

2

## ÉDITORIAL

États-Unis : un sentiment de malaise

4

## REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude, zone euro, Japon, France

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-11

## 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.

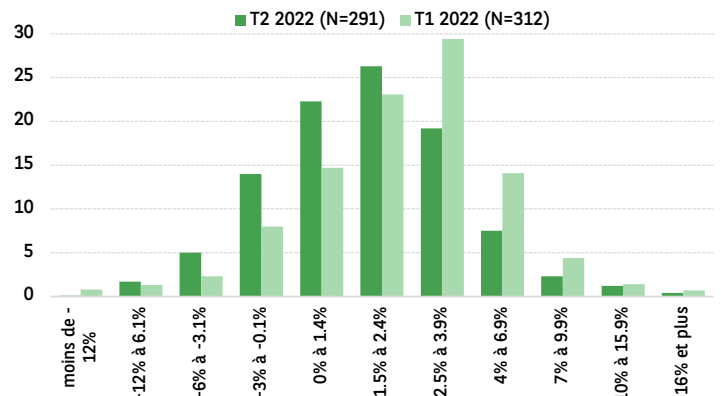
## ÉTATS-UNIS: UN SENTIMENT DE MALAISE

Les directeurs financiers des entreprises américaines se montrent plus pessimistes quant aux perspectives de l'économie américaine. La dernière enquête de l'Université Duke auprès de ces derniers montre que 20,8 % d'entre eux s'attendent à une croissance négative du PIB au cours des 12 prochains mois. Leur évaluation des perspectives propres à leur entreprise a nettement moins diminué, ce qui conduit à un écart record avec leur appréciation des perspectives relatives à l'économie dans son ensemble. Il y a là matière à préoccupation : combien de temps la confiance des entreprises peut-elle rester élevée si l'environnement global continue de se détériorer ? L'évolution des taux d'intérêt jouera un rôle clé à cet égard. Parmi les entreprises américaines qui envisagent d'emprunter, les deux tiers réduiraient leurs investissements en cas d'augmentation des coûts d'emprunt de 3 %. C'est un message qui donne à réfléchir, compte tenu du resserrement attendu de la politique monétaire.

Les directeurs financiers des entreprises américaines se montrent plus pessimistes quant aux perspectives de l'économie américaine. Le récent sondage trimestriel de l'Université Duke<sup>1</sup> auprès des directeurs financiers pour le deuxième trimestre indique un mouvement vers la gauche de la distribution des attentes de croissance du PIB réel pour les quatre prochains trimestres (graphique 1). L'estimation médiane est passée de 2,8 % à 1,7 % et le pourcentage de participants à l'enquête s'attendant à une croissance négative au cours des 12 prochains mois a progressé de 12,3 % à 20,8 %. On pourrait estimer que, malgré son augmentation, ce chiffre reste assez faible compte tenu de la forte baisse du niveau d'optimisme relatif aux perspectives de l'économie américaine (graphique 2). Si le sentiment économique reste à peu près aussi négatif qu'au premier trimestre de 2020 (crise de la COVID-19), au quatrième trimestre de 2012 et au troisième trimestre de 2010 (deux trimestres marqués par la crainte d'une rechute en récession), il s'établit bien au-dessus des bas niveaux atteints pendant la crise financière mondiale.

Cette morosité surprend compte tenu de la vigueur du marché du travail et des difficultés à recruter. Il est intéressant de noter que l'évaluation des entreprises sur leurs propres perspectives économiques a enregistré une baisse beaucoup moins marquée, ce qui a créé un écart record entre cette composante de l'enquête et celle relative aux perspectives pour l'ensemble de l'économie. Il est manifeste que les directeurs financiers se montrent systématiquement plus positifs quand il s'agit de leur entreprise que lorsqu'il est question de l'économie américaine. Ce n'est pas surprenant si l'on considère qu'ils sont mieux informés sur leur entreprise que sur l'économie en général. En outre, si le devenir de leur entreprise est entre leurs mains, ce n'est évidemment pas le cas pour l'économie dans son ensemble.

