

2

## ÉDITORIAL

États-Unis : la désinflation a commencé

4

## REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés (change, bourse, taux, matières premières, etc.).

6

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : zone euro, Allemagne, France, Espagne

10

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

## CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la semaine passée et les plus attendus de la semaine à venir.

13

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques commentés, vidéos et podcasts des Études économiques.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ÉTATS-UNIS : LA DÉSINFLATION A COMMENCÉ

Les données sur les prix à la consommation aux États-Unis pour octobre ont renforcé l'opinion selon laquelle la désinflation - le rétrécissement de l'écart entre l'inflation observée et la cible d'inflation de la banque centrale - a commencé. Si cette conclusion semble claire en matière d'inflation globale - elle a atteint un sommet en juin -, il reste encore à confirmer que la baisse de l'inflation sous-jacente, après avoir culminé en septembre, n'est pas qu'un phénomène ponctuel. L'inflation sous-jacente des biens - donc hors énergie et produits alimentaires - a amorcé une tendance à la baisse mais l'inflation sous-jacente des services reste obstinément élevée en raison des coûts des services de transport et du logement. L'important, à présent, pour l'économie et les marchés financiers est de savoir à quel rythme la désinflation se fera, compte tenu de son influence sur la politique monétaire de la Fed, sur le niveau du taux final, et sur quelle durée le taux des fonds fédéraux se maintiendra à ce niveau. Tous ces facteurs ont une incidence sur la perception des risques à la baisse pour la croissance.

Comment ne pas ressentir de l'euphorie lorsqu'une bonne nouvelle tant attendue finit enfin par arriver ? Le comportement des marchés financiers la semaine dernière, après la publication des chiffres de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis, en est la parfaite illustration : l'inflation totale et l'inflation sous-jacente sont, en effet, ressorties en retrait par rapport aux anticipations du consensus.

Les graphiques ci-dessous montrent l'évolution des marchés sur la journée du 10 novembre, avant et après la publication des chiffres sur l'inflation. Les rendements des Treasuries (graphique 1) ont ainsi enregistré un net repli - de près de 20 points de base pour le rendement du 10 ans, légèrement plus pour celui du 2 ans -, les marchés anticipant un resserrement de la politique monétaire américaine moins prononcé que prévu. La courbe des contrats à terme sur fonds fédéraux (graphique 2), qui reflète les anticipations du marché relatives à l'évolution future des taux directeurs, s'est orientée à la baisse. Les investisseurs s'attendent désormais à un taux final inférieur de 20 points de base au niveau initialement prévu, et l'euro en a profité pour rebondir face au dollar (graphique 3). Les rendements obligataires internationaux étant étroitement corrélés, les taux du Bund ont aussi, sans surprise, enregistré une forte baisse (graphique 4). Les marchés actions (graphique 5) ont rebondi en Europe et Wall Street a ouvert en forte hausse par rapport à la clôture de la séance précédente.

Ces évolutions reflètent non seulement l'effet habituel du taux d'actualisation - la baisse des rendements des obligations d'État entraîne une augmentation de la valeur actualisée nette des dividendes futurs - mais aussi une diminution des inquiétudes portant sur les risques à la baisse de la croissance, liés au resserrement de la politique monétaire. Enfin, le cours de l'or est aussi en progression (graphique 6). Ce mouvement peut sembler paradoxal : le ralentissement de l'inflation, plus important que prévu, devrait en effet peser sur le métal jaune compte tenu de son statut de valeur refuge face à la hausse des prix. Il traduit néanmoins la conviction que les taux d'intérêt réels augmenteront moins que prévu.

La réaction des marchés aux bonnes surprises économiques rappelle pour beaucoup les sensations que procure un feu d'artifice : l'impatience de voir le tir des fusées, puis l'émerveillement devant les traînées lumineuses éclairant la nuit, aussitôt suivi de cette question : et maintenant ?

La bonne nouvelle est que la désinflation - le resserrement de l'écart entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation de la banque centrale - semble avoir commencé aux États-Unis. L'inflation totale est sur une trajectoire clairement baissière après le pic atteint en juin (graphique 7). L'inflation, hors énergie et produits alimentaires, ayant atteint un point culminant en septembre, il reste à confirmer que le repli observé en octobre n'est pas un phénomène exceptionnel, sachant que l'inflation sous-jacente a évolué à la baisse quatre mois durant après s'être inscrite à un plus haut en mars.

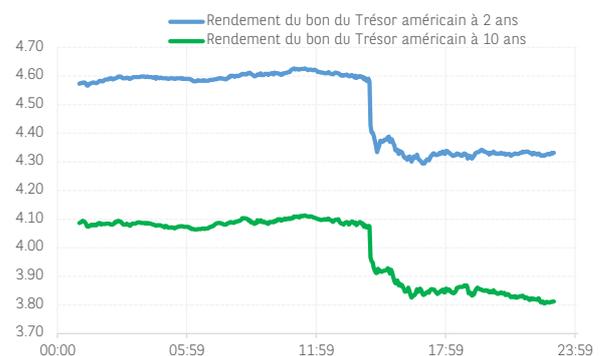
L'inflation sous-jacente des biens - donc hors énergie et produits alimentaires - a amorcé une tendance à la baisse en juillet tandis que l'inflation sous-jacente des services - hors services énergétiques - reste obstinément élevée en raison des coûts des services de transport et du logement. Ces derniers ont augmenté de 0,8 % en octobre - la plus forte hausse depuis août 1990 - contribuant pour plus de la moitié à l'augmentation mensuelle de l'inflation totale<sup>1</sup>. Au cours des douze derniers mois, ils ont représenté plus de 40 % de l'augmentation totale de l'inflation sous-jacente. Avec la correction enregistrée sur le marché immobilier, et la perspective d'un ralentissement du marché du travail, la hausse du coût du logement finira par marquer le pas mais cela prendra du temps.

L'important, à présent, pour l'économie et les marchés financiers est de savoir à quel rythme la désinflation se fera, compte tenu de son influence sur la politique monétaire de la Fed, sur le niveau du taux final, et combien de temps le taux des fonds fédéraux se maintiendra à ce niveau. Tous ces facteurs ont une incidence sur la perception des risques à la baisse pour la croissance. Les sujets d'inquiétude se succèdent pour les marchés financiers : lorsque les craintes de nouveaux relèvements significatifs des taux se seront dissipées, la question de la récession deviendra le thème central.

William De Vijlder

1 Source : Communiqué de presse du US Bureau of Labor Statistics, 10 novembre 2022.

## RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN



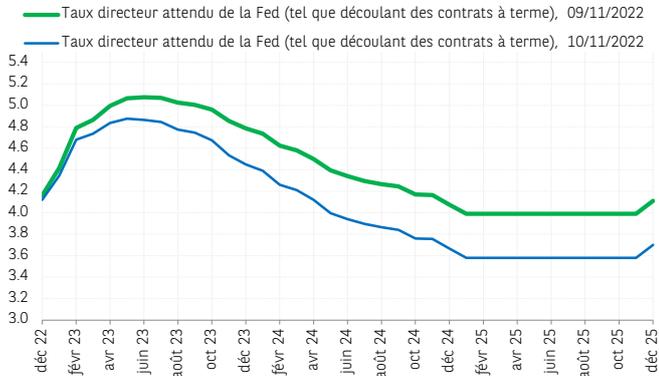
GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Les sujets d'inquiétude se succèdent pour les marchés financiers : lorsque les craintes de nouveaux relèvements significatifs des taux se seront dissipées, la question de la récession deviendra le thème central.



