

2

ÉDITORIAL

Royaume-Uni : « ruée sur les liquidités », effet de levier et nécessité de coordonner les politiques économiques

4

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : États-Unis, zone euro.

—

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

CALENDRIER

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

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ROYAUME-UNI: « RUÉE SUR LES LIQUIDITÉS », EFFET DE LEVIER ET NÉCESSITÉ DE COORDONNER LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Au Royaume-Uni, les marchés financiers ont été récemment confrontés à une « ruée sur les liquidités » qui a amené les investisseurs à céder des actifs, y compris sûrs, comme les obligations d'État, pour obtenir des liquidités. Le catalyseur a été l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste. Celle-ci pourrait obliger la Banque d'Angleterre à relever plus fortement les taux d'intérêt compte tenu de possibles conséquences inflationnistes. L'effet de levier et les appels de marge qui en ont découlé ont accéléré la hausse des rendements du Gilt. Cette situation montre la nécessité de coordonner les politiques économiques. En cas d'inflation élevée due à un choc d'offre, cela signifie un resserrement monétaire pour amorcer la désinflation, un soutien ciblé de la politique budgétaire à ceux qui souffrent le plus de l'inflation, et une politique macroprudentielle qui s'attaque aux conséquences de la volatilité du marché et à l'augmentation importante des rendements obligataires.

Les marchés financiers britanniques ont récemment été confrontés à une « ruée sur les liquidités ». Cette expression désigne une situation de « *flight to safety* » amenant les investisseurs à céder des actifs, y compris sûrs, comme les obligations d'État, pour obtenir des liquidités¹. L'analyse de ce phénomène et des facteurs à l'œuvre apporte un éclairage utile en faveur d'une coordination des politiques économiques.

La préférence accrue des investisseurs britanniques pour les liquidités peut être due à leur volonté de réduire le risque de taux dans leurs portefeuilles. Le principal facteur, néanmoins, a été l'augmentation de la demande de liquidité des investisseurs endettés devant la nécessité de couvrir les appels de marge sur les positions de produits dérivés ; celles-ci ont été, directement ou indirectement, malmenées par la flambée des rendements des emprunts d'État britanniques (*Gilts*).

Comme cela a été rapporté par les médias, plusieurs fonds de pension ont procédé à des ventes forcées d'obligations souveraines afin d'obtenir des liquidités pour faire face aux exigences en matière de collatéral, une décision qui a amplifié l'augmentation des taux d'intérêt à long terme. La remontée des rendements s'est alors autorenforcée. Selon le Comité de politique financière de la Banque d'Angleterre, on pouvait craindre « un risque important pour la stabilité financière du Royaume-Uni en cas de persistance ou d'aggravation des dysfonctionnements du marché. Cela pourrait conduire à un resserrement injustifié des conditions de financement et à une réduction du flux de crédit vers l'économie réelle »². Ainsi, le Comité a décidé de procéder à des rachats temporaires d'obligations d'État britanniques à maturité longue afin de ramener le calme sur le marché de la dette³.

La tempête qui a secoué le marché obligataire a, d'abord, été déclenchée par l'annonce d'un « mini-budget » le 23 septembre dernier, prévoyant des baisses d'impôt à hauteur de 45 milliards de livres, un niveau inégalé depuis 1972⁴. Les rendements des emprunts d'État se sont envolés (*graphique 1*) devant le risque d'un accroissement des besoins d'emprunt, dans un contexte de réduction de la taille du bilan de la Banque d'Angleterre (resserrement quantitatif). La perspective de nouveaux tours de vis par la banque centrale, pour compenser les conséquences inflationnistes à moyen terme d'une politique budgétaire expansionniste, a constitué un autre facteur. Enfin, le plongeon de la livre sterling à un plus bas historique face au dollar (*graphique 2*)

1 Cette définition a été tirée de « *The role of non-bank financial intermediaries in the 'dash for cash' in sterling markets* », Banque d'Angleterre, Document sur la stabilité financière n° 47, juin 2021.

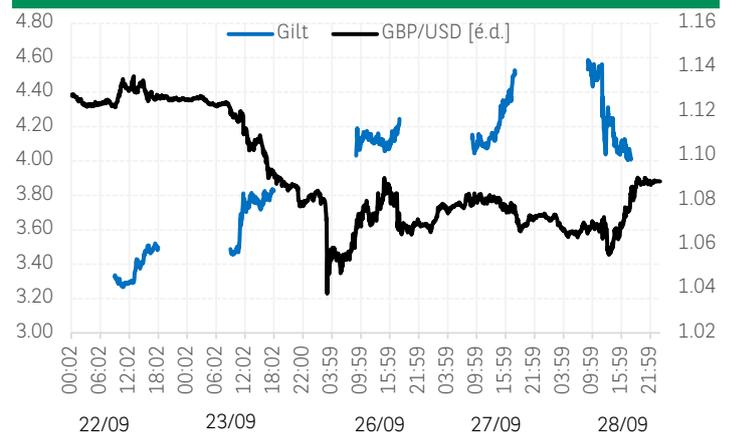
2 Source : « *Bank of England announces gilt market operation* », communiqué de presse de la Banque d'Angleterre, publié le 28 septembre 2022.

3 Il convient de souligner qu'il s'agit là d'une décision visant à assurer la stabilité financière, adoptée par le Comité de politique financière, et non d'une décision de politique monétaire, qui relève de la compétence du Comité de politique monétaire.

