

ECO PULSE

Décembre 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

La conjoncture des mois de novembre et décembre fait apparaître des différences assez nettes entre l'Europe, d'une part, les États-Unis et le Japon d'autre part.

En Europe, la croissance a marqué un net ralentissement au 3e trimestre (-0,1% t/t en zone euro et 0% au Royaume-Uni). Les premières données disponibles pour le 4e trimestre montrent que l'année se termine sur cette note plus négative, ce dont rend compte notre *nowcast* pour la zone euro, à -0,1% pour le 4e trimestre. Sur la base de ces chiffres, la zone euro aurait glissé au second semestre 2023 dans la récession (d'ordre technique et de nature modérée, mais cela reste une récession). Au Royaume-Uni, les données de l'ONS rapportent également une croissance négative en octobre (-0,3% m/m). A contrario, aux États-Unis, si les indicateurs conjoncturels sont plutôt en ligne avec notre scénario d'un net ralentissement de la croissance à 0,4% t/t au T4 (après +1,3% t/t au T3), ils ne témoignent pas pour le moment d'un risque de contraction de l'activité. Au Japon, après une croissance négative au T3 (-0,7% t/t) succédant à un bon T2 (+0,9% t/t), l'indice Tankan suggère un retour à la croissance au T4 (+0,4% t/t selon nos prévisions).

Les dernières statistiques d'inflation envoient également des messages différents mais pointant toujours, globalement, dans la bonne direction : celle de la désinflation. Celle-ci a été plus marquée en zone euro (-0,5 pp à 2,4% a/a en novembre) – particulièrement en Allemagne et en Italie –, au Royaume-Uni (-0,7 pp à 3,9% a/a en novembre) ou au Japon (-0,6 pp à 2,6% a/a pour la région de Tokyo en novembre), et moins marquée aux États-Unis, où l'inflation sous-jacente est restée stable à 4% a/a en novembre, en ligne avec un marché du travail qui reste vigoureux. En zone euro, la situation sur le front de l'emploi se dégrade modérément et progressivement, masquant des divergences entre les pays, notamment en France ou en Allemagne, où l'impact de la détérioration de la conjoncture est plus marqué.

ZONE EURO : FIN D'ANNÉE DIFFICILE

ALLEMAGNE : UNE STAGNATION QUI VA ENCORE DURER

FRANCE : AU PIED DU MUR

ITALIE : L'ACTIVITÉ RALENTIT, L'INFLATION AUSSI

ESPAGNE : LA CROISSANCE S'EFFRITE, MAIS LES PERSPECTIVES RESTENT ENCOURAGEANTES

ÉTATS-UNIS : VERS DES BAISSSES DE TAUX EN 2024

ROYAUME-UNI : LA CROISSANCE RECHUTE, LE MARCHÉ IMMOBILIER SE STABILISE

JAPON : UN TROISIÈME TRIMESTRE DIFFICILE MAIS DES PERSPECTIVES PLUS POSITIVES



Fin d'année difficile

La fin d'année s'annonce difficile en zone euro, un constat qui se dégage des indicateurs flash PMI pour le mois de décembre. L'indice composite, qui recule de 0,6 point à 47, est sous le seuil de 50 (en zone de contraction donc), pour le septième mois consécutif. L'indice sur l'emploi ne décroche pas, mais baisse progressivement depuis le mois d'avril pour s'établir à 49,6 en décembre, son plus bas niveau en trois ans. A 6,5% en novembre, le taux de chômage en zone euro s'est stabilisé à un niveau historiquement bas, qui s'apparente de plus en plus à un plancher. Nous anticipons une légère remontée du taux de chômage dans les prochains mois, cohérente avec l'évolution actuelle des indices PMI. Le taux de chômage des jeunes (moins de 25 ans) est déjà remonté d'un point en six mois, à 14,9% en octobre.

Selon notre prévision, confortée par notre Nowcast, le PIB réel en zone euro se contracterait de 0,1% t/t au T4 (déjà -0,1% t/t au T3). Les ventes au détail ont progressé de 0,1% m/m en octobre, mais la moyenne mobile sur trois mois atteint son plus bas niveau en deux ans et demi. La production industrielle (hors construction) a atteint son plus bas niveau en trois ans, en contraction de 0,7% m/m en octobre (dont -3,4% m/m pour la production de machines et équipements hors transports).

L'inflation harmonisée en zone euro a reflué de 0,5 pp à 2,4% a/a en novembre, en raison d'une déflation plus importante sur l'énergie et d'un ralentissement de la hausse des prix des biens industriels (hors énergie) et des services. La baisse de l'inflation est la plus forte en Italie (-1,1 pp à 0,8%), en Allemagne (-1,3 pp à 3,0%) et en Finlande (-1,6 pp à 0,8%). L'indicateur PMI sur les prix des intrants dans les services s'est stabilisé, après une chute significative au premier semestre, mais reste à un niveau historiquement élevé (61,7). Une compression des marges des entreprises, sur fond de hausse des coûts unitaires du travail, pourrait freiner l'activité. Néanmoins, à ce stade, nous prévoyons toujours une reprise progressive de l'activité en 2024, avec une croissance plus solide à partir du printemps, portée par le reflux de l'inflation et une première baisse des taux directeurs en avril d'après nos prévisions.