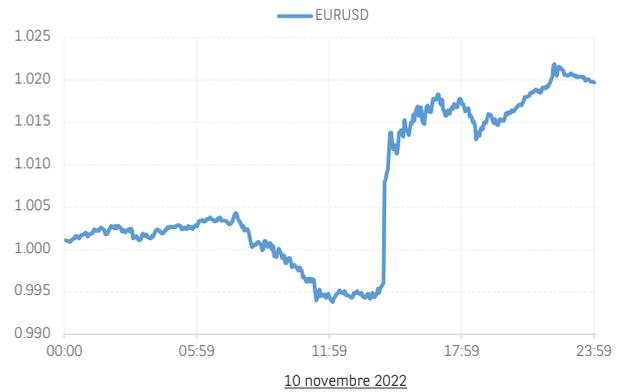
ANTICIPATIONS DE L'ÉVOLUTION FUTURE DES TAUX DIRECTEURS DE LA FED



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

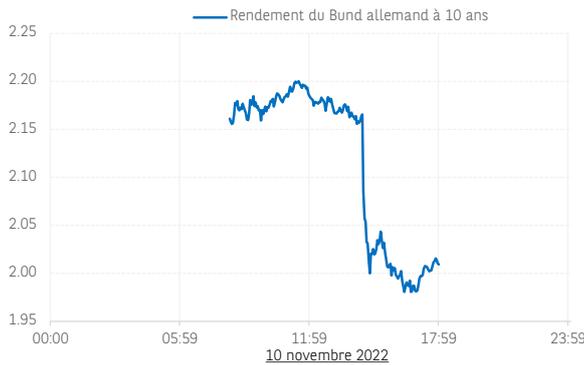
EUR/USD



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

RENDEMENT DU BUND ALLEMAND À 10 ANS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

MARCHÉS OBLIGATAIRES



GRAPHIQUE 5

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

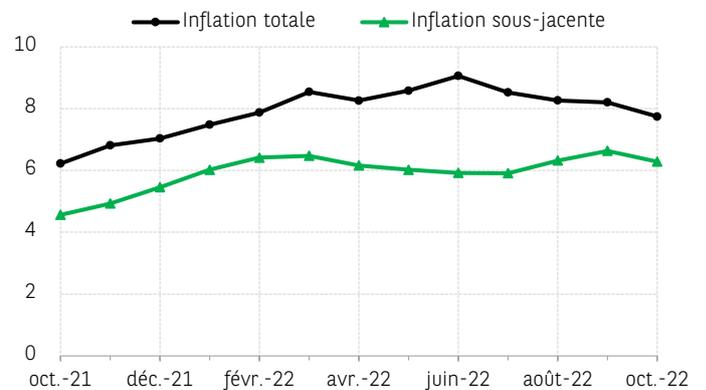
PRIX DE L'OR EN DOLLAR



GRAPHIQUE 6

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : TAUX D'INFLATION (GLISSEMENT ANNUEL EN %)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 4-11-22 au 11-11-22

➔ CAC 40	6 416	▶ 6 595	+2.8 %
➔ S&P 500	3 771	▶ 3 993	+5.9 %
➔ Volatilité (VIX)	24.6	▶ 22.5	-2.0 pb
➔ Euribor 3m (%)	1.73	▶ 1.76	+2.8 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	4.55	▶ 4.61	+5.6 pb
➔ OAT 10a (%)	2.84	▶ 2.66	-17.7 pb
➔ Bund 10a (%)	2.29	▶ 2.16	-13.2 pb
➔ US Tr. 10a (%)	4.16	▶ 3.86	-30.0 pb
➔ Euro vs dollar	0.99	▶ 1.03	+4.4 %
➔ Or (once, \$)	1 673	▶ 1 763	+5.3 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	98.8	▶ 96.2	-2.6 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 22	+bas 22		
€ BCE	2.00	2.00	le 02/11	0.00	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01
Euribor 3m	1.76	1.80	le 09/11	-0.58	le 05/01
Euribor 12m	2.81	2.87	le 09/11	-0.50	le 05/01
\$ FED	4.00	4.00	le 03/11	0.25	le 03/01
Libor 3m	4.61	4.65	le 10/11	0.21	le 03/01
Libor 12m	5.45	5.67	le 04/11	0.58	le 03/01
£ Bque Angl	3.00	3.00	le 03/11	0.25	le 03/01
Libor 3m	3.47	3.75	le 26/09	0.26	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01

Au 11-11-22

Rendements (%)

		+haut 22	+bas 22		
€ Moy. 5-7a	2.64	2.79	le 28/09	-0.04	le 03/01
Bund 2a	2.14	2.16	le 08/11	-0.83	le 04/03
Bund 10a	2.16	2.44	le 21/10	-0.14	le 24/01
OAT 10a	2.66	3.00	le 21/10	0.15	le 04/01
Corp. BBB	4.61	5.14	le 21/10	0.90	le 05/01
\$ Treas. 2a	4.42	4.78	le 07/11	0.70	le 04/01
Treas. 10a	3.86	4.23	le 24/10	1.63	le 03/01
High Yield	9.20	9.97	le 13/10	5.07	le 03/01
£ Gilt. 2a	3.22	4.59	le 27/09	0.69	le 03/01
Gilt. 10a	3.35	4.50	le 27/09	0.97	le 03/01

Au 11-11-22

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022		
USD	1.03	1.15	le 10/02	0.96	le 27/09	-9.2%
GBP	0.88	0.90	le 28/09	0.83	le 14/04	+4.4%
CHF	0.98	1.06	le 10/02	0.95	le 28/09	-5.7%
JPY	143.61	147.34	le 26/10	125.37	le 04/03	+9.7%
AUD	1.54	1.62	le 04/02	1.43	le 25/08	-1.5%
CNY	7.35	7.38	le 10/11	6.75	le 14/07	+1.4%
BRL	5.44	6.44	le 06/01	4.98	le 03/11	-14.1%
RUB	62.66	164.76	le 07/03	55.60	le 26/09	-26.5%
INR	83.45	85.96	le 11/02	78.49	le 27/09	-1.3%

Au 11-11-22

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)	
Pétrole, Brent	96.2	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+22.7% +35.2%
Or (once)	1 763	2 056	le 08/03	1 628	le 03/11	-3.3% +6.5%
Métaux, LMEX	3 969	5 506	le 07/03	3 453	le 27/09	-11.8% -2.9%
Cuivre (tonne)	8 502	10 702	le 04/03	7 160	le 14/07	-12.7% -3.9%
Blé (tonne)	263	4.7	le 17/05	263	le 10/11	+10.7% +21.9%
Mais (tonne)	247	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+8.3% +19.2%

Au 11-11-22

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022		
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 674	3 248	le 04/01	2 368	le 12/10	-17.3%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	3 993	4 797	le 03/01	3 577	le 12/10	-16.2%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	3 869	4 392	le 05/01	3 279	le 29/09	-10.0%
CAC 40	6 595	7 376	le 05/01	5 677	le 29/09	-7.8%
DAX 30	14 225	16 272	le 05/01	11 976	le 29/09	-10.5%
IBEX 35	8 098	8 934	le 27/05	7 261	le 12/10	-7.1%
FTSE100	7 318	7 672	le 10/02	6 826	le 12/10	-0.9%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 097	1 165	le 05/01	1 012	le 30/09	-3.9%
Nikkei	28 264	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-1.8%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	936	1 267	le 12/01	843	le 24/10	-24.0%
Chine	56	86	le 20/01	47	le 31/10	-31.6%
Inde	805	891	le 13/01	699	le 17/06	#N/A
Brésil	1 526	2 003	le 04/04	1 311	le 14/07	+0.6%

