

2

ÉDITORIAL

BCE : dépréciation de l'euro, aubaine ou casse-tête ?

4

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude, impulsion du crédit

8

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.

13

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BCE: DÉPRÉCIATION DE L'EURO, AUBAINE OU CASSE-TÊTE?

De prime abord, la forte dépréciation de l'euro semble être une aubaine pour la Banque centrale européenne. Par son effet mécanique sur les prix à l'importation, elle dissiperait les derniers doutes quant à la nécessité de relever le taux de rémunération des dépôts dans la zone euro. Cependant, on peut craindre que l'affaiblissement de la monnaie européenne n'entame la croissance du fait de son impact sur l'inflation et, par conséquent, sur le pouvoir d'achat des ménages. La prudence s'impose donc en matière de resserrement monétaire. Si une hausse du taux de rémunération des dépôts au second semestre semble acquise, le sujet central est celui de l'ampleur et du calendrier des hausses ultérieures. L'évolution des perspectives d'inflation sera à cet égard déterminante.

Les dernières données relatives à la zone euro font ressortir une inflation record et un ralentissement de la croissance du PIB au premier trimestre¹, une combinaison embarrassante pour la Banque centrale européenne (BCE). Face à une inflation élevée et généralisée, l'institution de Francfort est obligée d'agir. De plus, les marchés intègrent d'ores et déjà des hausses de taux de 90 points de base (pb) en 2022² mais le fléchissement de la croissance donne aussi aux membres du Conseil des gouverneurs, favorables à une politique monétaire accommodante, un argument pour ne pas précipiter les choses.

Dans une interview récente accordée à Bloomberg³, Philip Lane, chef économiste de la BCE, indiquait que le premier relèvement des taux n'était pas la question, le sujet central étant celui de l'ampleur et du calendrier des hausses suivantes. La position de la Réserve fédérale américaine est tout autre. La Fed table sur plusieurs hausses de taux dans les prochains mois, dont des relèvements de 50 pb, probablement dès la réunion du FOMC les 3 et 4 mai prochains.

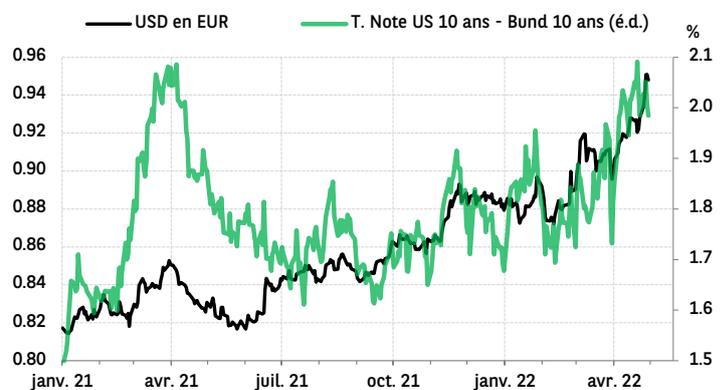
Comme on pouvait s'y attendre, la différence de sévérité des ressernements monétaires a provoqué une dépréciation considérable de l'euro face au dollar du fait de l'élargissement des différentiels de taux d'intérêt (graphiques 1 et 2). *A priori*, pour la zone euro, cette évolution du taux de change doit être considérée comme un élément favorable à la croissance économique, dès lors qu'elle stimule les exportations européennes et limite les importations, mais aussi comme un facteur inflationniste, puisqu'elle renchérit les prix à l'importation.

Philip Lane reconnaît que « la dépréciation de la monnaie jouera un rôle important dans l'élaboration des projections pour le mois de juin », en raison de son effet mécanique sur les prix à l'importation. De ce

point de vue, l'affaiblissement de l'euro est une aubaine pour le Conseil des gouverneurs dans la mesure où il devrait faciliter la conclusion d'un accord sur la nécessité de relever le taux de rémunération des dépôts. Cependant, poursuit-il, « lorsqu'on pense aux investissements, à la consommation, aux exportations nettes de la zone euro, il s'agit d'une importante variable macroéconomique et ce mouvement est significatif ».

L'interprétation de ces commentaires sur les investissements et la consommation est ambiguë. L'inflation est déjà nettement supérieure à l'objectif fixé par la BCE, même en excluant les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Ainsi, le recul de l'euro, la hausse des prix à l'importation et, par conséquent, l'augmentation de l'inflation, ne font qu'aggraver la situation des ménages, dont le pouvoir d'achat s'effrite, et celle des entreprises, dont les marges sont mises sous pression. Dans

ÉTATS-UNIS VS. ZONE EURO :
TAUX DE CHANGE ET ÉCART DE TAUX À 10 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

1 L'estimation préliminaire pour le mois d'avril fait ressortir une inflation à 7,5 % (7,4 % en mars) et une accélération de l'inflation IPCH sous-jacente, i.e. hors prix de l'énergie et des produits alimentaires, de l'alcool et du tabac, de 2,9% à 3,5. La croissance du PIB réel s'est établie à 0,2 % au premier trimestre (en glissement trimestriel et en données non annualisées) contre 0,3% au quatrième trimestre 2021. Source : Eurostat.