Guillaume Derrien *(achevé de rédiger le 19/12/2023)*

Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro*

	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23
Indicateur de sentiment économique (ESI)	-0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
ESI - industrie	0.2	0.4	0.3	0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7
ESI - services	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
ESI- commerce de détail	0.4	0.7	0.7	0.5	0.7	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.2
ESI- construction	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
Confiance des consommateurs	-1.8	-1.5	-1.2	-1.2	-1.0	-0.9	-0.7	-0.5	-0.7	-1.0	-1.0	-0.8
PMI manufacturier	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3	-1.3	-1.1
PMI services	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.0	0.4	0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3
PMI manufacturier nouvelles commandes	-1.2	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8	-1.3	-1.4	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.2
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.2
PMI composite emploi	0.5	0.6	0.6	0.9	1.3	1.1	0.9	0.4	0.1	0.2	0.0	-0.1
Production industrielle	-0.4	0.1	0.3	-0.4	0.0	-0.5	-0.2	-0.4	-0.9	-1.1	-1.1	
Ventes au détail	-1.0	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.4	-0.4	-0.7	-1.0	-0.5	
Immatriculations de véhicules neufs	0.6	0.5	0.5	1.4	0.8	0.9	0.8	0.7	1.0	0.4	0.6	
IPCH	4.0	3.5	3.4	2.5	2.5	2.0	1.7	1.6	1.6	1.1	0.4	0.1
IPCH sous-jacent	5.0	4.9	5.0	4.8	4.5	4.1	4.1	3.9	3.6	2.8	2.5	1.9
Taux de chômage	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	

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

Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision		Prévisions annuelles			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.4	-0.1	-0.1	0.1	3.4	0.5	0.6	1.6

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

Une stagnation qui va encore durer

Les indicateurs de climat des affaires soulignent une situation toujours dégradée, laissant craindre un nouveau trimestre de contraction de l'activité (-0,1% t/t au T4 selon nos prévisions), après déjà 4 trimestres de stagnation ou de repli (dont -0,1% t/t au T3). En effet, les indices liés aux conditions contemporaines dans les enquêtes de l'IFO ou du ZEW restent proches des plus bas historiques, que ce soit dans l'industrie ou dans les services. Si une amélioration est attendue, elle proviendrait d'un début d'anticipation d'assouplissement monétaire par la BCE en 2024, qui reste encore incertain pour l'instant.

Cette morosité se vérifie également du point de vue de la demande. Les nouvelles commandes à l'industrie se sont contractées en octobre (-3,7% m/m) et sont en moyenne, sur les 6 derniers mois, de 6,4% inférieures à celles enregistrées sur la même période en 2022. En parallèle, la confiance des ménages reste basse en décembre selon GFK (-27,8, contre -28,3 en novembre, mais était à -25,1 en moyenne au T3) et l'indicateur sur l'opportunité de faire des achats demeure proche de son point bas à -15.

Après une baisse de 0,3% au T3 et un niveau inférieur de 2,3% par rapport à l'avant-Covid, la consommation privée devrait donc rester atone. L'absence de signes d'amélioration de la consommation et de la confiance des ménages en réaction à la nette baisse de l'inflation (2,4% a/a en novembre, selon l'indice harmonisé, contre encore 6,4% a/a en août et 11,3% a/a il y a un an) a de quoi surprendre. Cela pourrait toutefois s'expliquer par la nature de cette baisse de l'inflation : elle serait davantage le symptôme du ralentissement de l'économie (avec aussi la baisse des prix à la production de 11% a/a dans l'industrie en octobre) que le signal de son rebond à venir.

Ce ralentissement de l'activité affecte également le marché du travail. Le niveau du climat de l'emploi de l'IFO est certes proche, en novembre, des deux mois précédents (95,9) mais reste nettement plus bas qu'au 1er semestre (99,3 en moyenne). Les créations d'emploi se sont, en parallèle, dégradées au 3e trimestre (-3 000 emplois par rapport au 2e trimestre). Même si elles se sont, de nouveau, révélées positives en octobre (+15 000), le rythme reste inférieur à ce qu'il était jusqu'à la mi-2023 (32 000 créations par mois en moyenne entre mi-2022 et mi-2023).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/12/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Allemagne*