## ANTICIPATIONS DES DIRECTEURS FINANCIERS SUR LA CROISSANCE RÉELLE DANS LES 4 PROCHAINS TRIMESTRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ENQUÊTES AUPRÈS DES DIRECTEURS FINANCIERS, UNIVERSITÉ DUKE, RÉSERVES FÉDÉRALES DE RICHMOND ET D'ATLANTA, BNP PARIBAS

Cependant, dans la dernière enquête, l'écart constaté est exceptionnellement élevé. Il y a là matière à préoccupation. Pendant combien de temps la confiance des entreprises quant à leurs propres perspectives peut-elle rester élevée face à la détérioration de l'environnement global ? L'évolution des taux d'intérêt jouera un rôle clé à cet égard. 60 % des répondants pensent avoir suffisamment de liquidités pour financer leurs opérations au cours des 12 prochains mois. Toutefois, parmi les entreprises qui prévoient d'emprunter, la moitié réduirait leurs projets de dépenses en immobilisations si les coûts d'emprunt augmentaient de 2 %. En cas d'augmentation de 3 %, deux tiers des entreprises in-

Parmi les entreprises qui prévoient d'emprunter, la moitié réduirait leurs projets de dépenses en immobilisations si les coûts d'emprunt augmentaient de 2 %. En cas d'augmentation de 3 %, deux tiers des entreprises indiquent qu'elles réduiraient leurs investissements. C'est un message qui donne à réfléchir.

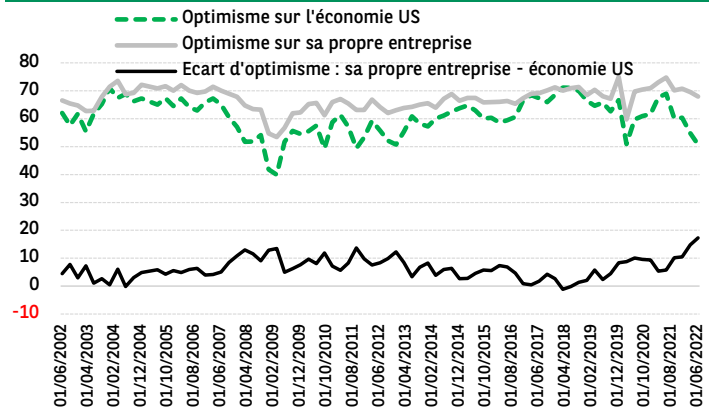
diquent qu'elles réduiraient leurs investissements. C'est un message qui donne à réfléchir, compte tenu du resserrement attendu de la politique monétaire et son incidence probable sur les taux d'emprunt des sociétés<sup>2</sup>.

**William De Vijlder**

1 : Source : The CFO Survey, Duke University et Réserves fédérales de Richmond et d'Atlanta. L'enquête trimestrielle auprès de 320 dirigeants financiers américains a été menée entre le 25 mai et le 10 juin.

2 L'enquête auprès des directeurs financiers a été menée avant la réunion du FOMC des 14 et 15 juin 2022. À l'occasion de cette réunion, le taux des fonds fédéraux a été relevé de 75 points de base. Les membres du FOMC prévoient un taux directeur de 3,8 % à la fin de 2023 (cette projection correspond au point médian de la fourchette cible appropriée projetée) (source : Réserve fédérale, Summary of Economic Projections, 15 juin 2022).

### INDICATEURS D'OPTIMISME DES DIRECTEURS FINANCIERS SUR LA CROISSANCE AMÉRICAINE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ENQUÊTES AUPRÈS DES DIRECTEURS FINANCIERS, UNIVERSITÉ DUKE, RÉSERVES FÉDÉRALES DE RICHMOND ET D'ATLANTA, BNP PARIBAS

