

2

## ÉDITORIAL

Inflation : déplacement de l'attention et des préoccupations

4

## REVUE DES MARCHÉS

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

6

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude, commerce international

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.

## INFLATION: DÉPLACEMENT DE L'ATTENTION ET DES PRÉOCCUPATIONS

D'après les données historiques, aux États-Unis comme dans la zone euro, la relation est étroite entre, d'une part, l'indicateur des pressions sur les prix, basé sur les enquêtes relatives aux délais de livraison et aux prix des intrants dans l'industrie manufacturière et, d'autre part, l'inflation sous-jacente. Au regard des récents indices « flash » des directeurs d'achat, les pressions sur les prix pourraient atteindre un pic, ce qui laisse espérer que l'inflation leur emboîtera le pas d'ici quelques mois. L'attention se concentrera dès lors sur la vitesse de décélération de l'inflation. Un processus très lent nécessiterait une hausse plus nette des taux d'intérêt, alimentant des craintes de récession. Or, si tout le monde espère qu'un ralentissement de l'activité freinera l'inflation, personne ne veut voir le moteur de la croissance caler.

D'après les données historiques, une relation étroite existe dans la zone euro entre, d'une part, l'indicateur des pressions sur les prix, basé sur les données d'enquête relatives aux délais de livraison et aux prix des intrants dans l'industrie manufacturière et, d'autre part, l'inflation sous-jacente, cette dernière suivant l'évolution des tensions sur les prix avec un décalage d'environ douze mois (graphique 1). Aux États-Unis, la corrélation est tout aussi marquée, mais le décalage est beaucoup plus réduit (graphiques 2 et 3).

À cet égard, les récents indices « flash » des directeurs d'achat (PMI) montrent que les pressions sur les prix atteindraient un pic, ce qui laisse espérer que l'inflation leur emboîtera le pas d'ici quelques mois<sup>1</sup>. Dans la zone euro, en Allemagne et en France, les délais de livraison se sont réduits et le pourcentage d'entreprises enregistrant une hausse des prix des intrants a légèrement baissé en mai (graphique 4). Les entreprises américaines font également état d'un certain raccourcissement des délais de livraison, mais elles sont en revanche plus nombreuses à être confrontées à une augmentation des prix des intrants (graphique 5).

L'inflation élevée et croissante étant au cœur des préoccupations depuis le début de l'année, on peut craindre une réaction excessive face aux signes d'un éventuel changement de direction. Un tel virage, s'il se confirmait dans les prochains mois, serait un soulagement, mais l'attention se déplacerait aussi vers la vitesse de décélération de l'inflation. Le processus sera probablement lent étant donné qu'une grande majorité d'entreprises continue de faire état d'une hausse des prix des intrants et de délais de livraison longs.

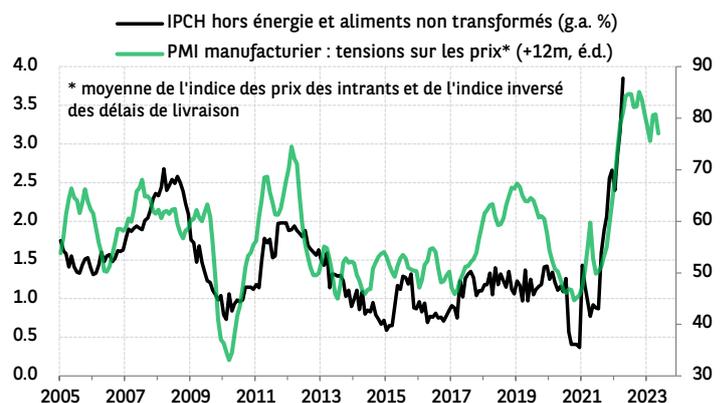
La vigueur de la demande, par son influence sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises, joue également un rôle. Ainsi, les indices PMI « flash » indiquent un léger recul du nombre d'entreprises aux États-Unis, dans la zone euro et en France, qui envisagent de relever leurs prix. En Allemagne, la baisse a été négligeable, même si une variation plus importante ressort d'une enquête menée en mai par l'Institut Ifo<sup>2</sup>.

1 Les données pour la zone euro ont été collectées entre le 12 et le 20 mai et celles pour les États-Unis entre le 12 et le 23 mai. Source : S&P Global.

2 Source : Institut Ifo : Fewer Companies in Germany Plan to Raise Prices, 27 mai 2022. La baisse a été observée dans les différents secteurs (industrie manufacturière, commerce de gros, services, bâtiment).

Il s'agit du premier repli depuis plusieurs mois. Néanmoins, le solde net des entreprises allemandes prévoyant d'augmenter leurs prix dans les trois prochains mois reste élevé. Il faut donc s'attendre à un processus lent de reflux de l'inflation. Selon l'Institut Ifo, « la tendance suggère que les taux d'inflation mensuels passeront de plus de 7 % à moins de 6 % au second semestre ». Ces évolutions ont eu une influence sur les marchés financiers. Les marchés obligataires ont commencé à intégrer dans les prix un changement imminent de la dynamique de l'inflation, comme en témoigne le repli récent des points morts d'inflation aux États-Unis et en Allemagne (graphique 6). Cette évolution résulte de la conjugaison de deux facteurs : la baisse des anticipations d'inflation et le sentiment d'une diminution du risque de hausses surprises de l'inflation.

