0,2	0,4	0,7	0,3	0,1	0,3	1,1	1,3	1,0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Le contrecoup se poursuivrait au T3 avant un rebond au T4. Après un bon T1 (0,7% t/t), un ralentissement de la croissance a été observé au T2 (0,3% t/t) et devrait se poursuivre au T3. Au terme de ce contrecoup, le T4 marquerait un rebond à la faveur de la poursuite de l'assouplissement monétaire. Le premier semestre soutenu ainsi que l'acquis de croissance favorable permettront à la croissance en 2025 de rebondir à 1,3% en moyenne annuelle.

Guillaume Derrien, avec l'aide de Benjamin Puiseux, stagiaire (achevé de rédiger le 3 octobre 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

États-Unis : Forte croissance au T3 avant un contrecoup ?

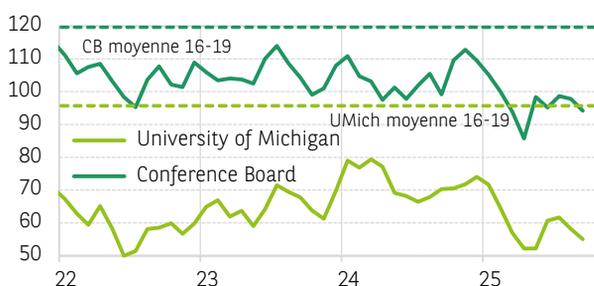
Climat des affaires ISM



Sources : ISM, BNP Paribas.

L'ISM non manufacturier recule nettement en septembre, à 50,0 (-2,0pp). La chute des composantes de l'activité (-5,1pp à 49,9) et celle des nouvelles commandes (50,4, -5,6pp) expliquent ce résultat. L'ISM manufacturier s'améliore à 49,1 (+0,4pp), porté par la croissance de la production (51,0, +3,3pp). Toutefois, les nouvelles commandes se contractent (48,9, -2,5pp), en particulier celles destinées à l'exportation (43,0, -4,6pp). La hausse des prix payés ralentit pour un troisième mois de suite (61,9, -1,8pp).

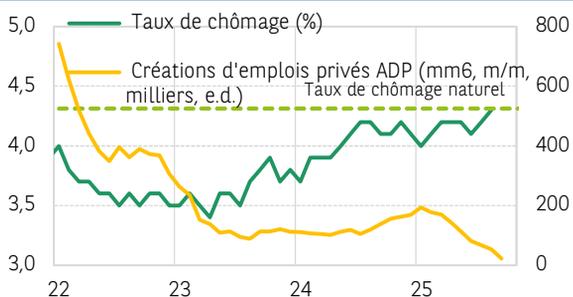
Confiance des ménages



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

Confiance des ménages faible et en recul. Les indices du *Conference Board* (CB), à 94,2 soit -3,6 pts, et de l'Université du Michigan (55,1, -3,1 points) s'affaiblissent pour un 2^e mois d'affilée en septembre. Selon le CB, la baisse résulte de la dégradation de l'appréciation des conditions actuelles (125,4, -7,0 pts), les emplois étant jugés moins abondants. Dans la publication du Michigan, la détérioration de l'indice des attentes (-4,2 pts à 51,7) est mise en avant.

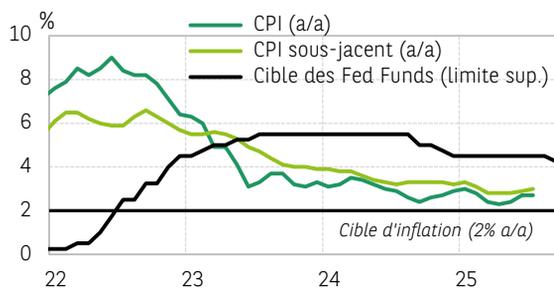
Marché du travail : créations d'emplois et taux de chômage



Sources : ADP, BLS, CBO, BNP Paribas.