	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23
IFO Climat des affaires manufacturier	-0.9	-0.6	-0.5	-0.2	-0.2	-0.6	-1.2	-1.4	-1.6	-1.5	-1.5	-1.4
IFO Climat des affaires services	-1.6	-1.5	-1.4	-0.7	-0.9	-0.9	-1.2	-1.4	-1.8	-1.9	-1.6	-1.6
IFO Climat des affaires dans le commerce de gros	-1.2	-0.9	-0.6	-0.6	-0.6	-1.2	-1.2	-1.5	-1.6	-1.5	-1.7	-1.3
IFO Climat des affaires dans le bâtiment	0.6	0.9	1.3	0.2	0.2	0.6	1.5	0.5	0.6	0.9	0.4	
GFK confiance des ménages	-4.9	-4.4	-3.9	-3.5	-3.2	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6	-2.6	-2.7	-2.8
Production industrielle	-0.5	-0.3	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.6	-0.6	
Commandes industrielles de l'étranger	-0.8	-1.2	-0.7	-1.0	-0.9	-0.6	0.3	-1.0	-0.7	-0.1	-0.7	
Nouvelles commandes dans le bâtiment	-2.8	-2.5	-1.8	-2.3	-1.1	-0.6	-0.3	0.2	2.0	1.4		
Ventes de détail	-2.4	-2.8	-2.6	-2.8	-1.6	-0.9	-0.5	-1.0	-1.0	-1.5	-0.3	
IPCH sous-jacent	4.7	4.3	4.5	4.8	4.3	3.6	4.4	4.4	4.2	2.8	2.3	
Taux de chômage	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	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. 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				
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
-0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	1.9	-0.1	0.3	1.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



France : au pied du mur

Les signes de refroidissement de la conjoncture française se sont accentués en décembre, avec le nouveau repli du PMI composite flash à 43,7 (44,6 en novembre). Le PMI manufacturier est en deçà de 50 depuis 11 mois et touche en décembre un nouveau point bas, comme celui relatif aux services.

La détérioration des carnets de commande s'est renforcée selon les soldes d'opinions des enquêtes de l'Insee. Elle était déjà importante pour les promoteurs immobiliers (perspectives de mises en chantier à leur plus bas historique à -40,5 en octobre) et dans les biens intermédiaires (solde d'opinion sur les carnets de commande à -43,8 en novembre, calculé en moyenne dans la chimie, le bois/papier, les métaux et les plastiques-caoutchoucs). D'autres secteurs font état d'une détérioration plus récente, comme les machines et équipements (-17,5 en novembre), laissant entendre que le *momentum* resté jusqu'alors favorable pour l'investissement des entreprises pourrait désormais s'inverser, après de premiers signes négatifs sur leur investissement en construction (-4% a/a en volume au T3).

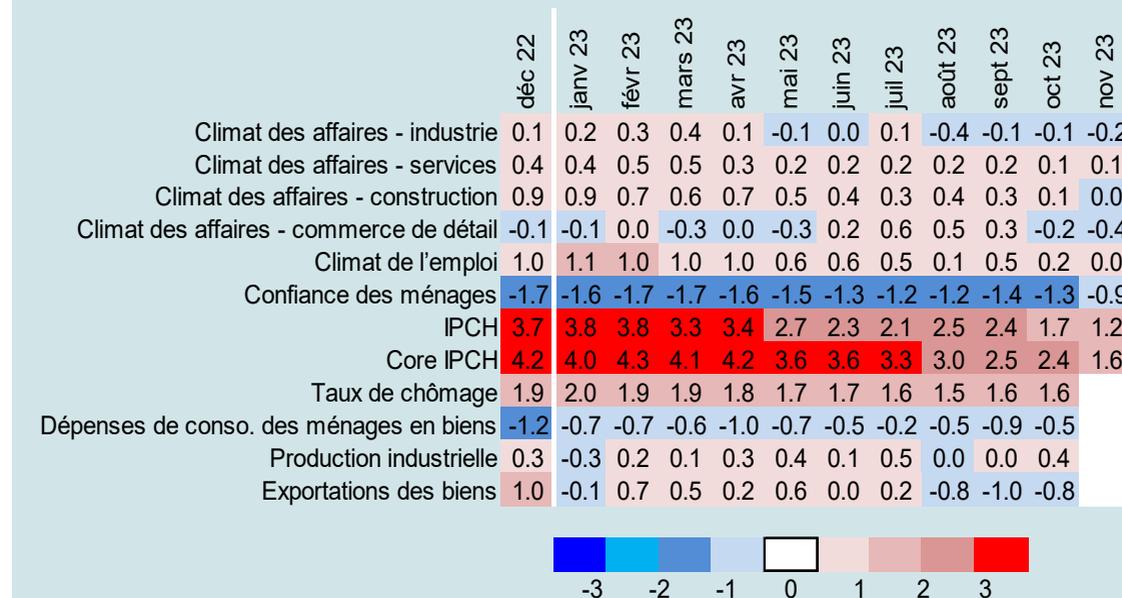
La demande des ménages offre peu de relais, malgré la décline de l'inflation (3,9% a/a en novembre selon l'indice harmonisé). Le solde d'opinions concernant les carnets de commande des secteurs produisant des biens de consommation était à -12,6 en novembre (en moyenne sur l'agroalimentaire, le textile, la pharmacie notamment), à un niveau proche de sa moyenne sur les 6 derniers mois. Et le solde d'opinions sur l'opportunité d'épargner, à un niveau record de 36 hors période de Covid (enquête ménages de novembre 2023) souligne de faibles intentions de dépense.

