

2

## ÉDITORIAL

La croissance économique mondiale est menacée

4

## REVUE DES MARCHÉS

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

6

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Allemagne, Espagne, mobilité et vaccination

11

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12

## CALENDRIER

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

14

## 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

## LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE MONDIALE EST MENACÉE

Quand la croissance ralentit, les risques sont orientés à la baisse car les ménages et les entreprises font preuve de prudence dans leurs décisions de dépenses et d'investissement. En l'état actuel des choses, il est difficile de déterminer ce qui pourrait créer une surprise à la hausse. Or, d'après le FMI, plusieurs risques menacent la croissance tels que le coût de l'énergie, la crise du secteur immobilier chinois, ou encore les perturbations sur le marché du travail. Les conditions financières pourraient se détériorer. Une telle situation pourrait avoir un impact non linéaire sur la croissance. Cela illustre le défi auquel sont confrontées les banques centrales : un risque important qui pèse sur la croissance et une inflation exceptionnellement élevée.

La croissance économique mondiale ralentit tandis que les risques sont orientés à la baisse. Cette asymétrie est habituelle des ralentissements cycliques. En effet, la baisse de confiance des ménages et des entreprises à l'égard des perspectives économiques les incite à faire preuve de davantage de prudence dans leurs décisions de dépenses et d'investissement, même s'ils ne sont pas contraints financièrement<sup>1</sup>.

Cette attitude peut renforcer la dynamique négative de la demande et de l'activité, et réserver ainsi de mauvaises surprises, la croissance s'avérant inférieure aux attentes. En l'état actuel des choses, il est difficile de déterminer ce qui pourrait créer une surprise à la hausse. On peut considérer que le ralentissement économique résulte, dans une large mesure, du prix élevé de l'énergie, de la forte inflation et du resserrement des conditions financières, lié à l'augmentation significative des taux directeurs décidée par de nombreuses banques centrales<sup>2</sup>.

Or, ni les prix de l'énergie ne semblent devoir baisser dans un avenir proche – les baisses de production annoncées récemment par l'OPEP+ laissent plutôt présager le contraire – ni l'inflation reculer plus vite que prévu. Cette année, le pic attendu de l'inflation a été repoussé sous l'effet de nouveaux chocs d'offre mais également de la sous-estimation de la persistance de l'inflation (Graphique 1). Aussi, les banques centrales resteront-elles très prudentes avant d'annoncer la fin de la phase de resserrement.

Dans le même temps, plusieurs facteurs augurent d'un risque de baisse de l'activité. Dans ses dernières Perspectives de l'économie mondiale, le FMI en dénombre quatre dans son évaluation du risque sur les perspectives de croissance : la hausse des cours du pétrole, une nouvelle aggravation de la crise du secteur immobilier chinois conduisant à une diminution des investissements immobiliers, la baisse de la croissance potentielle due à la persistance des perturbations sur le marché du travail, et un nouveau resserrement des conditions financières<sup>3</sup>.

1 Ce phénomène est illustré par une enquête récente qui montre que près de 40 % des directeurs financiers des sociétés américaines citent la nécessité de préserver la trésorerie comme raison de ne pas prévoir de dépenses en équipements ou en structures au cours des six prochains mois. Ce facteur se place en deuxième position par ordre d'importance, le premier – cité par quelque 55 % des personnes interrogées – étant que les entreprises n'éprouvent pas le besoin de renforcer leurs capacités. Source : Duke University, Banque de Réserve fédérale de Richmond, Banque de Réserve fédérale d'Atlanta.

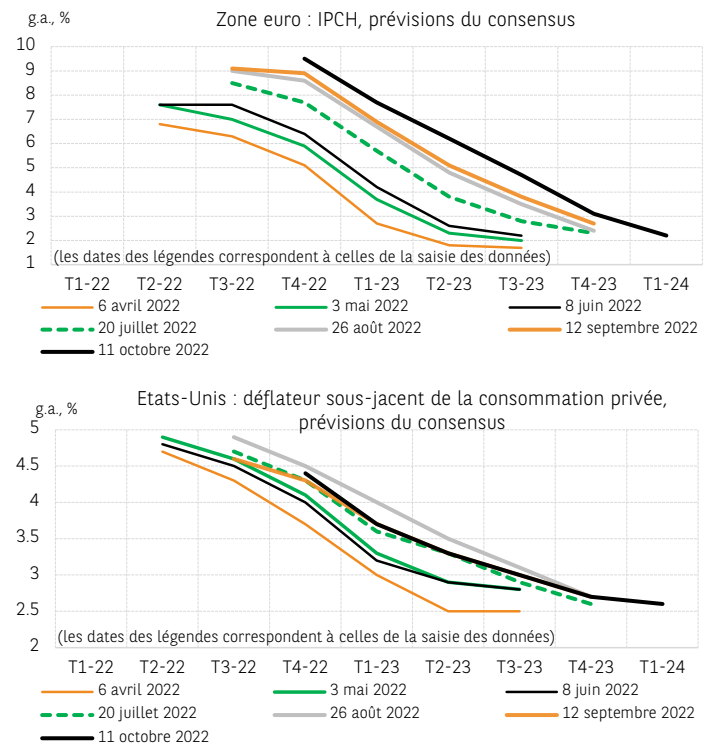
2 Selon le pays ou la région, d'autres facteurs jouent également un rôle tels que l'inflation des denrées alimentaires, la crise immobilière en Chine et les incertitudes géopolitiques causées par la guerre en Ukraine.

3 Ce scénario table sur une augmentation de 30 % des cours du pétrole en moyenne en 2023 par rapport au scénario de base, avant de s'orienter à la baisse. Le scénario de base table sur un cours moyen du baril de pétrole de 98,19 USD en 2022 et 85,52 USD en 2023. Un resserrement des conditions financières se manifesterait par une dépréciation significative des devises émergentes, une hausse des primes de risque souveraines et corporate sur les marchés émergents, et un élargissement des spreads sur les obligations d'entreprises dans les économies avancées.

Si ce scénario alternatif devait se réaliser, ensemble, ces facteurs provoqueraient une accélération de l'inflation l'année prochaine – entraînant de nouvelles hausses des taux – puis conduire à une baisse de l'inflation.

D'après ce scénario pessimiste, la croissance mondiale devrait se situer, non à +2,7 % comme le prévoit le scénario de base, mais à +1,1 % en 2023, ce qui correspond au 15<sup>e</sup> percentile de la distribution historique. À cet égard, le graphique 2 offre une comparaison des prévisions du FMI par rapport à la progression annuelle observée depuis 1980. Dans son scénario de base, 2023 devrait connaître une croissance inférieure à la médiane historique, avec une performance particulièrement faible des économies avancées.

### ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION EN 2022



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CONSENSUS BLOOMBERG, BNP PARIBAS



Même en l'absence de nouveaux chocs, les conditions financières actuelles créent déjà un environnement, dominé par les risques baissiers, défavorable à la croissance. Le FMI souligne à cet égard les vulnérabilités financières importantes dans le domaine des dettes souveraines et celui des institutions financières non bancaires, ainsi que la détérioration de la liquidité du marché pour des classes d'actifs clés.

Une telle situation pourrait avoir un impact non linéaire sur la croissance. « *L'équilibre des risques est nettement orienté à la baisse. Le large éventail de scénarios pessimistes concernant la croissance du PIB, fondé sur la distribution des probabilités de croissance future du PIB, se situe dans le 20<sup>e</sup> percentile le plus bas des quatre dernières décennies* »<sup>45</sup>. Cette situation illustre le défi auquel sont confrontées les banques centrales : un risque important pèse sur la croissance tandis que l'inflation reste exceptionnellement élevée.

**William De Vijlder**

4 Ces hypothèses se fondent sur l'approche de la croissance à risque du FMI, qui utilise des indicateurs financiers – cours des actifs, agrégats de crédit, etc. – pour prévoir la distribution des probabilités de la croissance future du PIB. La « Croissance à risque » correspond au 5<sup>e</sup> percentile de cette distribution. Pour une explication détaillée, se référer au Chapitre 3 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI d'octobre 2017.

5 Depuis 2008, les années au cours desquelles la croissance à risque correspondait à une croissance située dans le quintile inférieur sont 2008, 2009, 2010, 2011 et 2020.

**CROISSANCE RÉELLE DU PIB DEPUIS 1980 (PAR ORDRE CROISSANT DES VALEURS)**



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI (PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCT. 2022),BNP PARIBAS



Qu'est-ce qui pourrait illustrer le mieux le défi auquel sont confrontées les banques centrales sinon le fait qu'un risque important pèse sur la croissance tandis que l'inflation reste exceptionnellement élevée?

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 7-10-22 au 14-10-22

➔ CAC 40	5 867	▶ 5 932	+1.1 %
➔ S&P 500	3 640	▶ 3 583	-1.6 %
➔ Volatilité (VIX)	31.4	▶ 32.0	+0.7 pb
➔ Euribor 3m (%)	1.29	▶ 1.40	+11.5 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	3.91	▶ 4.19	+28.5 pb
➔ OAT 10a (%)	2.80	▶ 2.89	+9.2 pb
➔ Bund 10a (%)	2.20	▶ 2.36	+16.3 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.88	▶ 4.01	+12.1 pb
➔ Euro vs dollar	0.98	▶ 0.98	-0.3 %
➔ Or (once, \$)	1 702	▶ 1 647	-3.2 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	97.9	▶ 91.8	-6.3 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 22	+bas 22	Rendements (%)	+haut 22	+bas 22						
€ BCE	1.25	le 14/09	0.00	le 03/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.79	le 28/09	-0.04	le 03/01	
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01	Bund 2a	1.90	1.90	le 14/10	-0.83	le 04/03
Euribor 3m	1.40	1.40	le 14/10	-0.58	le 05/01	Bund 10a	2.36	2.36	le 14/10	-0.14	le 24/01
Euribor 12m	2.68	2.69	le 11/10	-0.50	le 05/01	OAT 10a	2.89	2.96	le 12/10	0.15	le 04/01
\$ FED	3.25	3.25	le 22/09	0.25	le 03/01	Corp. BBB	5.01	5.03	le 13/10	0.90	le 05/01
Libor 3m	4.19	4.19	le 14/10	0.21	le 03/01	\$ Treas. 2a	4.51	4.51	le 14/10	0.70	le 04/01
Libor 12m	5.28	5.28	le 14/10	0.58	le 03/01	Treas. 10a	4.01	4.01	le 14/10	1.63	le 03/01
£ Bque Angl	2.25	2.25	le 22/09	0.25	le 03/01	High Yield	9.92	9.97	le 13/10	5.07	le 03/01
Libor 3m	3.42	3.75	le 26/09	0.26	le 03/01	£ Gilt. 2a	3.94	4.59	le 27/09	0.69	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01	Gilt. 10a	4.32	4.50	le 27/09	0.97	le 03/01

Au 14-10-22

Au 14-10-22

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 22	+bas 22	2022
USD	0.98	1.15 le 10/02	0.96 le 27/09 -14.2%
GBP	0.87	0.90 le 28/09	0.83 le 14/04 +3.2%
CHF	0.98	1.06 le 10/02	0.95 le 28/09 -5.6%
JPY	144.71	144.71 le 14/10	125.37 le 04/03 +10.5%
AUD	1.56	1.62 le 04/02	1.43 le 25/08 -0.1%
CNY	7.01	7.29 le 10/02	6.75 le 14/07 -3.2%
BRL	5.16	6.44 le 06/01	5.01 le 21/04 -18.5%
RUB	61.20	164.76 le 07/03	55.60 le 26/09 -28.2%
INR	80.33	85.96 le 11/02	78.49 le 27/09 -5.0%

Au 14-10-22

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 22	+bas 22	2022 2022(€)
Pétrole, Brent	91.8	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01 +17.1% +36.5%
Or (once)	1 647	2 056 le 08/03	1 635 le 27/09 -9.6% +5.4%
Métaux, LME	3 583	5 506 le 07/03	3 453 le 27/09 -20.4% -7.2%
Cuivre (tonne)	7 653	10 702 le 04/03	7 160 le 14/07 -21.4% -8.4%
Blé (tonne)	285	4.7 le 17/05	276 le 18/08 +19.8% +39.7%
Mais (tonne)	262	3.2 le 28/06	226 le 03/01 +14.7% +33.7%

Au 14-10-22

Variations

## INDICES ACTIONS

Cours	+haut 22	+bas 22	2022	Année 2022 au 14-10, €
<b>Monde</b>				+15.8%
MSCI Monde	2 377	3 248 le 04/01	2 368 le 12/10 -26.5%	-7.0%
<b>Amérique du Nord</b>				-10.8%
S&P500	3 583	4 797 le 03/01	3 577 le 12/10 -24.8%	-12.4%
<b>Europe</b>				-13.6%
EuroStoxx50	3 382	4 392 le 05/01	3 279 le 29/09 -21.3%	-16.0%
CAC 40	5 932	7 376 le 05/01	5 677 le 29/09 -17.1%	-16.1%
DAX 30	12 438	16 272 le 05/01	11 976 le 29/09 -21.7%	-18.2%
IBEX 35	7 383	8 934 le 27/05	7 261 le 12/10 -15.3%	-19.8%
FTSE100	6 859	7 672 le 10/02	6 826 le 12/10 -7.1%	-21.5%
<b>Asie Pacifique</b>				-21.7%
MSCI, loc.	1 043	1 165 le 05/01	1 012 le 30/09 -8.7%	-22.1%
Nikkei	27 091	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03 -5.9%	-26.6%
<b>Emergents</b>				-27.0%
MSCI Emergents (\$)	863	1 267 le 12/01	855 le 13/10 -29.9%	-27.3%
Chine	54	86 le 20/01	53 le 13/10 -34.1%	-28.0%
Inde	746	891 le 13/01	699 le 17/06 -2.2%	-37.5%
Brésil	1 529	2 003 le 04/04	1 311 le 14/07 +1.2%	-42.7%