2 Source : ECB's Lane say first rate hike is no big deal, cautious on further moves, Reuters, 29 avril 2022.

3 Interview accordée à Bloomberg Television le 29 avril 2022.

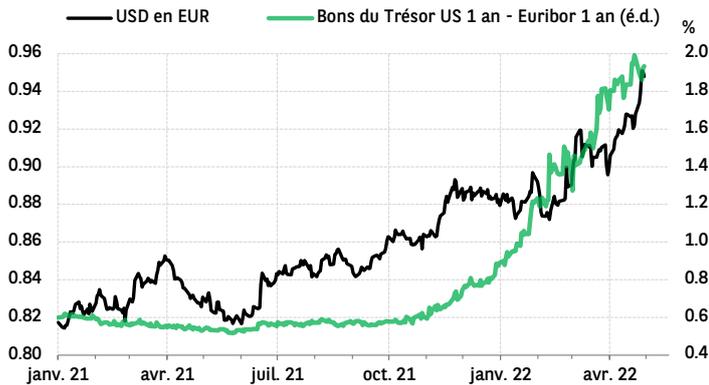
Que l'on considère le fléchissement de l'euro comme une aubaine – par son impact sur l'inflation – ou un casse-tête – par son impact sur la croissance – en matière de politique monétaire il est recommandé de commencer sans tarder à relever le taux de rémunération des dépôts.

un contexte de choc des prix des matières premières, la dépréciation de la monnaie est particulièrement malvenue (graphique 3) car elle constitue un frein supplémentaire à la croissance.

La prudence s'impose donc en matière de resserrement monétaire. Quoi qu'il en soit, une décision rapide de l'institution de Francfort sur le premier tour de vis monétaire pourrait être bénéfique, à condition qu'elle constitue un facteur de soutien pour l'euro. Une chose est sûre : que l'on considère le fléchissement de l'euro comme une aubaine – par son impact sur l'inflation – ou un casse-tête – par son impact sur la croissance – en matière de politique monétaire il est recommandé de commencer sans tarder à relever le taux de rémunération des dépôts.

William De Vijlder

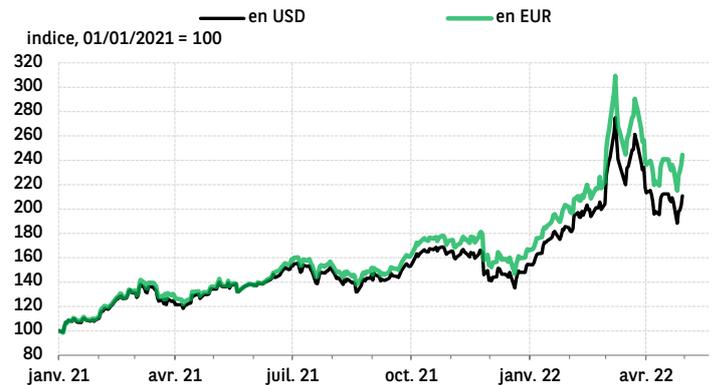
ÉTATS-UNIS VS. ZONE EURO :
TAUX DE CHANGE ET ÉCART DE TAUX À 1 AN



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

COURS DU BARIL DE BRENT



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 22-4-22 au 29-4-22

▼ CAC 40	6 581	▶ 6 534	-0.7 %		
▼ S&P 500	4 272	▶ 4 132	-3.3 %		
↗ Volatilité (VIX)	28.2	▶ 33.4	+5.2 pb		
↘ Euribor 3m (%)	-0.43	▶ -0.43	-0.2 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	1.21	▶ 1.33	+12.1 pb		
↗ OAT 10a (%)	1.27	▶ 1.29	+2.3 pb		
▼ Bund 10a (%)	0.92	▶ 0.90	-2.1 pb		
▼ US Tr. 10a (%)	2.91	▶ 2.89	-2.1 pb		
▼ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.05	-2.1 %		
▼ Or (once, \$)	1 928	▶ 1 908	-1.0 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	106.6	▶ 107.8	+1.1 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	0.00				
Eonia	-0.51	-0.51	03/01	0.00	03/01
Euribor 3m	-0.43	-0.42	25/04	-0.58	05/01
Euribor 12m	0.17	0.17	29/04	-0.50	05/01
\$ FED	0.50	0.50	17/03	0.25	03/01
Libor 3m	1.33	1.33	29/04	0.21	03/01
Libor 12m	2.63	2.63	29/04	0.58	03/01
£ Bque Angl	0.75	0.75	17/03	0.25	03/01
Libor 3m	1.23	1.24	22/04	0.26	03/01
Libor 12m	0.81	0.81	03/01	0.81	03/01

Au 29-4-22

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	1.16	1.17	le 22/04	-0.04	le 03/01
Bund 2a	0.13	0.13	le 29/04	-0.83	le 04/03
Bund 10a	0.90	0.92	le 22/04	-0.14	le 24/01
OAT 10a	1.29	1.29	le 29/04	0.15	le 04/01
Corp. BBB	2.66	2.66	le 29/04	0.90	le 05/01
\$ Treas. 2a	2.65	2.68	le 22/04	0.70	le 04/01
Treas. 10a	2.89	2.92	le 21/04	1.63	le 03/01
High Yield	7.16	7.16	le 29/04	5.07	le 03/01
£ Gilt. 2a	1.62	1.80	le 21/04	0.69	le 03/01
Gilt. 10a	1.90	2.01	le 21/04	0.97	le 03/01

Au 29-4-22

TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.05	1.15	le 10/02	1.05	le 28/04	-7.2%
GBP	0.84	0.85	le 30/03	0.83	le 14/04	+0.1%
CHF	1.02	1.06	le 10/02	1.00	le 04/03	-1.2%
JPY	136.68	139.36	le 21/04	125.37	le 04/03	+4.4%
AUD	1.48	1.62	le 04/02	1.43	le 05/04	-5.1%
CNY	6.95	7.29	le 10/02	6.87	le 14/04	-4.1%
BRL	5.22	6.44	le 06/01	5.01	le 21/04	-17.5%
RUB	74.72	164.76	le 07/03	74.72	le 29/04	-12.4%
INR	80.64	85.96	le 11/02	80.44	le 28/04	-4.6%