### ZONE EURO : TENSIONS SUR LES PRIX ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : S&P GLOBAL, EUROSTAT, BNP PARIBAS

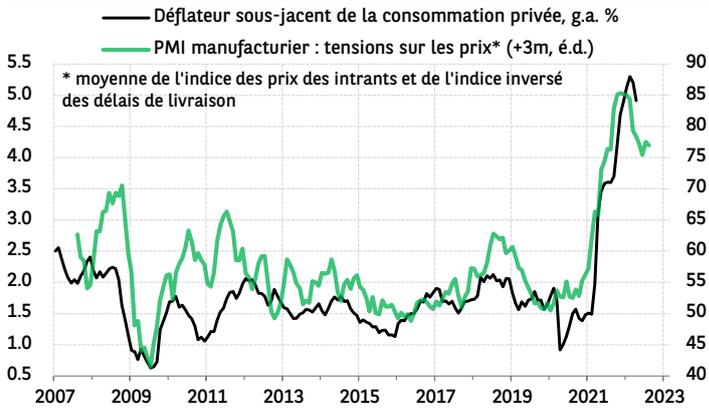
Plus la décélération de l'inflation sera lente, plus elle laissera craindre que la hausse toujours plus forte des taux d'intérêt mène à une récession. Or, si tout le monde espère qu'un ralentissement de l'activité freinera l'inflation, personne ne veut voir caler le moteur de la croissance.



Une fois le pic d'inflation atteint, la question de la vitesse de sa décélération occupera le devant de la scène, car elle déterminera les anticipations relatives à l'ampleur des relèvements de taux auxquels devront procéder les banques centrales. Cela aura, à son tour, une influence sur l'évolution des rendements obligataires et, plus généralement, sur les coûts d'emprunt avec, par conséquent, un impact sur l'activité économique. Plus la décélération de l'inflation sera lente, plus elle créera le malaise, laissant craindre que la hausse toujours plus forte des taux d'intérêt finisse par provoquer une récession. Cette préoccupation est particulièrement vive aux États-Unis, compte tenu du resserrement cumulé attendu de la part de la Réserve fédérale. Or, si tout le monde espère qu'un ralentissement de l'activité freinera l'inflation, personne ne veut voir caler le moteur de la croissance.

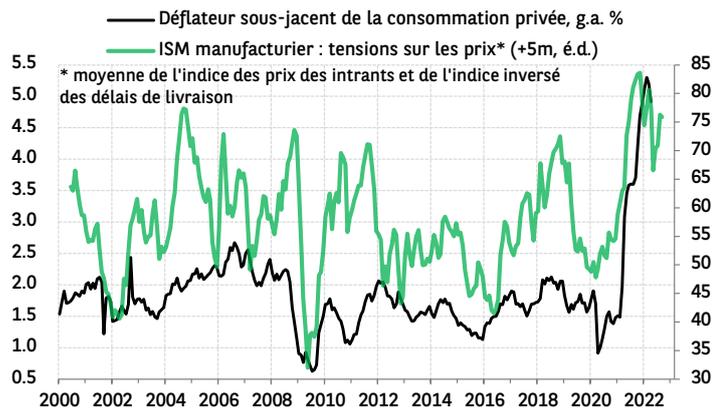
William De Vijlder

ÉTATS-UNIS : TENSIONS SUR LES PRIX (PMI) ET INFLATION



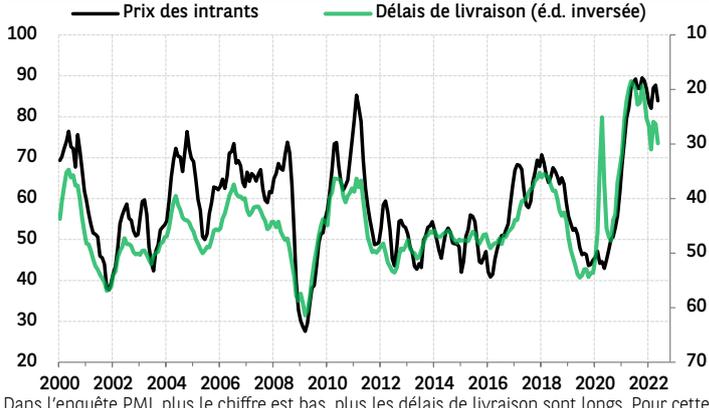
GRAPHIQUE 2 SOURCES : S&P GLOBAL, BEA, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : TENSIONS SUR LES PRIX (ISM) ET INFLATION



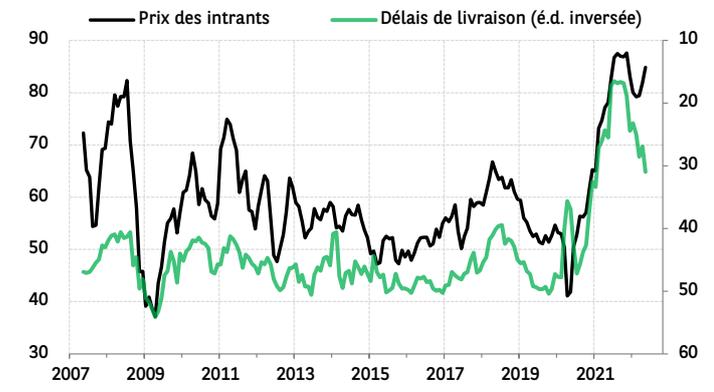
GRAPHIQUE 3 SOURCES : ISM, BEA, BNP PARIBAS

ZONE EURO : INDICE PMI



GRAPHIQUE 4 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

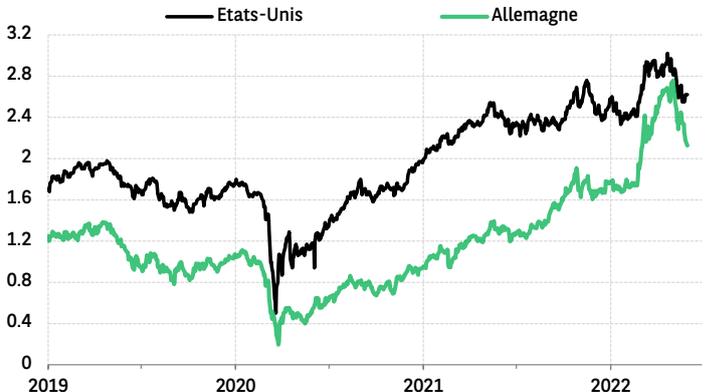
ÉTATS-UNIS : INDICE PMI



Dans l'enquête PMI, plus le chiffre est bas, plus les délais de livraison sont longs. Pour cette raison, une échelle inversée a été utilisée.