Au 14-10-22

Variations

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

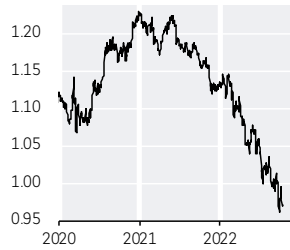
Année 2022 au 14-10, \$	Année 2022 au 14-10, €
+68.8%	Pétrole & gaz
+11.4%	Matières premières
+10.7%	Agroalimentaire
+1.2%	Santé
-0.1%	Assurances
-6.8%	Banques
-7.5%	Télécoms
-8.1%	Médias
-11.3%	Indice
-11.6%	Chimie
-13.5%	Sces collectivités
-14.0%	Voyages & loisirs
-14.2%	Automobile
-16.4%	Bs. de conso.
-19.5%	Industrie
-20.8%	Construction
-26.7%	Technologie
-31.6%	Distribution
-32.7%	Foncières

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

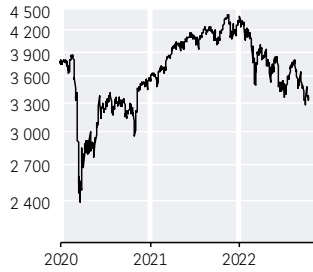


# REVUE DES MARCHÉS

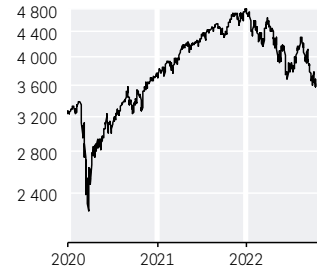
**EURO-DOLLAR**



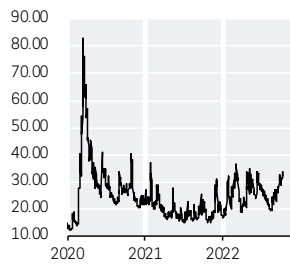
**EUROSTOXX50**



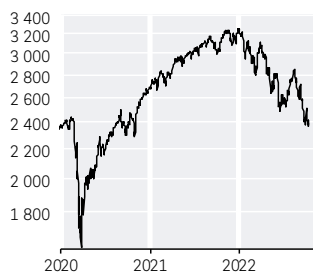
**S&P500**



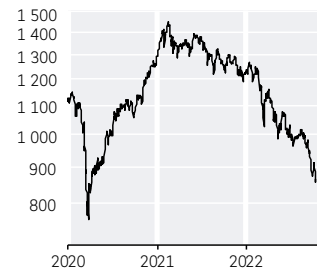
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



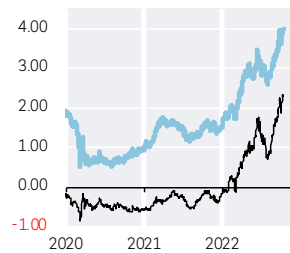
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

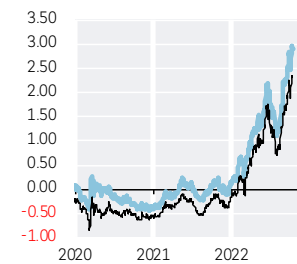


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



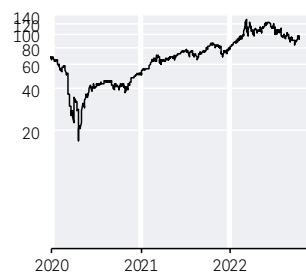
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

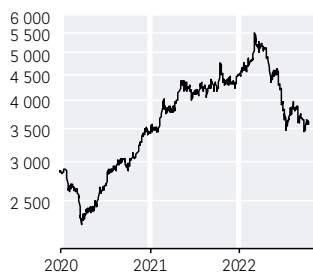
Année 2022 au 14-10

5.39%	Grèce	302 pb
4.68%	Italie	231 pb
3.52%	Espagne	116 pb
3.31%	Portugal	94 pb
3.08%	Autriche	71 pb
3.03%	Finlande	66 pb
3.01%	Belgique	64 pb
2.89%	Irlande	53 pb
2.89%	France	53 pb
2.62%	P-Bas	25 pb
2.36%	Allemagne	

**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ALLEMAGNE : CHANGEMENT DE PARADIGME BUDGÉTAIRE

Alors que le gouvernement a déjà mis en œuvre une batterie de mesures<sup>1</sup> budgétaires pour un montant de EUR 65 mds (soit 1,8% du PIB), Olaf Scholz a annoncé le 29 septembre dernier « *une double dose* », selon ses propres termes, avec l'instauration d'un bouclier énergétique d'une enveloppe maximum de EUR 200 mds. L'ensemble de l'enveloppe ne devrait pas être consommé, mais seulement la moitié d'après les premières estimations. Ce plan de grande envergure (5,5 % du PIB) doit permettre de subventionner la consommation d'électricité des ménages et des entreprises (environ 80 % de leur consommation habituelle), mais aussi maintenir un taux de TVA sur le gaz à 7 % jusqu'au printemps 2024. Après deux décennies de rigueur, l'Allemagne entre dans une nouvelle ère budgétaire alors que son bien le plus précieux, l'industrie, est en pleine crise.