Au 29-4-22

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	107.8	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+37.5% +48.2%
Or (once)	1 908	2 056	le 08/03	1 785	le 28/01	+4.7% +12.9%
Métaux, LMEX	4 831	5 506	le 07/03	4 489	le 06/01	+7.3% +15.7%
Cuivre (tonne)	9 771	10 702	le 04/03	9 543	le 06/01	+0.3% +8.1%
Blé (tonne)	389	4.2	le 07/03	281	le 14/01	+63.5% +76.3%
Mais (tonne)	313	3.1	le 29/04	226	le 03/01	+37.1% +47.8%

Au 29-4-22

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours					
Monde						
MSCI Monde	2 796	3 248	le 04/01	2 796	le 29/04	-13.5%
Amérique du Nord						
S&P500	4 132	4 797	le 03/01	4 132	le 29/04	-13.3%
Europe						
EuroStoxx50	3 803	4 392	le 05/01	3 505	le 08/03	-11.5%
CAC 40	6 534	7 376	le 05/01	5 963	le 08/03	-8.7%
DAX 30	14 098	16 272	le 05/01	12 832	le 08/03	-11.2%
IBEX 35	8 584	8 886	le 10/02	7 645	le 07/03	-1.5%
FTSE100	7 545	7 672	le 10/02	6 959	le 07/03	+2.2%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 097	1 165	le 05/01	1 024	le 08/03	-4.0%
Nikkei	26 848	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-6.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 076	1 267	le 12/01	1 027	le 15/03	-12.6%
Chine	69	86	le 20/01	59	le 15/03	-16.7%
Inde	813	891	le 13/01	742	le 07/03	-1.0%
Brésil	1 639	2 003	le 04/04	1 372	le 06/01	+1.6%

Au 29-4-22

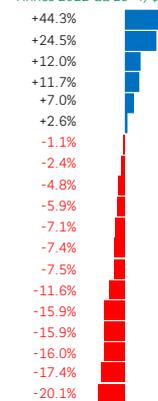
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2022 au 29-4, €



Année 2022 au 29-4, \$



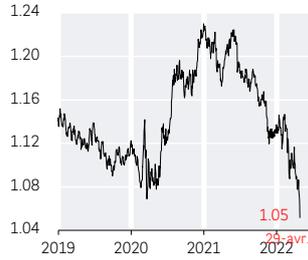
Pétrole & gaz
Matières premières
Télécoms
Agroalimentaire
Santé
Scs collectivités
Assurances
Médias
Chimie
Indice
Banques
Construction
Voyages & loisirs
Foncières
Automobile
Industrie
Bs. de conso.
Technologie
Distribution
Pétrole & gaz
Matières premières
Agroalimentaire
Assurances
Scs collectivités
Télécoms
Chimie
Santé
Pdts ménagers & soins
Voyages & loisirs
Industrie
Scs financiers
Indice
Banques
Technologie
Distribution
Automobile
Construction
Médias

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

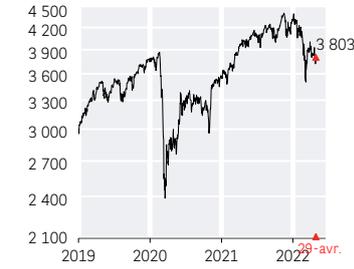


REVUE DES MARCHÉS

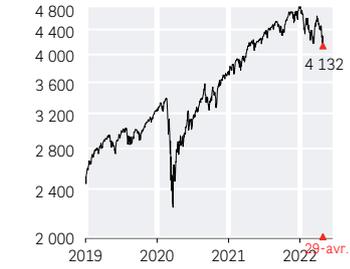
EURO-DOLLAR



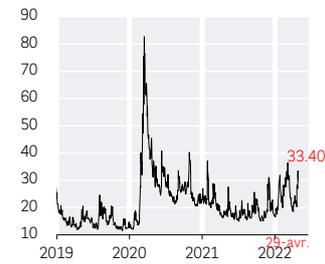
EUROSTOXX50



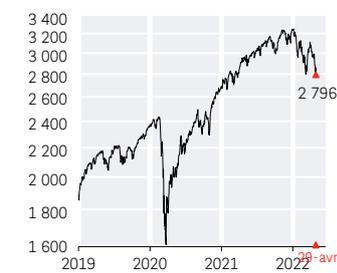
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



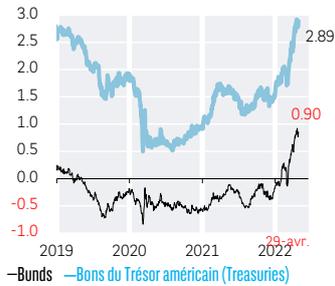
MSCI MONDE (USD)



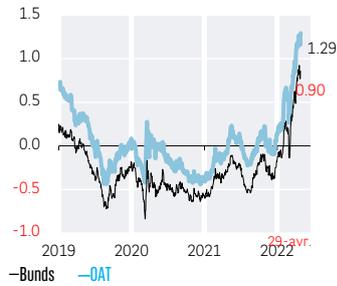
MSCI ÉMÉRGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

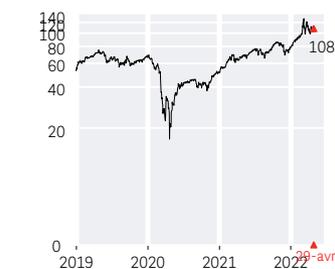


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

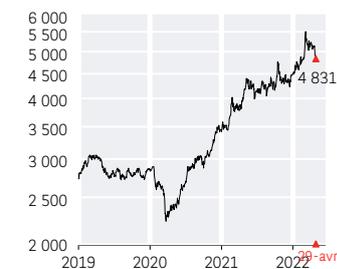
Année 2022 au 29-4

3.13%	Grèce	222 pb
2.71%	Italie	180 pb
1.92%	Espagne	101 pb
1.90%	Portugal	100 pb
1.35%	Belgique	45 pb
1.29%	France	39 pb
1.27%	Finlande	36 pb
1.13%	Autriche	22 pb
1.09%	Irlande	18 pb
0.99%	P-Bas	8 pb
0.90%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