GRAPHIQUE 5 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

POINT MORT DE L'INFLATION À 10 ANS, %



GRAPHIQUE 6 SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 20-5-22 au 27-5-22

➔ CAC 40	6 285	▶ 6 516	+3.7 %
➔ S&P 500	3 901	▶ 4 158	+6.6 %
➔ Volatilité (VIX)	29.4	▶ 25.7	-3.7 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.35	▶ -0.37	-2.0 pb
➔ Libor 3m (%)	1.51	▶ 1.60	+9.1 pb
➔ OAT 10a (%)	1.31	▶ 1.31	+0.1 pb
➔ Bund 10a (%)	0.94	▶ 0.96	+1.9 pb
➔ US Tr. 10a (%)	2.80	▶ 2.76	-4.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.06	▶ 1.07	+1.4 %
➔ Or (once, \$)	1 844	▶ 1 852	+0.5 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	112.7	▶ 119.5	+6.1 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 22	+bas 22
€ BCE	0.00	0.00 le 03/01	0.00 le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 03/01	-0.51 le 03/01
Euribor 3m	-0.37	-0.35 le 19/05	-0.58 le 05/01
Euribor 12m	0.36	0.36 le 24/05	-0.50 le 05/01
\$ FED	1.00	1.00 le 05/05	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.60	1.60 le 27/05	0.21 le 03/01
Libor 12m	2.70	2.75 le 04/05	0.58 le 03/01
£ Bque Angl	1.00	1.00 le 05/05	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.38	1.38 le 27/05	0.26 le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01

Au 27-5-22

Rendements (%)

		+haut 22	+bas 22
€ Moy. 5-7a	1.25	1.43 le 09/05	-0.04 le 03/01
Bund 2a	0.20	0.33 le 06/05	-0.83 le 04/03
Bund 10a	0.96	1.14 le 06/05	-0.14 le 24/01
OAT 10a	1.31	1.53 le 06/05	0.15 le 04/01
Corp. BBB	2.88	2.97 le 09/05	0.90 le 05/01
\$ Treas. 2a	2.47	2.69 le 05/05	0.70 le 04/01
Treas. 10a	2.76	3.13 le 06/05	1.63 le 03/01
High Yield	7.26	7.80 le 19/05	5.07 le 03/01
£ Gilt. 2a	1.47	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 27-5-22

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.07	1.15 le 10/02	1.04 le 13/05	-5.8%
GBP	0.85	0.86 le 06/05	0.83 le 14/04	+1.1%
CHF	1.02	1.06 le 10/02	1.00 le 04/03	-1.1%
JPY	136.15	139.36 le 21/04	125.37 le 04/03	+4.0%
AUD	1.50	1.62 le 04/02	1.43 le 05/04	-4.2%
CNY	7.19	7.29 le 10/02	6.87 le 14/04	-0.9%
BRL	5.07	6.44 le 06/01	5.01 le 21/04	-20.0%
RUB	72.40	164.76 le 07/03	61.01 le 24/05	-15.1%
INR	83.08	85.96 le 11/02	80.30 le 05/05	-1.7%

Au 27-5-22

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	119.5	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01	+52.5%	+61.9%
Or (once)	1 852	2 056 le 08/03	1 785 le 28/01	+1.6%	+7.9%
Métaux, LME	4 553	5 506 le 07/03	4 369 le 12/05	+1.1%	+7.4%
Cuivre (tonne)	9 454	10 702 le 04/03	9 104 le 12/05	-2.9%	+3.1%
Blé (tonne)	429	4.7 le 17/05	281 le 14/01	+80.2%	+91.4%
Mais (tonne)	307	3.2 le 16/05	226 le 03/01	+34.3%	+42.6%

Au 27-5-22

Variations

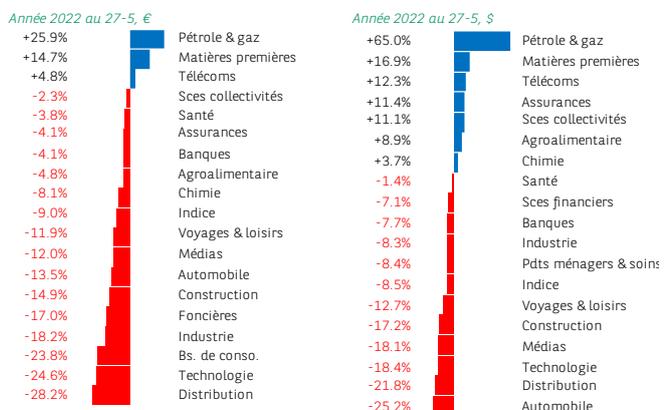
## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 803	3 248 le 04/01	2 640 le 12/05	-13.3%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 158	4 797 le 03/01	3 901 le 19/05	-12.8%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	3 809	4 392 le 05/01	3 505 le 08/03	-11.4%
CAC 40	6 516	7 376 le 05/01	5 963 le 08/03	-8.9%
DAX 30	14 462	16 272 le 05/01	12 832 le 08/03	-9.0%
IBEX 35	8 934	8 934 le 27/05	7 645 le 07/03	+2.5%
FTSE100	7 585	7 672 le 10/02	6 959 le 07/03	+2.7%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 084	1 165 le 05/01	1 024 le 08/03	-5.1%
Nikkei	26 782	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03	-7.0%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 043	1 267 le 12/01	988 le 12/05	-15.3%
Chine	66	86 le 20/01	59 le 15/03	-19.5%
Inde	751	891 le 13/01	732 le 19/05	-7.2%
Brésil	1 753	2 003 le 04/04	1 372 le 06/01	+3.7%

