

2

ÉDITORIAL

Hausses de taux synchrones : une analyse par la somme des parties

4

REVUE DES MARCHÉS

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

6

BAROMÈTRE

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

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.

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

HAUSSES DE TAUX SYNCHRONES: UNE ANALYSE PAR LA SOMME DES PARTIES

L'analyse par la somme des parties, largement utilisée en finance d'entreprise, a fait son apparition parmi les banques centrales. Cela traduit la crainte que les effets des nombreuses hausses de taux synchrones dépassent ceux de l'addition de ces hausses. Il y a plusieurs explications possibles à cela. Dans la mesure où l'inflation dans un pays donné dépend en grande partie des capacités de production inemployées au niveau mondial, ces hausses synchrones pourraient entraîner une baisse soudaine de l'inflation. La hausse des prix à l'importation, liée à la dépréciation de leur devise, pourrait forcer des pays à un resserrement monétaire. Une baisse de la confiance joue aussi un rôle, en particulier pour les entreprises exportatrices. Que faire ? Les banques centrales pourraient insister sur le fait que ces hausses de taux synchrones devraient réduire les anticipations d'inflation. Elles devront également prendre en compte, dans leur propre politique, les effets des décisions prises par les autres banques centrales.

En finance d'entreprise, l'analyse par la somme des parties (« *sum-of-the-parts* ») s'efforce de répondre à la question de savoir si le démantèlement d'un conglomerat, par la scission de certaines des entités qui le composent, serait créateur de valeur pour les actionnaires. L'idée sous-jacente est que la somme de la valeur des unités individuelles pourrait être supérieure à la valorisation actuelle du conglomerat.

Ce concept a fait son apparition parmi les banques centrales. Dans une récente allocution¹, Lael Brainard, vice-présidente de la Réserve fédérale américaine, a souligné que « *l'effet conjugué d'un resserrement mondial simultané est supérieur à la somme de ses parties* ». Le nombre de hausses de taux synchrones² est en effet exceptionnellement important (cf. graphique), ce qui n'est guère surprenant dans la mesure où de nombreux pays sont touchés par une inflation élevée. D'après Lael Brainard, cela contraint la Réserve fédérale à « *prendre en compte les retombées de la hausse des taux d'intérêt, de l'appréciation du dollar, et de l'affaiblissement de la demande des économies étrangères à destination des États-Unis, et réciproquement* ».

Philip Lane, chef économiste de la Banque centrale européenne, a récemment avancé un argument similaire : « *Compte tenu du degré d'intégration élevé de l'économie mondiale, notre analyse doit prendre en compte les retombées des politiques monétaires partout dans le monde* »³.

1 *Restoring Price Stability in an Uncertain Economic Environment*, propos de Lael Brainard, Vice-présidente du Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale dans « *Shocks and Aftershocks: Finding Balance in an Unstable World* », lors de la 64^e réunion annuelle de la National Association for Business Economics, Chicago, Illinois, 10 octobre 2022.

2 Le terme « synchrone » fait référence à l'idée que les hausses de taux interviennent au cours d'un même intervalle de temps, mais non de manière coordonnée auquel cas le terme « synchronisé » serait utilisé.

3 La transmission de la politique monétaire, Discours de Philip R. Lane, membre du directoire de la BCE, à la conférence Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF), CGEG|Columbia|SIPA, BEI, Société Générale intitulée « *Perspectives pour l'Union européenne et les États-Unis : nouvelles directions pour la politique économique* », New York, le 11 octobre 2022.

Un autre avertissement est venu de la Banque mondiale : « *Le resserrement hautement synchrone des politiques monétaires et budgétaires pourrait, dans une économie mondiale fortement intégrée, causer plus de dommages à la croissance qu'on ne pourrait l'attendre de la somme des effets des politiques de chacun des pays* »⁴.

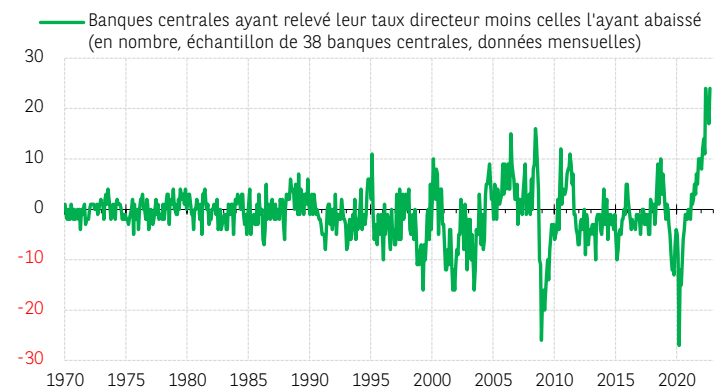
Mais pourquoi l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêt risque-t-il d'être supérieur à la somme des parties ?⁵ Maurice Obstfeld du Peterson Institute for International Economics a identifié deux raisons⁶.