BAROMÈTRE

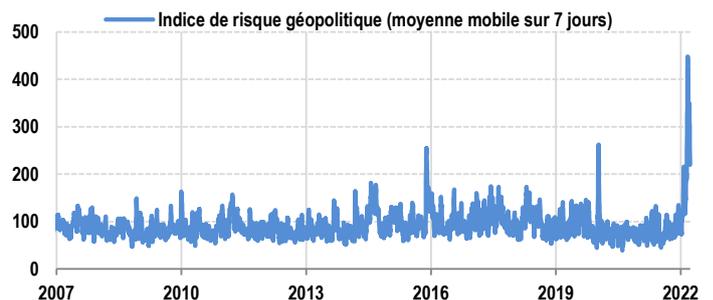
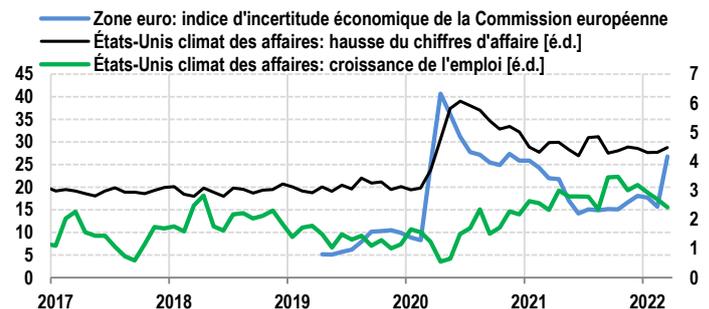
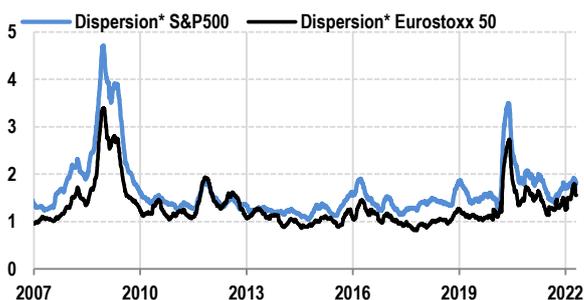
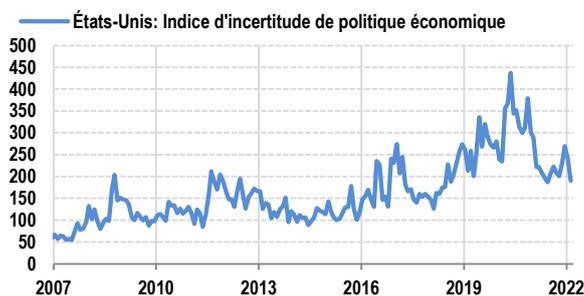
6

INCERTITUDE : LA GÉOPOLITIQUE DOMINE

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires en termes de portée et de méthodologie. En partant de la gauche et en suivant le sens des aiguilles d'une montre : l'incertitude entourant la politique économique américaine, fondée sur la couverture médiatique, diminue depuis le début de l'année. Toujours aux États-Unis, l'incertitude des entreprises concernant la croissance des revenus des ventes est en hausse tandis que celle portant sur l'emploi poursuit sa baisse. L'indice de la Commission européenne a bondi avec la guerre en Ukraine, qui a aussi provoqué une hausse spectaculaire de l'indice du risque géopolitique (basé sur la couverture médiatique). Enfin, l'écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice boursier – qui mesure l'incertitude financière – a augmenté aux États-Unis et dans la zone euro, de façon toutefois assez limitée.

William De Vijlder

ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

SOURCES : REFINITIV, ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, IFO, ATLANTA FED, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