Au 11-11-22

Variations

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

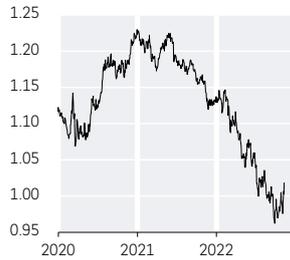
Année 2022 au 11-11, €		Année 2022 au 11-11, \$	
+24.9%	Pétrole & gaz	+84.0%	Pétrole & gaz
+3.5%	Matières premières	+16.4%	Assurances
-3.4%	Assurances	+13.1%	Agroalimentaire
-7.9%	Banques	+6.2%	Matières premières
-8.8%	Santé	+4.7%	Scs collectivités
-9.1%	Agroalimentaire	+3.4%	Chimie
-10.4%	Chimie	+1.4%	Santé
-11.4%	Indice	-0.1%	Télécoms
-12.0%	Télécoms	-3.1%	Scs financiers
-12.0%	Voyages & loisirs	-3.4%	Industrie
-12.0%	Médias	-5.1%	Banques
-12.2%	Scs collectivités	-7.3%	Voyages & loisirs
-15.1%	Automobile	-8.9%	Indice
-15.8%	Construction	-12.2%	Pdts ménagers & soins
-16.9%	Industrie	-12.4%	Construction
-17.3%	Bs. de conso.	-18.9%	Distribution
-23.1%	Technologie	-22.9%	Technologie
-31.8%	Distribution	-31.1%	Médias
-35.2%	Foncières	-34.4%	Automobile

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

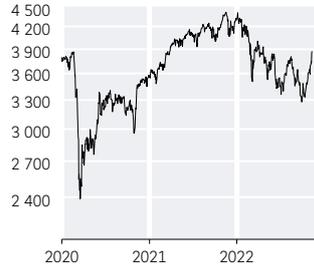


# REVUE DES MARCHÉS

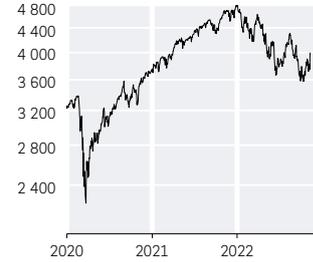
**EURO-DOLLAR**



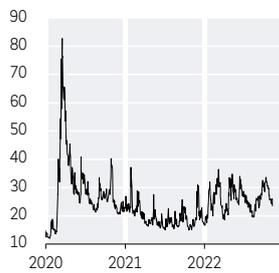
**EUROSTOXX50**



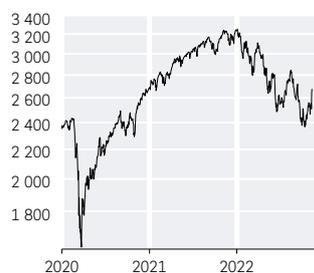
**S&P500**



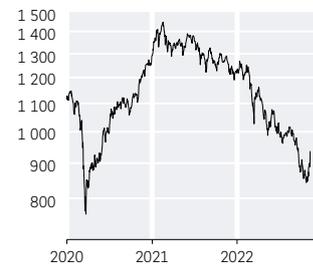
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



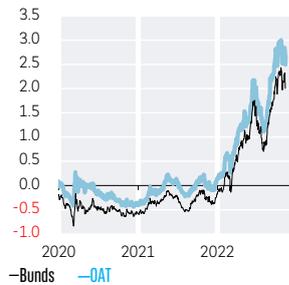
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

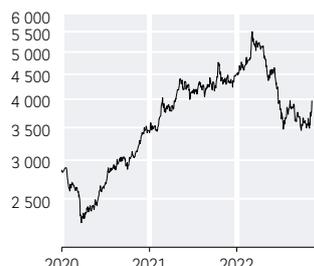
Année 2022 au 11-11

5.03%	Grèce	287 pb
4.08%	Italie	192 pb
3.21%	Espagne	104 pb
2.99%	Portugal	83 pb
2.79%	Finlande	63 pb
2.77%	Autriche	60 pb
2.74%	Belgique	58 pb
2.66%	France	50 pb
2.66%	Irlande	49 pb
2.43%	P-Bas	27 pb
2.16%	Allemagne	

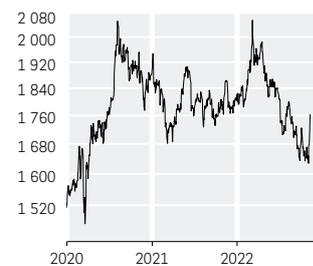
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ZONE EURO : NOUVELLE MAUVAISE SURPRISE SUR L'INFLATION ET BONNE SURPRISE SUR LA CROISSANCE

L'inflation harmonisée en zone euro a de nouveau surpris défavorablement en octobre, atteignant 10,7% en g.a. d'après l'estimation préliminaire d'Eurostat, contre une prévision du consensus Bloomberg de 10,2%. C'est le deuxième mois d'affilée que les prix accélèrent autant (+0,8 point). Cette mauvaise nouvelle ne vient pas seule : cette accélération est imputable à hauteur de la moitié à l'inflation sous-jacente, de 0,3 point à l'inflation alimentaire et de 0,1 point à la composante énergie. L'inflation continue donc de se propager et de se renforcer. Si la composante commune et persistante de l'inflation (PCCI) semble avoir atteint un pic en mai de cette année (à 6,4%), son reflux (5,5% en septembre, dernier point disponible) n'est pas encore visible dans les autres mesures de l'inflation.

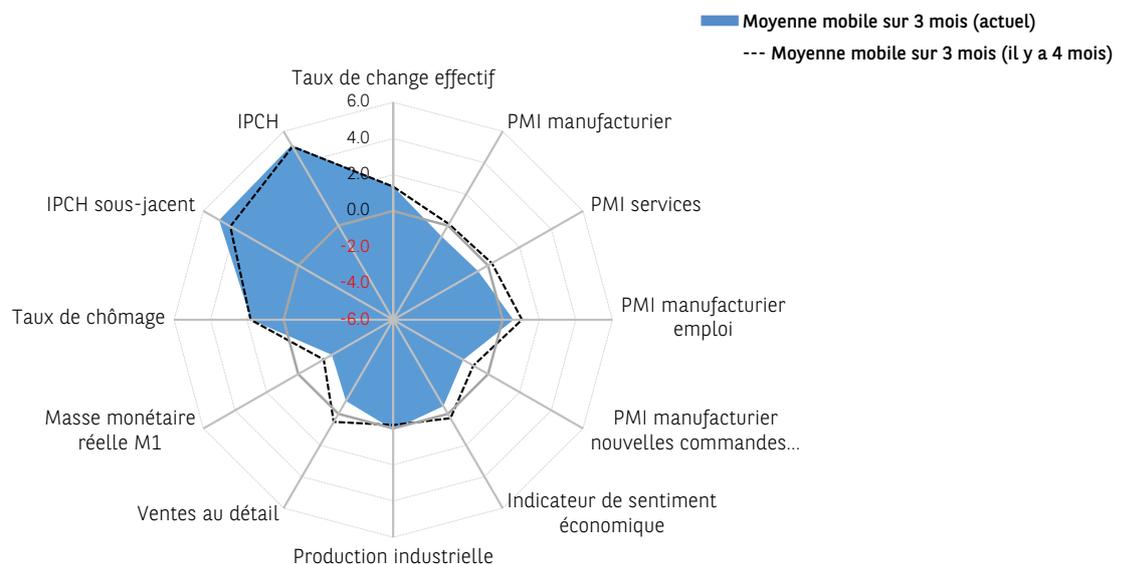
Le détail par pays est moins négatif. En effet, l'accélération des prix n'est pas généralisée à l'ensemble des États membres de la zone euro : neuf d'entre eux enregistrent une hausse de l'inflation, neuf autres une baisse (l'inflation étant stable au Luxembourg). Le caractère dispersé des évolutions est plus frappant encore si l'on considère, d'un côté, l'inflation en Espagne (qui perd 1,7 point et retombe à 7,3% en g.a., rejoignant la France (7,1%) parmi les pays ayant l'inflation la moins élevée) et, de l'autre, l'inflation en Italie qui bondit de 3,4 points, à 12,8% en g.a.