4 *Is a global recession imminent?*, Justin Damien Guénette, M. Ayhan Kose and Naotaka Sugawara, CEPR Document de réflexion DP17566, 3 octobre 2022.

5 Une hausse des taux dans un pays donné devrait avoir un effet négatif sur la croissance et l'inflation dans ce pays. Compte tenu de la baisse de ses importations, la politique de ce pays a également des retombées sur les autres pays. Dans une approche par la somme des parties, des hausses de taux synchrones dans plusieurs pays ont un impact qui correspond à la somme des effets dans chacun des pays.

6 *Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown*, Maurice Obstfeld, Pe-

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BRI (OCTOBRE 2022), BNP PARIBAS

Des hausses de taux synchrones par un grand nombre de banques centrales pourraient avoir un effet disproportionné sur la croissance mondiale, et entraîner une baisse de l'inflation plus rapide que prévu.

Dans la mesure où l'inflation dans un pays donné dépend en grande partie des capacités de production inemployées au niveau mondial – c'est-à-dire que l'écart entre la croissance réalisée et la croissance potentielle de l'économie mondiale («*output gap*») détermine, dans une large mesure, l'évolution des prix dans chaque pays – des hausses de taux synchrones décidées par de nombreux pays pourraient, *via* leur impact sur l'*output gap* mondial, causer une baisse soudaine et importante de l'inflation. La hausse des prix à l'importation constitue un autre facteur. Un resserrement monétaire dans un pays donné doit en principe, toutes choses égales par ailleurs, provoquer une appréciation de sa devise. Or, la dépréciation des devises de ses partenaires commerciaux pourrait entraîner une inflation des prix à l'importation dans ces pays. Cela contraindrait leurs banques centrales à procéder, elles aussi, à un resserrement monétaire, lequel contribuerait au ralentissement de la croissance mondiale.

Outre les arguments mentionnés par Maurice Obstfeld, les effets sur la confiance sont également susceptibles de jouer un rôle. Cet élément revêt une importance particulière pour les entreprises fortement exportatrices. Une hausse des taux d'intérêt par la banque centrale locale pourrait peser sur la demande de leurs produits sur un marché d'exportation donné. Si un tel phénomène se produisait de manière synchronisée sur plusieurs de leurs marchés d'exportation, l'effet négatif en termes de perte de confiance pourrait être disproportionné.

Comment les banques centrales peuvent-elles réagir compte tenu du risque que l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêt soit plus important que celui de la somme des parties? Les banques centrales pourraient insister dans leur communication sur la nature synchrone des hausses de taux. Cela pourrait modérer les anticipations d'inflation au niveau mondial⁷, et aider, dans une certaine mesure, à ramener l'inflation vers l'objectif.

Ainsi, le resserrement cumulé pourrait être plus limité, ce qui réduirait le risque de politiques monétaires excessivement strictes. Comme l'indiquent Brainard et Lane, les banques centrales pourraient également porter une attention particulière aux retombées des mesures prises par les autres banques centrales, et ainsi limiter le resserrement cumulé. Les investisseurs risqueraient toutefois d'interpréter une telle situation comme un signal accommodant prématuré. La communication se doit donc d'être la plus claire possible pour éviter une perte de crédibilité.

William De Vijlder

erson Institute for International Economics, 12 septembre 2022.
7 Cet argument a été avancé par Maurice Obstfeld.



REVUE DES MARCHÉS

4

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 30-9-22 au 7-10-22

↗ CAC 40	5 762	▶ 5 867	+1.8 %
↗ S&P 500	3 586	▶ 3 640	+1.5 %
↘ Volatilité (VIX)	31.6	▶ 31.4	-0.3 pb
↗ Euribor 3m (%)	1.17	▶ 1.29	+11.5 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	3.75	▶ 3.91	+15.4 pb
↗ OAT 10a (%)	2.75	▶ 2.80	+5.3 pb
↗ Bund 10a (%)	2.11	▶ 2.20	+9.1 pb
↗ US Tr. 10a (%)	3.80	▶ 3.88	+8.1 pb
↘ Euro vs dollar	0.98	▶ 0.98	-0.1 %
↗ Or (once, \$)	1 674	▶ 1 702	+1.7 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	88.2	▶ 97.9	+11.1 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 22	+bas 22	Rendements (%)	+haut 22	+bas 22
€ BCE	1.25	1.25	le 14/09	0.00	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01
Euribor 3m	1.29	1.29	le 07/10	-0.58	le 05/01
Euribor 12m	2.55	2.63	le 27/09	-0.50	le 05/01
\$ FED	3.25	3.25	le 22/09	0.25	le 03/01
Libor 3m	3.91	3.91	le 07/10	0.21	le 03/01
Libor 12m	5.00	5.00	le 07/10	0.58	le 03/01
£ Bque Angl	2.25	2.25	le 22/09	0.25	le 03/01
Libor 3m	3.42	3.75	le 26/09	0.26	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01
Au 7-10-22					
€ Moy. 5-7a	2.64	2.79	le 28/09	-0.04	le 03/01
Bund 2a	1.80	1.90	le 27/09	-0.83	le 04/03
Bund 10a	2.20	2.24	le 27/09	-0.14	le 24/01
OAT 10a	2.80	2.83	le 29/09	0.15	le 04/01
Corp. BBB	4.79	4.84	le 29/09	0.90	le 05/01
\$ Treas. 2a	4.31	4.37	le 27/09	0.70	le 04/01
Treas. 10a	3.88	3.96	le 27/09	1.63	le 03/01
High Yield	9.63	9.91	le 30/09	5.07	le 03/01
£ Gilt. 2a	4.17	4.59	le 27/09	0.69	le 03/01
Gilt. 10a	4.24	4.50	le 27/09	0.97	le 03/01
Au 7-10-22					