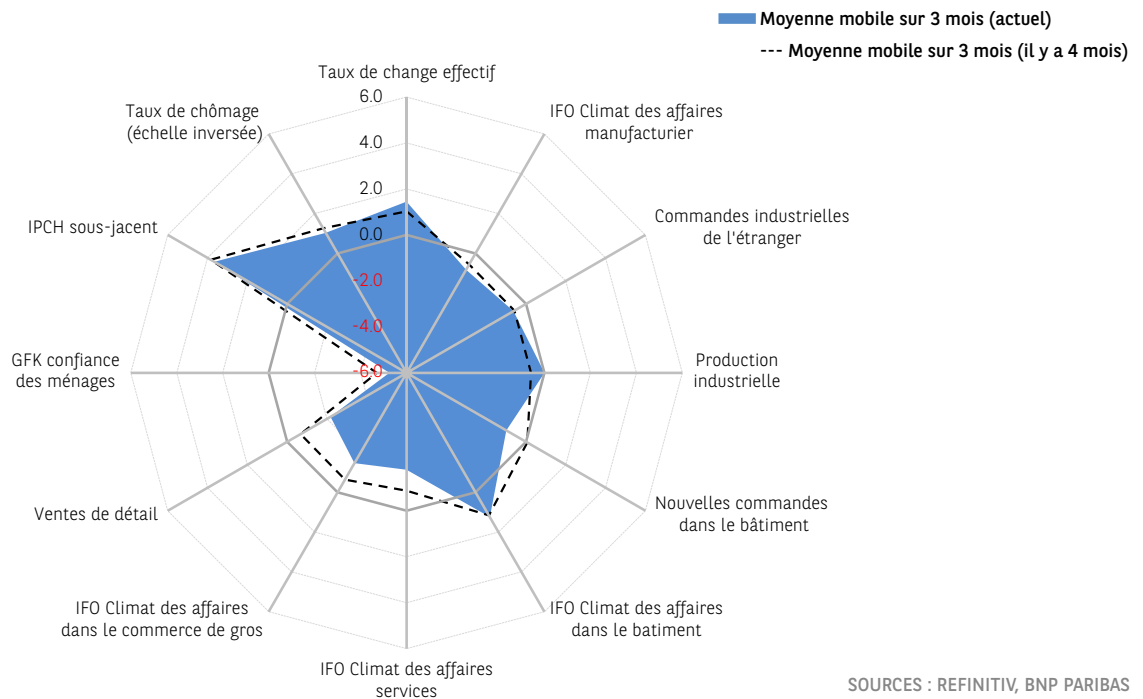
Le ministre des Finances, Christian Lindner, affirmant ne pas renoncer au « *frein à l'endettement* », les fonds déboursés prendront la forme de crédits émis depuis un fonds hors budget. Ce jeu d'écriture comptable est une pratique habituelle du gouvernement, déjà mise en œuvre pour le fonds destiné à lutter contre le réchauffement climatique et, plus récemment, pour des dépenses militaires. Mais l'ampleur des déficits de ces fonds spéciaux commence à inquiéter : ils devraient dépasser les EUR 50 mds en 2024, d'après le ministère fédéral des Finances (soit EUR -27 mds pour le fonds dédié au climat et à la transformation, et EUR -24 mds pour le fonds des dépenses militaires).

Dans le même temps, la situation conjoncturelle ne cesse de se dégrader. La production industrielle a reculé de 2% entre janvier et août. La baisse est particulièrement marquée pour les industries très énergivores : -9,3% pour l'industrie chimique et pharmaceutique, -7,5% dans le bois/papier, -3,1% pour l'aciérie et la métallurgie. Les enquêtes auprès des directeurs d'achat confirment cette contraction puisque le taux d'utilisation des capacités de production a perdu 16 points depuis le début 2022. De plus, le PMI manufacturier a poursuivi sa détérioration en septembre et s'enfonce en territoire de contraction (-1,3 point à 47,8) pour le troisième mois consécutif. La perte de dynamisme de l'industrie plombe les exportations et l'excédent commercial qui s'est réduit à seulement EUR 1,2 md en août (contre EUR 3,4 mds en juillet). L'institut de Kiel prévoit même que le solde commercial bascule en territoire négatif en octobre pour la première fois depuis 1991. Le climat des affaires, dans les autres secteurs, apparaît tout aussi dégradé. Pire, les anticipations d'activité à 6 mois, mesurées par l'Ifo, sont au plus bas dans tous les secteurs depuis le 1<sup>er</sup> confinement d'avril 2020. Pour la première fois depuis la crise du Covid-19, d'après l'horloge Ifo, reflétant la position dans le cycle de l'économie, l'Allemagne est entrée en récession.

**Anthony Morlet-Lavidalie**

<sup>1</sup> Cf. EcoWeek du 19 septembre pour plus de détails.

### 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.

## ESPAGNE : LES PRODUITS ALIMENTAIRES SONT DÉSORMAIS LA PRINCIPALE SOURCE D'INFLATION

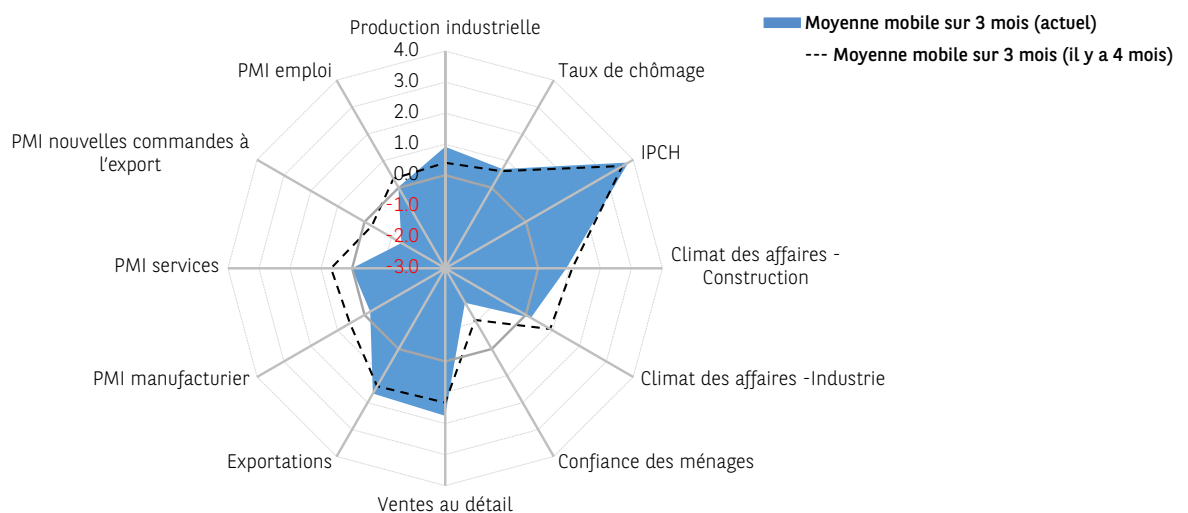
Les chiffres détaillés de l'inflation pour septembre confirment les changements de la dynamique des prix en cours ces derniers mois. L'augmentation des prix énergétiques, certes toujours très élevée (22,4% a/a), s'estompe depuis mars dernier – la hausse avait alors atteint un pic à 60,9% a/a. À l'inverse, l'augmentation annuelle de l'IPC des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées s'accroît (14,4% a/a contre 6,8% a/a en mars). Par conséquent, et pour la première fois depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, la hausse des produits alimentaires devient le premier contributeur à l'inflation, à hauteur de 3,4 points de pourcentage (p.p.), contre 2,4 p.p. pour l'énergie. L'inflation totale harmonisée reflue cependant passant de 10,5% a/a en août à 9,0% en septembre.