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 24-6-22 au 1-7-22

↘ CAC 40	6 073	▶ 5 931	-2.3 %		
↘ S&P 500	3 912	▶ 3 825	-2.2 %		
↘ Volatilité (VIX)	27.2	▶ 26.7	-0.5 pb		
↗ Euribor 3m (%)	-0.22	▶ -0.18	+4.2 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	2.23	▶ 2.29	+5.8 pb		
↘ OAT 10a (%)	1.81	▶ 1.61	-20.2 pb		
↘ Bund 10a (%)	1.44	▶ 1.23	-20.3 pb		
↘ US Tr. 10a (%)	3.12	▶ 2.90	-22.0 pb		
↘ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.04	-1.5 %		
↘ Or (once, \$)	1 829	▶ 1 808	-1.1 %		
↘ Pétrole (Brent, \$)	113.2	▶ 111.7	-1.3 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 22	+bas 22	Rendements (%)		+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	-0.18	-0.16	le 21/06	-0.58	le 05/01		
Euribor 12m	0.96	1.12	le 17/06	-0.50	le 05/01		
\$ FED	1.75	1.75	le 16/06	0.25	le 03/01		
Libor 3m	2.29	2.29	le 01/07	0.21	le 03/01		
Libor 12m	3.56	3.67	le 16/06	0.58	le 03/01		
£ Bque Angl	1.25	1.25	le 16/06	0.25	le 03/01		
Libor 3m	1.69	1.69	le 01/07	0.26	le 03/01		
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01		
Au 1-7-22							
€ Moy. 5-7a	1.67	2.21	le 15/06	-0.04	le 03/01		
Bund 2a	0.50	1.02	le 14/06	-0.83	le 04/03		
Bund 10a	1.23	1.76	le 21/06	-0.14	le 24/01		
OAT 10a	1.61	2.17	le 21/06	0.15	le 04/01		
Corp. BBB	3.72	4.02	le 21/06	0.90	le 05/01		
\$ Treas. 2a	2.88	3.43	le 14/06	0.70	le 04/01		
Treas. 10a	2.90	3.48	le 14/06	1.63	le 03/01		
High Yield	9.09	9.09	le 30/06	5.07	le 03/01		
£ Gilt. 2a	1.77	2.38	le 21/06	0.69	le 03/01		
Gilt. 10a	2.09	2.62	le 21/06	0.97	le 03/01		
Au 1-7-22							

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022		
USD	1.04	1.15	le 10/02	1.04	le 01/07	-8.6%
GBP	0.87	0.87	le 14/06	0.83	le 14/04	+3.1%
CHF	1.00	1.06	le 10/02	1.00	le 29/06	-3.4%
JPY	140.40	143.95	le 22/06	125.37	le 04/03	+7.2%
AUD	1.53	1.62	le 04/02	1.43	le 05/04	-1.9%
CNY	6.96	7.29	le 10/02	6.87	le 14/04	-3.9%
BRL	5.54	6.44	le 06/01	5.01	le 21/04	-12.6%
RUB	57.41	164.76	le 07/03	56.01	le 29/06	-32.7%
INR	82.13	85.96	le 11/02	80.30	le 05/05	-2.8%
Au 1-7-22 Variations						

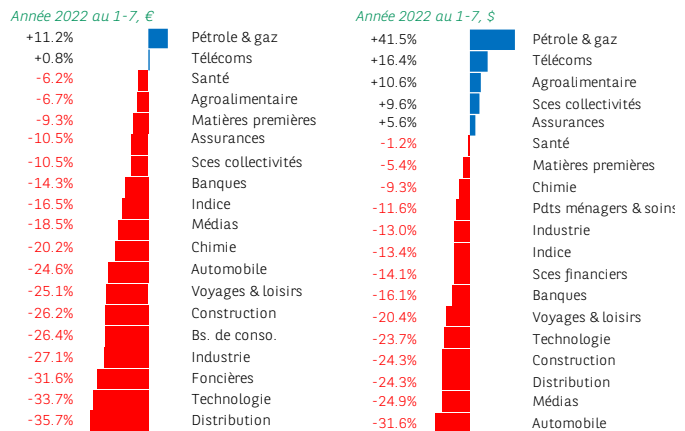
## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)	
Pétrole, Brent	111.7	128.2	le 08/03	79.0	le 03/01	+42.5% +55.9%
Or (once)	1 808	2 056	le 08/03	1 785	le 28/01	-0.8% +8.5%
Métaux, LME	3 803	5 506	le 07/03	3 803	le 01/07	-15.5% -7.5%
Cuivre (tonne)	8 040	10 702	le 04/03	8 040	le 01/07	-17.5% -9.7%
Blé (tonne)	300	4.7	le 17/05	281	le 14/01	+26.3% +38.2%
Mais (tonne)	279	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+22.2% +33.8%
Au 1-7-22 Variations						