4 Source : *Financial Times*.

a aggravé le risque d'une nouvelle hausse de l'inflation et contribué à la flambée des rendements obligataires. La chute de la monnaie britannique est le résultat des inquiétudes portant sur la crédibilité de la politique budgétaire – quand l'expansion budgétaire sera-t-elle suivie par un mouvement dans la direction opposée? – ainsi que sur

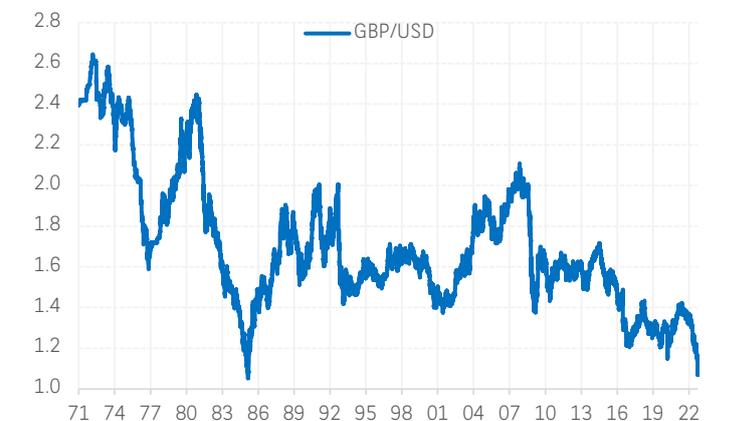
ROYAUME-UNI : INTRAJOURNALIER, GILT 10 ANS VS. GBP/USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

GBP/USD



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



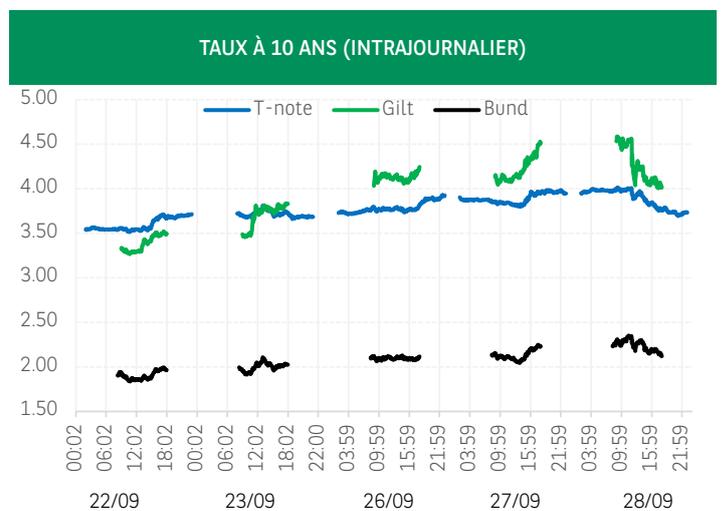
celle de la politique monétaire – La Banque d'Angleterre fera-t-elle tout ce qui est en son pouvoir pour faire face aux risques d'inflation accrus ? La crédibilité joue un rôle important dans la conduite de la politique économique, surtout dans le cas au Royaume-Uni, un pays qui accuse un déficit de la balance des opérations courantes et qui dépend de la volonté des investisseurs étrangers de couvrir le déficit de financement des secteurs domestiques (ménages, entreprises et secteur public). Par ailleurs, le bond des rendements des Gilts a entraîné dans son sillage l'augmentation des taux obligataires à l'étranger, y compris aux États-Unis (graphique 3). Les marchés obligataires mondiaux sont fortement corrélés en temps normal et encore plus en cas de mouvements de grande ampleur comme ceux observés ces derniers jours.

Dans un tel contexte, la «ruée sur les liquidités» a joué un rôle d'accélérateur du mouvement des rendements obligataires. Dans la mesure où elle reflète la réaction d'investisseurs endettés, la question se pose de savoir ce qui avait soutenu cet appétit d'endettement. La première réponse qui vient à l'esprit réside dans le dilemme des investisseurs obligataires, avec l'ambition de réaliser, d'une part, des rendements attractifs – par exemple pour répondre aux engagements d'un fonds de pension – et, d'autre part, des rendements attendus (très) faibles après des années de politique monétaire très expansionniste au Royaume-Uni comme dans d'autres pays. Cela a conduit, de prime abord, à une situation étonnante : malgré le gonflement du bilan des banques centrales – conséquence de plusieurs années d'assouplissement quantitatif – la liquidité faisait défaut dans d'autres secteurs de l'économie. Il n'y a là, cependant, rien d'anormal. En effet, nous parlons de deux choses différentes : d'une part, la liquidité monétaire – la taille du bilan de la banque centrale, les réserves excédentaires du système bancaire – et, d'autre part, la liquidité du marché – l'aptitude à négocier de gros volumes avec une influence limitée sur les cours du marché. Plus la liquidité monétaire est abondante, plus le risque augmente que la liquidité du marché ne suffise pas en cas de mouvements importants des taux d'intérêt.

Il convient donc de coordonner les politiques monétaires et macroprudentielles. Dans le premier cas, cela signifie la prise en compte des conséquences d'une orientation de politique monétaire accommodante ou restrictive pour la stabilité financière. S'agissant des politiques macroprudentielles, une vue d'ensemble précise de l'utilisation de l'effet de levier permettrait de mieux anticiper la réaction des opérateurs endettés aux chocs des taux d'intérêt.