Au 27-5-22

Variations

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

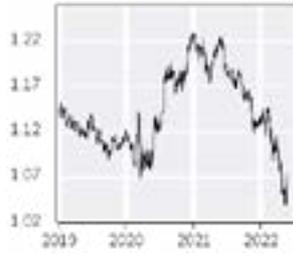


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

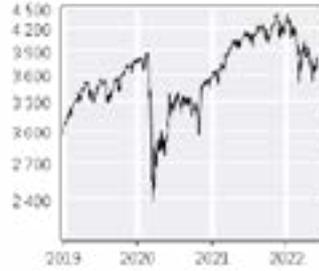


# REVUE DES MARCHÉS

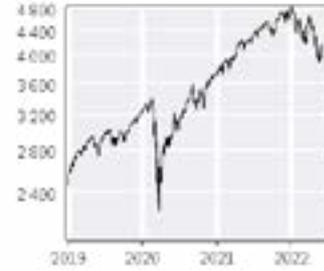
**EURO-DOLLAR**



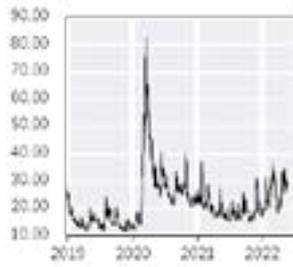
**EUROSTOXX50**



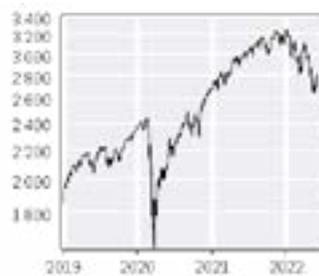
**S&P500**



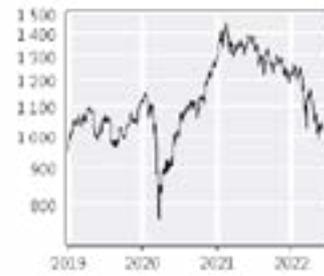
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



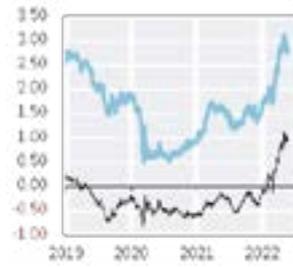
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

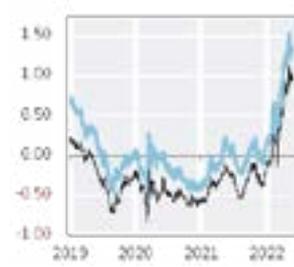


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



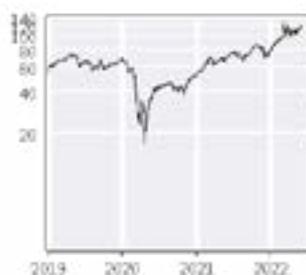
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

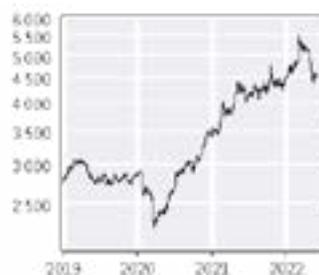
Année 2022 au 27-5

3.25%	Grèce	229 pb
2.89%	Italie	193 pb
2.03%	Espagne	107 pb
1.95%	Portugal	98 pb
1.55%	Belgique	59 pb
1.34%	Finlande	38 pb
1.31%	France	35 pb
1.19%	Autriche	23 pb
1.07%	Irlande	10 pb
1.02%	P-Bas	6 pb
0.96%	Allemagne	

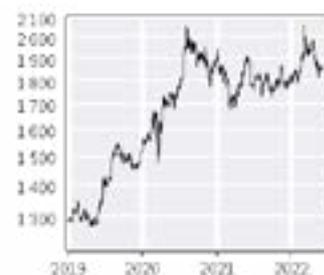
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



## BAROMÈTRE

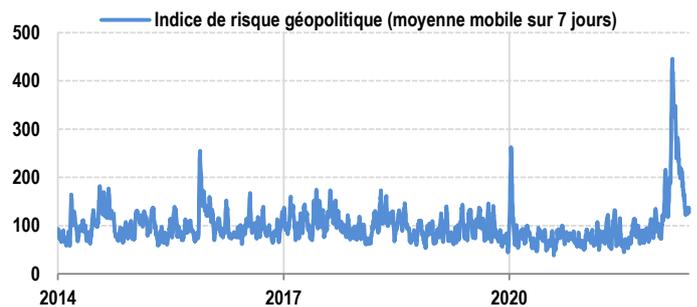
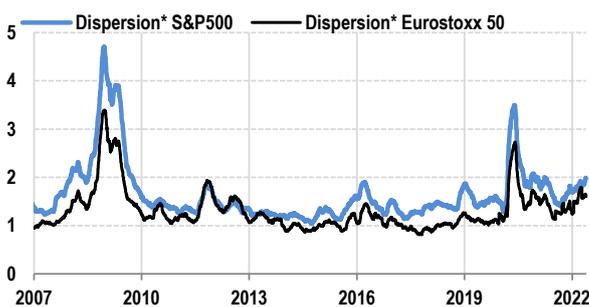
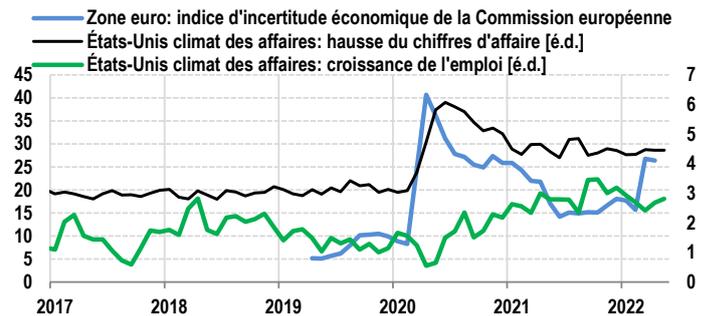
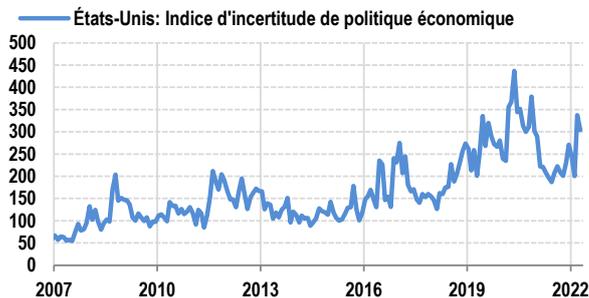
6