Cette nouvelle surprise défavorable sur l'inflation n'en est cependant pas vraiment une : les forces inflationnistes à l'œuvre sont connues. Ce qui reste incertain, ce sont la date et le niveau du pic ainsi que l'ampleur du reflux à venir. Du côté de la croissance, la situation est moins lisible. La croissance enregistrée au T3 (+0,2% t/t selon l'estimation préliminaire d'Eurostat) est faible mais elle est surtout positive alors que les données d'enquêtes (climat des affaires et confiance des consommateurs) pointaient, semblait-il clairement, vers une baisse. On ne dispose pas encore des détails de la composition de cette croissance pour mieux comprendre ce qui l'a soutenue, et dans quelle mesure ces facteurs sont susceptibles de se prolonger ou de se retourner au T4. Mais, compte tenu de la détérioration des enquêtes (visible sur notre baromètre) et des effets négatifs du choc inflationniste et de la crise énergétique qui montent en puissance, si la contraction du PIB a été évitée au T3, elle ne devrait pas l'être au T4. Les bonnes nouvelles dans ce panorama conjoncturel qui tire vers le noir continuent de venir du marché du travail et de la poursuite de la baisse du taux de chômage (6,6% de la population active en septembre).

Pour la BCE, après avoir de nouveau augmenté ses taux directeurs de 75 points de base (pb) lors de sa réunion du 27 octobre, il pourrait être l'heure de relâcher quelque peu le rythme à compter de la réunion du 15 décembre, du fait des craintes montantes de récession, du chemin déjà parcouru dans le processus de resserrement, des autres leviers à l'œuvre (remboursements des TLTRO, QT prochainement) et des effets retardés des 200 pb cumulés des hausses passées. Nous tablons désormais sur une hausse de 50 pb (contre 75 précédemment), suivie de deux autres de même ampleur en février et mars 2023, portant le taux de dépôt à 3,00%, ce qui serait nettement en territoire restrictif.

Hélène Baudchon

### ZONE EURO : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## ALLEMAGNE : BAROUD D'HONNEUR AU 3E TRIMESTRE

Contre toute attente, le PIB allemand a progressé de 0,3% au 3<sup>e</sup> trimestre (t/t). Ce chiffre a de quoi surprendre puisque le ministre de l'Économie lui-même, Robert Habeck, annonçait le 12 octobre dernier que « *l'économie allemande devrait se contracter aux troisième et quatrième trimestres de cette année ainsi qu'au premier trimestre de 2023* ». Si le détail des composantes du PIB n'est pas encore disponible, d'après l'institut national de statistiques Destatis, la consommation privée aurait porté la croissance au 3<sup>e</sup> trimestre. Mais cette mention est difficile à concilier avec la baisse de 3,5% des ventes au détail (y.c. les ventes de véhicules) entre le T2 et le T3 2022 et celle de 2,6% des ventes dans le commerce de gros. Il semblerait que ce soit la consommation de services qui ait fortement progressé. Ainsi, les derniers effets de rattrapage dans le secteur de l'hébergement-restauration semblent avoir joué à plein au regard de la hausse de 16,8% t/t du chiffre d'affaires du secteur.

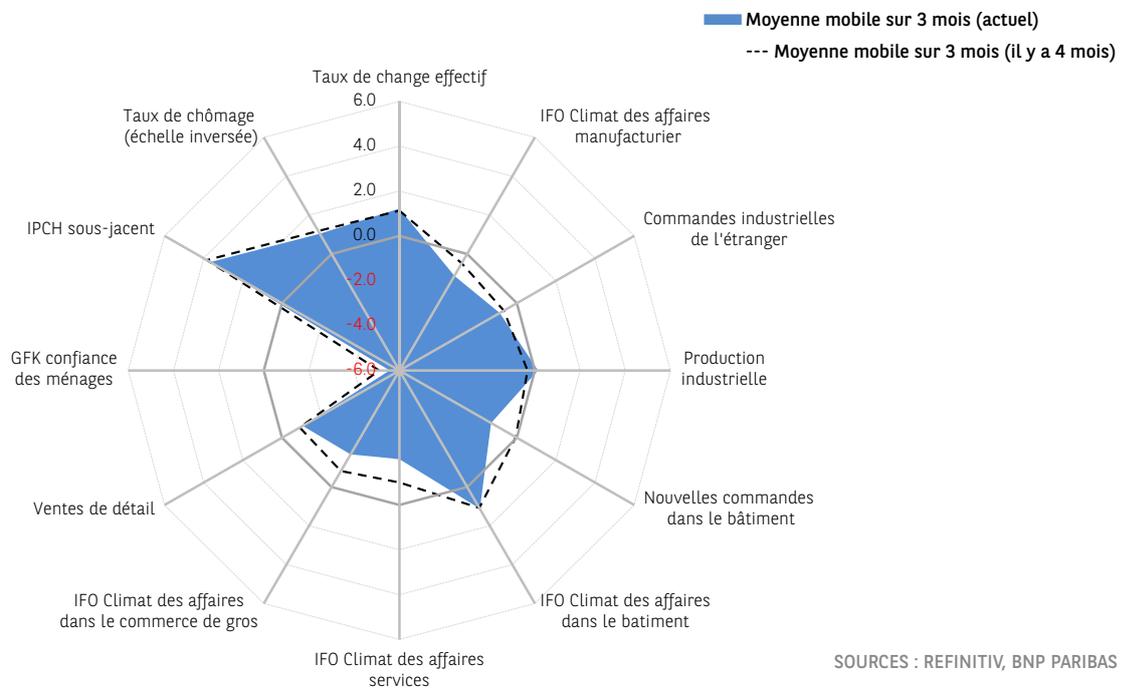
Il ne faut toutefois pas s'y tromper. Cette bonne surprise ne remet pas en cause la situation difficile dans laquelle se trouve l'économie allemande. Les prix très élevés de l'énergie continuent de saper l'industrie. La production dans la pharmacie et la chimie est désormais inférieure, en octobre, de 8,3% à son niveau de janvier 2022. Une baisse équivalente est observable dans l'industrie du bois et papier (-7,9%). Les aciéristes et les métallurgistes s'en sortent un peu mieux avec un recul de leur production limitée à 2,6% depuis le début de l'année, bien que leur activité soit intensive en énergie. Enfin, pour ce qui est du secteur automobile, bien que la production se soit améliorée ces derniers mois, bénéficiant d'une amélioration sur le front des approvisionnements (notamment en semi-conducteurs), elle reste toujours très faible puisque les immatriculations de voitures neuves au mois d'octobre sont 23,3% plus basses par rapport à octobre 2019.