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22	+bas 22	2022		
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 560	3 248	le 04/01	2 486	le 17/06	-20.8%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	3 825	4 797	le 03/01	3 667	le 16/06	-19.7%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	3 448	4 392	le 05/01	3 428	le 16/06	-19.8%
CAC 40	5 931	7 376	le 05/01	5 883	le 17/06	-17.1%
DAX 30	12 813	16 272	le 05/01	12 784	le 30/06	-19.3%
IBEX 35	8 176	8 934	le 27/05	7 645	le 07/03	-6.2%
FTSE100	7 169	7 672	le 10/02	6 959	le 07/03	-2.9%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 042	1 165	le 05/01	1 024	le 08/03	-8.8%
Nikkei	25 936	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-9.9%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	993	1 267	le 12/01	988	le 12/05	-19.4%
Chine	73	86	le 20/01	59	le 15/03	-11.0%
Inde	711	891	le 13/01	699	le 17/06	-10.5%
Bésil	1 384	2 003	le 04/04	1 372	le 06/01	-7.7%
Au 1-7-22 Variations						

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

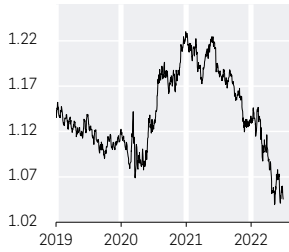


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

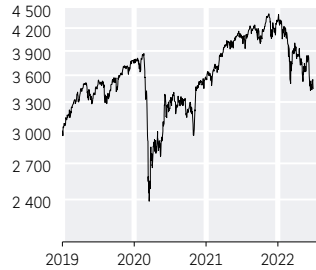


# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



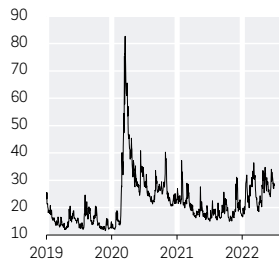
**EUROSTOXX50**



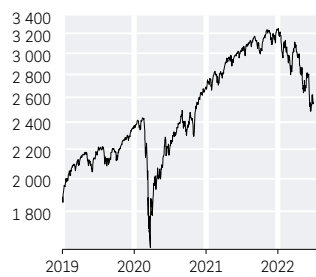
**S&P500**



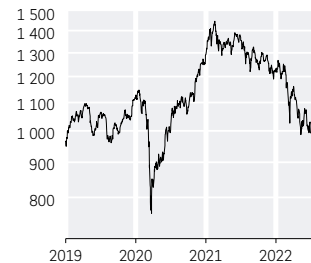
**VOLATILITY (VIX, S&P500)**



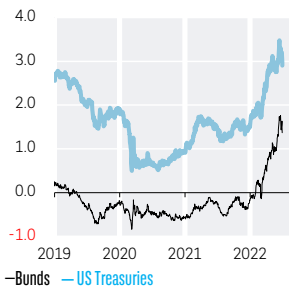
**MSCI WORLD (USD)**



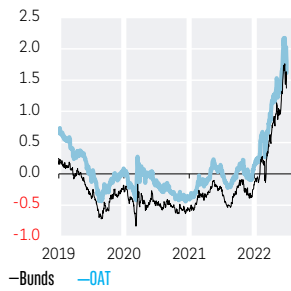
**MSCI EMERGING (USD)**



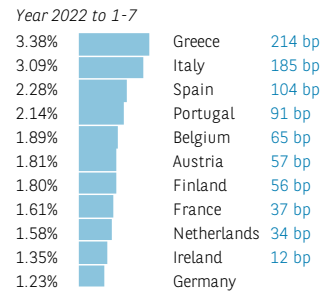
**10Y BOND YIELD, TREASURIES VS BUND**



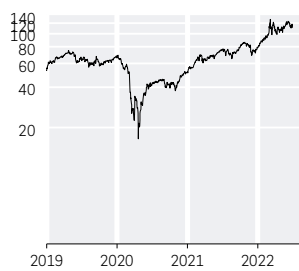
**10Y BOND YIELD**



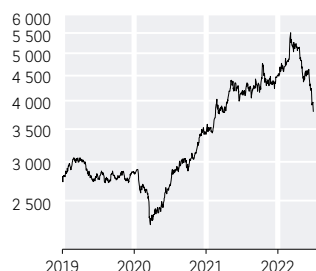
**10Y BOND YIELD & SPREADS**



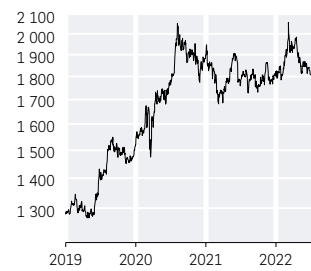
**OIL (BRENT, USD)**



**METALS (LMEX, USD)**



**GOLD (OUNCE, USD)**



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

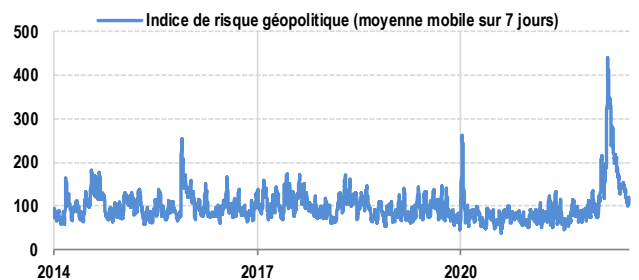
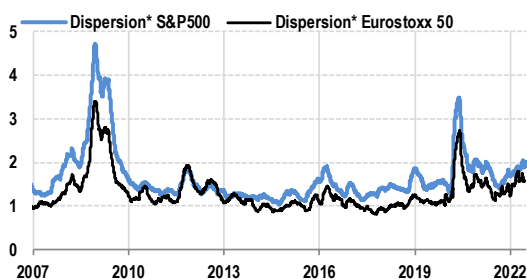
