

2

ÉDITORIAL

Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads

4

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine, Espagne, Royaume-Uni

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10

CALENDRIER

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

12

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

ZONE EURO: COMMENT QUANTIFIER UN ÉLARGISSEMENT INJUSTIFIÉ DES SPREADS

Ces dernières semaines, la perspective de plusieurs relèvements de taux par la BCE a provoqué une hausse des rendements des obligations d'État allemandes et de certains spreads souverains de la zone euro. Au-delà d'un certain point, l'augmentation des spreads ne se justifie pas. Dans ces circonstances, la banque centrale pourrait décider d'intervenir pour éviter que cela n'entrave la transmission de la politique monétaire. Or, il est difficile de déterminer quand une hausse de spread souverain est trop forte. Historiquement, la relation (bêta) entre le spread BTP-Bund et les rendements du Bund, calculée sur une fenêtre mobile de 20 semaines, fluctue beaucoup. Il est donc nécessaire de considérer une perspective plus longue. Avec des données remontant à 2013, le spread actuel est en ligne avec l'estimation basée sur le rendement actuel du Bund. D'autres variables économiques devraient venir compléter l'analyse. Cela montre toute la difficulté de la tâche de la BCE lorsqu'il est question de remédier à un élargissement injustifié des spreads.

Certains *spreads* souverains de la zone euro – i.e. les écarts de taux entre les emprunts d'État d'un pays donné et ceux de l'Allemagne (la référence du taux sans risque) de même échéance – se sont récemment nettement creusés. Cette évolution étant susceptible d'impacter la transmission de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a tenu une réunion *ad hoc* le 15 juin dernier « pour procéder à un échange de vues sur la situation actuelle des marchés »¹.

Lorsque la Banque centrale européenne annonce son intention de relever le taux de rémunération des dépôts, il faut s'attendre à une évolution à la hausse de l'ensemble de la structure des taux d'intérêt à court et à long terme des marchés de capitaux (rendements des obligations d'État et des obligations d'entreprises) et du financement bancaire.

Une augmentation des rendements des obligations d'État allemandes devrait se traduire par un élargissement des *spreads* pour les émetteurs souverains les plus lourdement endettés mais aussi pour les entreprises (graphique 1), et ce, même en l'absence d'une dégradation des perspectives à court terme. En cas de progression significative des taux du Bund, les investisseurs qui visent un certain rendement ne sont plus obligés d'investir autant en emprunts d'État italiens, par exemple, ou en obligations d'entreprises. Les *spreads* peuvent aussi augmenter lorsque les investisseurs exigent un rendement supplémentaire pour se prémunir contre une possible détérioration de la qualité du crédit.

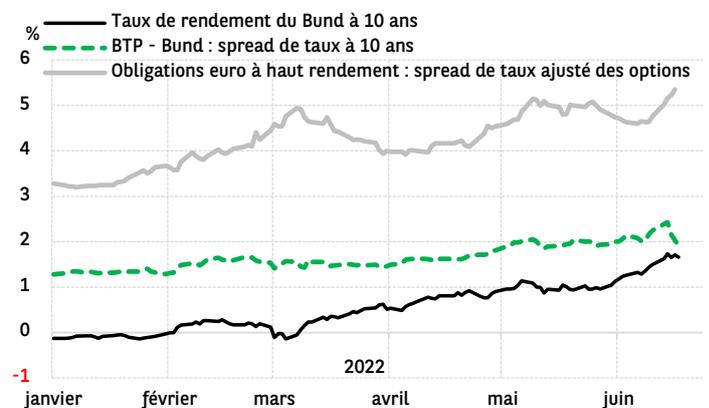
Cependant, au-delà d'un certain point, l'augmentation des *spreads* ne se justifie pas au vu des fondamentaux et de la qualité du crédit. La demande et l'activité économique peuvent s'en ressentir dans certains pays car, du fait de la hausse disproportionnée des taux longs – qui reflète la remontée des rendements du Bund et le creusement des

spreads – les conditions financières deviennent plus restrictives que la BCE ne l'avait prévu au moment de relever le taux de rémunération des dépôts.

Il s'ensuit un risque de fragmentation. La déconnexion entre les *spreads* et les fondamentaux assombrit les perspectives économiques : elle génère une plus forte aversion pour le risque et un nouvel élargissement des *spreads*, ce qui « engendre une dynamique non linéaire et déstabilisante »². Dès lors, la BCE estime, à juste titre,

2 Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, définit la fragmentation en termes de rendements plutôt que de *spreads* : « la fragmentation reflète une rupture soudaine de la relation entre les rendements souverains et les fondamentaux, donnant lieu à une

ÉCART DE TAUX ENTRE OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT DANS LA ZONE EURO ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, FRED ST. LOUIS, BNP PARIBAS

1 Source : BCE, Déclaration à l'issue de la réunion *ad hoc* du Conseil des gouverneurs de la BCE, 15 juin 2022



Historiquement, la relation (bêta) entre le *spread* BTP-Bund et les rendements du Bund, calculée sur une fenêtre mobile de 20 semaines, fluctue beaucoup. Il est donc nécessaire de considérer une perspective plus longue. Avec des données remontant à 2013, le *spread* actuel est en ligne avec l'estimation basée sur le rendement actuel du Bund.



qu'elle doit intervenir pour éviter que la transmission de sa politique monétaire ne soit impactée. On retrouve ce même raisonnement dans la déclaration de Mario Draghi en juillet 2012 (« croyez-moi, ce sera suffisant ») comme dans le discours récent d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, à la Sorbonne : « il ne fait aucun doute que nous pouvons, si nécessaire, concevoir et déployer de nouveaux instruments pour assurer la transmission de la politique monétaire et donc notre mandat principal de stabilité des prix »³.

Annoncer un engagement est une chose, le mettre en œuvre en est une autre d'autant que de nombreuses questions⁴ complexes se posent, à commencer par celle-ci : qu'entend-on par élargissement injustifié des *spreads* ? La réponse à cette question passe nécessairement par l'examen de la relation entre les *spreads* souverains et les rendements du Bund. C'est ce que montre le graphique 2 pour le *spread* italien (BTP-Bund) en calculant, à l'aide des données hebdomadaires depuis 2013⁵, le bêta sur vingt semaines glissantes entre le *spread* BTP-Bund et le rendement du Bund 10 ans. Ce coefficient fluctue énormément et change de signe.