L'offre n'est pas la seule à souffrir. Du côté de la demande, les nouvelles commandes adressées à l'industrie dévissent. Depuis le début de l'année 2022, elles ont diminué de 12,3% et le décrochage est particulièrement marqué pour la demande étrangère hors zone euro (-20,5%). C'est pourtant en partie sur ce segment de marché que l'Allemagne a assis sa croissance au cours de la dernière décennie.

Du côté des enquêtes, toutes convergent dans le sens d'une nette dégradation de l'activité au 4<sup>e</sup> trimestre, parfaitement visible sur notre baromètre. La confiance des ménages reste figée à des niveaux très dégradés. Le PMI composite s'est érodé pour le huitième mois d'affilée et les perspectives d'activité à six mois des chefs d'entreprise interrogés par l'IFO ne se redressent pas. Après la bonne surprise du troisième trimestre, il est difficile d'imaginer que l'économie allemande puisse continuer de croître sur les trois derniers mois de l'année.

**Anthony Morlet-Lavidalie**

### ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## FRANCE : LA SURPRISE À LA HAUSSE SUR LA CROISSANCE RENFORCE LA PROBABILITE D'UN CONTRECOURS AU 4E TRIMESTRE

L'économie française a vu son PIB progresser de 0,2% t/t au 3<sup>e</sup> trimestre, une performance qui dénote un niveau d'activité élevé après une croissance déjà favorable au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,5%). Après le tourisme et l'hébergement-restauration au 2<sup>e</sup> trimestre, l'investissement des entreprises et la production manufacturière ont surpris positivement au 3<sup>e</sup> trimestre. Alors que l'automobile est l'un des secteurs le plus touché par les contraintes d'approvisionnement, ce qui implique un décalage entre une production inférieure à l'avant-Covid et un carnet de commandes bien rempli, l'été a permis de combler une partie du retard. Cela a conduit la production manufacturière à la hausse (+0,6% t/t), et contribué à une croissance conséquente de l'investissement des entreprises (+2,3% t/t).

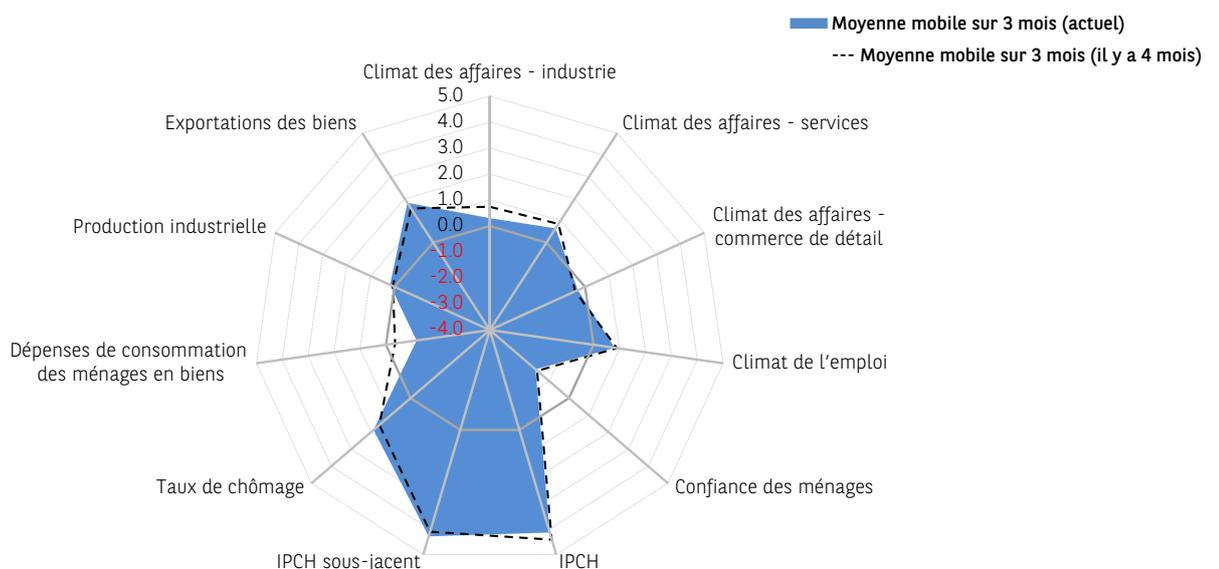
L'emploi a singulièrement bénéficié de ce contexte conjoncturel toujours favorable, avec des créations de près de 90 000 postes selon l'estimation flash de l'Insee au 3<sup>e</sup> trimestre. Cette dynamique a bénéficié aux secteurs qui font état de pénuries de main d'œuvre, en particulier les services marchands et l'industrie, et témoigne encore d'un rattrapage sur les tendances de l'emploi perceptible avant la pandémie. Signe d'une conjoncture assez favorable au 3<sup>e</sup> trimestre, l'emploi intérimaire a même participé à cette dynamique (+18 000), compensant près de la moitié de la baisse observée au 1<sup>er</sup> semestre.

Des éléments plus négatifs sont toutefois survenus en parallèle, qui devraient peser sur la dynamique de l'économie française dans les prochains mois. Si les carnets de commande restent remplis, ils se sont érodés selon les dernières enquêtes. Le retard pris par les entreprises sur la demande, dans l'industrie et la construction, en raison des goulots d'étranglement qu'elles rencontrent, a permis de lisser cet élément. Toutefois, il apparaît que les entreprises ont désormais nettement restocké (contribution de 0,2 point à la croissance du 3<sup>e</sup> trimestre et de 0,5 point sur l'ensemble de l'année), ce qui suggère que les poches de croissance qui existaient en raison d'un sous-stockage antérieur ont en majeure partie été exploitées.

L'inflation a nettement surpris à la hausse au mois d'octobre (6,2% a/a), marquant un rebond plus précoce que précédemment anticipé. L'inflation alimentaire (11,8% a/a) a enregistré une progression d'un mois sur l'autre d'au moins 1% sur les 4 derniers mois, soutenue par les pénuries consécutives à la sécheresse de l'été (lait, eau notamment). Avec une hausse de 15% des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité en début d'année 2023, l'inflation devrait encore s'accroître et dépasser légèrement les 7% en février 2023. Enfin, la perspective d'une production d'électricité qui resterait inférieure à la normale au moins d'ici à la fin de l'année 2022 se renforce. De nombreux réacteurs nucléaires restent en maintenance et EDF s'attend désormais à une baisse de la production d'électricité nucléaire de plus de 20% en 2022 par rapport à 2021. Si la consommation d'énergie dépend largement des températures et reste par conséquent en partie inconnue, le risque de contraintes apparaît non négligeable. Concernant le 4<sup>e</sup> trimestre, nous anticipons que cette série d'éléments négatifs prenne le pas, ce qui suggère une croissance négative (-0,3% t/t), tandis que l'Insee anticipe pour le moment une stagnation (prévision publiée le 6 octobre).