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 22	+bas 22	2022			
USD	0.98	1.15	le 10/02	0.96	le 27/09	-14.0%
GBP	0.88	0.90	le 28/09	0.83	le 14/04	+4.7%
CHF	0.97	1.06	le 10/02	0.95	le 28/09	-6.3%
JPY	142.03	144.46	le 13/09	125.37	le 04/03	+8.5%
AUD	1.53	1.62	le 04/02	1.43	le 25/08	-2.3%
CNY	6.94	7.29	le 10/02	6.75	le 14/07	-4.3%
BRL	5.10	6.44	le 06/01	5.01	le 21/04	-19.5%
RUB	61.06	164.76	le 07/03	55.60	le 26/09	-28.4%
INR	80.56	85.96	le 11/02	78.49	le 27/09	-4.7%
Au 7-10-22						
Variations						

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)			
Pétrole, Brent	97.9	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+24.9%	+45.2%
Or (once)	1 702	2 056	le 08/03	1 635	le 27/09	-6.6%	+8.6%
Métaux, LME	3 577	5 506	le 07/03	3 453	le 27/09	-20.5%	-7.7%
Cuivre (tonne)	7 508	10 702	le 04/03	7 160	le 14/07	-22.9%	-10.4%
Blé (tonne)	292	4.7	le 17/05	276	le 18/08	+22.9%	+42.8%
Maïs (tonne)	259	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+13.4%	+31.8%
Au 7-10-22							
Variations							

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022		
Monde						
MSCI Monde	2 418	3 248	le 04/01	2 379	le 30/09	-25.2%
Amérique du Nord						
S&P500	3 640	4 797	le 03/01	3 586	le 30/09	-23.6%
Europe						
EuroStoxx50	3 375	4 392	le 05/01	3 279	le 29/09	-21.5%
CAC 40	5 867	7 376	le 05/01	5 677	le 29/09	-18.0%
DAX 30	12 273	16 272	le 05/01	11 976	le 29/09	-22.7%
IBEX 35	7 437	8 934	le 27/05	7 300	le 29/09	-14.7%
FTSE100	6 991	7 672	le 10/02	6 882	le 29/09	-5.3%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 053	1 165	le 05/01	1 012	le 30/09	-7.8%
Nikkei	27 116	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-5.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	898	1 267	le 12/01	873	le 29/09	-27.1%
Chine	57	86	le 20/01	56	le 03/10	-29.9%
Inde	757	891	le 13/01	699	le 17/06	-0.8%
Brésil	1 609	2 003	le 04/04	1 311	le 14/07	+5.0%
Au 7-10-22						
Variations						

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2022 au 7-10, €	Année 2022 au 7-10, \$
+18.0%	+71.5%
-6.5%	+9.2%
-10.7%	+8.6%
-12.7%	+3.3%
-13.8%	-1.0%
-16.3%	-5.6%
-17.1%	-6.5%
-18.3%	-6.8%
-19.7%	-10.3%
-20.7%	-12.2%
-22.0%	-12.3%
-24.3%	-13.9%
-27.0%	-13.9%
-27.3%	-16.7%
-28.3%	-17.1%
-29.0%	-18.4%
-34.0%	-24.0%
-44.7%	-27.8%
-46.0%	-31.0%

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

SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

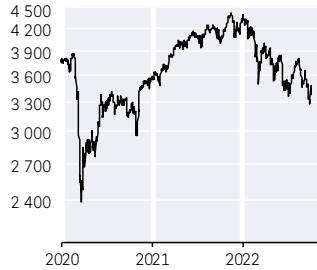
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