Ainsi, au printemps 2018, il était nettement négatif du fait d'un élargissement significatif du *spread* – du fait de l'incertitude politique qui prévalait en Italie – et d'un repli des rendements allemands. La variabilité du coefficient bêta pose la question de la période à laquelle se fait l'évaluation du caractère justifié ou non du *spread* observé compte tenu du niveau des rendements du Bund. Le tableau montre, sur la première ligne, que, d'après les données des vingt dernières semaines, le *spread* observé le 17 juin est inférieur de 20 points de base au *spread* estimé. Sont présentées sur la deuxième ligne les données sur vingt semaines à partir d'août 2021. Le bêta est significativement inférieur et le *spread* observé le 17 juin est supérieur de 65 points de base à celui estimé. En utilisant l'ensemble de l'échantillon (ligne 3), avec des données remontant à 2013, le *spread* observé le 17 juin est inférieur de 17 points de base au *spread* estimé. Les résultats de ces calculs appellent plusieurs conclusions.

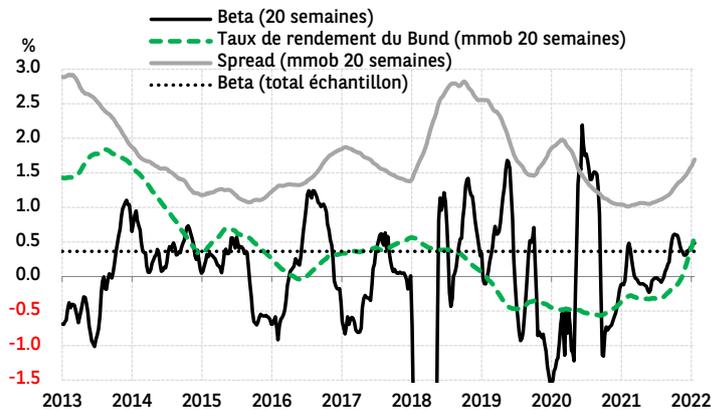
dynamique non linéaire et déstabilisante ». Source : *United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union*, discours prononcé par Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, devant les diplômés du Master Monnaie, Banque, Finance et Assurance de l'Université Panthéon-Sorbonne, Paris, le 14 juin 2022

³ Source : voir note de bas de page 2

⁴ Ex : conditionnalité, *spread* cible, interférence avec la politique monétaire, etc.

⁵ Nous avons choisi l'année 2013 pour éviter que la crise de la dette souveraine dans la zone euro n'influence les résultats de l'estimation.

SPREAD BTP-BUND ET TAUX DE RENDEMENT DU BUND (10 ANS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Premièrement, la relation (bêta) entre le *spread* BTP-Bund et les rendements du Bund fluctue avec le temps. En territoire négatif depuis début 2021, le bêta, qui a récemment enregistré une progression significative, est redevenu à présent positif. Deuxièmement, considérant que les rendements du Bund ont évolué à la hausse, cela a créé un sentiment de « double peine » pour le *spread* du fait de la progression des taux allemands et de l'augmentation du bêta. Troisièmement, il faut à l'évidence introduire certaines variables économiques dans l'analyse car elles conditionneront la réaction des rendements italiens aux variations des rendements allemands. Ainsi pourrait-on intégrer des variables telles que l'orientation de la politique monétaire – le rôle des achats d'actifs nets, les perspectives pour le taux de rémunération des dépôts –, les perspectives en termes de croissance et de finances publiques, l'appétit pour le risque des investisseurs, etc. Cela montre toute la difficulté de la tâche lorsqu'il est question de remédier à un élargissement injustifié des *spreads*, surtout compte tenu du nombre d'écart de taux à surveiller.

William De Vijlder

ÉCART DE TAUX ESTIMÉ ENTRE L'ITALIE ET L'ALLEMAGNE

Période de l'estimation (données hebdomadaires)	Différence entre observé et estimé	Spread observé	Spread estimé	Constante	Bêta	Rendement du Bund allemand*	Rendement du BTP italien*
21 janvier 2022 - 10 juin 2022	-0,20	2,045	2,244	1,411	0,486	1,716	3,761
27 août 2021 - 14 janvier 2022	0,65	2,045	1,395	1,192	0,119	1,716	3,761
4 janvier 2013 - 10 juin 2022	-0,17	2,045	2,211	1,583	0,366	1,716	3,761

* rendement au 17 juin 2022

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

TABLEAU 1



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

4

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-6-22 au 17-6-22

➔ CAC 40	6 187	▶ 5 883	-4.9 %
➔ S&P 500	3 901	▶ 3 675	-5.8 %
➔ Volatilité (VIX)	27.8	▶ 31.1	+3.4 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.30	▶ -0.17	+12.9 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	1.74	▶ 2.10	+35.1 pb
➔ OAT 10a (%)	1.93	▶ 2.08	+14.9 pb
➔ Bund 10a (%)	1.50	▶ 1.66	+16.1 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.16	▶ 3.24	+8.2 pb
➔ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.05	-0.7 %
➔ Or (once, \$)	1 858	▶ 1 840	-1.0 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	122.1	▶ 113.2	-7.3 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 22	+bas 22
€ BCE	0.00	0.00 le 03/01	0.00 le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 03/01	-0.51 le 03/01
Euribor 3m	-0.17	-0.17 le 17/06	-0.58 le 05/01
Euribor 12m	1.12	1.12 le 17/06	-0.50 le 05/01
\$ FED	1.75	1.75 le 16/06	0.25 le 03/01
Libor 3m	2.10	2.10 le 17/06	0.21 le 03/01
Libor 12m	3.59	3.67 le 16/06	0.58 le 03/01
£ Bque Angl	1.25	1.25 le 16/06	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.60	1.62 le 16/06	0.26 le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01

Au 17-6-22

Rendements (%)