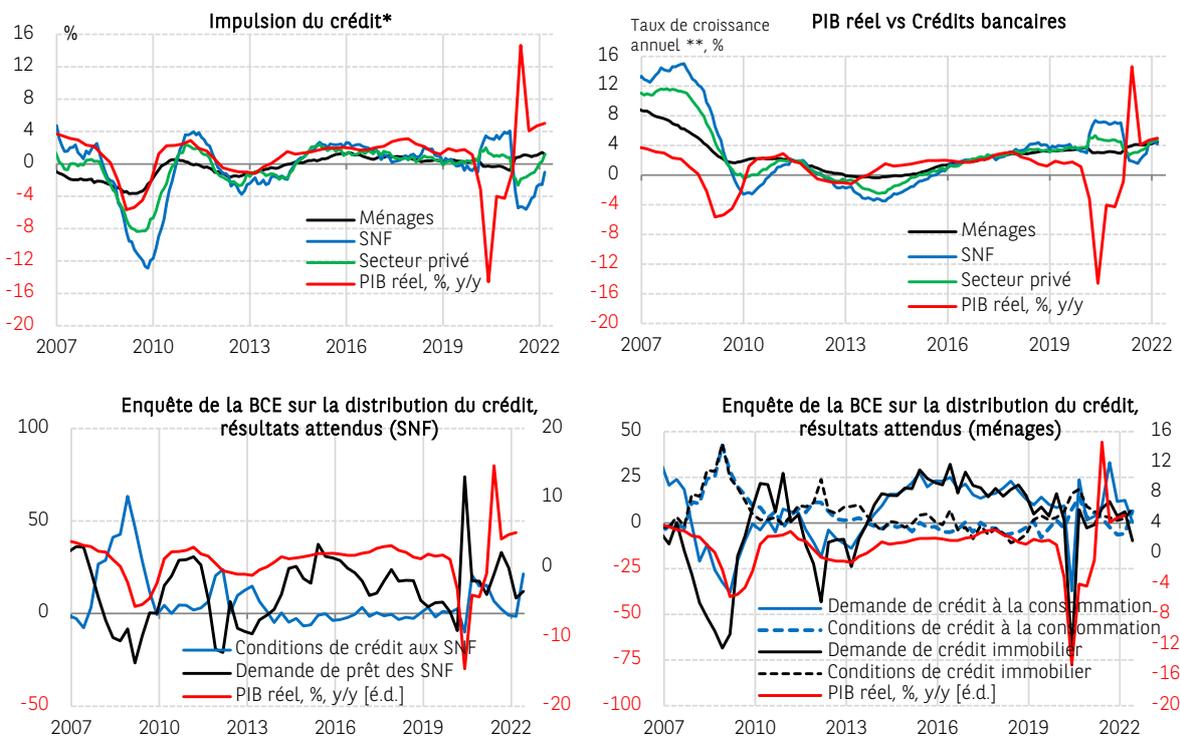
La banque
d'un monde
qui change

ZONE EURO : LA GUERRE EN UKRAINE, FACTEUR DE DURCISSEMENT DES CONDITIONS D'ACCÈS AU CRÉDIT DES ENTREPRISES

Au-delà du drame humain, l'offensive militaire russe en Ukraine assombrit les perspectives économiques, et avec elles les conditions d'accès au crédit bancaire des sociétés non financières (SNF) et des ménages de la zone euro. En mars 2022, les encours de prêts aux SNF ont déceléré (+4,2% en glissement annuel après +4,5% en février) pour la première fois depuis septembre 2021 (en comparaison, le rebond du PIB réel de +5% en g.a. au T1 2022 contre +4,7% au T4 2021, d'après l'estimation préliminaire d'Eurostat, masque un ralentissement en rythme trimestriel, +0,2% t/t au T1 2022 contre +0,3% t/t au T4 2021). En raison d'un important effet de base (entre mars et août 2021, la quasi-interruption des souscriptions de prêts garantis par les SNF et les premiers remboursements avaient freiné la progression des encours de crédits), l'impulsion des prêts aux SNF (qui reflète la variation, sur un an, de la croissance annuelle de l'encours) a continué de se redresser – tout en demeurant négative – pour s'établir à -1,0% en mars 2022 (contre -2,6% en février). Le dynamisme des encours de crédits aux ménages ne s'est pas démenti au T1 2022 (+4,5% en g.a. en mars 2022), soutenu tant par la faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt que par les anticipations de leur remontée. Au total, l'impulsion du crédit bancaire aux SNF et aux ménages est repassée en territoire positif au T1 2022 pour s'établir à 1,2% en mars 2022. Dans le cadre de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit (la *Bank Lending survey*, conduite entre les 7 et 22 mars 2022), les banques interrogées anticipaient un tassement de la demande de crédits des ménages au T2 2022 (baisse de la demande de prêts à l'habitat, stabilisation de la demande de crédits à la consommation), en écho à la dégradation de l'indice de confiance des ménages européens depuis la fin février. Elles projetaient, par ailleurs, de durcir les critères d'octroi pour tous les types de prêts aux ménages. Mais les répercussions économiques de la guerre en Ukraine sur l'activité et les prix des intrants (énergie, matières agricoles, métaux), la nouvelle vague de contaminations de Covid-19 en Chine, les difficultés persistantes d'approvisionnement, le remboursement des prêts garantis par les États et la hausse des taux d'intérêt qui se profile menacent, surtout, de fragiliser la situation financière des SNF. Les banques interrogées par la BCE anticipaient, pour le T2 2022, un resserrement très prononcé des conditions d'accès au crédit pour les entreprises. L'amplitude du durcissement annoncé est certes moindre que celui annoncé lors de la grande crise financière de 2008. Il est toutefois d'une ampleur comparable à celui prévu lors de l'enquête de juillet 2020 alors que les craintes quant à l'incidence de la crise du coronavirus sur les risques de crédit étaient fortes, ou encore à celui envisagé en janvier 2012 alors que la crise des dettes souveraines avait renchéri le coût de la dette obligataire des banques européennes.

Céline Choulet

IMPULSION DU CRÉDIT EN ZONE EURO



*L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM ** corrigés des titrisations

SOURCES: BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine est revenue sur sa trajectoire pré-pandémique et, avec 4% de taux de chômage, elle est aussi proche du potentiel. Supérieure à 7%, l'inflation est au plus haut depuis quarante ans et amène la Réserve fédérale à monter ses taux d'intérêt, d'au moins 100 points de base en 2022. Si elle est portée par les créations d'emplois, la consommation des ménages pâtit en revanche du recul des salaires réels. La révision en baisse des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment sous ses aspects sociaux, est également facteur de frein. La croissance du PIB se normalise tandis que l'inflation, attendue très élevée jusqu'à la fin du printemps, finit par ralentir dans le courant du second semestre.

CHINE

La croissance économique a fortement ralenti depuis l'été 2021. La crise des secteurs de l'immobilier et de la construction, le maintien de la stratégie *zéro covid* face aux résurgences de l'épidémie, et la fragilité persistante de la consommation des ménages pèsent sur l'activité. Ces facteurs devraient persister à court terme, même si les autorités renforcent leur soutien budgétaire et multiplient les mesures d'assouplissement monétaire. Dans le même temps, le cap du resserrement réglementaire et de l'assainissement du marché immobilier devrait être maintenu. L'industrie exportatrice, restée très dynamique au cours des derniers mois, devrait s'essouffler à court terme.