Le net ralentissement conjoncturel pèse de plus en plus sur les défaillances d'entreprises. Selon les données préliminaires de la Banque de France, ces dernières ont touché près de 14 500 entreprises en cumul sur 3 mois à fin novembre ; plus très loin de leur niveau moyen élevé de la période 2009-2015 (16 000 par trimestre).

Si l'emploi est resté relativement résilient jusqu'au T3, avec encore près de 37 000 créations nettes de postes, le climat de l'emploi s'est, depuis, dégradé (de 105 en septembre à 101 en novembre selon l'indice de l'Insee), tandis que la hausse des défaillances pourrait contribuer à une poursuite du rebond du chômage (7,4% au T3, contre 8% fin 2024 selon nos prévisions). Autant d'éléments qui militent pour une croissance très basse. À court terme, après -0,1% au T3, nous prévoyons un chiffre nul au T4 (en ligne avec notre estimation *nowcast*), comme l'Insee, tandis qu'une progression de +0,1% t/t est attendue par la Banque de France.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 20/12/2023)

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			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
0.0	0.1	0.6	-0.1	0.3	-0.0	0.0	0.1	2.5	0.8	0.6	1.4

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



L'activité ralentit, l'inflation aussi

La croissance économique ralentit en Italie. Après une contraction de 0,4% t/t au T2, l'activité économique n'a progressé que de 0,1% t/t au T3, frôlant donc le surplace ce trimestre-là. Celle-ci a été portée par les dépenses de consommation (+0,6% t/t, contribution de 0,4 point) et le commerce extérieur (contribution de +0,8 point). Néanmoins, ces évolutions positives ont été contrebalancées par un fort déstockage. De son côté, l'investissement a enregistré une variation trimestrielle de -0,1% au T3.

Cette quasi-stagnation de l'activité se retrouve également dans les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des entreprises. Selon le rapport PMI de S&P Global, le secteur des services a peine à repasser en zone d'expansion en novembre (49,5 ; + 1,8 point) et l'industrie manufacturière affiche de plus en plus de difficultés. L'indice PMI du secteur a atteint son plus bas niveau en cinq mois (44,4 ; - 0,5 point) sous l'effet notamment de la dégradation de la composante nouvelles commandes. La sous-composante relative à l'emploi a enregistré, en particulier, son plus fort recul depuis juillet 2020 (48 ; -1,6 point).

L'inflation harmonisée a, quant à elle, enregistré une des plus fortes baisses recensées en zone euro pour le mois de novembre (-1,2 pp, à 0,6% a/a). Celle-ci résulte principalement de la déflation accrue des prix de l'énergie, combinée à une nette décélération des prix des biens industriels (hors énergie) et des services. Cette modération des prix a finalement permis aux courbes d'inflation et des salaires de se croiser en octobre, la hausse des seconds s'élevant ce mois-là à 2,9% a/a contre une inflation légèrement inférieure à 2%. Cette progression des salaires réels, associée à un taux de chômage toujours historiquement faible (7,8% en octobre), devrait soutenir la consommation privée au T4 2023.

La croissance du PIB pour le dernier trimestre de l'année devrait en bénéficier. Nous tablons sur +0,1% t/t, ce qui amènerait le rythme de la croissance italienne en 2023, en moyenne annuelle, à dépasser légèrement celui de la zone euro (0,7% contre 0,5%). Nous anticipons ensuite une reprise peu soutenue en 2024, variant entre 0,2% et 0,4% en rythme trimestriel, qui laisserait toutefois la croissance annuelle italienne encore légèrement au-dessus de celle de la zone euro (0,9% contre 0,6%).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 19/12/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie*