## L'INCERTITUDE ÉCONOMIQUE EST EN HAUSSE

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires, en termes de portée et de méthodologie. En commençant en haut à gauche et en continuant dans le sens des aiguilles d'une montre : l'incertitude sur la politique économique aux États-Unis, fondée sur la couverture médiatique, a quelque peu reflué après avoir enregistré une hausse significative, reflétant les préoccupations liées à l'impact du resserrement agressif de la politique monétaire. Aux États-Unis, l'incertitude des entreprises concernant la croissance du chiffre d'affaires a été stable tandis que celle relative à la croissance de l'emploi a quelque peu rebondi, sous l'effet, probablement, des difficultés actuelles à pourvoir les postes vacants. L'indice d'incertitude économique de la Commission européenne s'est stabilisé, après le bond enregistré avec la guerre en Ukraine. L'indice du risque géopolitique, basé sur la couverture médiatique, s'est replié du fait de la place moins importante de la guerre en Ukraine dans les médias par rapport à fin février et mars. Enfin, l'écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice boursier – qui mesure l'incertitude financière – continue progressivement d'augmenter aux États-Unis comme dans la zone euro.

William De Vijlder

## ÉVOLUTION DE L'INCERTITUDE



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

SOURCE: REFINITIV, ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, ATLANTA FED, COMMISSION EUROPÉENNE, GPR INDEX (MATTEIOACOVIELLO.COM), BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## COMMERCE INTERNATIONAL : LE RALENTISSEMENT SE CONFIRME

Les indices PMI globaux indiquent un ralentissement de plus en plus marqué de l'activité mondiale. L'indice relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est repassé au mois de mars sous la barre d'expansion (48,1) avant de se stabiliser à ce niveau en avril. Plus particulièrement, les nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan enregistrent une chute marquée en avril (-17,2% m/m), la plus importante depuis quatorze mois. Si un repli était attendu, compte tenu de la hausse importante en mars (+21,6%), son ampleur a néanmoins surpris.

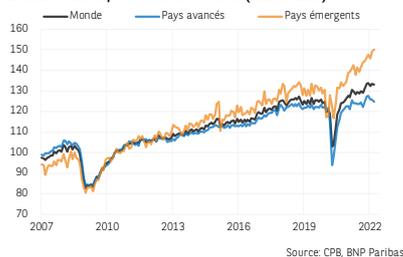
Le durcissement du confinement en Chine pèse sur le flux des échanges internationaux. Le Global supply chain pressure index (cf. graphique 3) remonte, en effet, en avril pour la première fois de l'année, ce qui indique une hausse des frictions. Même si les mesures de restriction à Shanghai ont été allégées en mai, cela ne soulagera pas vraiment à court terme les chaînes de production mondiales, toujours très perturbées. Les délais de livraison dans l'industrie manufacturière se rallongent à nouveau : le PMI global qui mesure ces délais s'est détérioré en avril (-2,9 points à -35,8) et se situe désormais très proche du point bas d'octobre 2021 (34,8). Autre exemple de cette remontée des tensions : le Baltic Dry index, qui mesure le coût du transport maritime de vrac sec, est reparti à la hausse depuis le début du mois de février, bien qu'un léger repli s'observe ces derniers jours. Cependant, l'indice du taux de fret mondial est au plus bas depuis dix mois.

Enfin, même si un retour à la normale de l'activité dans les ports ouest-américains s'opère progressivement, un point d'attention se porte désormais sur la renégociation des contrats de travail des ouvriers portuaires, en cours depuis le 10 mai. Lors des précédentes négociations, en 2015, les discussions restées dans l'impasse avaient conduit à d'importantes perturbations, ce qui, dans le contexte actuel, serait très malvenu. Les négociations devraient se prolonger sur plusieurs semaines, les contrats actuels expirant le 1er juillet prochain.

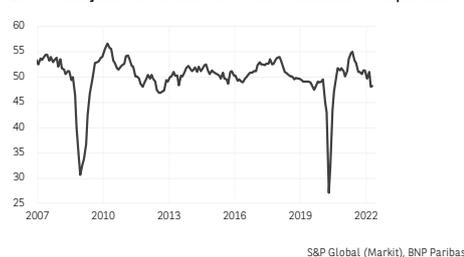
**Guillaume Derrien**

### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

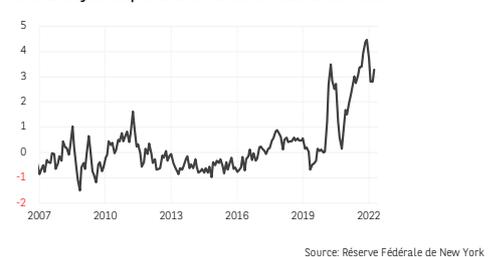
1. Indice des exportations en volume (2010 = 100)



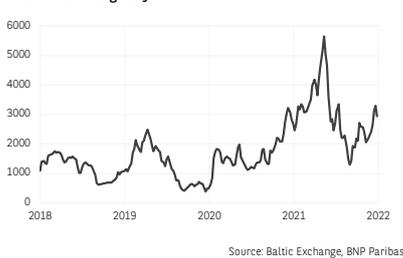
2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



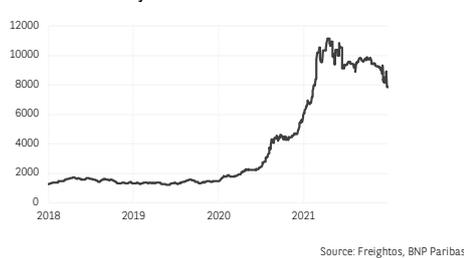
3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