Il faut également mieux harmoniser les politiques monétaires et budgétaires pour éviter des chocs massifs de taux d'intérêt. La recherche montre que la politique budgétaire peut améliorer l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt sont très bas⁵. La stimulation de la demande accroît en effet la probabilité d'atteindre plus rapidement l'objectif d'inflation, ce qui permet une normalisation de la politique monétaire. Cela réduit également le risque d'instabilité financière due à la formation de bulles spéculatives. Lorsque l'inflation est supérieure à l'objectif, la politique budgétaire – réduction (ou augmentation) du déficit (ou de l'excédent) budgétaire corrigé du cycle – peut accroître l'efficacité d'une politique monétaire restrictive. Une politique budgétaire expansionniste entrerait, en revanche, en contradiction avec l'objectif de la banque centrale de ralentir la croissance de la demande. C'est justement ce qui s'est passé au

5 Voir à ce sujet : *Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound*, discours liminaire d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, lors de la troisième conférence annuelle organisée par le Conseil fiscal européen sur le thème : «*High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress*», Francfort-sur-le-Main, 26 février 2021.



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Royaume-Uni. Cela conduirait à une augmentation du taux final – le pic cyclique des taux directeurs – qui, à son tour, influencerait sur la dynamique du ratio de la dette publique, du fait de la hausse des rendements obligataires.

Une inflation élevée due à un choc d'offre négatif (hausse des prix de l'énergie, etc.) représente un défi pour la politique monétaire et budgétaire. Estimant que ce choc aura un impact temporaire sur l'inflation, les autorités monétaires auront tendance à l'ignorer. Cependant, face au risque de désancrage des anticipations d'inflation et à ses effets sur les revendications salariales et les stratégies de fixation des prix des entreprises, comme nous en avons fait l'expérience cette année, les banques centrales ont fini par relever les taux. Les États feront alors en sorte d'amortir l'impact du choc d'offre négatif sur le pouvoir d'achat des ménages en prenant des mesures qui peuvent, à leur tour, alimenter l'inflation, compliquant ainsi encore davantage la tâche de la banque centrale, et conduire à une hausse des taux d'intérêt.

L'inflation du côté de l'offre nécessite un soutien budgétaire ciblé pour aider ceux qui sont les plus touchés. Une telle politique est d'autant plus indiquée que les banques centrales ne sont pas armées pour assurer une répartition équitable des conséquences des chocs économiques. L'Eurogroupe a souligné, en juillet dernier, la nécessité d'une approche ciblée : «*L'Eurogroupe considère qu'il n'est pas justifié de soutenir la demande globale au moyen de politiques budgétaires en 2023, l'accent étant mis plutôt sur la protection des plus vulnérables, tout en maintenant la souplesse nécessaire pour procéder à des ajustements, si nécessaire (...) de manière à faciliter également la tâche de la politique monétaire pour garantir la stabilité des prix en ne renforçant pas les tensions inflationnistes*»⁶. Luis de Guindos, vice-président de la BCE, a fait récemment une remarque qui va dans le même sens : «*La politique budgétaire ne doit pas alimenter l'inflation. Elle doit être temporaire et adaptée aux ménages et entreprises les plus vulnérables, qui sont les plus gravement touchés par une inflation élevée*»⁷.

William De Vijlder

6 Source : Déclaration de l'Eurogroupe sur les orientations en matière de politique budgétaire pour 2023, 11 juillet 2022, www.consilium.europa.eu.

7 Source : «*Policy mix of the future: the role of monetary, fiscal and macroprudential policies*», Remarques de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, à une réunion d'experts lors de la conférence «*Future of Central Banking*», organisée par Lietuvos bankas et la Banque des règlements internationaux (BRI), Francfort-sur-le-Main, 29 septembre 2022.

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 23-9-22 au 30-9-22

▼ CAC 40	5 783	▶ 5 762	-0.4 %
▼ S&P 500	3 693	▶ 3 586	-2.9 %
↗ Volatilité (VIX)	29.9	▶ 31.6	+1.7 pb
↗ Euribor 3m (%)	1.15	▶ 1.17	+2.0 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	3.63	▶ 3.75	+12.6 pb
↗ OAT 10a (%)	2.58	▶ 2.75	+17.1 pb
↗ Bund 10a (%)	2.03	▶ 2.11	+7.7 pb
↗ US Tr. 10a (%)	3.70	▶ 3.80	+10.8 pb
↗ Euro vs dollar	0.97	▶ 0.98	+0.9 %
↗ Or (once, \$)	1 644	▶ 1 674	+1.8 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	86.2	▶ 88.7	+2.9 %

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	2.58	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	1.69	1.90	le 27/09	-0.83	le 04/03
Euribor 3m	1.17	1.23	le 27/09	-0.58	le 05/01	Bund 10a	2.11	2.24	le 27/09	-0.14	le 24/01
Euribor 12m	2.56	2.63	le 27/09	-0.50	le 05/01	OAT 10a	2.75	2.83	le 29/09	0.15	le 04/01
\$ FED	3.25	3.25	le 22/09	0.25	le 03/01	Corp. BBB	4.76	4.84	le 29/09	0.90	le 05/01
Libor 3m	3.75	3.75	le 30/09	0.21	le 03/01	\$ Treas. 2a	4.26	4.37	le 27/09	0.70	le 04/01
Libor 12m	4.78	4.91	le 26/09	0.58	le 03/01	Treas. 10a	3.80	3.96	le 27/09	1.63	le 03/01
£ Bque Angl	2.25	2.25	le 22/09	0.25	le 03/01	High Yield	9.91	9.91	le 30/09	5.07	le 03/01
Libor 3m	3.34	3.75	le 26/09	0.26	le 03/01	£ Gilt. 2a	4.28	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	4.10	4.50	le 27/09	0.97	le 03/01