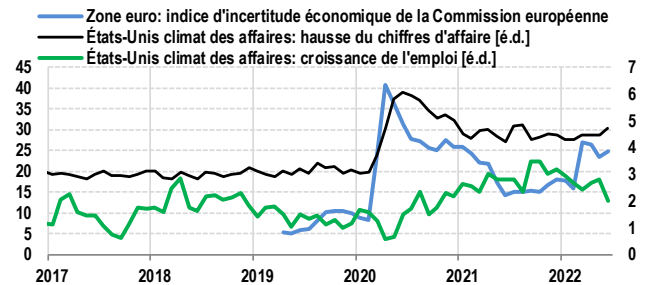
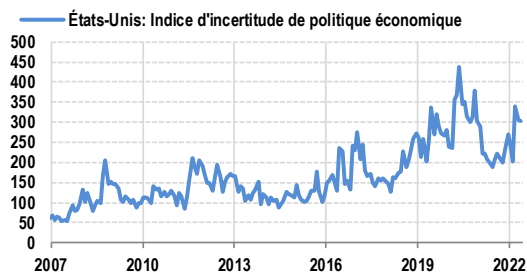


## L'INCERTITUDE ÉCONOMIQUE SE STABILISE

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 ces dernières semaines. Cela fait suite à une hausse significative qui reflétait en partie les préoccupations liées à la perspective d'un resserrement agressif de la politique monétaire par la Réserve fédérale. Aux États-Unis toujours, l'incertitude des entreprises concernant la croissance du chiffre d'affaires a légèrement monté tandis qu'on observe une forte baisse concernant la croissance de l'emploi. L'indice d'incertitude économique de la Commission européenne est en légère hausse mais, après le bond enregistré avec la guerre en Ukraine, il n'y a pas eu de tendance claire. L'indice du risque géopolitique, basé sur la couverture médiatique, a poursuivi son repli après la hausse marquée en février et mars due à la guerre en Ukraine. Enfin, l'écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice boursier — qui mesure l'incertitude financière — progresse depuis plusieurs mois 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

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



## ZONE EURO : BAISSÉ DE FORME

Sur le plan conjoncturel, les mois se suivent et se ressemblent dans la zone euro. Ainsi, l'inflation ne cesse d'augmenter et les enquêtes de confiance de reculer, dans une ampleur qui varie et en ordre dispersé. Si la détérioration de la situation et des perspectives économiques est claire (la rétraction de la zone bleue de notre baromètre en atteste), son importance et sa durée restent incertaines. La probabilité d'une récession s'accroît mais ce n'est pas (encore) une certitude. En effet, d'une part, le niveau d'activité reste élevé et tous les voyants économiques ne sont pas au rouge (notamment ceux concernant le marché du travail) et, d'autre part, la croissance bénéficie de vents porteurs ou, à tout le moins, d'amortisseurs (rattrapage post-Covid-19, surplus d'épargne, besoins d'investissement et soutiens budgétaires).