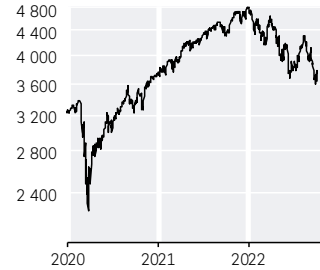
EURO-DOLLAR



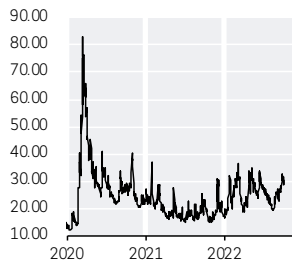
EUROSTOXX50



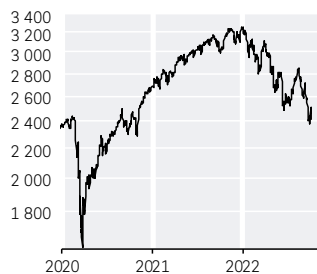
S&P500



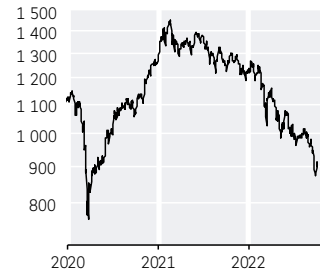
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



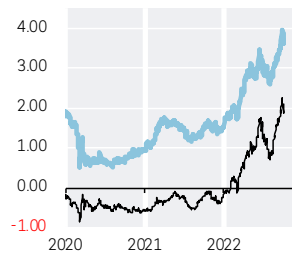
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

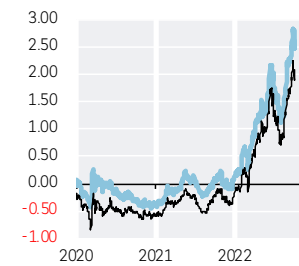


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



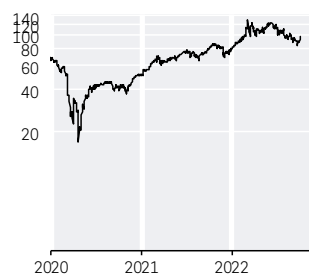
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

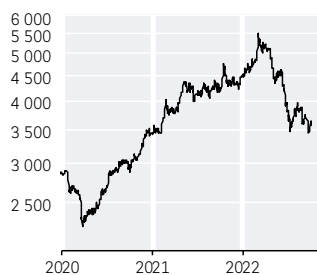
Année 2022 au 7-10

5.14%	Grèce	294 pb
4.58%	Italie	238 pb
3.41%	Espagne	120 pb
3.18%	Portugal	98 pb
2.89%	Autriche	69 pb
2.86%	Finlande	66 pb
2.86%	Belgique	65 pb
2.80%	France	60 pb
2.74%	Irlande	53 pb
2.52%	P-Bas	32 pb
2.20%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ITALIE : PAS DE RÉPIT POUR LE NOUVEAU GOUVERNEMENT

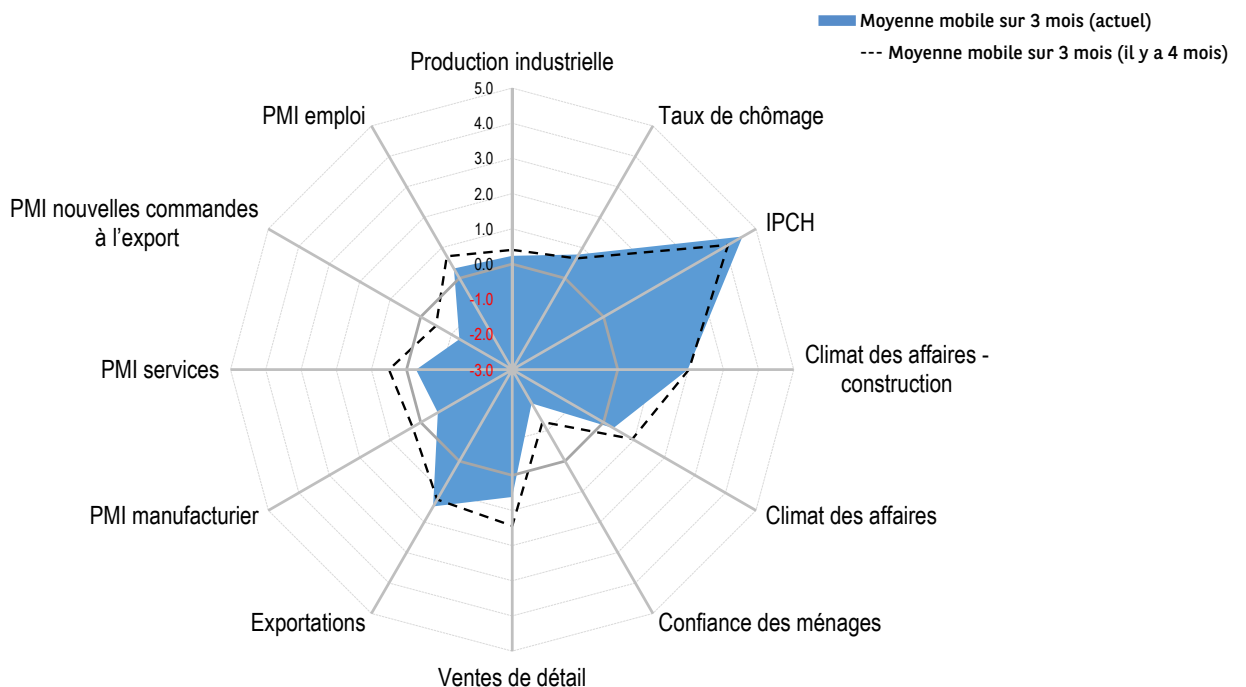
L'intronisation dimanche dernier de Giorgia Meloni au poste de présidente du Conseil italien ne doit pas faire oublier les débuts difficiles de la nouvelle coalition au pouvoir. En effet, des fissures sont déjà apparues entre les différents partenaires de l'alliance de droite. En sus des dissensions politiques, le contexte économique italien est également propice à générer des tensions. La plupart des indicateurs du baromètre ont poursuivi leur dégradation ces dernières semaines, à la fois du côté des indices centrés sur les entreprises et de ceux portant sur les ménages. Après une légère amélioration en août, l'indice PMI composite est reparti à la baisse en septembre (-2,0 points à 47,6). Du côté de la confiance des consommateurs, le signal négatif vient des perspectives de chômage qui ont enregistré la plus forte détérioration jamais observée sur un seul mois (+28 points, une hausse indiquant une dégradation des perspectives).