		+haut 22	+bas 22
€ Moy. 5-7a	2.05	2.21 le 15/06	-0.04 le 03/01
Bund 2a	0.92	1.02 le 14/06	-0.83 le 04/03
Bund 10a	1.66	1.74 le 14/06	-0.14 le 24/01
OAT 10a	2.08	2.17 le 14/06	0.15 le 04/01
Corp. BBB	3.96	3.98 le 16/06	0.90 le 05/01
\$ Treas. 2a	3.18	3.43 le 14/06	0.70 le 04/01
Treas. 10a	3.24	3.48 le 14/06	1.63 le 03/01
High Yield	8.59	8.60 le 16/06	5.07 le 03/01
£ Gilt. 2a	2.28	2.28 le 17/06	0.69 le 03/01
Gilt. 10a	2.46	2.56 le 14/06	0.97 le 03/01

Au 17-6-22

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.05	1.15 le 10/02	1.04 le 13/05	-8.0%
GBP	0.86	0.87 le 14/06	0.83 le 14/04	+2.3%
CHF	1.02	1.06 le 10/02	1.00 le 04/03	-1.9%
JPY	141.48	143.63 le 08/06	125.37 le 04/03	+8.0%
AUD	1.51	1.62 le 04/02	1.43 le 05/04	-3.2%
CNY	7.01	7.29 le 10/02	6.87 le 14/04	-3.3%
BRL	5.37	6.44 le 06/01	5.01 le 21/04	-15.3%
RUB	59.35	164.76 le 07/03	59.10 le 13/06	-30.4%
INR	81.64	85.96 le 11/02	80.30 le 05/05	-3.4%

Au 17-6-22

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	113.2	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01	+44.3%	+57.0%
Or (once)	1 840	2 056 le 08/03	1 785 le 28/01	+1.0%	+9.8%
Métaux, LME	4 200	5 506 le 07/03	4 200 le 17/06	-6.7%	+1.4%
Cuivre (tonne)	8 967	10 702 le 04/03	8 967 le 17/06	-7.9%	+0.1%
Blé (tonne)	377	4.7 le 17/05	281 le 14/01	+58.7%	+72.6%
Mais (tonne)	311	3.2 le 16/05	226 le 03/01	+36.2%	+48.1%

Au 17-6-22

Variations

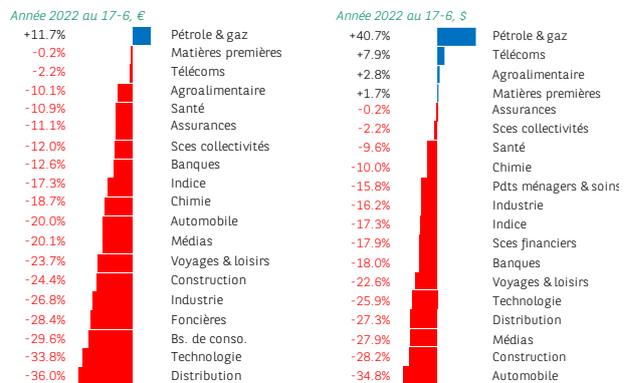
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde				
MSCI Monde	2 486	3 248 le 04/01	2 486 le 17/06	-23.1%
Amérique du Nord				
S&P500	3 675	4 797 le 03/01	3 667 le 16/06	-22.9%
Europe				
EuroStoxx50	3 438	4 392 le 05/01	3 428 le 16/06	-20.0%
CAC 40	5 883	7 376 le 05/01	5 883 le 17/06	-17.8%
DAX 30	13 126	16 272 le 05/01	12 832 le 08/03	-17.4%
IBEX 35	8 146	8 934 le 27/05	7 645 le 07/03	-6.5%
FTSE100	7 016	7 672 le 10/02	6 959 le 07/03	-5.0%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 033	1 165 le 05/01	1 024 le 08/03	-9.6%
Nikkei	25 983	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03	-9.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 005	1 267 le 12/01	988 le 12/05	-18.5%
Chine	71	86 le 20/01	59 le 15/03	-14.4%
Inde	699	891 le 13/01	699 le 17/06	-13.1%
Brésil	1 444	2 003 le 04/04	1 372 le 06/01	-7.3%

Au 17-6-22

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

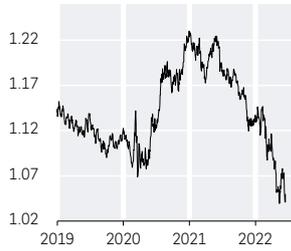


BNP PARIBAS

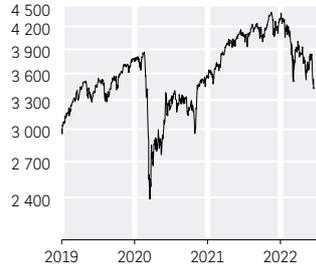
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

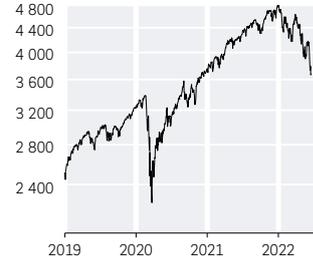
EURO-DOLLAR



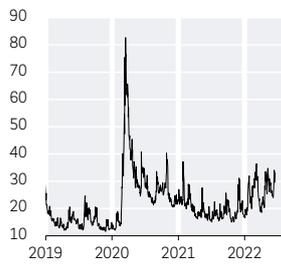
EUROSTOXX50



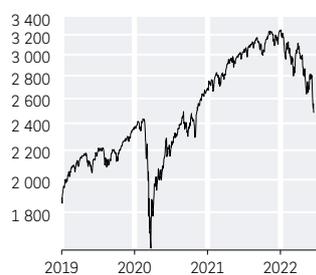
S&P500



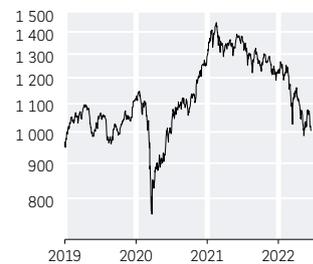
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



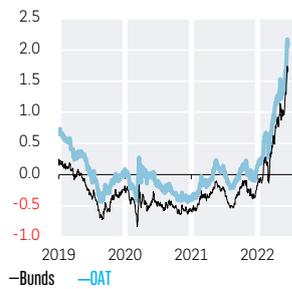
MSCI ÉMÉRGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