Au 30-9-22

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 22	+bas 22	2022			
USD	0.98	1.15	le 10/02	0.96	le 27/09	-13.9%
GBP	0.88	0.90	le 28/09	0.83	le 14/04	+4.5%
CHF	0.96	1.06	le 10/02	0.95	le 28/09	-6.9%
JPY	141.80	144.46	le 13/09	125.37	le 04/03	+8.3%
AUD	1.52	1.62	le 04/02	1.43	le 25/08	-2.6%
CNY	6.95	7.29	le 10/02	6.75	le 14/07	-4.2%
BRL	5.30	6.44	le 06/01	5.01	le 21/04	-16.3%
RUB	59.88	164.76	le 07/03	55.60	le 26/09	-29.8%
INR	79.70	85.96	le 11/02	78.49	le 27/09	-5.7%

Au 30-9-22

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)			
Pétrole, Brent	88.7	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+13.1%	+31.3%
Or (once)	1 674	2 056	le 08/03	1 635	le 27/09	-8.1%	+6.6%
Métaux, LME	3 541	5 506	le 07/03	3 453	le 27/09	-21.3%	-8.7%
Cuivre (tonne)	7 683	10 702	le 04/03	7 160	le 14/07	-21.1%	-8.4%
Blé (tonne)	308	4.7	le 17/05	276	le 18/08	+29.7%	+50.5%
Mais (tonne)	257	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+12.8%	+30.9%

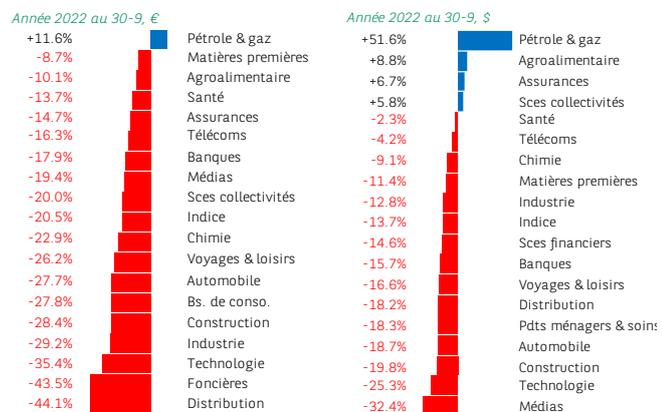
Au 30-9-22

INDICES ACTIONS

Cours	+haut 22	+bas 22	2022			
Monde						
MSCI Monde	2 379	3 248	le 04/01	2 379	le 30/09	-26.4%
Amérique du Nord						
S&P500	3 586	4 797	le 03/01	3 586	le 30/09	-24.8%
Europe						
EuroStoxx50	3 318	4 392	le 05/01	3 279	le 29/09	-22.8%
CAC 40	5 762	7 376	le 05/01	5 677	le 29/09	-19.4%
DAX 30	12 114	16 272	le 05/01	11 976	le 29/09	-23.7%
IBEX 35	7 367	8 934	le 27/05	7 300	le 29/09	-15.5%
FTSE100	6 894	7 672	le 10/02	6 882	le 29/09	-6.6%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 012	1 165	le 05/01	1 012	le 30/09	-11.4%
Nikkei	25 937	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-9.9%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	876	1 267	le 12/01	873	le 29/09	-28.9%
Chine	56	86	le 20/01	56	le 30/09	-30.9%
Inde	757	891	le 13/01	699	le 17/06	-1.9%
Brsil	1 462	2 003	le 04/04	1 311	le 14/07	-1.0%

Au 30-9-22

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

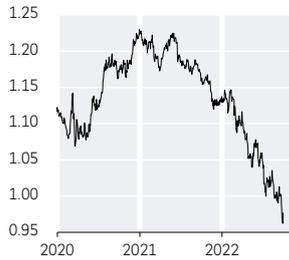


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

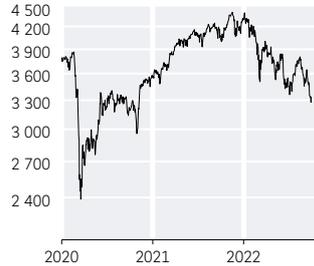


REVUE DES MARCHÉS

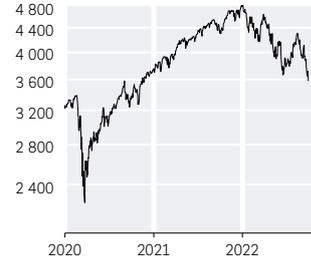
EURO-DOLLAR



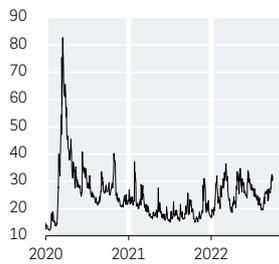
EUROSTOXX50



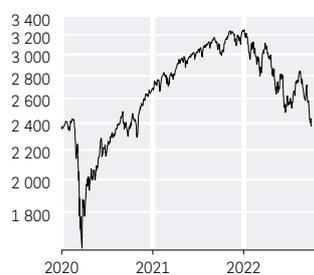
S&P500



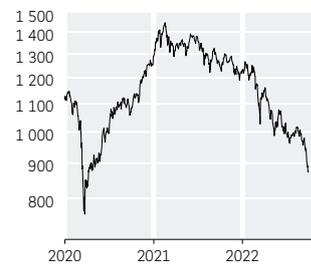
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



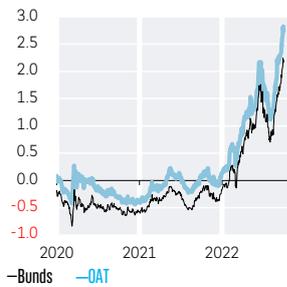
MSCI ÉMÉRGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