Le marché du travail est resté sur sa lancée au troisième trimestre, avec près de 130 000 emplois nets créés durant l'été, et un taux de chômage en légère baisse à nouveau en août, à 12,4%. Malgré tout, la détérioration des enquêtes d'opinion laisse peu de doutes sur le fait que cette bonne dynamique d'embauches va s'estomper. La confiance des ménages a enregistré en juillet son pire niveau en dix ans et elle n'est que très peu remontée depuis. L'indice PMI composite est passé en septembre sous la barre des 50 (-2,1 points à 48,4), un plus bas depuis un an et demi. Les indices du secteur manufacturier (49,0) et des services (48,5) se situent tous les deux en zone de contraction, ce qui indique un fléchissement de l'activité de plus en plus diffus à l'ensemble de l'économie. La détérioration de la situation en Europe pèse sur la demande externe : à 41,5 en septembre, l'indicateur PMI manufacturier pour les nouvelles commandes à l'exportation chute encore et s'établit désormais au même niveau qu'au début du premier confinement en mars 2020.

Dans le contexte économique et social actuel, et à un an des élections législatives, on aurait pu s'attendre à un budget 2023 très expansionniste de la part du gouvernement socialiste. Mais la feuille de route dévoilée par le ministère des Finances est somme toute conservatrice, avec un accroissement des dépenses sociales contenu (+1,1%) et un déficit attendu sous la barre des 4% du PIB pour l'année prochaine. Les chiffres du budget sont néanmoins fondés sur un taux de croissance pour 2023 très optimiste, à 2,1%, et loin du consensus. La semaine dernière, le FMI a rabaisé sa prévision à +1,2%, contre +2,0% en juillet dernier, tandis que nos prévisions de septembre tablent sur une hausse de seulement 0,5%.

**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.



## COVID-19 : RÉSURGENCE DE LA PANDÉMIE DE COVID-19 DANS UNE PARTIE DE L'EUROPE

La dynamique haussière du nombre de nouveaux cas de Covid-19 se poursuit pour la quatrième semaine consécutive en Europe.

Selon les dernières données de l'université Johns-Hopkins, les pays européens recensent 59% (1,92 million sur un total mondial de 3,25 millions) des nouvelles infections de Covid-19 diagnostiquées au cours des sept derniers jours (*graphique 1*). Dans cette région, le plus grand nombre de contaminations a été enregistré par l'Allemagne (632 167, +54%), suivie de la France (382 191, +21%), l'Italie (282 347, +26%), la Russie (156 489, -26%) puis l'Autriche (95 894, +20%). Les cinq pays totalisent 81,4% des nouveaux cas en Europe. Dans les autres régions du monde la tendance reste à la baisse : Afrique (-30%), Amérique du Sud (-15%), Amérique du Nord (-12%) et l'Asie (-7%). En parallèle, la couverture vaccinale progresse de plus en plus lentement, mais continue de s'étendre. À ce jour, 13 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde, ce qui porte à 68,2% la part de la population mondiale ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la Covid-19 (*graphique 2*).

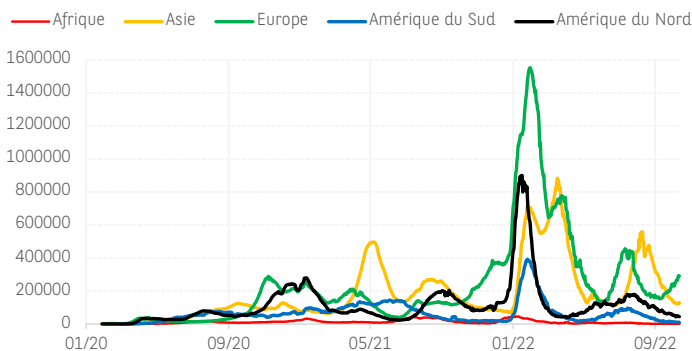
La fréquentation des commerces et des lieux de loisirs se maintient à son niveau pré-pandémique en Belgique, tandis qu'elle reste légèrement sous ce seuil en Italie et en France. En revanche, elle demeure un peu plus nettement en deçà du niveau d'avant-Covid en Allemagne, en Espagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis (*graphique 3, courbe bleue*).

L'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB apparaît sur une pente légèrement descendante en Espagne et un peu plus nette en France, alors qu'elle est beaucoup plus prononcée en Allemagne. En revanche, l'indicateur est relativement stable au Royaume-Uni, au Japon et aux États-Unis. En Belgique et en Italie, l'indicateur se différencie par une chute sur le dernier point de la courbe (*graphique 3, courbe noire*). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'indicateur présenté ici est calculé en glissement sur un an.

**Tarik Rharrab**

\* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google.

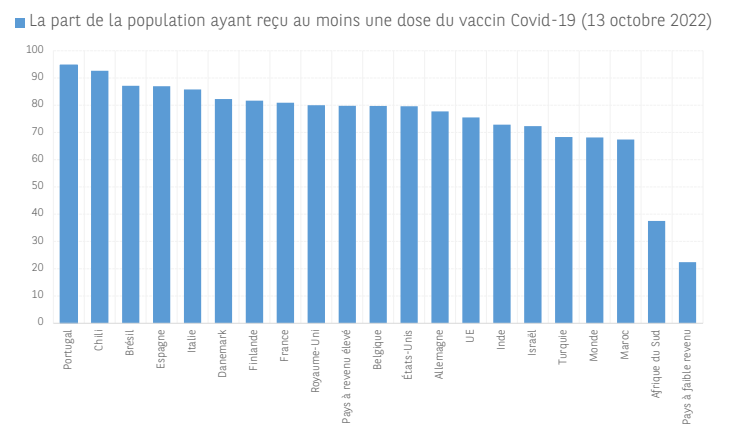
**NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR  
(MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)**



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITE DE JOHNS-HOPKINS (13/10/2022), BNP PARIBAS