**Stéphane Colliac**

### FRANCE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +5. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

## ESPAGNE : DES NOUVELLES ENCOURAGEANTES SUR LE FRONT DE L'INFLATION

L'inflation reflue en octobre en Espagne pour le troisième mois consécutif, passant de 10,7% en juillet à 7,3% en glissement annuel. À l'heure d'écrire ces lignes, les chiffres détaillés n'étaient pas encore dévoilés. Néanmoins, il est vraisemblable que cette baisse ait été une nouvelle fois alimentée par les prix énergétiques, dont le rythme de progression a ralenti de façon notable cet été, bien qu'il reste élevé (22,4% a/a en septembre). L'« exception ibérique », en place depuis le printemps, ainsi que le plafonnement des prix réglementés sur le marché de l'énergie portent leurs fruits. Le gouvernement a décidé de prolonger ces mesures, ainsi que le bonus social permettant de réduire la facture d'électricité (jusqu'à 80% pour les ménages les moins aisés), jusqu'à la fin de l'année 2023. Cela dit, les pressions inflationnistes émanant d'autres postes de la consommation – alimentation, services récréatifs et culturels, équipements de la maison notamment – restent élevées, et n'ont ralenti que très faiblement jusqu'en septembre.

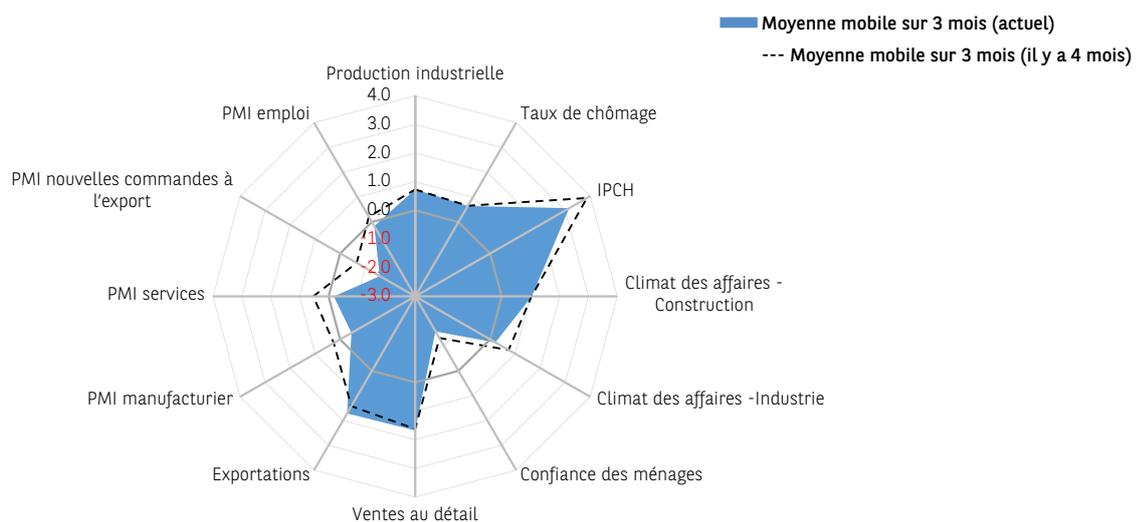
À l'inverse, la hausse des prix de l'immobilier s'accélère, suggérant jusqu'ici un impact très modéré de la remontée des taux d'emprunt sur l'activité dans le secteur. Selon Tinsa, les prix immobiliers ont bondi de 1,7% m/m et de 9,1% a/a en octobre, le rythme annuel le plus élevé depuis plus de 15 ans.

Le marché du travail surprend toujours par sa résistance et continue de défier les tendances, peu encourageantes, ressortant des enquêtes de confiance. Selon l'agence pour l'emploi espagnole (SEPE), l'emploi progresse encore en octobre, de 16 100 postes (chiffre corrigé des variations saisonnières), et le nombre de personnes sans emplois repart fortement à la baisse (-104 914) pour s'inscrire à son plus bas niveau depuis quatorze ans. Dans le même temps, le nombre de contrats à durée indéterminée (temps partiel et complet réunis) augmente de 149 870 et représente désormais plus de 70% des emplois totaux. Leur part n'était que de 62% à la fin de l'année 2021, quelques semaines avant l'entrée en vigueur, en février 2022, de la nouvelle loi Travail, dont la principale mesure visait à durcir les conditions de recours aux contrats précaires.

Les perspectives économiques restent toutefois orientées à la baisse, le dernier rapport PMI faisant état notamment d'une lourde chute de l'indice manufacturier en octobre, en baisse de 4,3 points à 44,7. C'est la plus forte baisse mensuelle depuis le premier confinement au printemps 2020. L'indice PMI pour les services progresse légèrement (+1,2 point à 49,7) mais reste en zone indiquant une contraction de l'activité.

**Guillaume Derrien**

### ESPAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +4. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine ralentit significativement, avec une nouvelle contraction du PIB au T2 2022, malgré la bonne tenue de la consommation des ménages et le rebond des exportations. Les créations d'emplois restent importantes et le taux de chômage bas, ce qui soutient les salaires. Des premiers signes de ralentissement apparaissent toutefois (chômage en hausse, etc.). L'inflation pourrait avoir atteint son pic à la mi-année et devrait continuer de refluer tout en restant significativement au-dessus de la cible de 2%. Face à une inflation élevée et persistante, la Réserve fédérale poursuit la remontée « expéditive » de ses taux directeurs et la réduction de la taille de son bilan. Alors que les élections de mi-mandat approchent, le vote de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) marque une victoire politique pour le président Joe Biden, avec la mise en œuvre d'un certain nombre de ses ambitions sociales et environnementales. Ce plan devrait aussi soutenir l'activité économique. D'après nos prévisions, les États-Unis échapperaient à la récession mais feraient face à une période prolongée de croissance en sous régime, inférieure à la croissance potentielle, pour venir à bout des pressions inflationnistes.

## CHINE

L'activité s'est contractée au T2 2022 du fait des confinements imposés dans d'importantes régions industrielles telles que Shanghai, et la reprise depuis la fin du printemps s'avère difficile. Les autorités multiplient les mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire, mais les facteurs contraignant la croissance restent importants : la crise du marché immobilier se poursuit, et les conditions dégradées du marché du travail, le maintien de la stratégie zero Covid et la prudence des ménages pèsent sur la consommation privée. En outre, les exportations devraient souffrir du ralentissement de la demande mondiale. L'inflation n'accélère que très modérément.

## ZONE EURO

Le regard dans le rétroviseur est plutôt favorable, avec une première moitié d'année 2022 meilleure que prévu et qui porte à un peu plus de 3% l'acquis de croissance. Mais les perspectives pour les prochains trimestres sont négatives : d'après nos prévisions, la zone euro n'échappera pas à une contraction de son PIB. La conjonction actuelle inédite des chocs (inflationniste, sanitaire, géopolitique, énergétique, climatique, monétaire) devrait avoir raison de la résistance observée jusqu'ici. On en voit déjà des signes avant-coureurs dans la détérioration des enquêtes de confiance, qui s'est amplifiée cet été. Mais la récession devrait rester d'ampleur limitée grâce aux mesures de soutien budgétaire, tant que le marché du travail conserve ses bonnes performances récentes. En moyenne annuelle, la croissance de la zone euro atteindrait 2,8% en 2022 mais seulement 0,3% en 2023 (2 points de moins que dans notre précédent scénario de juin). En ce qui concerne l'inflation, nous prévoyons qu'elle atteigne prochainement son pic, frôlant 10% a/a, avant d'amorcer un mouvement plutôt lent de désinflation en 2023.