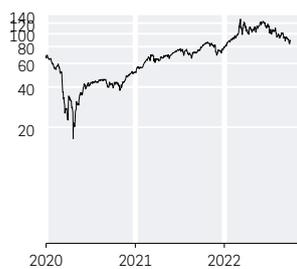


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

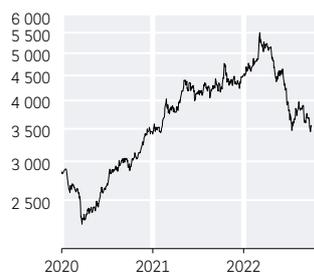
Année 2022 au 30-9

4.60%	Grèce	249 pb
4.40%	Italie	229 pb
3.30%	Espagne	119 pb
3.05%	Portugal	94 pb
2.82%	Autriche	71 pb
2.79%	Finlande	68 pb
2.78%	Belgique	67 pb
2.75%	France	64 pb
2.68%	Irlande	57 pb
2.45%	P-Bas	34 pb
2.11%	Allemagne	

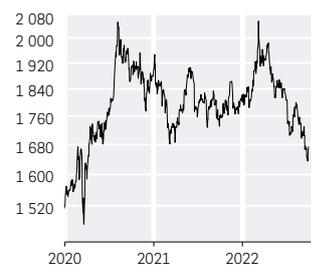
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



Classification : Internal



ÉTATS-UNIS : RÉSISTER SANS CONVAINCRE

L'inflation toujours persistante et la remontée des taux d'intérêt à un rythme soutenu affectent durement l'économie américaine. Pourtant, les enquêtes sur le climat des affaires rebondissent, certes modestement, et la confiance des ménages s'améliore pour le deuxième mois consécutif. Les indices préliminaires du climat des affaires ont rebondi en septembre, sans pour autant revenir en territoire expansif. Le PMI composite s'est très nettement redressé (+4,7 points par rapport à août) pour s'établir à 49,3, principalement porté par la bonne progression du PMI services (+5,5 points, à 49,2) et, dans une moindre mesure, par une légère amélioration du PMI manufacturier (+0,2 point, à 51,8).

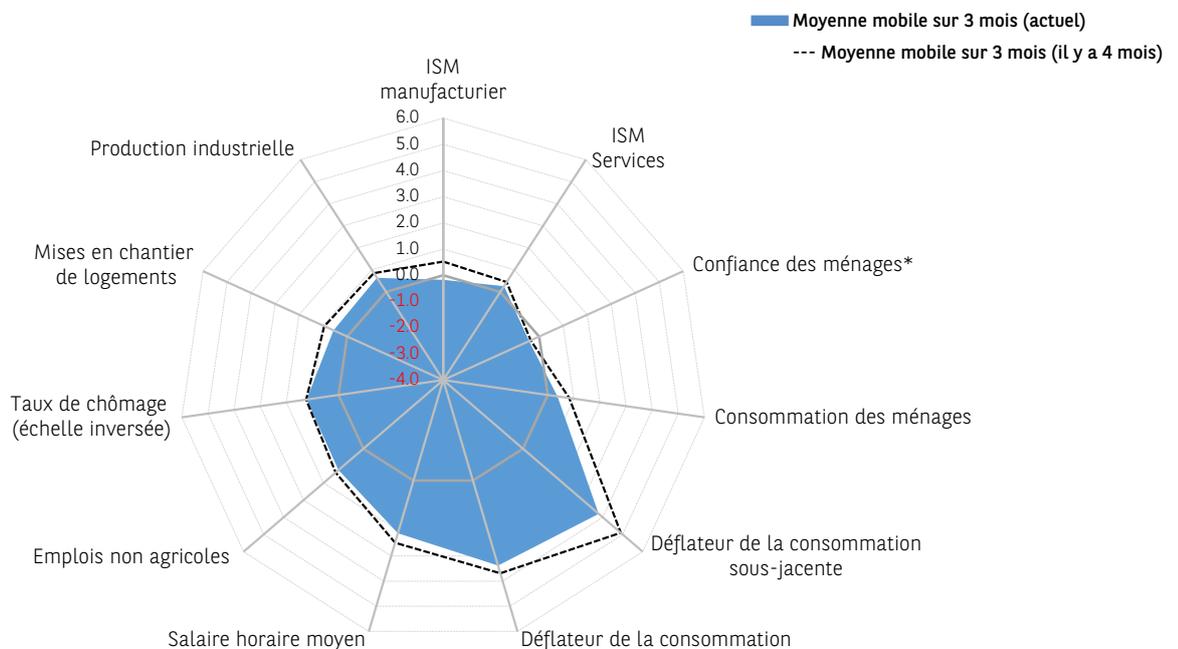
La confiance des ménages s'est également améliorée en septembre pour le deuxième mois d'affilée d'après l'enquête du *Conference Board* (+4,4 points) et celle de l'Université du Michigan (+1,3 point). La perception que les ménages ont de leur situation financière personnelle s'est notamment redressée pour le deuxième mois consécutif, ce qui contribue à une hausse des intentions d'achats de voitures et de gros électroménagers.

Cependant, l'inflation, mesurée par le *Personal Consumption Expenditure Index* (PCE), n'a pas diminué autant que prévu et atteint 6,2% en g.a. en août, en légère baisse toutefois par rapport à juillet (6,4%). Mis à part un fort recul des prix de l'essence, la désinflation attendue, notamment dans les biens durables, ne s'est pas encore matérialisée. L'inflation continue de se propager, avec une hausse de l'inflation sous-jacente (4,9% en g.a. en août, +0,2 point par rapport à juillet) ainsi que des prix alimentaires qui continuent de croître à un rythme soutenu (12,4% en g.a.). Les derniers chiffres de l'inflation montrent que si le pic n'est pas loin, il n'est pas pour autant atteint, du moins avec certitude.