**PART DE LA POPULATION AYANT REÇU AU MOINS UNE DOSE DE VACCIN**



GRAPHIQUE 2

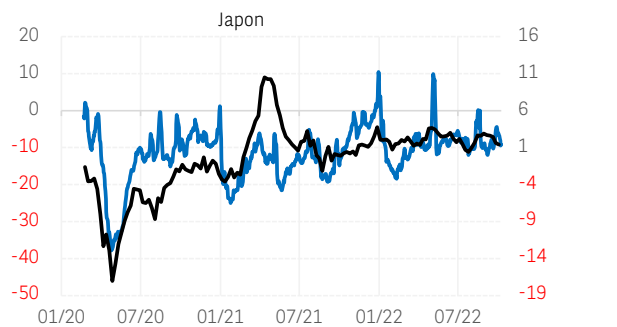
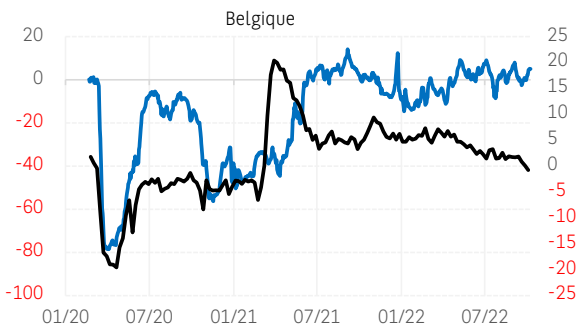
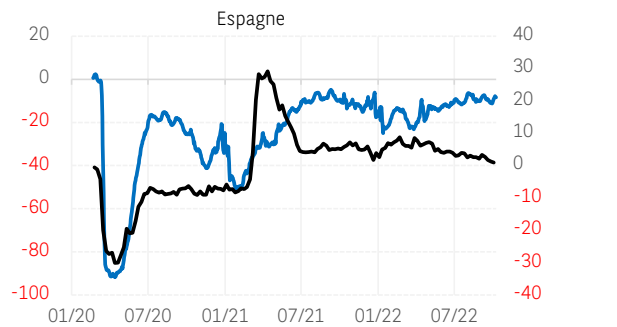
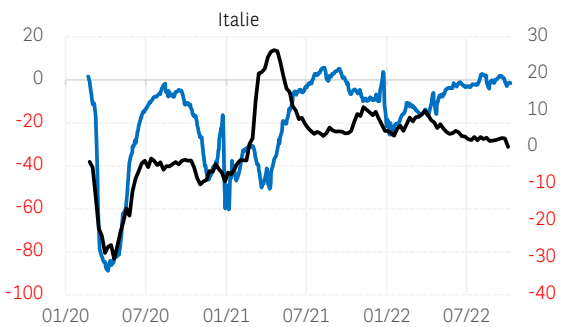
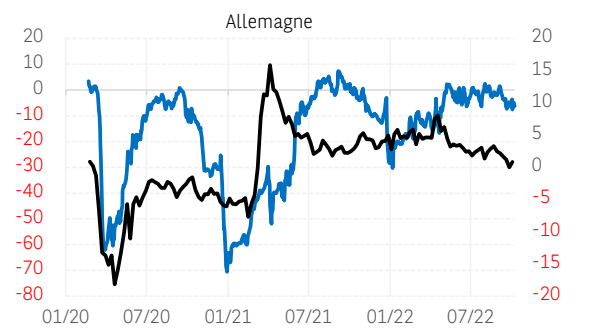
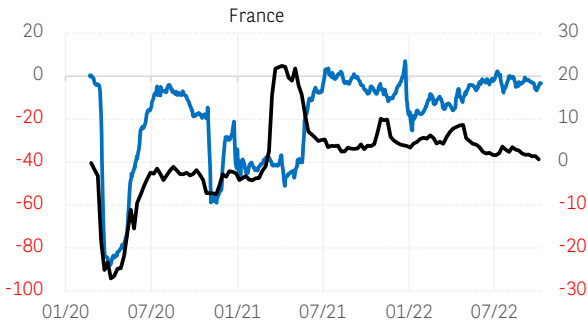
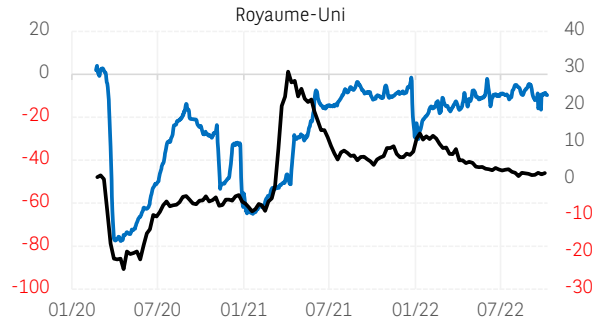
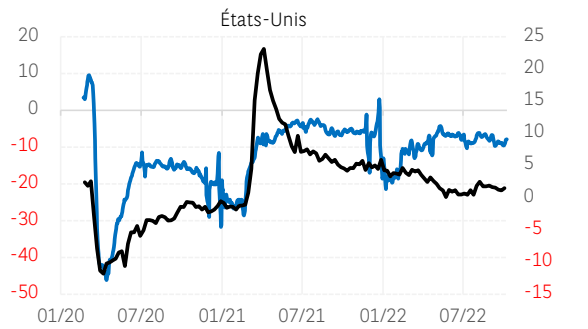
SOURCES : OUR WORLD IN DATA (AU 13/10/2022), BNP PARIBAS





**MOBILITÉ ET INDICATEUR HEBDOMADAIRE D'ACTIVITÉ DE L'OCDE**

— Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence\*)  
 — Indicateur de substitution hebdomadaire de la croissance en glissement sur 2 ans du PIB [é.d.]