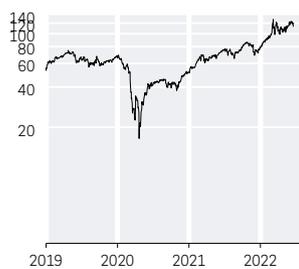


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

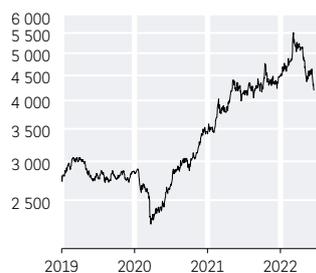
Année 2022 au 17-6

3.57%	Italie	190 pb
3.49%	Grèce	182 pb
2.75%	Espagne	109 pb
2.59%	Portugal	92 pb
2.30%	Belgique	64 pb
2.23%	Autriche	56 pb
2.08%	France	41 pb
2.05%	Finlande	38 pb
2.00%	P-Bas	33 pb
1.90%	Irlande	23 pb
1.66%	Allemagne	

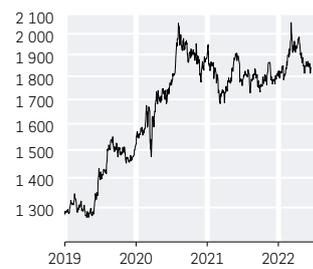
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE: LES RISQUES BAISSIERS SUR LA CROISSANCE RESTENT ÉLEVÉS

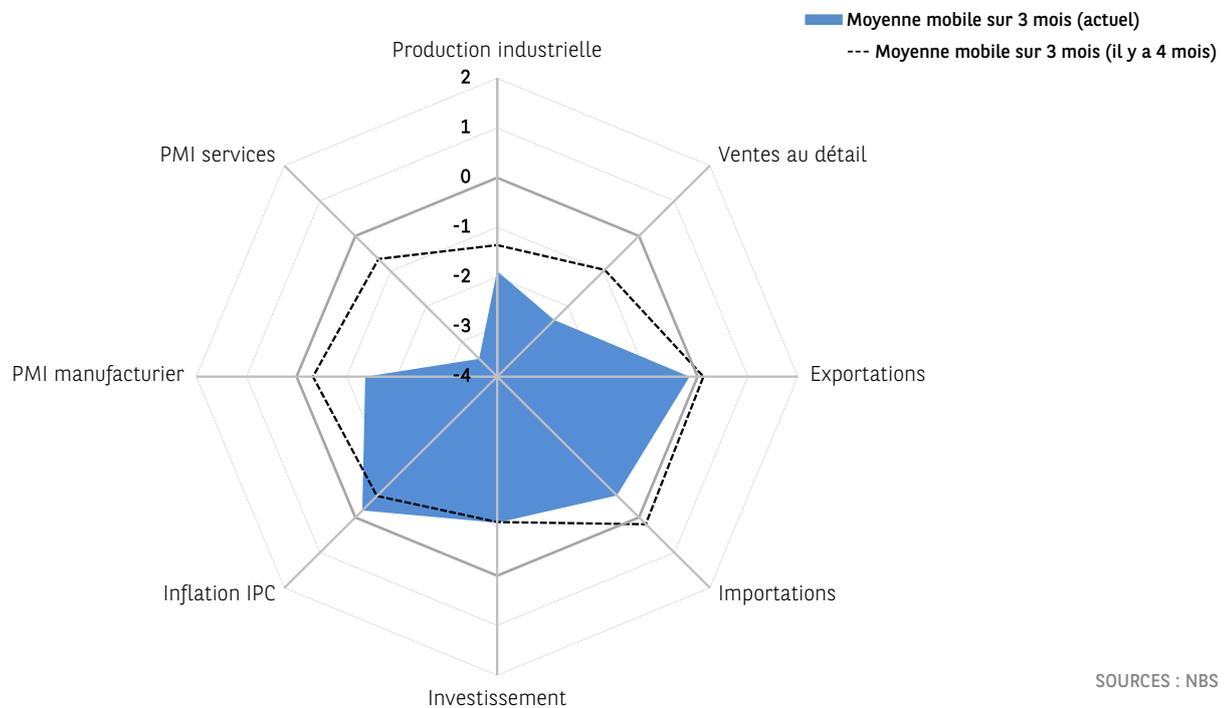
L'importante contraction de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés illustre l'ampleur du choc subi par l'économie chinoise depuis le mois de mars 2022. La résurgence de l'épidémie de Covid-19 a conduit plusieurs provinces à introduire de nouvelles restrictions à la mobilité, les confinements les plus stricts étant imposés dans des régions industrielles et portuaires majeures du pays, à Shanghai en particulier. Les restrictions ont affaibli les dépenses des ménages, interrompu l'activité des usines, gêné le transport et l'exportation de marchandises et provoqué des difficultés d'approvisionnement en Chine et à l'étranger.

Les restrictions à la mobilité ont été levées progressivement (mais pas totalement) à Shanghai et dans le reste du pays depuis le milieu ou la fin du mois de mai. La production industrielle a redémarré (+0,7% en g.a. en mai vs. -2,9% en avril et +5% en mars), portée notamment par le rebond des exportations (+16,8% en g.a. en USD vs. 3,7% en avril). La production de services, qui a été affectée plus sévèrement et plus longtemps par les mesures de confinement, s'est encore contractée en mai (-5,1% en g.a. vs. -6,1% en avril et -0,9% en mars). Les ventes au détail ont également continué à se contracter rapidement (-9% en g.a. en mai vs. -13% en avril) – seuls les achats de biens de première nécessité ont augmenté en mai (alimentation, médicaments notamment). Enfin, la croissance de l'investissement a réaccélééré en mai (+4,6% en g.a.), principalement tirée par les investissements dans les infrastructures.

La croissance économique devrait se redresser lentement dans les prochains mois. D'un côté, les politiques budgétaire et monétaire sont de plus en plus expansionnistes et, de l'autre, les risques baissiers restent importants. La situation sanitaire reste en effet incertaine et les autorités vont maintenir leur stratégie zero covid. La consommation des ménages devrait se renforcer avec grande difficulté, pas tant à cause de la montée de l'inflation (qui reste modérée) qu'en raison de la dégradation du marché du travail. Ensuite, la contraction dans le secteur immobilier se poursuit. Enfin, le ralentissement de la demande mondiale va peser sur l'activité du secteur manufacturier.