	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23
Climat des affaires - industrie	0.3	0.4	0.2	0.5	0.6	0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Climat des affaires - construction	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1	1.9	2.0	2.2	1.8	1.9	2.1	2.0
Climat des affaires - service	0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
PMI nouvelles commandes à l'exportation	-0.8	-0.1	-0.2	0.1	-0.5	-0.4	-1.2	-1.0	-1.7	-1.4	-1.4	-1.3
PMI composite - emploi	0.4	0.5	0.5	1.0	1.3	1.2	0.6	0.0	-0.7	0.4	-0.1	-0.1
Confiance des ménages	-0.1	-0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4
Production industrielle	0.0	0.2	-0.2	-0.3	-0.7	-0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	
Ventes de détail	0.7	1.2	1.1	1.2	0.6	0.5	0.7	0.5	0.4	0.1	0.0	
Exportations	0.6	0.6	0.2	-0.2	-0.8	-0.3	-0.3	-1.0	-0.2	-0.9		
IPCH	5.1	4.1	3.6	2.7	2.9	2.6	2.0	1.8	1.5	1.5	-0.1	-0.7
IPCH sous-jacent	4.0	4.2	4.4	4.0	3.9	3.5	3.2	3.0	2.3	2.4	2.1	1.7
Emploi	1.0	1.2	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	1.3	1.2	1.0	
Taux de chômage	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	
Salaires	-0.2	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	

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

Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
-0.2	0.6	-0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	3.9	0.7	0.9	1.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



La croissance s'effrite, mais les perspectives restent encourageantes

Contrairement à la tendance observée au sein des trois autres grands pays de la zone euro, l'Espagne enregistre en novembre une baisse plus mesurée de son inflation. Selon l'INE, la progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a ralenti de 0,2 pp à 3,3% a/a ce mois-ci (quand le reflux atteint 0,7 point en France et en Allemagne, et 1,1 point en Italie). À en croire les évolutions récentes de l'indice des prix à la production, qui enregistrait en octobre son huitième mois consécutif de déflation¹ (-7,8% a/a), cette décélération des prix devrait se poursuivre, voire s'accroître, au cours des prochains mois.

Cette fin d'année est également marquée par la première contraction en trois mois de l'indice PMI composite (49,8). L'indicateur d'activité reste bas dans le secteur manufacturier, mais enregistre une hausse en novembre (+1,2 point à 46,3). D'autres indicateurs industriels sont aussi en perte de vitesse : la baisse sur un an de la production industrielle s'est légèrement accentuée en octobre (-1,5% a/a après -1%), principalement du fait d'une diminution de l'activité dans le secteur minier et la fabrication de biens d'équipement.

À l'inverse, l'indice PMI dans les services a fléchi de 0,1 pp en novembre mais il demeure légèrement au-dessus du seuil de 50 (51). Certains sous-indicateurs apparaissent néanmoins dégradés. C'est le cas des nouvelles commandes à l'exportation (47,5) et des nouvelles affaires - new business (49,4).

Si elle se prolonge - même en s'atténuant, comme nous l'anticipons - la résilience du marché du travail (marquée en novembre par le retour du nombre de chômeurs à son niveau d'il y a quinze ans, soit 2,73 millions), couplée à la modération de l'inflation attendue en 2024, devrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages et la consommation privée durant les prochains trimestres. Le fléchissement de l'industrie manufacturière devrait toutefois peser sur l'activité à plus court terme, même si la croissance dans son ensemble resterait bien orientée. Selon nos prévisions pour l'année 2023, la croissance espagnole (2,3%) se situera bien au-dessus de la moyenne de la zone euro (0,5%). Ce chiffre élevé masque cependant une fin d'année et un début 2024 moins dynamiques (0,2% t/t), avant que les taux de croissance ne redeviennent plus franchement positifs.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 19/12/2023)

¹ La déflation de l'IPP est largement influencée par la baisse des prix de l'énergie (-23,7% a/a en octobre ; +1,7pp par rapport à septembre) et des biens intermédiaires (-5,4% a/a ; -0,1 pp).

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne*

	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23
Climat des affaires - industrie	0.3	0.4	0.2	0.5	0.6	0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Climat des affaires - construction	1.4	0.4	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.7	0.8	1.0	1.3
Climat des affaires - service	0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
PMI nouvelles commandes à l'export	-1.4	-0.7	-0.1	-0.2	-0.5	-0.8	-0.8	-1.3	-1.4	-0.4	-1.0	-1.0
PMI composite - emploi	0.3	0.0	0.4	0.7	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Confiance des ménages	-0.8	-0.6	-0.5	-0.7	-0.4	-0.4	0.0	0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.3
Production industrielle	0.1	0.1	0.1	0.6	-0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	
Ventes au détail	1.6	2.1	1.7	2.0	1.8	1.7	1.5	1.6	1.3	1.5	1.3	
Exportations	0.8	0.8	0.3	0.9	-1.0	-0.8	-0.7	-0.9	-1.3	-1.4		
IPCH	1.5	1.7	1.7	0.4	0.7	0.3	-0.2	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5
IPCH sous-jacent	2.5	3.2	3.2	2.7	2.2	1.9	1.8	2.4	2.3	1.9	1.8	
Emploi	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Salaires	2.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Taux de chômage	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	

* 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	Prévision			Prévisions annuelles			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025	
0.5	0.6	0.4	0.3	1.2	0.2	0.2	5.8	2.3	1.5	2.1	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Vers des baisses de taux en 2024