ZONE EURO

Après un T3 vigoureux, la croissance au T4 2021 a, comme attendu, nettement perdu de la vigueur (+0,3% t/t selon la première estimation d'Eurostat). En plus du simple facteur de normalisation, les vents contraires (contraintes d'offre, poussée de l'inflation et incertitude sanitaire en lien avec le rebond épidémique) ont forcé. Les enquêtes sur le climat des affaires continuent toutefois de faire preuve d'une certaine résistance. Si les risques baissiers se sont intensifiés, conduisant, mi-février, à une révision en baisse de 0,6 point de pourcentage de notre prévision de croissance pour 2022 (à 3,6%), la reprise reste résiliente. Un certain nombre de facteurs de soutien restent en effet à l'œuvre (*policy mix* toujours accommodant (bien qu'à un degré moindre), matelas de l'épargne forcée accumulée, potentiel de rattrapage du secteur des services, besoins d'investissements et de restockage). Malgré un ralentissement plus marqué, la croissance attendue resterait en 2022 très au-dessus de son rythme tendanciel. Pendant ce temps, l'inflation poursuit son envolée, reportant le pic attendu. Cela reste principalement une histoire de prix de l'énergie mais des facteurs plus durables et de diffusion gagnent également en force. En moyenne annuelle, en 2022, l'inflation bondirait à 5% (après 2,6% en 2021), masquant le mouvement de baisse toujours attendu au cours de l'année.

FRANCE

Ce qui se passe à l'échelle moyenne de la zone euro est représentatif de ce qui se passe en France, et inversement. Les chiffres diffèrent mais les éléments d'analyse et de description des perspectives économiques sont identiques. En Allemagne, l'intensité des vents contraires est plus grande mais la France est moins exposée. La croissance a continué de surprendre à la hausse au T4 2021 (0,7% t/t, selon la première estimation de l'Insee) et a atteint 7% sur l'ensemble de l'année. En 2022, la croissance ralentirait à 3,2%, dans un contexte d'inflation plus forte (attendue à 4,7% contre 1,6% en 2021).

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a entamé son cycle de resserrement monétaire et, selon les projections des membres du FOMC, plusieurs hausses de taux devraient suivre cette année et en 2023. Selon nos prévisions, les relèvements de taux additionnels devraient représenter 275 pb en tout sur les quinze prochains mois. En outre, la réduction de la taille du bilan (resserrement quantitatif) influera sur le niveau des taux d'intérêts. La position ferme de la Fed s'explique par une inflation particulièrement élevée, une économie forte et des taux directeurs très faibles. Ces changements ne devraient exercer qu'une pression à la hausse limitée sur les rendements à long terme des *Treasuries*, le marché ayant anticipé dans une large mesure le resserrement de la politique monétaire. De plus, avec la poursuite du cycle de remontée des taux, les investisseurs obligataires vont commencer à intégrer dans les prix la perspective d'un ralentissement de la croissance et de la baisse de l'inflation.

Dans la zone euro, le bond de l'incertitude et des prix des matières premières pèse sur le sentiment des entreprises et des ménages. Malgré une inflation particulièrement élevée, la BCE insiste sur la nécessité de conserver son optionnalité, ce qui traduit sa volonté de disposer d'une plus grande visibilité sur les perspectives d'inflation avant de décider de changer de politique. Nous prévoyons un premier relèvement du taux de rémunération des dépôts en septembre voire plus tôt, à l'issue de la réunion de juillet. D'autres hausses devraient suivre en 2023, portant le taux des dépôts à 0,50%. Cela devrait pousser les rendements obligataires à la hausse, mais aussi conduire à un élargissement de certains écarts de taux souverains.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire dans l'immédiat, mais porter son taux directeur à court terme de -0,10 %, actuellement, à un niveau compris dans une fourchette de zéro à 0,10% à la fin de l'année 2023, tout en laissant remonter le rendement du JGB à 10 ans. Ces décisions se fonderaient sur l'importance accrue accordée aux effets secondaires de la politique de taux d'intérêt négatifs et sur l'inquiétude à l'égard du risque d'un nouveau fléchissement du yen et de son impact sur les ménages, via la hausse des prix à l'importation.

Nous anticipons une baisse du dollar face à l'euro pour les raisons suivantes : la Réserve fédérale comme la BCE vont resserrer leur politique monétaire, le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se réduire et l'euro est sous-évalué par rapport au dollar. La divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon devrait se traduire par une appréciation du billet vert contre le yen. Nous prévoyons néanmoins une appréciation du yen à la fin de 2023, du fait du changement de politique monétaire de la Banque du Japon.

CROISSANCE DU PIB

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021	2022 e	2023 e	2021	2022 e	2023 e
États-Unis	5.7	3.7	2.5	4.7	6.7	2.7
Japon	1.7	1.6	2.0	-0.2	1.5	1.1
Royaume-Uni	7.5	3.6	1.7	2.5	7.0	3.2
Zone euro	5.3	2.8	2.7	2.6	6.8	3.4
Allemagne	2.9	2.1	3.4	3.2	6.6	3.6
France	7.0	3.2	2.5	2.1	5.3	2.5
Italie	6.6	2.8	2.2	2.0	6.4	2.6
Espagne	5.0	4.8	2.7	3.0	8.1	3.5
Chine	7.7	4.8	5.1	0.9	2.4	2.7
Inde*	8.1	9.5	7.3	5.1	6.3	5.2
Brésil	5.0	-0.5	0.0	8.3	9.0	5.7
Russie	4.5	-8.5	3.1	7.0	18.2	5.0

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 08/04/2022

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	0.50	1.50	2.00	2.50	3.25
	Treas. 10a	2.33	2.50	2.60	2.70	2.60
	Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25
Z. euro	Bund 10a	0.51	0.75	0.90	1.00	1.20
	OAT 10a	0.84	1.20	1.40	1.50	1.70
	BTP 10 ans	1.97	2.45	2.75	3.00	3.20
	BONO 10 ans	1.37	1.75	2.00	2.15	2.35
	R-Uni	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25
Japon	Gilt 10a	1.59	1.75	1.90	2.00	2.00
	Taux BoJ	-0.02	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a	0.21	0.25	0.25	0.25	0.45

Taux de change

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.11	1.11	1.13	1.14	1.20
	USD / JPY	121	125	124	123	115
	GBP / USD	1.32	1.29	1.31	1.33	1.40
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86
	EUR / JPY	135	139	140	140	138