Christine Peltier

CHINE : 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 +2. 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 : L'EMPLOI GARDE LE CAP

La bonne tenue de l'emploi témoigne d'une certaine résilience de l'économie espagnole aux chocs économiques multiples auxquels elle est confrontée. Selon l'office pour l'emploi espagnol (SEPE), 33 366 actifs supplémentaires (+0,2% m/m) se sont inscrits à la sécurité sociale en mai, treizième mois consécutif de progression. Le gouvernement s'attend, par ailleurs, à une nouvelle hausse en juin¹. Le chômage se replie, quant à lui, de 41 069 en mai, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis 2008, porté par une nouvelle baisse de 21 974 chez les jeunes (25 ans et moins). Le nombre de jeunes sans emploi est passé sous le seuil des 200 000 pour la première fois depuis le début des statistiques actuelles en janvier 2001. Ce chiffre doit cependant être pris avec un certain recul puisque le taux d'activité de cette classe d'âge a fortement chuté depuis la crise de 2011. Ainsi, le taux de chômage dans le pays est resté stable depuis le début de l'année, à 13,3% en avril.

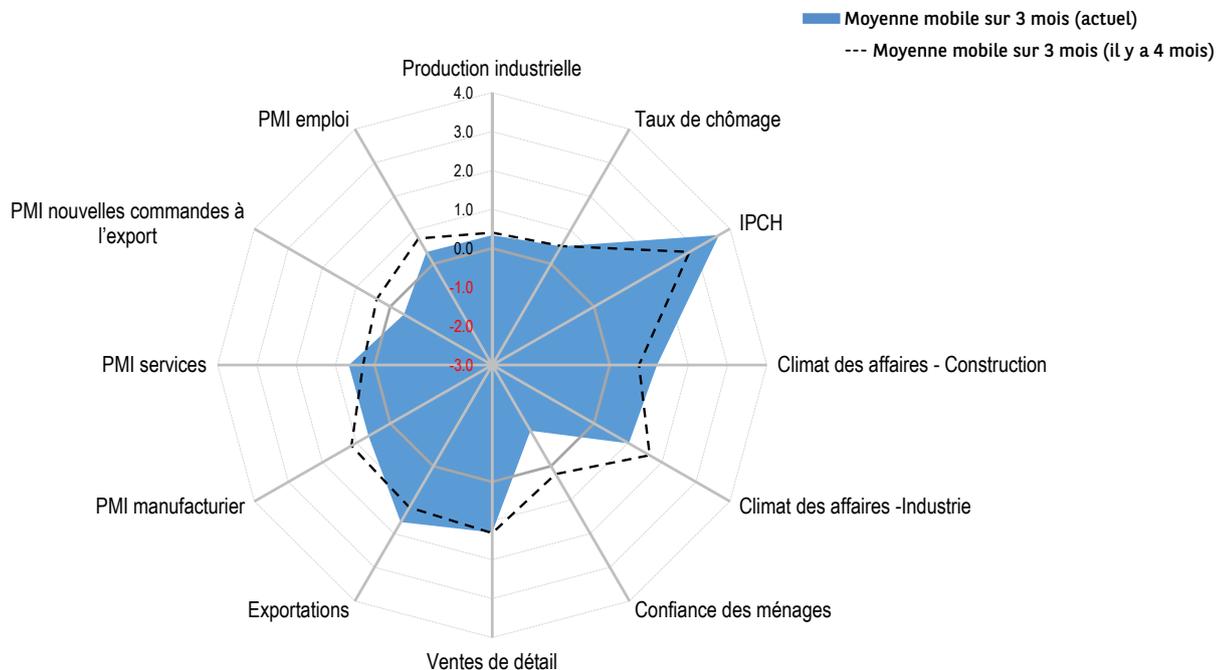
Autre bonne nouvelle, les enquêtes de confiance de la Commission européenne montrent un dynamisme particulièrement marqué dans le secteur de la construction, malgré les difficultés que rencontrent les entreprises (hausse des coûts de production, difficultés d'approvisionnement de certains matériaux). L'indice du climat des affaires dans le secteur a bondi en mai (+12,1 points à 21,6), atteignant son plus haut niveau depuis novembre 2005, tandis que les perspectives de recrutement n'ont pas été aussi bonnes depuis 22 ans. À l'approche de la saison estivale et du pic touristique, la confiance dans les services se maintient aussi à un niveau élevé en mai. La confiance des ménages remonte progressivement mais depuis un niveau très bas après son plongeon au premier trimestre 2022 lié au déclenchement de la guerre en Ukraine.

La situation reste très compliquée sur le front de l'inflation, qui continue de gagner du terrain en mai. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 8,4% a/a contre 8,3% en avril. Si l'instauration, le 15 juin dernier, d'un bouclier tarifaire sur le gaz naturel limitera l'inflation des prix énergétiques (+34,2% a/a en mai), l'augmentation des prix à la consommation s'accroît sur d'autres postes de dépenses, notamment les produits alimentaires et boissons non alcoolisées (+11,0% a/a), les équipements ménagers (+5,9%) et la restauration-hôtellerie (+6,3%).

Guillaume Derrien

¹ Voir « Sánchez avanza que el empleo en junio crecerá en 125.000 trabajadores más », El País, 11 juin 2022.

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.



ROYAUME-UNI : LE PLAN DE SOUTIEN AU POUVOIR D'ACHAT À L'ÉPREUVE DES ENGAGEMENTS CLIMATIQUES

À l'issue de sa réunion du 16 juin, le Comité de politique monétaire (MPC) de la Banque d'Angleterre a procédé, sans surprise, à une nouvelle hausse de son taux directeur, la cinquième consécutive de 25 points de base, le portant à 1,25%. Ce durcissement, d'ampleur modeste comparativement à la hausse de 75 pb décidée par la Fed, vise à concilier la lutte contre la poussée inflationniste qui se poursuit toujours à un rythme soutenu (+2,5% m/m non corrigé des variations saisonnières en avril, soit 9% en glissement annuel) sans trop peser sur une économie déjà très négativement affectée par le choc inflationniste. L'augmentation des prix du gaz (+67% m/m) et de l'électricité (+40% m/m) touche plus particulièrement les ménages, dont le pouvoir d'achat a considérablement diminué. Leur confiance s'établit à son plus bas historique selon l'indice GfK (-40 en mai), tirée par des anticipations très négatives concernant la situation générale de l'économie britannique (-56) et leur situation financière (-25) pour les douze mois à venir.