En conséquence, le *Federal Open Market Committee* (FOMC) a poursuivi son resserrement monétaire lors de sa réunion de politique monétaire de septembre, avec une troisième hausse de 75 points de base de ses *Fed funds*, portant ainsi la fourchette à 3,0% - 3,25%. Les perspectives comparativement moins mauvaises de l'économie américaine, par rapport à la zone euro et au Royaume-Uni notamment, et la détermination de la Réserve fédérale (Fed) de poursuivre son resserrement monétaire contribuent à l'appréciation du dollar. Selon le *Nominal Advanced Foreign Economies Index* de la Fed, le dollar s'est apprécié de 3,4% par rapport aux devises des économies avancées sur un mois.

Félix Berte

ÉTATS-UNIS : 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 -4 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.

ZONE EURO : SEPTEMBRE MOROSE, INFLATION À DEUX CHIFFRES, DÉTÉRIORATION MARQUÉE DES ENQUÊTES DE CONFIANCE

Le ciel conjoncturel ne cesse de s'assombrir au-dessus de la zone euro. Le bilan des premières données disponibles pour septembre n'est pas bon et cela se voit sur notre baromètre. Au niveau des données d'enquêtes, la zone bleue (relative aux conditions récentes) se rétracte par rapport à la ligne pointillée (relative aux conditions des quatre mois précédents) et même, sur certains indicateurs, par rapport au dodécagone gris (la moyenne de long terme). La situation est inverse pour les données d'inflation.

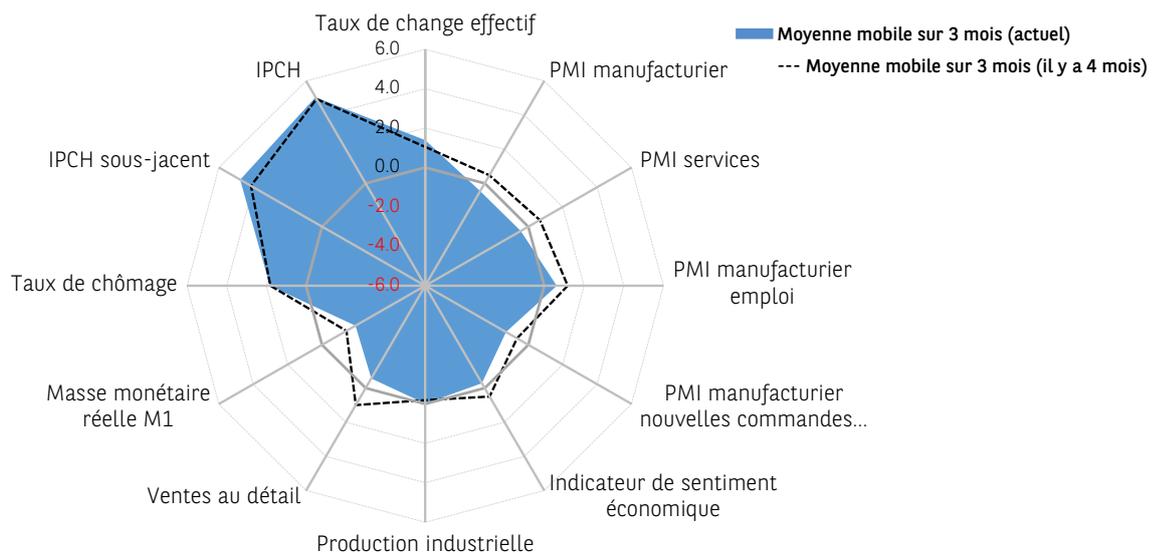
De fait, l'inflation a franchi un nouveau cap, en atteignant 10% en g.a. en septembre selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. Non seulement l'inflation atteint les deux chiffres – c'était prévisible mais ce n'en est pas moins une mauvaise nouvelle – mais sa hausse de 0,9 point par rapport à juillet est généralisée à l'ensemble de ses principales composantes. L'accélération des prix des produits manufacturés contribue à hauteur de 0,1 point, celle des prix des services de 0,2 point et l'énergie et l'alimentaire pour 0,3 point chacun. Certes, la nouvelle hausse de l'inflation n'est pas généralisée à l'ensemble des États membres de la zone euro. Elle a baissé dans six d'entre eux, de 0,8 point en moyenne. Ce n'est pas négligeable mais c'est insuffisant par rapport à la hausse moyenne de 1,1 point dans les treize autres pays, qui pèsent plus lourd. La France continue de se démarquer avec le taux d'inflation le plus bas de la zone euro (6,2% en g.a.), en baisse de 0,4 point par rapport à juillet. L'inflation a aussi nettement reflué en Espagne (de 1,2 point, à 9,3% en g.a., repassant ainsi sous la barre des 10%). Mais la nouvelle hausse de l'inflation en Italie (+0,4 point, à 9,5% en g.a.), et plus encore en Allemagne (+2,1 points, à 10,9% en g.a.), emporte la donne.