L'enquête ISM indique une amélioration de l'activité non-manufacturière aux États-Unis en novembre, l'indice associé s'élevant à 52,7 (+0,9pp). En revanche, l'ISM manufacturier est resté stable, à 46,7, se situant en zone de contraction pour le treizième mois consécutif. Dans ce secteur, l'amélioration des nouvelles commandes a été contrebalancée par la détérioration de la production et des embauches. Ce résultat conforte notre prévision d'un ralentissement de l'économie au T4, avec un taux de croissance du PIB qui atteindrait +0,4% t/t (contre +1,3% au T3 et +0,6% selon le GDPNow de la Fed d'Atlanta). Cependant, l'éventualité d'une récession s'éloigne progressivement, et nous ne prévoyons désormais qu'un trimestre de contraction en 2024 (-0,3% t/t au T2, après une stabilité au T1).

Ces meilleures perspectives rejaillissent sur le sentiment des ménages. La confiance des consommateurs, mesurée par le Conference Board, atteint 102,0 en novembre (+2,9pp), portée par l'amélioration des anticipations (77,8, +5,1pp). En décembre, l'enquête de l'Université du Michigan fait aussi état d'un bond de la confiance des ménages, à 69,4 (+8,1pp), permis par un jugement plus positif des perspectives (66,4, +9,6pp) et des conditions actuelles (74,0, +5,7pp).

La baisse de l'inflation, mesurée par l'IPC, s'est poursuivie en novembre, dans une ampleur limitée (3,1% a/a, -0,1pp). De plus, l'inflation sous-jacente a légèrement réaccélééré (+0,3 m/m, +0,1pp, données CVS), se stabilisant à +4,0% a/a. Cette évolution est notamment due au dynamisme du prix des services non-énergétiques hors logement (+4,8% a/a, +0,2pp). Quant au marché de l'emploi, il fait montre de résistance avec près de 200k créations nettes d'emplois salariés non-agricoles, une légère hausse du taux d'activité (62,8%, +0,1pp) et une baisse du taux de chômage (3,7%, -0,2pp).

La dernière réunion de la Réserve fédérale en 2023 s'est conclue, à l'unanimité, par un maintien de la cible de taux à 5,25 - 5,5%. Les nouvelles projections économiques médianes trimestrielles des membres du comité tablent sur un taux directeur retombant à 4,625% d'ici à la fin 2024 (contre 5,125% dans les projections précédentes), soit trois baisses de 25 pb. Les marchés anticipent le début des baisses de taux dès la réunion de mars et des Fed funds proches de 4,0% en fin d'année prochaine. Ceci a participé à une forte détente sur les rendements obligataires, le taux à 10 ans repassant en-dessous de 4,0% pour la première fois depuis le mois de juillet.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 15/12/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis*

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

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

Croissance du PIB

Observé				Acquis	GDPNow	Prévision		Prévisions annuelles			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
0.6	0.6	0.5	1.3	0.8	0.6	0.4	0.0	1.9	2.4	0.9	1.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



La croissance rechute, le marché immobilier se stabilise

Avec la désinflation plus franche des prix à la consommation et des salaires, la décision de la Banque d'Angleterre de conserver les taux directeurs inchangés lors de la réunion du 14 décembre était largement attendue. Néanmoins, et comme en zone euro, le signal d'un pivot monétaire n'est pas venu. D'ailleurs, les trois membres du MPC en faveur d'une nouvelle remontée de taux en novembre ont maintenu leur position en décembre.

En glissement annuel, l'indice des prix à la consommation a ralenti de 4,6% en octobre à 3,9% en novembre. Les sources de cette baisse sont multiples : une déflation énergétique plus marquée (-1,2 point de pourcentage à -16,9%) et une désinflation qui se poursuit à la fois sur l'alimentaire (-0,9 pp à 9,2%) et les équipements ménagers (-0,8 pp à 2,3%). L'inflation sous-jacente baisse également (-0,6 point à 5,2%). En termes désaisonnalisés, la variation mensuelle de l'indice sous-jacent a très nettement marqué le pas ces derniers mois, elle est même devenue négative pour la première fois depuis février 2021.