Les créations d'emplois dans le dur. L'enquête ADP de septembre indique une contraction de -32k de l'emploi salarié privé (la 3^e en quatre mois). Le secteur procyclique des loisirs affiche son premier recul (-19k) depuis février 2024. L'enquête JOLTS d'août souligne un marché du travail à la fois fragilisé (taux d'embauches à 3,2%, plus bas depuis juin 2024) et résilient (la proportion des licenciements se stabilise à 1,1% pour un 3^e mois de suite).

Inflation et politique monétaire



Sources : BLS, Federal Reserve, BNP Paribas.

La Fed, en mode « gestion des risques », a abaissé à +4,0% - +4,25% (-25 pb) sa cible de taux directeur, lors de la réunion du FOMC des 16-17 septembre, en raison de l'affaiblissement du marché du travail. Ce premier assouplissement depuis décembre 2024 intervient malgré une accélération de l'inflation à +2,9% a/a en août (+0,2pp, *Core* CPI stable à +3,1% a/a). La projection médiane des membres du FOMC sur l'inflation PCE a été révisée à la hausse avec (+0,2pp à +2,6% a/a au T4 2026) dans le *Summary of Economic Projections* du T3.

Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		GDP NOW	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,9	0,8	0,5	1,0	-0,2	0,9	0,9	0,7	0,3	2,8	2,0	1,8

Sources : BEA, Fed d'Atlanta, BNP Paribas

Vers une croissance robuste au T3. Qu'elle soit légèrement en deçà du T2, selon notre prévision (0,7% t/t, après 0,9%), ou stable selon le *GDP Now* de la Fed d'Atlanta, la croissance apparaît résiliente. Elle est portée par de bons chiffres de ventes au détail en juillet et août, avec une contribution positive du commerce extérieur. Elle s'étiolerait toutefois à partir du T4 (0,3%).

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 3 octobre 2025)

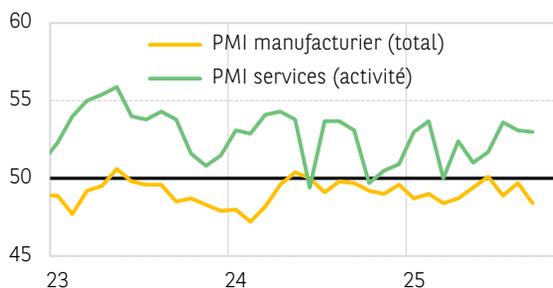


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Japon : Croissance zéro au T3, pas d'inquiétude pour la suite

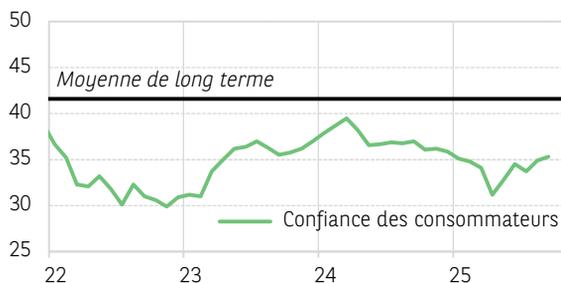
Climat des affaires : PMI



Sources : Jibun Bank, BNP Paribas.

Climat des affaires favorable. L'enquête Tankan rapporte une amélioration du sentiment des grandes entreprises manufacturières (14, +1 point) au T3, y compris dans l'automobile (10, +2 points). Le chiffre général (toutes tailles d'entreprises et tous secteurs) est stable (10). En septembre, le PMI services est stable à un haut niveau (53), tandis que le PMI manufacturier (48,4 -1,3pp) enregistre un plus bas en 5 mois du fait de la première contraction des embauches (49,4, -2,5pp) depuis novembre 2024 et du recul de la production (47,3, -2,5pp).

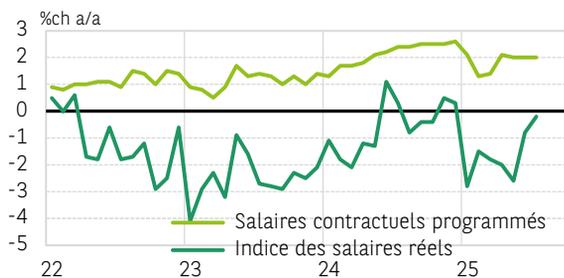
Confiance des ménages



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

La confiance des ménages s'améliore en septembre, atteignant son meilleur résultat annuel à 35,3 (+0,4 point). La hausse est la plus importante dans la propension à acheter des biens durables (28,8, +0,8 point).