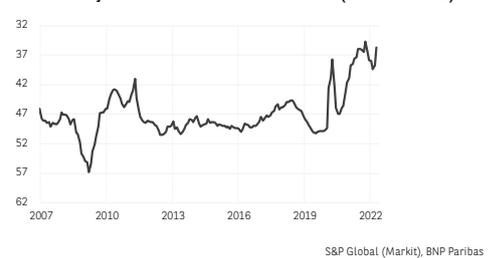
4. Baltic Exchange Dry Index



5. Indice du taux de fret



6. PMI manufacturier mondial - Délais de livraison (échelle inversée)



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

La croissance économique ralentit de nouveau fortement depuis mars, après une amélioration sur les deux premiers mois de 2022. Les mesures de confinement imposées dans de nombreuses régions pour contenir l'épidémie de Covid-19, la poursuite de la correction dans le secteur immobilier, la fragilité persistante de la consommation privée et les répercussions du conflit en Ukraine sur les prix des matières premières et la demande mondiale sont autant de facteurs négatifs qui continueront de peser sur la croissance à court terme. En conséquence, les autorités multiplient les mesures de soutien budgétaire et d'assouplissement monétaire.

## ZONE EURO

Après le T4 2021, la zone euro a de nouveau enregistré, au T1 2022, une croissance positive mais faible. La poussée d'inflation, amorcée depuis début 2021, s'est transformée en choc inflationniste. Cette inflation reste essentiellement énergétique mais elle n'en cesse pas moins de grimper pour atteindre de nouveaux points hauts historiques. En outre, elle se généralise et devient plus persistante au passage. Si la détérioration des enquêtes sur le climat des affaires est restée d'ampleur limitée jusqu'en avril, celle de la confiance des ménages est bien plus marquée. Le risque de récession à court terme augmente mais, s'il devait y en avoir une, elle pourrait n'être que "technique" (limitée dans le temps et en ampleur). Le marché du travail reste robuste et l'économie bénéficie toujours de la dynamique conjoncturelle préexistante à la guerre en Ukraine, des mesures budgétaires qui cherchent à amortir l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat, de l'excès d'épargne disponible et des besoins d'investissement. D'après notre scénario (sans récession), la croissance de la zone euro atteindrait 2,8% en 2022 en moyenne annuelle et conserverait ce rythme en 2023 (2,7%). Ce scénario est en ligne avec le consensus d'avril pour 2022 mais plus optimiste pour 2023. Les risques sont baissiers.

## FRANCE

La croissance du PIB a marqué le pas au 1<sup>er</sup> trimestre 2022 (0% t/t après 0,8% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2021) du fait de la forte détérioration de la consommation des ménages (-1,3% t/t). L'augmentation de l'inflation a grevé le pouvoir d'achat des ménages et devrait peser sur les anticipations du T2. L'investissement des entreprises a maintenu sa croissance (0,7% t/t), celles-ci faisant face à des contraintes de capacité. En 2022, nous tablons sur une croissance annuelle de 3,2% (contre 7% en 2021) dans un contexte de forte inflation (4,8% attendu en 2022 contre 1,6% en 2021).

## TAUX &amp; CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Nous attendons des hausses de 50 pb lors des réunions de juin, juillet et septembre, puis de 25 pb en novembre et décembre ; son taux directeur devrait ainsi atteindre 3,00 à 3,25% au T3 2023. 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. Face à une inflation forte et étendue, le ton de la BCE a changé. Nous prévoyons un premier relèvement du taux de rémunération des dépôts en septembre mais il est de plus en plus probable qu'il ait lieu avant, après la réunion de juillet. Une autre hausse devrait porter le taux à 0% fin 2022. Plusieurs autres augmentations devraient avoir lieu en 2023, portant le taux des dépôts à 1,25% à la fin de l'année. 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.

## PIB &amp; INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021	2022 e	2023 e	2021	2022 e	2023 e
États-Unis *	5.7	3.7	2.5	4.7	6.5	2.8
Japon	1.7	1.6	2.0	-0.2	1.5	1.1
Royaume-Uni*	7.5	3.6	1.7	2.5	7.4	3.3
Zone euro*	5.3	2.8	2.7	2.6	7.3	4.0
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<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
\*\* MISE À JOUR LE 06/05/2022

## 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	2.50	3.00	3.25
	Treas. 10a	2.33	2.50	2.60	2.70	2.60
	Z. euro	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	1.25
	Bund 10a	0.51	0.75	0.90	1.00	1.20
R-Uni	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
	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25	1.75
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  
\*SCENARIO DE BASE \*\*MISE À JOUR LE 06/05/2022



## CALENDRIER ACTUALISÉ

9

## DERNIERS INDICATEURS

Dans la zone euro, les PMI « flash » sont en légère baisse par rapport à avril, s'établissant en dessous des attentes. En France, si la confiance des consommateurs a reculé de manière inattendue, la confiance des entreprises est restée stable (le consensus s'attendait à un chiffre en baisse) et l'indice composite PMI a diminué moins que prévu. En Allemagne, le climat des affaires de l'IFO est ressorti à la hausse contre toute attente, grâce à l'amélioration de la composante « évaluation de la situation actuelle ». L'indice composite PMI s'est redressé (le consensus s'attendait à une légère baisse). La confiance des consommateurs n'a guère évolué. Au Japon, l'indice PMI du secteur des services a légèrement augmenté contrairement à celui du secteur manufacturier qui a marqué une baisse. Au Royaume-Uni, si l'indice PMI manufacturier a diminué en mai, cette baisse n'est en rien comparable à la chute considérable et inattendue de l'indice PMI des services. Aux États-Unis, les chiffres des indicateurs PMI ont diminué globalement. La croissance des commandes de biens d'équipement (indicative de l'investissement des sociétés) a ralenti plus que prévu. Contre toute attente, la croissance du PIB au premier trimestre a été légèrement révisée à la baisse. La croissance des dépenses demeure forte et bien supérieure à la croissance des revenus, ce qui implique une baisse du taux d'épargne des particuliers. Enfin, le sentiment de l'Université du Michigan a chuté plus que prévu à la suite d'une détérioration de la composante « attentes ».