Septembre marquera-t-il le pic de l'inflation dans la zone euro ? L'incertitude reste grande. Ce qui est nettement moins incertain (voire certain), c'est le temps long que prendra l'inflation pour revenir à l'objectif de 2%. Fin 2023, selon nos prévisions, l'inflation serait encore supérieure à 3% en g.a. et fin 2024, elle serait tout juste à la cible, sachant que ces prévisions sont assorties d'un risque haussier clair. Face à cette situation, nous pensons désormais que la BCE poursuivra la remontée de ses taux directeurs même une fois le niveau neutre estimé atteint (2%), et qu'elle les portera au-delà, en territoire restrictif (3% pour le taux de dépôt). La hausse cumulée d'ici la fin de l'année atteindrait 150 pb (deux fois +75 pb en octobre et décembre, au lieu de +75 pb et +50 pb) et elle se prolongerait au T1 2023 (+50 pb en février, +25 pb en mars).

Ce resserrement monétaire à marche forcée aura lieu alors que l'économie semble se diriger vers une récession. Les enquêtes de la Commission européenne pour le mois de septembre pointent dans cette direction, de même que les indices PMI (légèrement sous le seuil des 50 depuis juillet pour l'indice composite). Comme l'inflation, la nouvelle détérioration de l'indicateur du sentiment économique de la Commission (ESI) en septembre est non seulement marquée (-4 points sur un mois) mais aussi généralisée à tous les secteurs d'activité (comme en juillet). Or, par le passé, lorsqu'une telle baisse généralisée a été observée, elle coïncidait avec un épisode récessif. Aujourd'hui, nous ne disposons que deux observations de ce type mais la baisse enregistrée est importante, et il faut s'attendre à ce qu'elle se reproduise à l'horizon des prochains mois.

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.

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

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^e trimestre (+0,5% t/t, après -0,2% t/t au 1^{er} 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^e trimestre consécutif (-1,1% t/t au 2^e 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 & 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 & 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	9,6	9,3	1,7
Zone euro	5,3	2,8	0,3	1,5	2,6	8,3	6,0	2,4
Allemagne	2,6	1,4	0,4	1,7	3,2	8,1	4,7	2,4
France	6,8	2,3	0,5	1,5	2,1	5,8	4,2	2,2
Italie	6,6	3,4	0,4	1,6	1,9	8,3	6,1	2,2
Espagne	5,1	4,3	0,5	1,7	3,0	8,9	4,5	1,9
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), MISE À JOUR LE 05/09/2022
* 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)
* MISE À JOUR LE 05/09/2022



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

La plupart des indicateurs économiques sont en baisse. En Chine, les deux indices PMI du secteur manufacturier envoient des signaux contradictoires : l'un a fléchi par rapport au mois précédent, l'autre s'est redressé légèrement. Par ailleurs, la baisse marquée du PMI non manufacturier déçoit. Dans la zone euro, l'enquête de la Commission européenne montre un affaiblissement du climat des affaires. Le taux de chômage y est stable. L'inflation a atteint le seuil des 10% et l'inflation sous-jacente a augmenté aussi à 4,8%. La confiance des consommateurs a fléchi plus qu'attendu. En Allemagne, le climat des affaires mesuré par Ifo s'est détérioré et la composante « attentes » a chuté davantage que l'estimation de la situation actuelle. De plus, la confiance des consommateurs accuse une forte baisse. Au Japon, le PMI des services a augmenté tandis que celui du secteur manufacturier a baissé. La confiance des consommateurs a fléchi là aussi, alors que le consensus s'attendait à une amélioration. Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board s'est redressé et le nombre des demandes initiales d'assurance chômage a fortement reculé. Les dépenses personnelles ont, quant à elle, augmenté plus qu'attendu. Enfin, le sentiment de la université du Michigan a indiqué une amélioration de la situation actuelle mais aussi des anticipations en baisse.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	SURV(M)	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
26/09/2022	Japon	PMI des services	Sept.	--	51,9	49,5
26/09/2022	Japon	PMI manufacturier	Sept.	--	51,0	51,5
26/09/2022	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Sept.	87,0	84,3	88,5
26/09/2022	Allemagne	Évaluation de la conjoncture (Ifo)	Sept.	96,0	94,5	97,5
26/09/2022	Allemagne	Attentes (Ifo)	Sept.	79,0	75,2	80,3
26/09/2022	Zone euro	Mise à jour perspectives économiques de l'OCDE	Sept.	--	--	--
27/09/2022	États-Unis	Confiance économique (Conference Board)	Sept.	104,6	108,0	103,2
27/09/2022	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Sept.	--	149,6	145,4
27/09/2022	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Sept.	--	80,3	75,1
27/09/2022	États-Unis	Ventes de logements neuf m/m	Août	-2,2%	28,8%	-12,60%
28/09/2022	Allemagne	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Oct.	-39,0	-42,5	-36,5
28/09/2022	France	Confiance des consommateurs	Sept.	80,0	79,0	82
29/09/2022	Zone euro	Confiance économique	Sept.	95,0	93,7	97,6
29/09/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Sept.	-0,7	-0,4	1,2
29/09/2022	Zone euro	Confiance des professionnels du secteur des services	Sept.	7,0	4,9	8,7
29/09/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Sept.	--	-28,8	-28,8
29/09/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Sept.	215k	193k	213k
30/09/2022	Chine	PMI manufacturier	Sept.	49,7	50,1	49,4
30/09/2022	Chine	PMI non-manufacturier	Sept.	52,4	50,6	52,6
30/09/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Sept.	49,5	48,1	49,5
30/09/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Sept.	33,3	30,8	32,5
30/09/2022	France	IPC harmonisé m/m	Sept.	-0,1%	-0,5%	0,50%
30/09/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Sept.	6,6%	6,2%	6,60%
30/09/2022	Zone euro	Taux de chômage	Sept.	6,6%	6,6%	6,60%
30/09/2022	Zone euro	IPC estimé g.a.	Sept.	9,7%	10,0%	9,10%
30/09/2022	Zone euro	IPC m/m	Sept.	0,9%	1,2%	0,60%
30/09/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	4,7%	4,8%	4,30%
30/09/2022	États-Unis	Revenus personnels	Août	0,3%	0,3%	0,20%
30/09/2022	États-Unis	Dépenses personnelles	Août	0,2%	0,4%	0,10%
30/09/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Sept.	59,5	58,6	59,5
30/09/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Sept.	58,9	59,7	58,9
30/09/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Sept.	59,9	58,0	59,9
30/09/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Sept.	4,6%	4,7%	4,60%
30/09/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Sept.	2,8%	2,7%	2,80%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine importante s'annonce avec la publication de données clés qui nous permettront de mieux appréhender la situation des grandes économies en septembre : PMI (manufacturiers, des services, composites) dans divers pays complétés, aux États-Unis, par les enquêtes ISM dans le secteur manufacturier celui des services. Le Japon publiera les résultats de l'enquête Tankan. La publication du rapport sur le marché du travail aux États-Unis constituera, bien sûr, le point culminant de la semaine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
03/10/2022	Japon	Tankan Grandes entreprises manufacturières - Perspectives	T3	11	10
03/10/2022	Japon	Tankan Grandes entreprises non-manufacturières - Perspectives	T3	13	13
03/10/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Sept.	--	51
03/10/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Sept.	--	47,8
03/10/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/PME)	Sept.	--	48,3
03/10/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Sept.	--	48,5
03/10/2022	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Sept.	--	48,5
03/10/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Sept.	--	51,8
03/10/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Sept.	52,8	52,8
03/10/2022	États-Unis	Prix payés (ISM)	Sept.	--	52,5
03/10/2022	États-Unis	Nouvelles commandes (ISM)	Sept.	--	51,3
03/10/2022	États-Unis	Emploi (ISM)	Sept.	--	54,2
04/10/2022	Zone euro	IPP m/m	Août	--	4,00%
04/10/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Août	--	1,30%
04/10/2022	États-Unis	Offres d'emploi (Jolts)	Août	--	11239k
05/10/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Sept.	--	51,9
05/10/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Sept.	--	53
05/10/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Sept.	--	45,4
05/10/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Sept.	--	48,9
05/10/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Sept.	--	49,2
05/10/2022	États-Unis	ISM des services	Sept.	56,5	56,9
06/10/2022	Allemagne	PMI du BTP (S&P Global)	Sept.	--	42,6
06/10/2022	Royaume-Uni	PMI du BTP (S&P Global/CIPS)	Sept.	--	49,2
06/10/2022	Eurozone	Ventes de détail m/m	Août	--	0,30%
06/10/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--
07/10/2022	États-Unis	Évolution de l'emploi non agricole	Sept.	250k	315k
07/10/2022	États-Unis	Taux de chômage	Sept.	3,70%	3,70%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