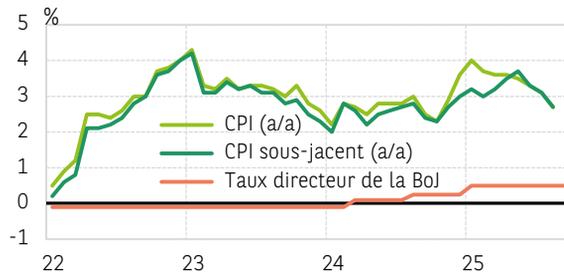
Marché du travail : croissance des salaires



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

Le taux de chômage reste bas, malgré un plus haut en 2025, à 2,6% (+0,3pp) en août. La croissance nominale des salaires atteint, en juillet, un plus haut en 2025 de +3,4% a/a (+0,3pp) grâce aux bonus et primes spéciales (+6,3% a/a, +1,9pp). La mesure sous-jacente des salaires contractuels programmés est stable, à +2,0% a/a. L'indice des salaires réels s'améliore (-0,2% a/a, +0,6pp) mais reste négatif pour le septième mois consécutif.

Inflation et politique monétaire



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

Vers un resserrement monétaire. En août, l'énergie (-3,6% m/m) a tiré l'inflation headline et sous-jacente (hors nourriture non-transformée) vers le bas, les deux atteignant +2,7% a/a (-0,4pp). L'indice *new-core*, qui exclut l'énergie, recule plus faiblement (-0,1pp à +3,3% a/a). La Banque du Japon (BoJ) a maintenu en septembre son taux directeur à +0,5%. Deux votes (contre 7) se sont toutefois prononcés en faveur d'une hausse de taux (et un programme de vente des ETF à l'actif de la banque centrale a été annoncé), préfigurant une remontée du taux directeur au T4, possiblement dès la réunion des 29-30 octobre.

Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ		ACQUIS		OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,5	0,6	0,5	0,8	0,1	0,5	0,0	0,1	0,1	1,3	0,6

Sources : Cabinet Office, BNP Paribas

Après un bon 1^{er} semestre, la croissance s'affaiblirait au second. La croissance du PIB a surpris à la hausse au T2 (+0,5% t/t), soutenue par la consommation des ménages et l'investissement non-résidentiel. Une croissance nulle se dessine pour le T3, à la suite de la contraction de la production manufacturière et des ventes au détail, tant en juillet (respectivement -1,0% m/m et -1,6% m/m) qu'en août (-0,9% et -1,1%).

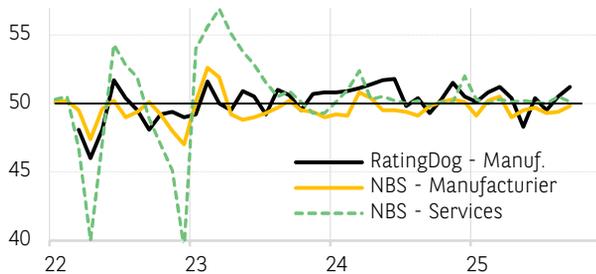
Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 3 octobre 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

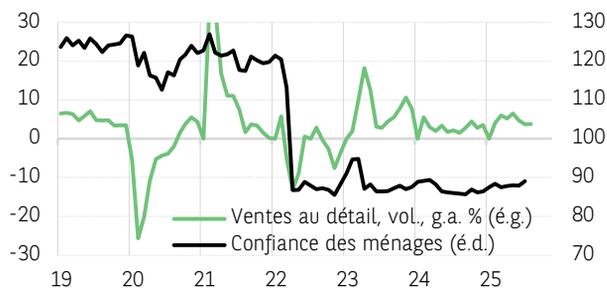
Climat des affaires : PMI



Sources : NBS, CEIC, Macrobond, BNP Paribas.