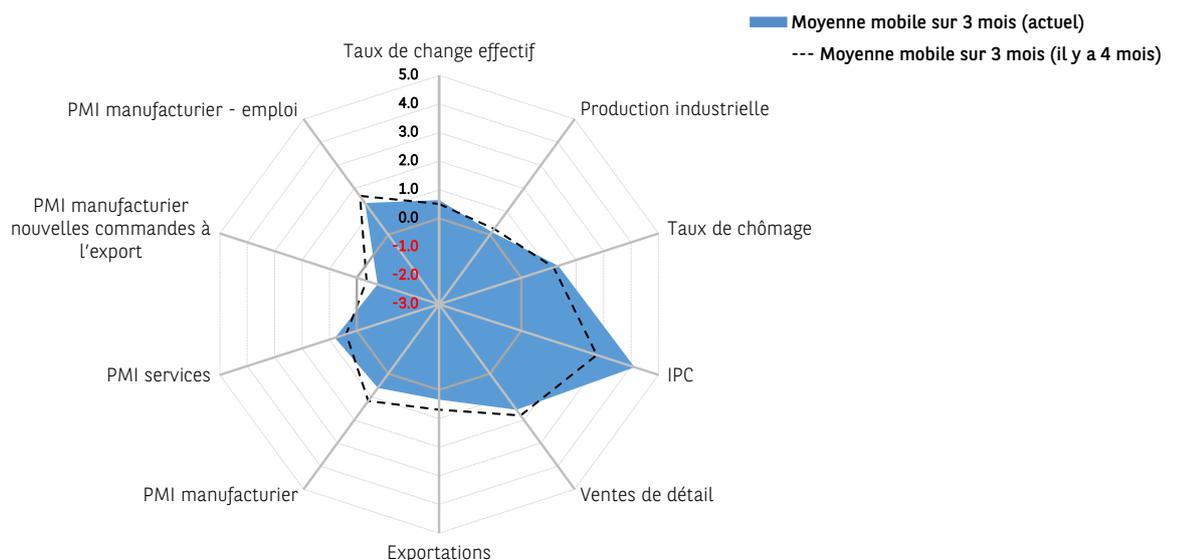
Pour faire face à cette baisse du pouvoir d'achat des ménages, le chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak s'est résolu à mettre en place un plan de soutien. Selon le HM Treasury, un peu plus de 10% des ménages britanniques les plus vulnérables devraient recevoir au moins GBP 1 200 cette année¹. Ce plan de soutien comprend notamment le versement, en deux fois, de GBP 650 pour faire face à la hausse du coût de la vie ainsi que le doublement (GBP 400) de la réduction sur les factures énergétiques en octobre. Ces dernières pourraient en effet augmenter de plus de 40% (soit GBP 800) par an et par foyer en octobre selon l'autorité britannique de l'énergie (Ofgem).

Afin de limiter l'impact sur le déficit budgétaire, le HMT prévoit de financer une partie de ces mesures par une taxe temporaire (au maximum jusqu'en 2025) de 25% sur les bénéfices des entreprises de pétrole et de gaz, qui atteignent des montants exceptionnels avec la hausse du pétrole depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Mais les entreprises bénéficieraient, par ailleurs, d'une déduction d'impôt de 90% pour chaque GBP 1 investie dans les projets d'extraction de pétrole et de gaz. Cette déduction d'impôt pourrait encourager le lancement de plusieurs dizaines de nouveaux projets d'hydrocarbures, dont la capacité de production serait équivalente à près de 1,9 milliard de barils de pétrole. Si une telle production aurait un impact baissier opportun sur les prix de l'énergie, en augmentant l'offre d'hydrocarbures, les conséquences négatives en matière climatique sont, à l'inverse, malvenues. La consommation de ces barils entraînerait une émission de 899 millions de tonnes de gaz à effet de serre, ce qui est incompatible avec les engagements britanniques en matière climatique. Entre la volonté d'accroître l'offre d'énergie fossile et l'accélération de la transition énergétique, le gouvernement britannique a fait son choix. Ciblante une augmentation de l'offre plutôt qu'une réduction de la demande, il n'encourage pas les économies d'énergie, élément pourtant essentiel. Favorable au secteur des énergies fossiles, cette politique n'accélère pas non plus la transition vers des sources d'énergie bas-carbone. Concilier soutien au pouvoir d'achat face à l'inflation et accélération de la transition énergétique reste épineux.

Félix Berte

¹ HM Treasury, « Overall government support for the cost of living: factsheet », Policy paper, 26 mai 2022.

ROYAUME-UNI : 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 -3 et +5. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine, toujours dynamique malgré une contraction du PIB au T1 2022, est portée par ses moteurs traditionnels que sont la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. La robustesse du marché du travail, qui opère au plein-emploi, soutient les salaires et la consommation des ménages. En revanche, l'inflation, au plus haut depuis 40 ans, réduit fortement le pouvoir d'achat. Et, face à une inflation plus forte et persistante qu'attendu, la Réserve fédérale accélère la remontée de ses taux et réduit la taille de son bilan. Le blocage des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment ses volets sociaux et environnementaux, est également un facteur de frein à la croissance. Dans ce contexte, tout en échappant à la récession à court terme, la croissance américaine devrait perdre assez nettement en dynamisme.

CHINE

La contraction de l'activité en avril, provoquée par les confinements imposés dans d'importantes régions industrielles telles que Shanghai, explique la révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2022. La croissance économique se redresse depuis mai et les autorités multiplient les mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire. Cependant, les risques baissiers à court terme restent élevés : les exportations vont souffrir du ralentissement de la demande mondiale, la correction du marché immobilier devrait se poursuivre, et la récente dégradation du marché du travail devrait peser sur la consommation privée. L'inflation n'accélère que très modérément.