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
23/05/2022	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Mai	91,4	93,0	91,9
23/05/2022	Allemagne	Évaluation de la situation actuelle (IFO)	Mai	96,8	99,5	97,3
23/05/2022	Allemagne	Attentes (IFO)	Mai	86,5	86,9	86,8
24/05/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mai	--	51,7	50,7
24/05/2022	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mai	--	51,4	51,1
24/05/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mai	--	53,2	53,5
24/05/2022	Japon	Ventes grands magasins g.a.	Apr	--	19,0%	4,6%
24/05/2022	France	Climat des affaires	Mai	105,0	106,0	106,0
24/05/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Mai	55,2	54,5	55,7
24/05/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Mai	58,5	58,4	58,9
24/05/2022	France	PMI composite (S&P Global)	Mai	56,9	57,1	57,6
24/05/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Mai	54,0	54,7	54,6
24/05/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Mai	57,1	56,3	57,6
24/05/2022	Allemagne	PMI composite (S&P Global)	Mai	53,9	54,6	54,3
24/05/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Mai	54,7	54,4	55,5
24/05/2022	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Mai	57,4	56,3	57,7
24/05/2022	Zone euro	PMI composite (S&P Global)	Mai	55,1	54,9	55,8
24/05/2022	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Mai	55,0	54,6	55,8
24/05/2022	Royaume-Uni	PMI des services (S&P Global/CIPS)	Mai	57,0	51,8	58,9
24/05/2022	Royaume-Uni	PMI composite (S&P Global/CIPS)	Mai	56,5	51,8	58,2
24/05/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Mai	57,7	57,5	59,2



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
24/05/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Mai	55,2	53,5	55,6
24/05/2022	États-Unis	PMI composite (S&P Global)	Mai	55,7	53,8	56,0
24/05/2022	États-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Avr.	-2,0%	-16,6%	-10,5%
25/05/2022	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Juin	-25,5	-26,0	-26,6
25/05/2022	Allemagne	PIB t/t	T1	0,2%	0,2%	0,2%
25/05/2022	France	Confiance des consommateurs	Mai	89,0	86,0	87,0
25/05/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Mai	--	-1,2%	-11,0%
25/05/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Avr.	0,5%	0,3%	1,1%
25/05/2022	États-Unis	Livraison de biens d'équipement civils hors aéronautique	Avr.	0,5%	0,8%	0,2%
25/05/2022	États-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	Mai	--	--	--
26/05/2022	États-Unis	PIB annualisé t/t	T1	-1,3%	-1,5%	-1,4%
26/05/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	215k	210k	218k
27/05/2022	États-Unis	Revenus personnels	Avr.	0,5%	0,4%	0,5%
27/05/2022	États-Unis	Dépenses personnelles	Avr.	0,8%	0,9%	1,4%
27/05/2022	États-Unis	Dépenses personnelles réelles	Avr.	0,7%	0,7%	0,5%
27/05/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Avr.	0,3%	0,3%	0,3%
27/05/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Avr.	4,9%	4,9%	5,2%
27/05/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	59,1	58,4	65,2
27/05/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Mai	63,6	63,3	63,6
27/05/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Mai	56,3	55,2	62,5
27/05/2022	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Mai	5,4%	5,3%	5,4%
27/05/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Mai	--	3,0%	3,0%

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine très chargée nous attend avec de nombreuses données d'enquête relatives aux mois de mai : indices des directeurs d'achats pour différents pays, enquêtes de la Commission européenne, enquête du Conference Board et indices ISM pour l'industrie manufacturière et le secteur des services aux États-Unis. En outre, nous disposerons de données relatives à la production industrielle (Japon et la France) et aux ventes au détail (Allemagne, Japon, zone euro) et des chiffres de l'inflation en mai pour la zone euro. La Réserve fédérale publiera son Livre beige à l'approche de la prochaine réunion du FOMC. Le point culminant de la semaine sera le rapport sur le marché du travail aux États-Unis.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
30/05/2022	Zone euro	Confiance économique	Mai	--	105
30/05/2022	Zone euro	Confiance industrielles	Mai	--	7,9
30/05/2022	Zone euro	Confiance du secteur des services	Mai	--	13,5
30/05/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Mai	--	-21,1
30/05/2022	Allemagne	IPC harmonisé m/m	Mai	--	0,70%
30/05/2022	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Mai	--	7,80%
30/05-06/01/22	Allemagne	Ventes au détail m/m	Avr.	-0,50%	-0,10%
31/05/2022	Japon	Ventes au détail m/m	Avr.	--	2,00%
31/05/2022	Japon	Production industrielle m/m	Avr.	--	0,30%
31/05/2022	Chine	PMI composite	Mai	--	42,7
31/05/2022	Chine	PMI manufacturier	Mai	48,7	47,4
31/05/2022	Chine	PMI non-manufacturier	Mai	45,2	41,9
31/05/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Mai	--	33
31/05/2022	France	IPC harmonisé m/m	Mai	--	0,50%
31/05/2022	France	IPC harmonisé g.a.	Mai	--	5,40%
31/05/2022	France	Dépenses de consommation m/m	Apr	--	-1,30%
31/05/2022	France	PIB t/t	T1	--	0,00%
31/05/2022	Allemagne	Évolution du chômage	Mai	--	-13,0k
31/05/2022	Zone euro	IPC estimé g.a.	Mai	--	7,50%
31/05/2022	Zone euro	IPC m/m	Mai	--	0,60%
31/05/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Mai	--	3,50%
31/05/2022	États-Unis	Indice des prix immobiliers dans les 20 principales villes des États-Unis m/m	Mars	1,80%	2,39%
31/05/2022	États-Unis	Indice des prix immobiliers dans les 20 principales villes des États-Unis g.a.	Mars	--	20,20%
31/05/2022	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Mai	104	107,3
31/05/2022	États-Unis	Situation actuelle (Conference Board)	Mai	--	152,6
31/05/2022	États-Unis	Attentes (Conference Board)	Mai	--	77,2