Pétrole

Fin de période		T1 2022	T2 2022 e	T3 2022 e	T4 2022 e	T4 2023 e
Pétrole *	USD/baril	107	113	115	110	105

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



CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

En Allemagne, le climat des affaires de l'Ifo s'est redressé en avril après sa chute en mars. La composante « attentes » s'est améliorée. L'inflation a encore augmenté, atteignant 7,8%. La croissance du PIB au premier trimestre (+0,2% par rapport au trimestre précédent), s'est révélée conforme au chiffre de la zone euro. La confiance des consommateurs a chuté. En France, la confiance des consommateurs a décliné sous l'effet d'une inflation élevée. Les dépenses de consommation ont diminué en mars et la croissance au premier trimestre a atteint zéro pour cent. L'inflation s'est accélérée en avril pour s'établir à 5,4%. L'inflation dans la zone euro continue d'augmenter, atteignant 7,5% pour le chiffre global et 3,5% pour l'inflation sous-jacente. Le PIB a augmenté de 0,2% au premier trimestre. Au Royaume-Uni, la tendance des commandes est à la baisse. Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board est resté stable, surprenant favorablement. La composante « évaluation de la situation actuelle » s'est affaiblie, mais celles des « attentes » s'est améliorée. Les ventes de maisons neuves ont chuté considérablement. De façon inattendue, le PIB du premier trimestre s'est contracté. Le sentiment de l'Université du Michigan s'est amélioré, mais moins que prévu. Les composantes « évaluation des conditions actuelles » et « attentes » ont fait mieux. Les perspectives d'inflation sont demeurées stables. Enfin, au Japon, la banque centrale a confirmé sa position accommodante en matière de politique monétaire, malgré l'affaiblissement significatif du yen.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
25/04/2022	Allemagne	Climat des affaires (ifo)	Avr.	--	91.8	90.8
25/04/2022	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (ifo)	Avr.	--	97.2	97.1
25/04/2022	Allemagne	Attentes (ifo)	Avr.	--	86.7	84.9
25/04/2022	Royaume-Uni	Tendances commandes globales (CBI)	Avr.	--	14	26
26/04/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mar P	--	1.00%	-0.30%
26/04/2022	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Avr.	106.8	107.3	107.6
26/04/2022	États-Unis	Conjoncture (Conference Board)	Avr.	--	152.6	153.8
26/04/2022	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Avr.	--	77.2	76.6
26/04/2022	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Mars	0.40%	-8.60%	-1.20%
27/04/2022	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Mai	--	-26.5	-15.7
27/04/2022	France	Confiance des consommateurs	Apr	--	88	90
27/04-02/05/22	Allemagne	Ventes de détail m/m	Mars	--	-0.10%	0.30%
28/04/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Avr.	--	-16.9	-18.7
28/04/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Avr.	--	0.70%	2.50%
28/04/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Avr.	--	7.80%	7.60%
28/04/2022	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	1.00%	-1.40%	6.90%
28/04/2022	États-Unis	Consommation personnelle	T1	3.40%	2.70%	2.50%
28/04/2022	États-Unis	Indice des prix du PIB	T1	7.00%	8.00%	7.10%
28/04/2022	États-Unis	Déflateur de l'inflation t/t	T1	--	5.20%	5.00%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
28/04/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Avr.	--	180K	185K
28/04/2022	Japon	Taux de la Banque du Japon	Avr.	--	-0.10%	-0.10%
29/04/2022	France	Dépenses de consommation m/m	Mars	--	-1.30%	0.90%
29/04/2022	France	PIB t/t	T1	--	0.00%	0.80%
29/04/2022	France	PIB g.a.	T1	--	5.30%	5.50%
29/04/2022	France	IPC harmonisé m/m	Avr.	--	0.50%	1.60%
29/04/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Avr.	--	5.40%	5.10%
29/04/2022	Allemagne	PIB t/t	T1	--	0.20%	-0.30%
29/04/2022	Allemagne	PIB NSA g.a.	T1	--	4.00%	1.80%
29/04/2022	Zone euro	IPC estimé g.a.	Avr.	--	7.50%	7.40%
29/04/2022	Zone euro	IPC m/m	Avr.	--	0.60%	2.40%
29/04/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Avr.	--	3.50%	2.90%
29/04/2022	Zone euro	PIB t/t	T1	--	0.20%	0.30%
29/04/2022	Zone euro	PIB g.a.	T1	--	5.00%	4.70%
29/04/2022	États-Unis	Indice des coûts d'emploi	T1	1.10%	1.40%	1.00%
29/04/2022	États-Unis	Revenus personnels	Mars	0.40%	0.50%	0.70%
29/04/2022	États-Unis	Dépenses personnelles	Mars	0.60%	1.10%	0.60%
29/04/2022	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Mars	--	0.20%	0.10%
29/04/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation m/m	Mars	0.30%	0.30%	0.30%
29/04/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation g.a.	Mars	5.30%	5.20%	5.30%
29/04/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Avr.	65.7	65.2	59.4
29/04/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Avr.	--	69.4	68.1
29/04/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Avr.	--	62.5	54.3
29/04/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Avr.	--	5.40%	5.40%
29/04/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Avr.	--	3.00%	3.00%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine importante s'annonce avec la réunion du FOMC aux États-Unis et celle du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre. Un grand nombre de données sont attendues : rapport sur le marché du travail et enquêtes de l'Institute of Supply Management aux États-Unis, publication – retardée – des enquêtes de la Commission européenne et indices des directeurs d'achats pour l'industrie manufacturière et les services.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
30/04/2022	Chine	PMI composite	Apr	--	48.8
30/04/2022	Chine	PMI manufacturier	Apr	48	49.5
30/04/2022	Chine	PMI non-manufacturier	Apr	46.3	48.4
30/04/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Apr	47.4	48.1
05/02/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Apr	--	--
05/02/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Apr	--	32.8
05/02/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Apr	--	--
05/02/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Apr	--	--
05/02/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Apr	--	--
05/02/2022	Zone euro	Confiance économique	Apr	--	108.5
05/02/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Apr	--	10.4
05/02/2022	Zone euro	Confiance des Services	Apr	--	14.4
05/02/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Apr	--	--
05/02/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P)	Apr	--	--
05/02/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Apr	57.5	57.1
05/02/2022	États-Unis	ISM prix payés	Apr	--	87.1
05/02/2022	États-Unis	ISM nouvelles commandes	Apr	--	53.8
05/02/2022	États-Unis	ISM emploi	Apr	--	56.3
05/03/2022	Allemagne	Evolution du chômage	Apr	--	-18.0k
05/03/2022	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Apr	--	--
05/03/2022	Zone euro	IPP m/m	Mar	--	1.10%
05/03/2022	Zone euro	IPP g.a.	Mar	--	31.40%
05/03/2022	Zone euro	Taux de chômage	Mar	--	6.80%
05/03/2022	États-Unis	Offres d'emploi (Jolts)	Mar	--	11266k
05/03/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mar	--	--