## FRANCE

La croissance du PIB a surpris positivement au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,5% t/t, après -0,2% t/t au 1<sup>er</sup> trimestre), principalement en raison du tourisme (contribution positive du commerce extérieur) et des loisirs (hébergement-restauration) après le retrait de la plupart des restrictions sanitaires liées au Covid-19. Toutefois, l'inflation a continué d'accélérer (avec un pic à 6,1% a/a au mois de juillet) et le pouvoir d'achat s'est contracté pour le 2<sup>e</sup> trimestre consécutif (-1,1% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre). Les carnets de commande dans le secteur manufacturier ont, en parallèle, continué de se réduire et la croissance du PIB devrait suivre (nous anticipons 0,5% en 2023, après 2,3% en 2022).

## TAUX &amp; CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale poursuivra « tambour battant » sa politique de resserrement monétaire. Après la hausse de 75 pb en septembre, d'autres augmentations suivront en novembre, décembre et janvier, portant le taux des fonds fédéraux à 5,25% (limite supérieure de la fourchette cible). Ce niveau devrait être maintenu tout au long de 2023 et être suivi de réductions de taux en 2024. La position ferme de la Fed est motivée par une inflation particulièrement élevée et un marché du travail sous tension. Le marché obligataire a globalement pris la mesure des hausses de taux à venir. Au cours de 2023, nous nous attendons à une légère baisse des taux, au fur et à mesure que la croissance ralentit, que l'inflation diminue et que le marché commence à anticiper un assouplissement de la politique monétaire en 2024.

Après une hausse de 50 pb en juillet puis une autre de 75 pb en septembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE continuera d'augmenter ses taux directeurs. Le durcissement de la politique sera rapide : le taux final, c'est-à-dire le taux maximal de ce cycle, devrait déjà être atteint à la fin du premier trimestre 2023. Nous prévoyons un pic du taux de dépôt à 3,00%. Cela devrait entraîner une hausse des rendements du Bund.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire au moins jusqu'à la fin du mandat de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, au printemps 2023. Nous prévoyons ensuite un durcissement de sa politique et une augmentation des taux au T4 2023. Nous anticipons un léger repli du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la perspective d'une divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Selon nos prévisions, le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année. En 2023, le yen se renforcerait face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final et que la Banque du Japon devrait resserrer sa politique monétaire. La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire au moins jusqu'à la fin du mandat de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, au printemps 2023. Nous prévoyons ensuite l'abandon de la politique de taux d'intérêt négatifs et le relèvement de l'objectif de taux à 10 ans.

## PIB &amp; INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5,7	1,9	-0,1	-0,2	4,7	8,1	4,4	2,4
Japon	1,7	1,5	0,9	0,6	-0,2	2,3	2,3	0,6
Royaume-Uni	7,4	3,4	-0,1	1,4	2,6	9,0	6,5	3,0
Zone euro	5,3	2,8	0,3	1,5	2,6	8,3	5,9	2,5
Allemagne	2,6	1,4	0,4	1,7	3,2	8,6	5,8	2,4
France	6,8	2,3	0,5	1,5	2,1	5,7	4,8	2,0
Italie	6,6	3,4	0,4	1,6	1,9	8,3	6,4	2,2
Espagne	5,1	4,3	0,5	1,7	3,0	8,8	4,1	1,6
Chine	8,1	3,0	5,3	5,0	0,9	2,3	3,1	2,5
Inde*	9,3	8,3	6,2	6,5	5,4	7,9	5,9	5,5
Brésil	4,6	1,5	0,0	1,2	8,3	11,0	7,1	4,3
Russie	4,5	-7,0	0,8	0,3	7,1	14,0	10,5	7,6

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)  
\*ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	1,75	4,75	5,25	5,25	5,25
Zone euro	Taux de dépôt	-0,50	2,00	3,00	3,00	3,00
Royaume-Uni	Taux BoE	1,25	3,50	4,50	4,50	4,50
	Gilt 10a	2,21	4,75	4,85	4,50	4,40
Japon	Taux BoJ	-0,04	-0,10	-0,10	-0,10	0,00
	JGB 10a	0,23	0,25	0,25	0,25	0,45
Taux de change		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,05	1,00	1,01	1,02	1,06
	USD / JPY	136	137	135	133	127
	GBP / USD	1,21	1,05	1,12	1,12	1,12
EUR	EUR / GBP	0,86	0,95	0,95	0,95	0,95
	EUR / JPY	142	137	136	136	135
Pétrole		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
Pétrole	USD/baril	115	100	102	107	115

Prévisions au 06/09/22 sauf mentions contraires. Prévisions des Fed Funds et du taux US à 10 ans au 19/10/22. Prévisions du taux de la Banque d'Angleterre au 17/10, du Gilt 10 ans, du GBP/USD et EUR/GBP au 28/09/22. Prévision du taux de dépôt de la zone euro au 27/10/22.

SOURCES : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS),  
(MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY)