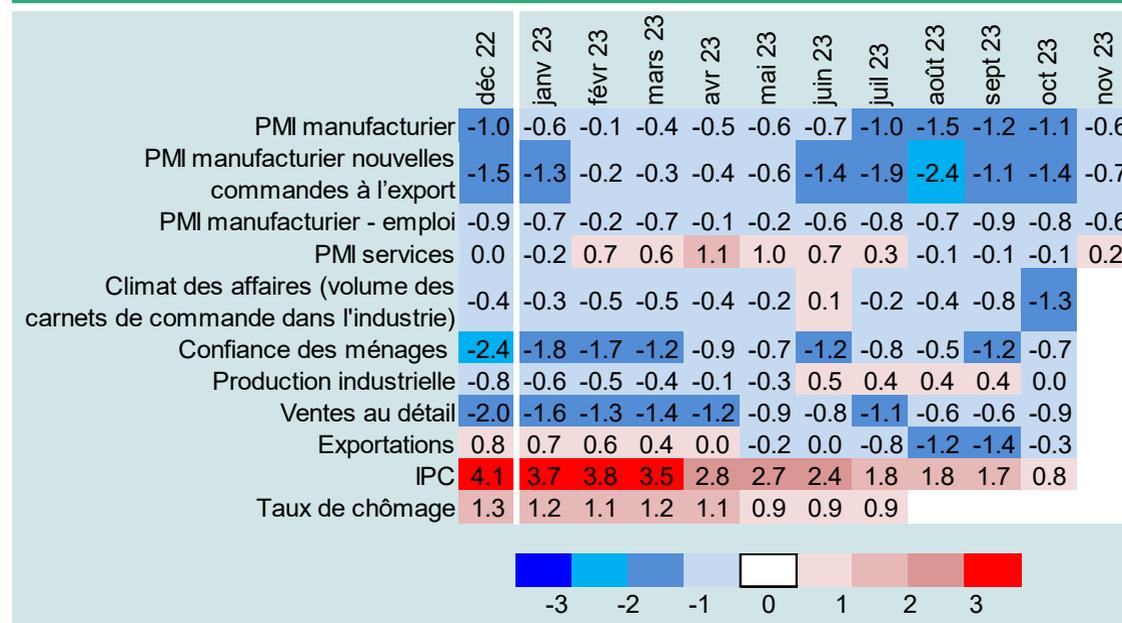
L'activité demeure très fragile et nous ne prévoyons pas de sursaut avant le second semestre 2024, celui-ci serait toutefois très modéré. Selon les premiers chiffres de l'ONS, le PIB en volume s'est contracté de 0,3% m/m en octobre, après une stagnation au troisième trimestre. Malgré des salaires réels agrégés désormais en hausse, la consommation de biens courants des ménages ne décolle pas, et reste sous son niveau pré-pandémique. Les ventes au détail ont baissé à nouveau en octobre (-0,3% m/m), atteignant leur plus bas niveau depuis mai 2020, en pleine période de confinement. La confiance des ménages a repris quelques couleurs en décembre - l'indice GfK gagne 2 points (-22) - mais le sous-indice sur les intentions d'achat de biens durables reste très en dessous de sa moyenne de long-terme.

Le marché immobilier montre des signes de stabilisation : les indices de prix publiés par Nationwide et Halifax ont tous deux progressé au cours des mois d'octobre et de novembre. L'enquête RICS pour le mois de novembre affiche de nettes améliorations notamment au niveau des indices sur les anticipations de vente et de hausse des prix, au plus haut, respectivement, depuis février 2022 et août 2022. Les risques à la baisse en 2024 restent toutefois importants. Comme l'a rappelé la Banque d'Angleterre dans son dernier rapport de stabilité financière, les effets de la hausse des taux d'intérêt sur les charges d'emprunts des ménages continueront de se propager l'an prochain et jusqu'à l'horizon de 2026, à mesure que les réajustements de taux s'effectuent. Le taux d'intérêt moyen sur les prêts à taux variables a d'ailleurs continué de grimper très légèrement en novembre, passant de 8,01% en octobre à 8,03%, selon la BBA.

L'activité resterait donc sur une ligne de crête en 2024, en stagnation même, selon nos dernières prévisions. Les écarts de trajectoire d'activité vis-à-vis de la zone euro et des États-Unis seraient donc amenés à s'accroître l'an prochain.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/12/2023)

Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni*



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

Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
0.1	0.3	0.2	-0.0	0.1	0.0	-0.1	4.4	0.5	0.0	1.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Un troisième trimestre difficile mais des perspectives plus positives

La révision des chiffres de croissance japonais a été défavorable, débouchant sur une baisse plus importante du PIB au 3e trimestre qu'initialement estimée (-0,7% t/t contre -0,5% t/t). L'ajustement est largement dû à un déstockage plus important : la contribution négative a été portée de -0,3 point de pourcentage (pp) à -0,5 pp. Les autres révisions notables sont venues de l'investissement résidentiel (qui passe de -0,1% t/t à -0,5% t/t), de la consommation privée (0,0% t/t à -0,2% t/t) et de l'investissement public (-0,5% t/t à -0,8% t/t). La faible consommation des ménages s'explique par des salaires réels en contraction pour le 19e mois consécutif en variation annuelle (-2,3% a/a en octobre). Au total, la demande privée ôte ainsi 0,6 pp à la croissance trimestrielle au T3.