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/04/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	France	PMI composite (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	Allemagne	PMI composite (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	Eurozone	PMI des services (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	Eurozone	PMI composite (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	Eurozone	Ventes au détail m/m	Mar	--	0.30%
05/04/2022	Eurozone	Ventes au détail g.a.	Mar	--	5.00%
05/04/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	États-Unis	PMI composite (S&P Global)	Apr	--	--
05/04/2022	États-Unis	ISM des services	Apr	58.5	58.3
05/04/2022	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne inférieure)	May	0.75%	0.25%
05/04/2022	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	May	1.00%	0.50%
05/05/2022	Chine	PMI composite (Caixin)	Apr	--	43.9
05/05/2022	Chine	PMI des services (Caixin)	Apr	41.1	42
05/05/2022	Royaume-Uni	PMI des services (S&P Global/CIPS)	Apr	--	--
05/05/2022	Royaume-Uni	PMI composite (S&P Global/CIPS)	Apr	--	--
05/05/2022	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	May	--	0.75%
05/05/2022	États-Unis	Productivité hors secteur agricole	1Q	-2.30%	6.60%
05/05/2022	États-Unis	Coûts unitaires du travail	1Q	6.40%	0.90%
05/05/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Apr	--	--
05/06/2022	France	Emploi dans le secteur privé t/t	1Q	--	0.60%
05/06/2022	États-Unis	Évolution de l'emploi non-agricole	Apr	350k	431k
05/06/2022	États-Unis	Taux de chômage	Apr	3.60%	3.60%
05/06/2022	États-Unis	Salaires horaires moyen m/m	Apr	0.40%	0.40%
05/06/2022	États-Unis	Salaires horaires moyen g.a.	Apr	--	5.60%
05/06/2022	États-Unis	Salaires hebdomadaires moyen (tous personnels)	Apr	34.6	34.6
05/06/2022	États-Unis	Taux d'activité	Apr	--	62.40%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Marché immobilier en Espagne : un optimisme à relativiser	EcoFlash	29 avril 2022
France : contraintes d'offre et inflation pèsent sur la croissance	EcoTVWeek	29 avril 2022
Royaume-Uni : La hausse de l'inflation rend négative la croissance des salaires réels	Graphique de la semaine	27 avril 2022
Global : Économie mondiale : pourquoi la persistance de l'inflation a de l'importance	EcoWeek	25 avril 2022
D'une crise à l'autre, quelles réponses en Europe ?	EcoTVWeek	22 avril 2022
Pays Émergents : Les émergents plient mais ne rompent pas	EcoEmerging	22 avril 2022
Zone Euro : La levée des moratoires n'a pas dégradé significativement la qualité des portefeuilles bancaires	Graphique de la semaine	20 avril 2022
Etats-Unis : Doit-on s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe de taux ? Pas encore	EcoWeek	19 avril 2022
Découplage, déglobalisation et perspectives d'inflation	EcoTVWeek	15 avril 2022
Maroc : La banque centrale maintient le cap malgré les pressions inflationnistes	Graphique de la Semaine	13 avril 2022
Zone Euro : Pourquoi autant d'entreprises anticipent-elles d'augmenter leurs prix de vente?	EcoWeek	11 avril 2022
L'Inde face à deux chocs extérieurs	EcoTVWeek	8 avril 2022
Espagne : le marché immobilier se porte bien	Graphique de la Semaine	6 avril 2022
Zone Euro : Les dépenses des ménages sous la pression de l'inflation	EcoWeek	4 avril 2022
Une cartographie de la dépendance des pays européens aux importations provenant de Russie et d'Ukraine	EcoFlash	1 ^{er} avril 2022
Brésil : le real a le vent en poupe	EcoTVWeek	1 ^{er} avril 2022
Espagne : détérioration de la qualité du bilan des sociétés financières spécialisées	Graphique de la Semaine	30 mars 2022
Marché du travail français : maintenir la dynamique	EcoFlash	29 mars 2022
Global : Des perspectives conjoncturelles dominées par un choc sur les anticipations	EcoWeek	29 mars 2022
Finances publiques de la Colombie : faut-il s'inquiéter?	EcoConjoncture	25 mars 2022
À propos du tournant monétaire américain	EcoFlash	25 mars 2022
Le système bancaire de la zone euro solide et faiblement exposé à la Russie et à l'Ukraine	EcoTVWeek	25 mars 2022
Afrique du Sud : une reprise économique fragile	Graphique de la Semaine	23 mars 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, Allemagne - 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

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac

France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@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

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 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche 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 agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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