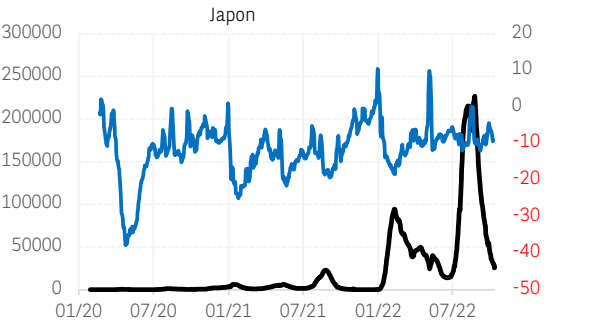
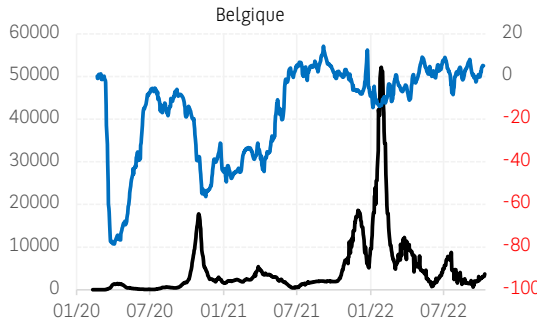
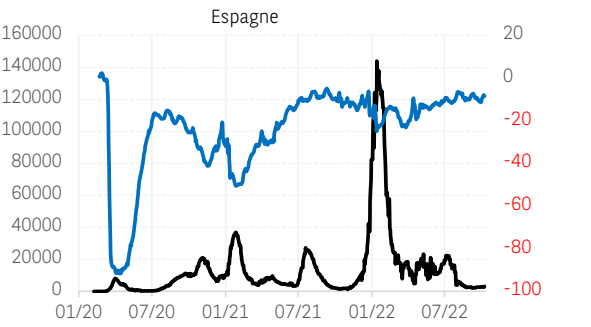
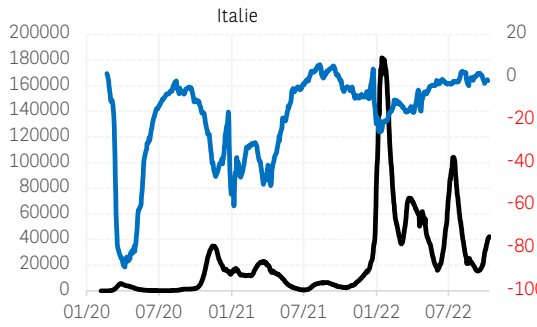
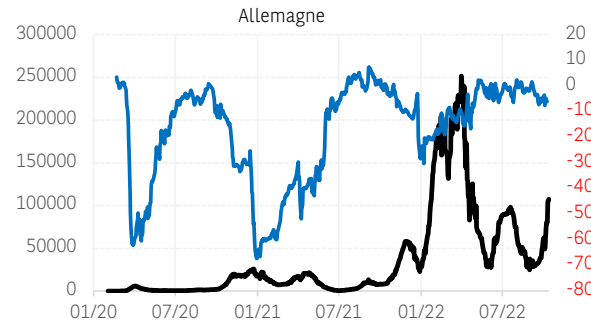
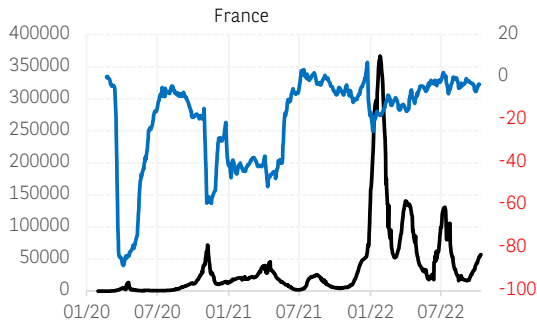
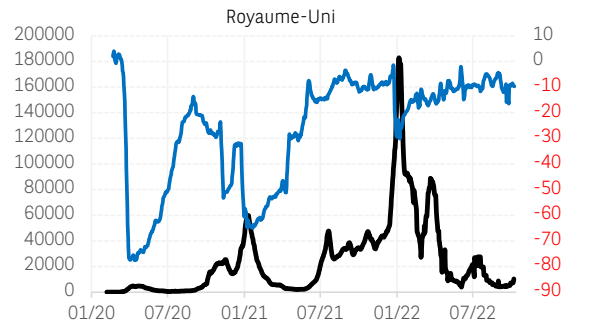
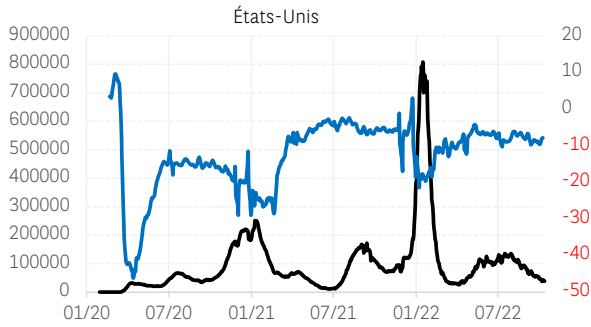


SOURCES : OCDE (13/10/2022), GOOGLE (13/10/2022), BNP PARIBAS



**NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS ET FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET LOISIRS**

— Nouveaux cas confirmés quotidiens de COVID-19 (moyenne mobile sur 7 jours)  
 — Fréquentation des commerces et établissements de loisirs (% , moyenne mobile sur 7 jours par rapport à la référence\*) (é.d.)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (13/10/2022), GOOGLE (13/10/2022), BNP PARIBAS

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

## 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 devrait poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Après une hausse de 75 points de base (pb) en septembre, d'autres hausses suivront en novembre et décembre, ce qui porterait le taux final des *Fed funds* à 4,50% (borne supérieure de la fourchette cible). Ce niveau devrait être maintenu tout au long de 2024.

La position ferme de la Fed s'explique par l'inflation particulièrement élevée et la robustesse du marché du travail. Une fois que l'économie aura marqué le pas et que l'inflation sera orientée à la baisse, la Réserve fédérale devrait adapter ses indications prospectives en vue d'opérer un atterrissage en douceur. Les rendements des *Treasuries* devraient donc augmenter à court terme, reflétant la perspective d'un resserrement monétaire. Pour l'année prochaine, nous tablons sur des rendements légèrement inférieurs avec le ralentissement de la croissance et le repli de l'inflation.

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.

## 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	1.7	1.0	0.9	4.7	8.0	4.4	3.9
Japon	1.7	1.3	0.8	0.6	-0.2	2.2	1.1	0.6
Royaume-Uni	7.4	3.4	-0.1	1.4	2.6	8.9	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	2.1
Italie	6.6	3.4	0.4	1.6	1.9	8.4	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

Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	1,75	4,50	4,50	4,50	4,50
	Treas. 10a	2,97	3,55	3,50	3,45	3,30
Zone euro	Taux de dépôt	-0,50	2,25	3,00	3,00	3,00
	Bund 10a	1,37	1,90	2,20	2,20	2,10
	OAT 10a	1,80	2,55	2,90	2,85	2,75
	BTP 10 ans	3,29	4,40	4,60	4,50	4,40
	BONO 10 ans	2,46	3,20	3,70	3,60	3,50
Royaume-Uni	Taux BoE	1,25	4,00	5,00	5,00	5,00
	Gilt 10a	2,21	4,75	4,85	4,50	4,40
Japon	Taux Bol	-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
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 6 septembre 2022 sauf mentions contraires. Prévision du taux des Fed Funds et du taux US à 10 ans au 21 septembre 2022. Prévision du taux de la Banque d'Angleterre, du Gilt 10 ans, du GBP/USD et EUR/GBP au 28 septembre. Prévision du taux de dépôt de la zone euro au 29 septembre 2022.