Le scénario d'une récession à venir en Italie semble donc de plus en plus évident, d'autant que l'inflation des prix à la consommation tout comme de ceux à la production ne se stabilise toujours pas cet automne. En effet, la hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation s'est élevée à 9,4% a/a en septembre, contre 9,1% le mois précédent. Si l'augmentation des prix de l'énergie ralentit quelque peu – toute proportion gardée, celle-ci était encore conséquente en septembre (+44,5% a/a) – la progression de l'indice sous-jacent (hors énergie et produits alimentaires) ne montre aucun signe de fléchissement. La hausse mensuelle de 0,8% m/m était la plus importante depuis le début des statistiques actuelles (janvier 1996), tandis que la croissance en glissement annuel a franchi la barre des 5%. Les composantes « services hôteliers et de restauration » (8,0% a/a) et « fournitures et équipements de l'habitat » (6,5% a/a) atteignent ainsi un niveau jamais enregistré par le passé. Les prix dans l'habillement et les chaussures (+2,5% a/a) augmentent également.

La consommation des ménages continue de baisser sous le poids de l'inflation. En termes réels, les ventes au détail ont chuté au mois d'août à leur plus bas niveau depuis le printemps 2021. La majorité de l'ajustement s'est opérée jusqu'à présent sur les dépenses en alimentation, qui ont reculé de 4,1% depuis le début de l'année.

Guillaume Derrien

ITALIE : 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 +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.



ROYAUME-UNI : ENTRE DÉMISSIONS ET INFLATION

L'inflation a nettement rebondi en septembre pour revenir au-dessus du niveau symbolique à deux chiffres (10,1% a/a), légèrement au-dessus des anticipations (10%). Largement diffusée au sein de l'économie, la hausse de l'inflation devrait, en outre, se poursuivre. Preuve en est, la composante sous-jacente de l'inflation a fortement augmenté en septembre (+0,5 point) pour s'établir à 7,5% a/a.

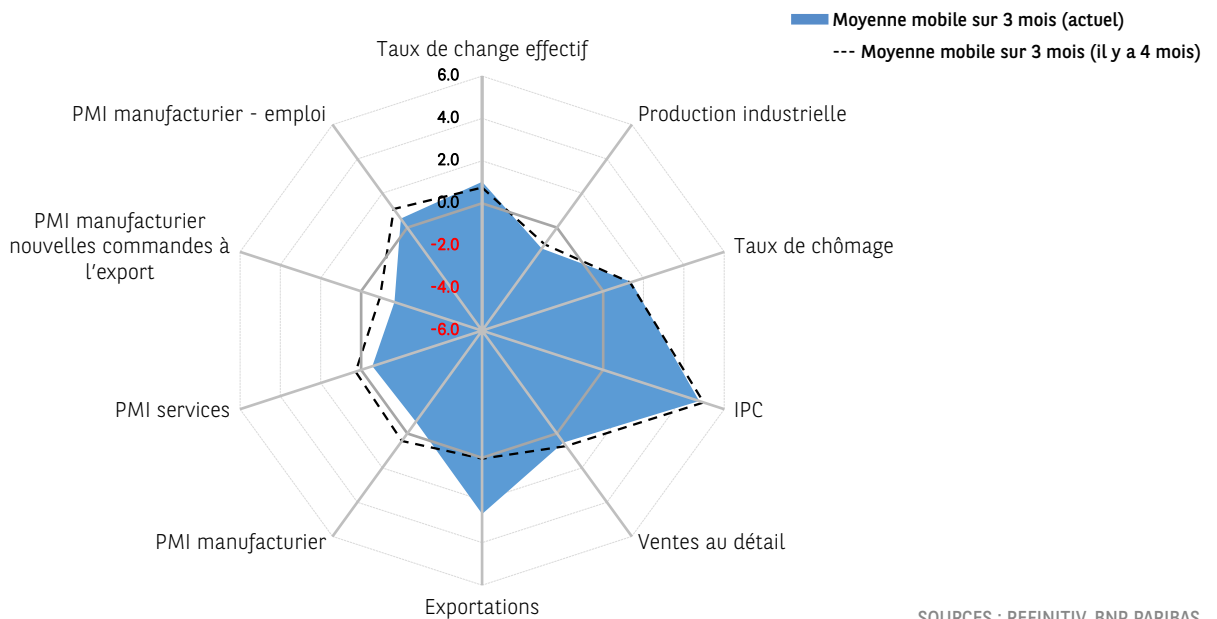
Cette forte inflation continue, par ailleurs, de peser sur l'activité économique. La confiance des ménages britanniques reste largement négative (-47 points) même si elle a rebondi légèrement (+2 points) en octobre, grâce à l'entrée en vigueur des premières mesures de soutien, comme le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité. Du côté des entreprises, les enquêtes sur le climat des affaires demeurent à un niveau critique. Si l'indice du secteur manufacturier est en zone de contraction pour le deuxième mois consécutif (PMI à 48), le secteur des services reste à l'équilibre (PMI à 50) grâce aux anticipations d'une potentielle reprise de l'activité.