ZONE EURO

La poussée d'inflation, amorcée depuis début 2021, s'est transformée en choc inflationniste. Cette inflation reste essentiellement énergétique mais elle se diffuse aussi et devient plus persistante au passage. La détérioration des enquêtes sur le climat des affaires est restée d'ampleur limitée jusqu'en mai mais celle de la confiance des ménages est bien plus marquée. Selon nos prévisions, la croissance des prochains trimestres resterait positive mais faible. Le risque de récession à court terme se fait plus sérieux. Si récession il y avait, elle pourrait n'être que "technique" (quelques trimestres de contraction modérée du PIB). Le marché du travail reste robuste et l'économie soutenue par la dynamique conjoncturelle préexistante à la guerre en Ukraine, les mesures budgétaires "anti-inflation", l'excès d'épargne mobilisable en partie et les besoins d'investissement. D'après notre scénario (sans récession), la croissance de la zone euro atteindrait 2,5% en 2022 en moyenne annuelle puis 2,3% en 2023.

FRANCE

La croissance du PIB est entrée en territoire négatif au 1er trimestre 2022 (-0,2% t/t après 0,4% t/t au 4e trimestre 2021) du fait de la forte détérioration de la consommation des ménages (-1,5% t/t). L'augmentation de l'inflation a grevé le pouvoir d'achat des ménages et devrait peser sur les anticipations du T2. L'investissement des entreprises a maintenu sa croissance (0,4% t/t), celles-ci faisant face à des contraintes de capacité. En 2022, nous tablons sur une croissance annuelle de 2,3% (contre 6,8% en 2021) dans un contexte de forte inflation (5,4% attendu en 2022 contre 1,6% en 2021).

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Le taux final des *Fed funds* devrait ainsi atteindre 3,25 % (borne supérieure de la fourchette cible) vers la fin de 2022. La position ferme de la Fed s'explique par des taux directeurs toujours très faibles dans un contexte d'inflation particulièrement élevée et de 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. Dans une très large mesure, les rendements des *Treasuries* reflètent déjà la perspective d'un resserrement monétaire. Autrement dit, les niveaux de fin d'année ne devraient guère être différents des niveaux actuels. Pour l'année prochaine, nous tablons sur des rendements légèrement inférieurs avec le ralentissement de la croissance et le repli de l'inflation.

La BCE a annoncé qu'elle mettrait fin à ses achats d'actifs début juillet et qu'elle relèverait son taux de rémunération des dépôts un peu plus tard au cours de ce même mois. Nous prévoyons des hausses de taux de 50 pb lors des réunions de septembre et d'octobre, qui seraient suivies de cinq autres augmentations de 25 pb entre décembre 2022 et septembre 2023. Cela devrait pousser les rendements du Bund à la hausse, mais aussi conduire à un élargissement des *spreads* souverains dans la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire au moins jusqu'à la fin du mandat de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, au printemps 2023. Nous prévoyons ensuite l'abandon de la politique de taux d'intérêt négatifs et le relèvement de l'objectif de taux à 10 ans.

Nous anticipons un repli significatif 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 devrait s'apprécier étant donné que 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	2.6	1.9	1.7	4.7	7.5	3.9	2.4
Japon	1.7	1.4	1.1	0.6	-0.2	1.9	1.0	0.7
Royaume-Uni	7.4	3.6	1.5	1.6	2.6	8.0	4.4	2.1
Zone euro*	5.3	2.5	2.3	2.2	2.6	7.9	4.1	2.0
Allemagne	2.9	1.3	2.2	2.3	3.2	8.1	4.6	2.1
France	6.8	2.3	2.1	2.0	2.1	5.9	3.6	1.8
Italie	6.6	2.8	2.0	1.8	1.9	7.7	4.5	1.8
Espagne	5.1	4.1	2.5	2.2	3.0	8.0	3.6	1.7
Chine	8.1	3.7	5.7	5.0	0.9	2.3	3.4	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 RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 13/06/2022

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50
	Treas. 10a	3.24	3.10	3.20	3.10	3.00
	Taux de dépôt	-0.50	0.25	1.00	1.75	2.00
Z. euro	Bund 10a	1.66	1.60	1.80	2.25	2.25
	OAT 10a	2.08	2.15	2.38	2.85	2.85
	BTP 10 ans	3.57	3.85	4.40	4.65	4.75
	BONO 10 ans	2.75	2.95	3.40	3.75	3.75
	Taux BoE	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50
R-Uni	Gilt 10a	2.46	2.30	2.50	2.65	2.50
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.24	0.25	0.25	0.45

Taux de change		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
USD	EUR / USD	1.05	1.09	1.12	1.16	1.20
	USD / JPY	135	131	130	125	120
	GBP / USD	1.22	1.25	1.27	1.32	1.36
EUR	EUR / GBP	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	141	143	146	145	144

Pétrole		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
Pétrole	USD/baril	113	120	122	125	125

PRÉVISIONS MISES À JOUR AU 02/05/2022
SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY
*SCENARIO DE BASE **MISE À JOUR LE 17/06/2022