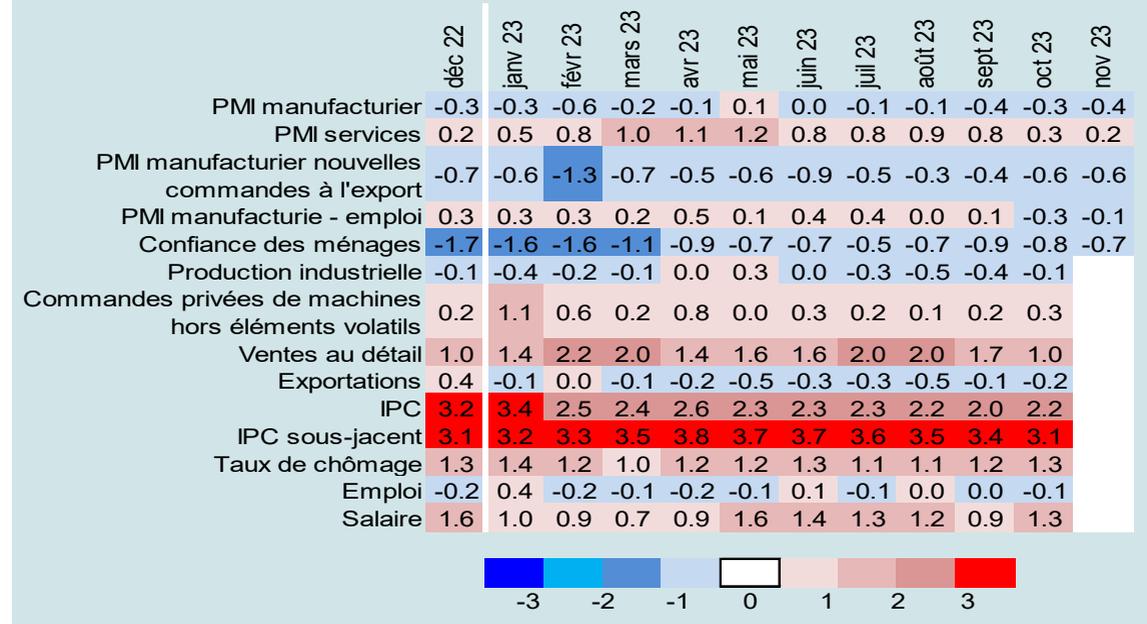
Cependant, malgré de grandes difficultés de recrutement, les perspectives des entreprises restent bien orientées. Un rebond de l'activité se dessine dès le T4 (nous prévoyons une croissance de +0,4% t/t). L'indice du climat des affaires de l'enquête Tankan progresse en effet de 3 points au T4, à +13, un niveau atteint pour la dernière fois en 2018. Ce résultat est meilleur qu'attendu : les prévisions du trimestre dernier tablaient sur une baisse de deux points à 8. Autre évolution positive : les prévisions de ventes et de profits pour l'année fiscale 2023 (avril 2023-mars 2024) ont été nettement réhaussées. Le bilan est particulièrement positif pour les entreprises du secteur non-manufacturier avec un indice de climat des affaires atteignant 18, un chiffre inédit depuis 1991, tandis que le secteur manufacturier enregistre un bilan plus contrasté avec un indice à 5 mais en plus forte progression (+5 points par rapport au T3). Cet écart de dynamique entre les deux secteurs ressort également dans l'enquête PMI du mois de décembre : l'indice manufacturier perd 0,6 point à 47,7 tandis que l'indice dans les services progresse de 1,2 point à 52,0. L'indice composite gagne 0,8 point à 50,4.

Les indicateurs avancés d'inflation fléchissent en cette fin d'année. La hausse des prix à la consommation de la région de Tokyo ralentit de 3,2% a/a au mois d'octobre à 2,6% au mois de novembre du fait de la désinflation plus importante sur les produits alimentaires (de 8,7% a/a en octobre à 6,9% en novembre). La variation annuelle des prix à la production a fléchi à 0,3% a/a en novembre contre 1% en octobre. Ces chiffres laissent présager une baisse de la mesure nationale de l'inflation (3,3% a/a en octobre).

Les déclarations des membres de la Banque du Japon ouvrent la possibilité, selon nous, d'un début de normalisation de la politique monétaire dès la réunion des 22 et 23 janvier 2024 qui mettrait fin à la politique de taux d'intérêt négatifs. Le contexte économique global incertain et la progression encore peu soutenue des salaires au Japon pourraient néanmoins pousser la BoJ à plus de patience.

Guillaume Derrien avec l'aide de Nassim Khelifi, stagiaire (achevé de rédiger le 19/12/2023)

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			
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024	2025
0.3	1.2	0.9	-0.7	0.4	0.4	0.2	0.9	2.1	0.8	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

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

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

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

Veary Bow, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CONTACT MEDIA

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

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

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change