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## CALENDRIER ACTUALISÉ

11

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, l'excédent commercial s'est amélioré en octobre, mais est resté bien en deçà des attentes. L'inflation a diminué par rapport à septembre. Les ventes au détail de la zone euro ont augmenté en septembre conformément aux prévisions du consensus (+0,4%) après une baisse de -0,3% observée en août. La croissance des salaires français au troisième trimestre a ralenti pour se fixer à +0,9%. Le consensus s'attendait à une accélération à +1,2%. En Allemagne, l'indice PMI du bâtiment s'est légèrement amélioré mais le niveau reste très bas (43,8). Au Japon, si l'enquête Eco Watchers s'est quelque peu améliorée en ce qui concerne l'évaluation de la situation actuelle, la composante « perspectives » a accusé un fléchissement inattendu. Au Royaume-Uni, la croissance du PIB au troisième trimestre a été négative, se fixant à -0,2 %, au-dessus du chiffre de -0,5 % anticipé par le consensus. Aux États-Unis, la confiance des petites entreprises a légèrement reculé et les demandes de prêts immobiliers sont restées stables. L'inflation des prix à la consommation s'est révélée inférieure aux attentes, provoquant une réaction euphorique des marchés financiers? Les données de l'Université du Michigan ont créé la déception, se révélant nettement inférieures aux prévisions. Les anticipations d'inflation à court et à long terme ont légèrement augmenté.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
07/11/2022	Allemagne	PMI bâtiment (S&P Global)	Oct.	--	43,8	41,8
07/11/2022	Chine	Balance commerciale	Oct.	702,90b	586,81b	573,57b
07-14/11/22	Zone euro	Prévisions de la Commission européenne				
08/11/2022	Zone euro	Ventes au détail m/m	Sept.	0,4%	0,4%	0,0%
08/11/2022	Zone euro	Ventes au détail g.a.	Sept.	-1,1%	-0,6%	-1,4%
08/11/2022	États-Unis	Optimisme des petites entreprises	Oct.	91,4	91,3	92,1
09/11/2022	Chine	IPP g.a.	Oct.	-1,5%	-1,3%	0,9%
09/11/2022	Chine	IPC g.a.	Oct.	2,4%	2,1%	2,8%
09/11/2022	Japon	Conjoncture (Eco Watchers)	Oct.	50,0	49,9	48,4
09/11/2022	Japon	Perspectives (Eco Watchers)	Oct.	50,1	46,4	49,2
09/11/2022	États-Unis	Demandes prêts immobiliers (MBA)	Nov.	--	-0,1%	-0,5%
10/11/2022	France	Salaires t/t	3Q	1,2%	0,9%	1,1%
10/11/2022	Zone euro	Bulletin économique de la BCE				
10/11/2022	États-Unis	IPC m/m	Oct.	0,6%	0,4%	0,4%
10/11/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Oct.	0,5%	0,3%	0,6%
10/11/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Nov.	220k	225k	218k
11/11/2022	Royaume-Uni	PIB t/t	3Q	-0,5%	-0,2%	0,2%
11/11/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Nov.	59,5	54,7	59,9
11/11/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Nov.	62,8	57,8	65,6
11/11/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Nov.	55,5	52,7	56,2
11/11/2022	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Nov.	5,1%	5,1%	5,0%
11/11/2022	États-Unis	Inflation à 5 ans (Université du Michigan)	Nov.	2,9%	3,0%	2,9%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, la Chine publiera plusieurs chiffres (production industrielle, ventes au détail, investissement, chômage, etc.). Nous connaissons aussi les dernières estimations de la croissance réelle du PIB au T3 au Japon et dans la zone euro. Les données relatives au marché du travail seront disponibles pour la France, la zone euro, le Royaume-Uni. En ce qui concerne les données d'enquête, nous aurons celles de l'indice ZEW pour l'Allemagne et la zone euro, ainsi que celles relatives à la confiance des consommateurs au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'attention se portera sur les chiffres du marché de l'immobilier, les ventes au détail et l'indice des indicateurs avancés du Conférence Board.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
11/14/22	United Kingdom	Prix des logements (m/m)	Nov.	--	0,9%
11/15/22	Japon	PIB t/t	T3	0,3%	0,9%
11/15/22	Chine	Production industrielle a/a	Oct.	5,2%	6,3%
11/15/22	Chine	Ventes au détail a/a	Oct.	0,7%	2,5%
11/15/22	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux) cumul annuel a/a	Oct.	5,9%	5,9%
11/15/22	Chine	Investissement immobilier a/a	Oct.	-8,3%	-8,0%
11/15/22	Chine	Ventes de l'immobilier résidentiel cumul annuel a/a	Oct.	--	-28,6%
11/15/22	Chine	Taux de chômage	Oct.	5,5%	5,5%
11/15/22	France	Taux de chômage (ILO)	3Q	--	7,4%
11/15/22	Royaume-Uni	Evolution de l'emploi 3m/3m	Sept.	--	-109k
11/15/22	Allemagne	Attentes ZEW	Nov.	--	-59,2
11/15/22	Allemagne	Situation actuelle ZEW	Nov.	--	-72,2
11/15/22	Zone euro	Attentes ZEW	Nov.	--	-59,7
11/15/22	Zone euro	Emploi t/t	3Q	--	0,4%
11/15/22	Zone euro	PIB SA t/t	3Q	--	0,2%
11/15/22	Etats-Unis	IPP hors aliments et énergie (m/m)	Oct.	0,4%	0,3%
11/16/22	Japon	Commandes de machines (m/m)	Sept.	--	-5,8%
11/16/22	Chine	Prix des nouveaux logements (m/m)	Oct.	--	-0,28%
11/16/22	Royaume-Uni	IPC harmonisé a/a	Oct.	--	8,8%
11/16/22	Royaume-Uni	IPC sous-jacent a/a	Oct.	--	6,5%
11/16/22	Etats-Unis	Demande de crédit immobilier (MBA)	11 nov.	--	--
11/16/22	Etats-Unis	Progression des ventes au détail (m/m)	Oct.	1,1%	0,0%
11/16/22	Etats-Unis	Indice du marché du logement (NAHB)	Nov.	--	38
11/17/22	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Oct.	--	9,6%
11/17/22	Zone euro	IPC a/a	Oct.	--	9,9%
11/17/22	Zone euro	IPC m/m	Oct.	--	1,5%
11/17/22	Zone euro	IPC sous-jacent a/a	Oct.	--	5,0%
11/17/22	Etats-Unis	Nouveaux chantiers d'habitations (m/m)	Oct.	-1,3%	-8,1%
11/17/22	Etats-Unis	Permis de construire (m/m)	Oct.	-3,5%	1,4%
11/17/22	Etats-Unis	Inscriptions à l'assurance chômage	12 nov.	--	--
11/18/22	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov.	--	-47
11/18/22	Royaume-Uni	Ventes au détail hors voiture et énergie (m/m)	Oct.	--	-1,5%
11/18/22	Etats-Unis	Indicateurs avancés	Oct.	-0,3%	-0,4%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<a href="#">Espagne : plan de relance national, une montée en puissance contrariée</a>	EcoTVWeek	10 novembre 2022
<a href="#">Numéro de novembre 2022</a>	Petit Atlas	9 novembre 2022
<a href="#">Italie : La remontée des taux fixes des crédits immobiliers favorise les taux variables</a>	Graphique de la Semaine	9 novembre 2022
<a href="#">États-Unis - Réserve fédérale américaine : quand s'arrêtera le resserrement monétaire ?</a>	EcoWeek	7 novembre 2022
<a href="#">France : L'inflation n'atteint pas encore son pic</a>	EcoTVWeek	4 novembre 2022
<a href="#">Japon : Poids toujours plus important des filiales japonaises basées hors du pays</a>	Graphique de la Semaine	2 novembre 2022
<a href="#">Zone Euro : La désinflation de 2023, entre espoir et incertitude</a>	EcoWeek	31 octobre 2022
<a href="#">Europe du Sud : des bilans bancaires assainis face à des perspectives assombries</a>	EcoTVWeek	28 octobre 2022
<a href="#">Chine : Les dépenses des ménages toujours déprimées</a>	Graphique de la Semaine	26 octobre 2022
<a href="#">Global : Hausses de taux synchrones : une analyse par la somme des parties</a>	EcoWeek	24 octobre 2022
<a href="#">Forint hongrois : pressions baissières</a>	EcoTVWeek	21 octobre 2022
<a href="#">Allemagne : retraiter le PMI pour mieux comprendre le choc sur l'industrie</a>	EcoFlash	19 octobre 2022
<a href="#">Investisseurs non-résidents en titres du Trésor américain : les secteurs officiel et privé désormais au coude à coude</a>	Graphique de la Semaine	19 octobre 2022
<a href="#">La croissance économique mondiale est menacée</a>	EcoWeek	17 octobre 2022
<a href="#">Qatar : la rente gazière assure des perspectives économiques solides</a>	EcoTVWeek	14 octobre 2022
<a href="#">Zone euro : le poids des problématiques d'offre dans l'inflation des prix alimentaires</a>	Graphique de la Semaine	12 octobre 2022
<a href="#">Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs</a>	EcoEmerging	11 octobre 2022
<a href="#">Zone Euro : Hausse des taux d'intérêt et soutenabilité de la dette publique</a>	EcoWeek	10 octobre 2022
<a href="#">Royaume-Uni : « God save the Gilt »</a>	EcoTVWeek	7 octobre 2022
<a href="#">Kenya : priorité à la consolidation budgétaire</a>	Graphique de la Semaine	5 octobre 2022
<a href="#">Royaume-Uni : Ruée sur les liquidités, effet de levier et nécessité de coordonner les politiques économiques</a>	EcoWeek	3 octobre 2022
<a href="#">Chiffres clés de l'économie française</a>	PetitAtlas	30 septembre 2022
<a href="#">Zone euro : La hausse des taux des prêts bancaires ne freine pas encore l'évolution des encours</a>	EcoTVWeek	30 septembre 2022
<a href="#">Espagne : Inversion complète du modèle de financement de l'habitat en 12 ans</a>	Graphique de la Semaine	28 septembre 2022



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

+33 1 58 16 03 63    helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

+33 1 42 98 26 77    stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+33 1 58 16 73 32    jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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 et 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 S.A. 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 agréé 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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change