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, plusieurs données ont connu une certaine amélioration en mai. La production industrielle a augmenté, les ventes au détail ont baissé beaucoup moins qu'en avril et le taux de chômage a également diminué. Dans la zone euro, l'enquête ZEW a enregistré une très faible amélioration des anticipations, tandis qu'en Allemagne la même enquête a montré un redressement plus significatif. La Banque du Japon a confirmé sa position accommodante et poursuivra sa stratégie de ciblage des rendements. Au Royaume-Uni, le PIB mensuel a déçu en avril, mais cela n'a pas empêché la Banque d'Angleterre de procéder à une nouvelle hausse des taux. Aux États-Unis, le sentiment des petites entreprises a été stable, l'inflation des prix à la production a diminué plus que prévu mais demeure élevée, et les ventes au détail ont diminué de façon inattendue. Les chiffres des permis de construire et des nouveaux chantiers ont chuté et celui des demandes initiales de chômage a été stable, ce qui est supérieur aux attentes du consensus. Enfin, la Réserve fédérale a créé une surprise en augmentant le taux des fonds fédéraux de 75 points de base.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
13/06/2022	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Avril	0.1%	-0.3%	-0.1%
14/06/2022	Allemagne	Attentes (ZEW)	Juin	--	-28.0	-29.5
14/06/2022	Allemagne	Conjoncture (ZEW)	Juin	-26.8	-28.0	-34.3
14/06/2022	Zone euro	Attentes (ZEW)	Juin	-31.0	-27.6	-36.5
14/06/2022	États-Unis	Petit optimisme (NFIB)	Mai	93.0	93.1	93.2
14/06/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Mai	8.6%	8.3%	8.8%
15/06/2022	Japan	Production industrielle g.a.	Mai	-0.9%	0.7%	-2.9%
15/06/2022	Chine	Ventes au détail g.a.	Mai	-7.1%	-6.7%	-11.1%
15/06/2022	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Mai	6.0%	6.2%	6.8%
15/06/2022	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel, g.a.	Mai	-4.4%	-4.0%	-2.7%
15/06/2022	Chine	Taux de chômage	Mai	6.1%	5.9%	6.1%
15/06/2022	États-Unis	Ventes au détail m/m	Mai	0.1%	-0.3%	0.9%
15/06/2022	États-Unis	Marché du logement (NAHB)	Juin	67.0	67.0	69.0
15/06/2022	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Juin	1.5%	1.8%	1.0%
16/06/2022	Eurozone	Taux de la banque d'Angleterre	Juin	1.3%	1.3%	1.0%
16/06/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Mai	-2.5%	-7.0%	-3.2%
16/06/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Mai	-1.8%	-14.4%	-0.2%
16/06/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	217k	229k	229k
17/06/2022	Royaume-Uni	Ventes de détail hors véhicule et carburant m/m	Mai	8.1%	--	7.4%
17/06/2022	Eurozone	IPC g.a.	Mai	-0.1%	-0.1%	-0.1%
17/06/2022	États-Unis	Indicateur économique avancé	Mai			1.4%
17/06/2022	Japon	Taux de la Banque du Japon	Juin	-0.4%	--	-0.3%



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Plusieurs enquêtes sont attendues cette semaine. Elles donneront une première idée de la manière dont l'économie se porte ce mois-ci : les Flash PMI dans plusieurs pays, la confiance des consommateurs pour la zone euro, l'enquête IFO en Allemagne, la confiance des entreprises en France. Aux États-Unis, nous connaissons le chiffres des demandes initiales de chômage et le sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
21/06/22	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Juin	18	26
22/06/22	Royaume-Uni	IPC harmonisé g.a.	Mai	--	7.80%
22/06/22	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	--	-21.1
23/06/22	Japon	PMI composite (Iibun Bank Japan)	Juin	--	52.3
23/06/22	France	Climat des affaires	Juin	--	106
23/06/22	France	PMI composite global de la zone euro (S&P)	Juin	--	57
23/06/22	Allemagne	PMI composite global de l'Allemagne (S&P)	Juin	--	53.7
23/06/22	Zone euro	PMI composite global de la zone euro (S&P)	Juin	--	54.8
23/06/22	Royaume-Uni	PMI composite global/CIPS du Royaume-Uni (S&P)	Juin	--	53.1
23/06/22	Etats-Unis	Demandes initiales de chômage	18 juin	--	--
23/06/22	Etats-Unis	PMI composite global des Etats-Unis (S&P)	Juin	--	53.6
24/06/22	Royaume-Uni	GfK (Confiance des consommateurs)	Juin	--	-40
24/06/22	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Juin	--	93
24/06/22	Allemagne	Situation actuelle (Ifo)	Juin	--	99.5
24/06/22	Allemagne	Prévisions (Ifo)	Juin	--	86.9
24/06/22	Etats-Unis	Sentiment (Université du Michigan)	Juin	50.2	50.2
24/06/22	Etats-Unis	Conditions actuelles (Université du Michigan)	Juin	--	55.4
24/06/22	Etats-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Juin	--	46.8
24/06/22	Etats-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Juin	--	5.40%
24/06/22	Etats-Unis	Inflation 5 à 10 ans (Université du Michigan)	Juin	--	3.30%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

Portugal : une économie résiliente	EcoTVWeek	17 juin 2022
Afrique du Sud : une reprise économique fragile	EcoConjoncture	16 juin 2022
Europe centrale : renchérissement du coût de financement sur les marchés obligataires	Graphique de la semaine	15 juin 2022
Le coût préoccupant des craintes de récession	EcoWeek	13 juin 2022
Italie : forte baisse du résultat net des banques au premier trimestre 2022	EcoTVWeek	10 juin 2022
Japon : Les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie japonaise	EcoFlash	8 juin 2022
France : aménagement de l'habitat et alimentation en tête des hausses des prix de vente dans le commerce de détail	Graphique de la semaine	8 juin 2022
La narration d'une récession américaine	EcoWeek	7 juin 2022
Continuons de parler de changement climatique	EcoTVWeek	3 juin 2022
Italie : Le ratio des prêts nouvellement non-performants des SNF repart à la hausse	Graphique de la semaine	1er juin 2022
Inflation : déplacement de l'attention et des préoccupations	EcoWeek	30 mai 2022
Émirats Arabes Unis : des perspectives économiques favorables	EcoTVWeek	27 mai 2022
Colombie : comment se comportent les flux de capitaux à l'approche de l'élection présidentielle?	Graphique de la semaine	25 mai 2022
Union européenne : L'incertitude face à la Covid-19 et à la guerre en Ukraine	EcoWeek	23 mai 2022
Chine : nouveau ralentissement économique, nouvelle augmentation des risques de crédit	EcoTVWeek	20 mai 2022
Inflation des prix de l'énergie en zone euro : réactions des gouvernements et implications sur le pouvoir d'achat des ménages	EcoFlash	20 mai 2022
De la nécessité de retraiter le PMI manufacturier pour comprendre le choc sur l'industrie allemande	Graphique de la semaine	18 mai 2022
Zone euro : Inflation et soutenabilité de la dette publique	EcoWeek	16 mai 2022
Zone euro : boucle prix-salaires, un risque faible mais sous surveillance	EcoTVWeek	13 mai 2022
États-Unis : la masse monétaire, en perte de vitesse	Graphique de la semaine	11 mai 2022
Banques centrales : la nécessité et le courage d'agir	EcoWeek	10 mai 2022
Relation complexe entre les conditions financières et les taux d'intérêt nominaux et réels	EcoTVWeek	6 mai 2022
Exportations chinoises : important ralentissement en vue	Graphique de la semaine	5 mai 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, Patrick Capeillère, 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

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.kalasopatan@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