Autre sujet de préoccupation, la hausse du prix des importations (+3,1% m/m en septembre et 21% a/a) – conséquence, en partie, de la chute de la livre sterling depuis le début de l'année et surtout depuis début septembre – qui alimente aussi l'inflation domestique. Cette hausse du prix des importations pèse également sur le déficit commercial qui a atteint GBP -25,6 milliards entre juin et août selon la dernière publication de l'*Office for National Statistics* (ONS). Cette détérioration est en partie imputable à un effet prix qui a entraîné une forte augmentation des importations (+5,7% m/m), en particulier celles en provenance des pays hors Union européenne (UE) (+13,3% m/m), tandis que les exportations ont augmenté, mais dans une moindre mesure (1,2% m/m), principalement à destination des pays hors UE (4,1% m/m). Pour faire face au creusement du déficit commercial, le gouvernement britannique a récemment accéléré les négociations commerciales en cours pour favoriser les débouchés de ses exportations et réduire le coût de ses importations, notamment avec l'Inde, les pays du Golfe mais également en rejoignant l'Accord transpacifique (CPTPP).

La récente chute de la livre et les tensions sur le marché des gilts (obligations souveraines britanniques), et, plus largement, la situation économique préoccupante du Royaume-Uni expliquent en partie la démission de la Première ministre Liz Truss et le retrait de la plupart des baisses d'impôt du Plan pour la croissance, qui auraient entraîné une forte hausse du déficit public. Ce retrait a permis de restaurer quelque peu la confiance dans la maîtrise des finances publiques. Bien que la transition soit plus rapide que lors de la succession de Boris Johnson, le Royaume-Uni se trouve aujourd'hui dans un contexte politique plus dégradé.

Félix Berte

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 -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

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

CHINE

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

ZONE EURO

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

FRANCE

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

TAUX & CHANGES

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

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

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

PIB & INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5.7	1.7	1.0	0.9	4.7	8.0	4.4	3.9
Japon	1.7	1.3	0.8	0.6	-0.2	2.2	1.1	0.6
Royaume-Uni	7.4	3.4	-0.1	1.4	2.6	8.9	6.5	3.0
Zone euro	5.3	2.8	0.3	1.5	2.6	8.3	5.9	2.5
Allemagne	2.6	1.4	0.4	1.7	3.2	8.6	5.8	2.4
France	6.8	2.3	0.5	1.5	2.1	5.7	4.8	2.1
Italie	6.6	3.4	0.4	1.6	1.9	8.4	6.4	2.2
Espagne	5.1	4.3	0.5	1.7	3.0	8.8	4.1	1.6
Chine	8.1	3.0	5.3	5.0	0.9	2.3	3.1	2.5
Inde*	9.3	8.3	6.2	6.5	5.4	7.9	5.9	5.5
Brsil	4.6	1.5	0.0	1.2	8.3	11.0	7.1	4.3
Russie	4.5	-7.0	0.8	0.3	7.1	14.0	10.5	7.6

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %						
Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
États-Unis	Fed Funds	1.75	4.75	5.25	5.25	5.25
	(borne supérieure)					
Zone euro	Taux de dépôt	-0.50	2.25	3.00	3.00	3.00
	Royaume-Uni Taux BoE	1.25	3.50	4.50	4.50	4.50
Japon	Gilt 10a	2.21	4.75	4.85	4.50	4.40
	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.25	0.25	0.25	0.45
Taux de change						
Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.05	1.00	1.01	1.02	1.06
	USD / JPY	136	137	135	133	127
	GBP / USD	1.21	1.05	1.12	1.12	1.12
EUR	EUR / GBP	0.86	0.95	0.95	0.95	0.95
	EUR / JPY	142	137	136	136	135

Pétrole						
Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/banil	115	100	102	107	115

Prévisions au 06/09/22 sauf mentions contraires. Prévisions des Fed Funds et du taux US à 10 ans au 19/10/22. Prévisions du taux de la Banque d'Angleterre au 17/10, du Gilt 10 ans, du GBP/USD et EUR/GBP au 28/09/22. Prévision du taux de dépôt de la zone euro au 29/09/22.