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/06/2022	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Mai	--	53,2
01/06/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Mai	50,2	46
01/06/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Mai	--	54,5
01/06/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Mai	--	54,7
01/06/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Mai	--	54,4
01/06/2022	United Kingdom	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Mai	--	54,6
01/06/2022	Zone euro	Taux de chômage	Apr	--	6,80%
01/06/2022	États-Unis	Demandes de crédit (MBA)	Mai	--	--
01/06/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Mai	--	57,5
01/06/2022	États-Unis	Dépenses de construction m/m	Avr.	0,70%	0,10%
01/06/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Mai	55	55,4
01/06/2022	États-Unis	ISM prix payés	Mai	--	84,6
01/06/2022	États-Unis	ISM nouvelles commandes	Mai	--	53,5
01/06/2022	États-Unis	ISM emploi	Mai	--	50,9
01/06/2022	États-Unis	Offres d'emploi (JOLTS)	Avr.	--	11549k
01/06/2022	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
02/06/2022	Zone euro	IPP m/m	Avr.	--	5,30%
02/06/2022	Zone euro	IPP g.a.	Avr.	--	36,80%
02/06/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai	--	--
02/06/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Avr.	--	--
03/06/2022	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Mai	--	51,7
03/06/2022	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Mai	--	51,4
03/06/2022	Allemagne	Exportations m/m	Avr.	--	-3,30%
03/06/2022	France	Production industrielle m/m	Avr.	--	-0,50%
03/06/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Mai	--	58,4
03/06/2022	France	PMI composite (S&P Global)	Mai	--	57,1
03/06/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Mai	--	56,3
03/06/2022	Allemagne	PMI composite (S&P Global)	Mai	--	54,6
03/06/2022	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Mai	--	56,3
03/06/2022	Zone euro	PMI composite (S&P Global)	Mai	--	54,9
03/06/2022	Zone euro	Ventes au détail m/m	Avr.	--	-0,40%
03/06/2022	Zone euro	Ventes au détail g.a.	Avr.	--	0,80%
03/06/2022	États-Unis	Evolution dans l'emploi non agricole	Mai	350k	428k
03/06/2022	États-Unis	Taux de chômage	Mai	3,50%	3,60%
03/06/2022	États-Unis	Salaires hebdomadaires moyens (m/m)	Mai	0,40%	0,30%
03/06/2022	États-Unis	Nombre d'heures travaillées par semaine	Mai	34,6	34,6
03/06/2022	États-Unis	Taux de participation au marché du travail	Mai	--	62,20%
03/06/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Mai	--	53,5
03/06/2022	États-Unis	PMI composite (S&P Global)	Mai	--	53,8
03/06/2022	États-Unis	ISM des services	Mai	57	57,1

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<a href="#">Émirats Arabes Unis : des perspectives économiques favorables</a>	EcoTVWeek	27 mai 2022
<a href="#">Colombie : comment se comportent les flux de capitaux à l'approche de l'élection présidentielle?</a>	Graphique de la semaine	25 mai 2022
<a href="#">Union européenne : L'incertitude face à la Covid-19 et à la guerre en Ukraine</a>	EcoWeek	23 mai 2022
<a href="#">Chine : nouveau ralentissement économique, nouvelle augmentation des risques de crédit</a>	EcoTVWeek	20 mai 2022
<a href="#">Inflation des prix de l'énergie en zone euro : réactions des gouvernements et implications sur le pouvoir d'achat des ménages</a>	EcoFlash	20 mai 2022
<a href="#">De la nécessité de retraiter le PMI manufacturier pour comprendre le choc sur l'industrie allemande</a>	Graphique de la semaine	18 mai 2022
<a href="#">Zone euro : Inflation et soutenabilité de la dette publique</a>	EcoWeek	16 mai 2022
<a href="#">Zone euro : boucle prix-salaires, un risque faible mais sous surveillance</a>	EcoTVWeek	13 mai 2022
<a href="#">États-Unis : la masse monétaire, en perte de vitesse</a>	Graphique de la semaine	11 mai 2022
<a href="#">Banques centrales : la nécessité et le courage d'agir</a>	EcoWeek	10 mai 2022
<a href="#">Relation complexe entre les conditions financières et les taux d'intérêt nominaux et réels</a>	EcoTVWeek	6 mai 2022
<a href="#">Exportations chinoises : important ralentissement en vue</a>	Graphique de la semaine	5 mai 2022
<a href="#">BCE : dépréciation de l'euro, aubaine ou casse-tête ?</a>	EcoWeek	2 mai 2022
<a href="#">France : contraintes d'offre et inflation pèsent sur la croissance</a>	EcoTVWeek	29 avril 2022
<a href="#">Marché immobilier en Espagne : un optimisme à relativiser</a>	EcoFlash	29 avril 2022
<a href="#">France : contraintes d'offre et inflation pèsent sur la croissance</a>	EcoTVWeek	29 avril 2022
<a href="#">Royaume-Uni : La hausse de l'inflation rend négative la croissance des salaires réels</a>	Graphique de la semaine	27 avril 2022
<a href="#">Économie mondiale : pourquoi la persistance de l'inflation a de l'importance</a>	EcoWeek	25 avril 2022
<a href="#">D'une crise à l'autre, quelles réponses en Europe ?</a>	EcoTVWeek	22 avril 2022
<a href="#">Pays émergents : Les émergents plient mais ne rompent pas</a>	EcoEmerging	22 avril 2022
<a href="#">Zone euro : La levée des moratoires n'a pas dégradé significativement la qualité des portefeuilles bancaires</a>	Graphique de la semaine	20 avril 2022
<a href="#">États-Unis : Doit-on s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe de taux ? Pas encore</a>	EcoWeek	19 avril 2022
<a href="#">Découplage, déglobalisation et perspectives d'inflation</a>	EcoTVWeek	15 avril 2022



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

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

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

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

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

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

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

Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change