Chiffres clés de l'économie française	PetitAtlas	30 septembre 2022
Zone euro : La hausse des taux des prêts bancaires ne freine pas encore l'évolution des encours	EcoTVWeek	30 septembre 2022
Espagne : Inversion complète du modèle de financement de l'habitat en 12 ans	Graphique de la Semaine	28 septembre 2022
États-Unis : Emplois vacants, taux de rotation et désinflation	EcoWeek	26 septembre 2022
EcoPerspectives : La narration d'une récession	EcoPerspectives	23 septembre 2022
France : après l'inflation, la récession ?	EcoTVWeek	23 septembre 2022
Global : Économies avancées : prix de l'immobilier et risque de bulle	Graphique de la Semaine	21 septembre 2022
Global : Le cycle monétaire : après la panique, la persévérance puis la patience	EcoWeek	19 septembre 2022
Amérique Latine : les mécanismes de l'inflation	EcoTVWeek	17 septembre 2022
Global : 2022, vers un nouveau pic probable des émissions de CO2	Graphique de la Semaine	15 septembre 2022
Global : Qu'est-ce qui détermine le rythme de la désinflation ?	EcoWeek	12 septembre 2022
Zone euro : une première moitié d'année positive mais la seconde négative ?	EcoTVWeek	9 septembre 2022
Les forces populistes peuvent-elles s'imposer en Suède ?	EcoFlash	9 septembre 2022
Chili : rejet du projet de constitution	Graphique de la Semaine	7 septembre 2022
Global : L'hiver s'annonce frugal	EcoWeek	5 septembre 2022
Politique monétaire : de la théorie sans fin à la fin de la théorie.	EcoTVWeek	2 septembre 2022
Zone euro : la hausse des taux de marché rend le crédit bancaire plus attractif pour les sociétés non financières	Graphique de la Semaine	31 août 2022
Global : Le nouveau sens du « quoi qu'il en coûte »	EcoWeek	29 août 2022
Pakistan : risques élevés en dépit de l'accord avec le FMI	Graphique de la Semaine	27 juillet 2022
France : concilier enjeux de court et de moyen terme	Conjoncture	26 juillet 2022
Zone Euro : la BCE entre dans une nouvelle ère	EcoWeek	25 juillet 2022
Turquie : un exercice d'équilibriste	EcoTVWeek	22 juillet 2022
Allemagne : des hausses de salaire mi-figue mi-raisin en 2022	EcoFlash	21 juillet 2022
Espagne : marché du travail : l'impact de la réforme est bien visible	Graphique de la Semaine	20 juillet 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 mickaëlle.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 ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas 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 - 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