Léger mieux en fin de trimestre. Dans le secteur manufacturier, le PMI officiel reste en zone de contraction depuis avril. Il a toutefois augmenté à 49,8 en septembre. Le PMI de RatingDog (anciennement Caixin) s'est également amélioré (à 51,2 contre 50,5 en août et 49,5 en juillet). Ce léger redressement est notamment dû à la sous-composante « nouvelles commandes à l'exportation », qui a atteint 47,8 dans l'indice officiel – un niveau qui, certes, reste en zone de contraction mais qui est à son plus haut depuis mars. Le secteur exportateur continue de bien résister à la hausse des droits de douane américains.

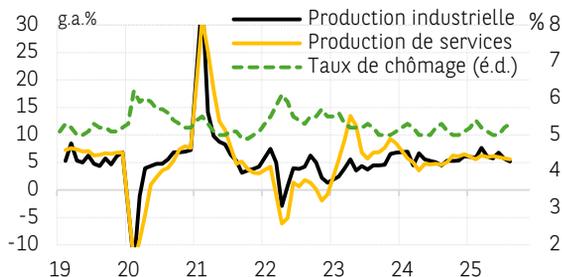
Ménages : ventes au détail et indice de confiance



Sources : NBS, BNP Paribas.

Morosité. Après avoir accéléré au S1, grâce aux programmes de subventions publiques visant le remplacement des biens de consommation, la demande des ménages a ralenti. Les ventes au détail ont augmenté de 3,7% en volume en g.a. en juillet-août contre plus de 5% au S1. Sur le marché immobilier, la contraction des volumes de transactions s'est aggravée (-11% en g.a. en août). La confiance des ménages reste par ailleurs en berne.

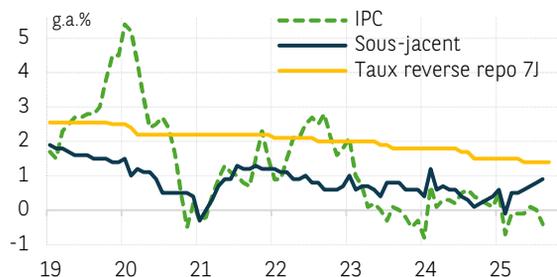
Marché du travail : activité et taux de chômage



Sources : NBS, BNP Paribas.

Nouvelle hausse du taux de chômage. Le taux de chômage urbain est passé de 5% en juin à 5,3% en août. La dégradation a accompagné le ralentissement de l'activité observée en juillet-août à la fois dans l'industrie et dans les services. Chez les 16-24 ans, la hausse du taux de chômage a été plus forte (de 14,5% en juin à 18,9% en août), ce qui s'explique en partie par des facteurs saisonniers.

Inflation et politique monétaire



Sources : NBS, BNP Paribas.

Succès incertain des mesures « anti-involution ». L'indice des prix à la consommation était de nouveau en baisse en août (-0,4% en g.a. contre 0% en juillet), mais ce recul s'explique surtout par la chute des prix alimentaires. L'inflation sous-jacente a continué d'accélérer légèrement (+0,8%) et la déflation des prix à la production s'est réduite à -2,9%. Les pressions déflationnistes ne pourront s'atténuer à court terme qu'à condition que la consommation privée se renforce, et que les autorités multiplient les mesures anti-involution, qui visent à lutter contre les surcapacités de production et les baisses de prix.

Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ		PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024 (observé)	2025	2026
1,0	1,3	1,6	0,3	1,2	1,1	0,9	1,2	5,0	5,0	4,5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Ralentissement en cours. En dépit d'une possible amélioration de l'activité en septembre après deux mois de ralentissement, la croissance du PIB réel est attendue en baisse à +0,9% t/t au T3 2025, contre +1,1% t/t au T2 et +1,2% t/t au T1. Elle devrait atteindre 5% sur l'ensemble de l'année 2025, en ligne avec la cible officielle fixée en mars dernier.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 2 octobre 2025)



Economic Research - Contacts

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Türkiye	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+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 desquels 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 S.A. 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.