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



## CALENDRIER ACTUALISÉ

12

## DERNIERS INDICATEURS

En France, le taux d'inflation final pour septembre était conforme à l'estimation préliminaire. Au Japon, l'enquête Eco Watchers de septembre a envoyé des signaux contradictoires avec une amélioration inattendue et forte de l'indice de la conjoncture actuelle, alors que l'évaluation des perspectives s'est détériorée ; le consensus s'attendait à une amélioration. Au Royaume-Uni, la contraction du PIB a été légèrement plus importante que prévu mais la baisse de l'emploi a été moins marquée que ne le prévoyait le consensus.

Aux États-Unis, le sentiment des petites entreprises a enregistré une hausse marginale et les ventes au détail ont été stables, ce qui a constitué une déception. L'inflation mensuelle des prix à la production a augmenté plus que prévu, mais l'indice des prix de gros a été conforme au consensus, et légèrement inférieur au mois précédent. L'inflation des prix à la consommation s'est accélérée en septembre au-delà des attentes. C'est vrai aussi de l'inflation sous-jacente, bien qu'elle ait augmenté en septembre autant qu'en août, soit une hausse mensuelle importante de 0,6%. Selon l'enquête de l'Université du Michigan, l'indice de la conjoncture s'est redressé significativement, mais l'enquête sur les attentes s'est détériorée de façon inattendue. Une autre source d'inquiétude est l'augmentation des anticipations d'inflation, à court et à long terme.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
10/11/2022	Japon	Conjoncture (EcoWatchers)	Sept.	47,7	48,4	45,5
10/11/2022	Japon	Perspectives (EcoWatchers)	Sept.	50,8	49,2	49,4
10/11/2022	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi 3m/3m	Août	-160k	-109k	40k
10/11/2022	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Sept.	91,6	92,1	91,8
10/12/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel (3m/3m)	Août	-0,2%	-0,3%	0,0%
10/12/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Sept.	7,3%	7,2%	7,3%
10/12/2022	États-Unis	IPP demandes finale m/m	Sept.	0,2%	0,4%	-0,1%
10/12/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Sept.	0,3%	0,3%	0,4%
10/12/2022	États-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Sept.	--	--	--
10/13/2022	États-Unis	IPC m/m	Sept.	0,2%	0,4%	0,1%
10/13/2022	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Sept.	0,4%	0,6%	0,6%
10/13/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	225k	228k	219k
10/14/2022	France	IPC harmonisé m/m	Sept.	-0,5%	-0,5%	-0,5%
10/14/2022	France	IPC harmonisé y/y	Sept.	6,2%	6,2%	6,2%
10/14/2022	États-Unis	Ventes au détail m/m	Sept.	0,2%	0,0%	0,3%
10/14/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Oct.	59,0	59,8	58,6
10/14/2022	États-Unis	Université du Michigan - Conjoncture	Oct.	59,9	65,3	59,7
10/14/2022	États-Unis	Université du Michigan - Attentes	Oct.	58,5	56,2	58,0
10/14/2022	États-Unis	Université du Michigan - Inflation à un an	Oct.	4,6%	5,1%	4,7%
10/14/2022	États-Unis	Université du Michigan - Inflation 5-10 ans	Oct.	2,8%	2,9%	2,7%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

## INDICATEURS À SUIVRE

Nous connaissons les chiffres de l'estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre. Les résultats de l'enquête ZEW seront communiqués pour l'Allemagne et la zone euro. Au Royaume-Uni, nous disposerons des chiffres de l'inflation ainsi que de ceux des ventes au détail et l'indice de confiance des consommateurs sera publié. En France, les dernières données sur la confiance des entreprises seront disponibles. Pour la zone euro, les données finales sur l'inflation des prix à la consommation pour septembre ainsi que celles relatives à la confiance des consommateurs pour octobre seront attendues. Aux États-Unis, diverses données seront publiées sur le marché du logement et l'activité du bâtiment. L'indice des indicateurs économiques avancés du *Conference Board* et le Livre beige de la Réserve fédérale seront également publiés.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
18/10/2022	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Oct.	--	-61,9
18/10/2022	Allemagne	Conjoncture (enquête ZEW)	Oct.	--	-60,5
18/10/2022	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Oct.	--	-60,7
18/10/2022	États-Unis	Indice du marché du logement (NAHB)	Oct.	45	46
19/10/2022	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Sept.	--	8,60%
19/10/2022	Zone euro	IPC g.a.	Sept.	--	9,10%
19/10/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	--	4,80%
19/10/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Sept.	0,50%	-10,00%
19/10/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Sept.	-5,40%	12,20%
19/10/2022	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
20/10/2022	France	Climat des affaires	Oct.	--	102
20/10/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
20/10/2022	États-Unis	Indicateur avancé	Sept.	-0,30%	-0,30%
21/10/2022	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	--	-49
21/10/2022	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto et carburant m/m	Sept.	--	-1,60%
21/10/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	--	-28,8

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

<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
<a href="#">États-Unis : Emplois vacants, taux de rotation et désinflation</a>	EcoWeek	26 septembre 2022
<a href="#">EcoPerspectives : La narration d'une récession</a>	EcoPerspectives	23 septembre 2022
<a href="#">France : après l'inflation, la récession ?</a>	EcoTVWeek	23 septembre 2022
<a href="#">Global : Économies avancées : prix de l'immobilier et risque de bulle</a>	Graphique de la Semaine	21 septembre 2022
<a href="#">Global : Le cycle monétaire : après la panique, la persévérance puis la patience</a>	EcoWeek	19 septembre 2022
<a href="#">Amérique Latine : Les mécanismes de l'inflation</a>	EcoTVWeek	17 septembre 2022
<a href="#">Global : 2022, vers un nouveau pic probable des émissions de CO2</a>	Graphique de la Semaine	15 septembre 2022
<a href="#">Global : Qu'est-ce qui détermine le rythme de la désinflation?</a>	EcoWeek	12 septembre 2022
<a href="#">Zone euro : une première moitié d'année positive mais la seconde négative ?</a>	EcoTVWeek	9 septembre 2022
<a href="#">Les forces populistes peuvent-elles s'imposer en Suède ?</a>	EcoFlash	9 septembre 2022
<a href="#">Chili : rejet du projet de constitution</a>	Graphique de la Semaine	7 septembre 2022
<a href="#">Global : L'hiver s'annonce frugal</a>	EcoWeek	5 septembre 2022
<a href="#">Politique monétaire : de la théorie sans fin à la fin de la théorie.</a>	EcoTVWeek	2 septembre 2022
<a href="#">Zone euro : la hausse des taux de marché rend le crédit bancaire plus attractif pour les sociétés non financières</a>	Graphique de la Semaine	31 août 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

Perrine Guérin  
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones +33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@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 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.

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