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

Dans la zone euro, la composante « attentes » de l'enquête ZEW s'est légèrement améliorée en octobre, tout en restant à un niveau très bas. L'inflation a encore accéléré en septembre, atteignant 9,9 %. La confiance des consommateurs s'est améliorée en octobre, contrairement aux prévisions. La confiance des entreprises françaises est restée stable. En Allemagne, si la composante « attentes » de l'enquête a marqué une amélioration – en ligne avec la variation de l'indice propre à la zone euro – l'évaluation de la situation actuelle s'est détériorée beaucoup plus que prévu. Au Royaume-Uni, la confiance des consommateurs a marqué une légère hausse, ce qui a créé la surprise. En revanche, les ventes au détail se sont contractées plus que prévu. Aux États-Unis, l'indice NAHB du marché du logement a affiché une baisse importante, le nombre de permis de construction a toutefois augmenté de façon inattendue. À noter que le nombre des mises en chantier a diminué plus que prévu. Les demandes initiales d'assurance chômage ont enregistré une baisse, reflétant la vigueur persistante du marché du travail. L'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board a poursuivi sa tendance à la baisse.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
18/10/2022	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Oct.	-59,2	-66,5	-61,9
18/10/2022	Allemagne	Conjoncture (enquête ZEW)	Oct.	-72,2	-68,5	-60,5
18/10/2022	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Oct.	-59,7	--	-60,7
18/10/2022	États-Unis	Indice du marché du logement (NAHB)	Oct.	38,0	43,0	46,0
19/10/2022	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Sept.	8,8%	8,8%	8,6%
19/10/2022	Zone euro	IPC g.a.	Sept.	9,9%	10,0%	9,1%
19/10/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Sept.	4,8%	4,8%	4,8%
19/10/2022	États-Unis	Permis de construire m/m	Sept.	1,4%	-0,8%	-10,0%
19/10/2022	États-Unis	Mises en chantier m/m	Sept.	-8,1%	-7,2%	12,2%
19/10/2022	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale				
20/10/2022	France	Climat des affaires	Oct.	102,0	101,0	102,0
20/10/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	214k	233k	228k
20/10/2022	États-Unis	Indicateur avancé	Sept.	-0,4%	-0,3%	-0,3%
21/10/2022	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Oct.	-47,0	-52,0	-49,0
21/10/2022	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto et carburant m/m	Sept.	-1,5%	-0,4%	-1,6%
21/10/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	-27,0	-30,0	-28,8

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine à venir sera chargée avec les réunions de deux banques centrales (la BCE et la Banque du Japon) et plusieurs données d'enquêtes importantes (PMI flash de différents pays, enquêtes de la Commission européenne, enquête Ifo en Allemagne, chiffres de la confiance des consommateurs en France et en Allemagne, sentiment de l'université du Michigan, confiance des consommateurs d'après le Conference Board, etc.). Enfin, nous connaissons l'estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre aux États-Unis, en Allemagne et en France. Par ailleurs, plusieurs données chinoises (PIB, ventes au détail, chômage), dont la publication a récemment été repoussée, devraient être disponibles cette semaine.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
20/10 - 31/10/22	Chine	Investissement immobilier, cumul annuel, g.a.	Sept.	-7,50%	-7,40%
20/10 - 31/10/22	Chine	Investissement, cumul annuel, g.a.	Sept.	6,00%	5,80%
20/10 - 31/10/22	Chine	PIB t/t	T3	2,80%	-2,60%
20/10 - 31/10/22	Chine	Ventes de détail g.a.	Sept.	3,00%	5,40%
20/10 - 31/10/22	Chine	Taux de chômage	Sept.	5,20%	5,30%
24/10/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Oct.	--	52,2
24/10/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Oct.	--	50,8
24/10/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Oct.	--	47,7
24/10/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Oct.	--	52,9
24/10/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Oct.	--	47,8
24/10/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Oct.	--	45
24/10/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Oct.	--	48,4
24/10/2022	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Oct.	--	48,8
24/10/2022	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Oct.	--	48,4
24/10/2022	Royaume-Uni	PMI composite (S&P Global/CIPS)	Oct.	--	49,1
24/10/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Oct.	--	52
24/10/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Oct.	--	49,3
25/10/2022	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Oct.	--	84,3
25/10/2022	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (Ifo)	Oct.	--	94,5
25/10/2022	Allemagne	Attentes (Ifo)	Oct.	--	75,2
25/10/2022	Royaume-Uni	Tendance des prix de vente (CBI)	Oct.	--	59
25/10/2022	Royaume-Uni	Optimisme des affaires (CBI)	Oct.	--	-21
25/10/2022	États-Unis	Confiance du Conference Board	Oct.	105	108



DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT	PREVIOUS
25/10/2022	États-Unis	Confiance du Conference Board	Oct.	105	108	108
25/10/2022	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Oct.	--	149,6	149.6
25/10/2022	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Oct.	--	80,3	80.3
26/10/2022	France	Confiance des consommateurs	Oct.	--	79	79
26/10/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier	Oct.	--	-4,50%	-4.50%
26/10/2022	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Sept.	-12,40%	28,80%	28.80%
27/10/2022	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Nov.	--	-42,5	-42.5
27/10/2022	Zone euro	Taux de facilité de dépôt de la BCE	Oct.	--	0,75%	0.75%
27/10/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Oct.	--	--	--
28/10/2022	France	PIB t/t	T3	--	0,50%	0.50%
28/10/2022	France	IPC harmonisé m/m	Oct.	--	-0,50%	-0.50%
28/10/2022	Zone euro	Enquête BCE des prévisionnistes professionnels				
28/10/2022	Allemagne	PIB t/t	T3	--	0,10%	0.10%
28/10/2022	Zone euro	Confiance économique	Oct.	--	93,7	93.7
28/10/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Oct.	--	-0,4	-0.4
28/10/2022	Zone euro	Confiance du secteur des services	Oct.	--	4,9	4.9
28/10/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Oct.	--	--	--
28/10/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Oct.	--	2,20%	2.20%
28/10/2022	États-Unis	Université du Michigan	Oct.	59,7	59,8	59.8
28/10/2022	États-Unis	Conjoncture - Université du Michigan	Oct.	--	65,3	65.3
28/10/2022	États-Unis	Attentes - Université du Michigan	Oct.	--	56,2	56.2
28/10/2022	États-Unis	Inflation à 1 an - Université du Michigan	Oct.	--	5,10%	5.10%
28/10/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans - Université du Michigan	Oct.	--	2,90%	2.90%
28/10/2022	Japan	Taux de la Banque du Japon	Oct.	-0,10%	-0,10%	-0.10%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

Forint hongrois : pressions baissières	EcoTVWeek	21 octobre 2022
Allemagne : retraiter le PMI pour mieux comprendre le choc sur l'industrie	EcoFlash	19 octobre 2022
Investisseurs non-résidents en titres du Trésor américain : les secteurs officiel et privé désormais au coude à coude	Graphique de la Semaine	19 octobre 2022
La croissance économique mondiale est menacée	EcoWeek	17 octobre 2022
Qatar : la rente gazière assure des perspectives économiques solides	EcoTVWeek	14 octobre 2022
Zone euro : le poids des problématiques d'offre dans l'inflation des prix alimentaires	Graphique de la Semaine	12 octobre 2022
Pays émergents : prévisions économiques et suivi trimestriel des principaux indicateurs	EcoEmerging	11 octobre 2022
Zone Euro : Hausse des taux d'intérêt et soutenabilité de la dette publique	EcoWeek	10 octobre 2022
Royaume-Uni : « God save the Gilt »	EcoTVWeek	7 octobre 2022
Kenya : priorité à la consolidation budgétaire	Graphique de la Semaine	5 octobre 2022
Royaume-Uni : Ruée sur les liquidités, effet de levier et nécessité de coordonner les politiques économiques	EcoWeek	3 octobre 2022
Chiffres clés de l'économie française	PetitAtlas	30 septembre 2022
Zone euro : La hausse des taux des prêts bancaires ne freine pas encore l'évolution des encours	EcoTVWeek	30 septembre 2022
Espagne : Inversion complète du modèle de financement de l'habitat en 12 ans	Graphique de la Semaine	28 septembre 2022
États-Unis : Emplois vacants, taux de rotation et désinflation	EcoWeek	26 septembre 2022
EcoPerspectives : La narration d'une récession	EcoPerspectives	23 septembre 2022
France : après l'inflation, la récession ?	EcoTVWeek	23 septembre 2022
Global : Économies avancées : prix de l'immobilier et risque de bulle	Graphique de la Semaine	21 septembre 2022
Global : Le cycle monétaire : après la panique, la persévérance puis la patience	EcoWeek	19 septembre 2022
Amérique Latine : les mécanismes de l'inflation	EcoTVWeek	17 septembre 2022
Global : 2022, vers un nouveau pic probable des émissions de CO2	Graphique de la Semaine	15 septembre 2022
Global : Qu'est-ce qui détermine le rythme de la désinflation?	EcoWeek	12 septembre 2022
Zone euro : une première moitié d'année positive mais la seconde négative ?	EcoTVWeek	9 septembre 2022
Les forces populistes peuvent-elles s'imposer en Suède ?	EcoFlash	9 septembre 2022



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

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

Stéphane Colliac
France

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

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie
Allemagne, Europe du Nord

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

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

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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