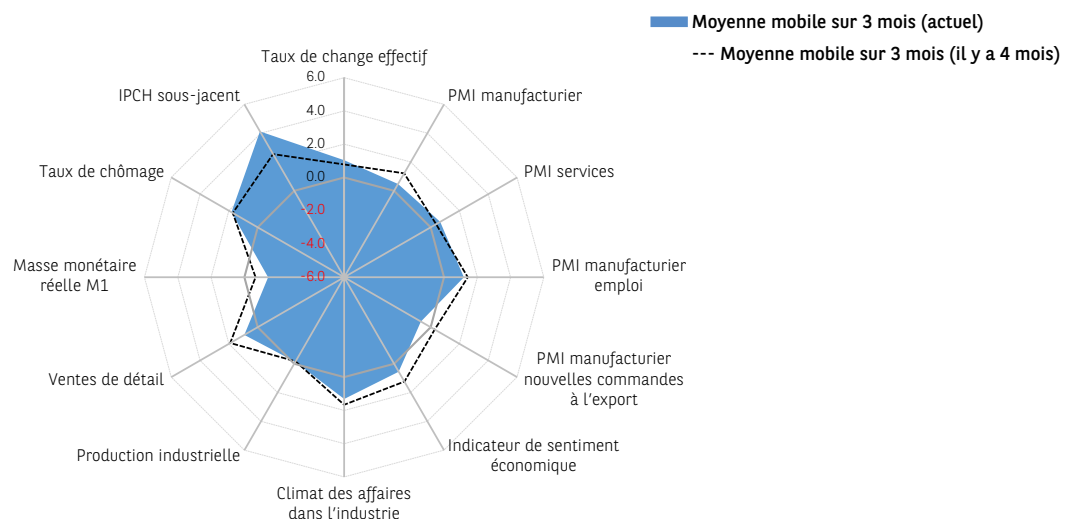
Du côté de l'inflation, les nouvelles ne sont pas tout à fait aussi mauvaises qu'en mai : l'inflation a certes encore nettement progressé en juin (de 0,5 point, à 8,6% en glissement annuel selon l'estimation flash d'Eurostat), mais l'inflation sous-jacente a très légèrement baissé (de 0,1 point, à 3,7% a/a). Malgré ce motif (limité) de réconfort, on ne peut voir que d'un œil inquiet l'accélération, forte, des prix de l'énergie (+42% a/a, contribution de 4,2 points) et des prix alimentaires (8,9% a/a, contribution de 1,9 point). On retiendra aussi que l'inflation a baissé dans deux pays de la zone euro : l'Allemagne (-0,5 point, à 8,2% a/a) et les Pays-Bas pour le troisième mois d'affilée (-0,3 point, à 9,9%). Plus marquant encore, l'inflation atteint ou dépasse les 10% dans neuf pays. L'Estonie (22% a/a) détient toujours le record de l'inflation la plus élevée, Malte (6,1% a/a) celui de l'inflation la plus faible. La France, quant à elle, conserve l'avant-dernière place (6,5% a/a).

S'agissant des enquêtes pour le mois de juin, l'image dominante est négative mais elle est relativisée par l'absence d'une détérioration sectorielle généralisée. Le signal le plus négatif vient des PMI (indice manufacturier comme services, ceux-ci accusant une baisse plus marquée encore), de l'enquête de confiance des consommateurs de la Commission européenne (dont le léger redressement en mai aura donc été un feu de paille) et de l'indice du sentiment économique dans la construction. À 51,9, le PMI composite demeure en zone d'expansion mais moins confortablement. La baisse du sentiment économique dans le commerce de détail est moindre que dans la construction ; c'est aussi la quatrième d'affilée et, en cumulé depuis février, la plus importante des quatre secteurs d'activité (-10 points contre -6 points dans la construction et l'industrie et +1 point dans les services). Dans l'industrie et les services, le sentiment économique s'est même légèrement redressé en juin (pour le troisième mois de suite dans les services). La détérioration dans le commerce de détail fait écho à celle de la confiance des ménages (baisse de 14 points en cumulé), ceux-ci étant les plus impactés par le choc inflationniste.

Concernant le marché du travail, enfin, le taux de chômage poursuit sa baisse. C'est certes un indicateur retardé mais cela n'en est pas moins une bonne nouvelle. Le jugement des entreprises sur l'emploi se détériore mais dans des proportions encore limitées et reste à des niveaux élevés. Il en va de même des craintes des ménages vis-à-vis de l'évolution du chômage, qui remontent mais restent mesurées.

Hélène Baudchon

### ZONE EURO : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## JAPON : UN ÉTÉ SOUS DE MEILLEURS AUSPICES

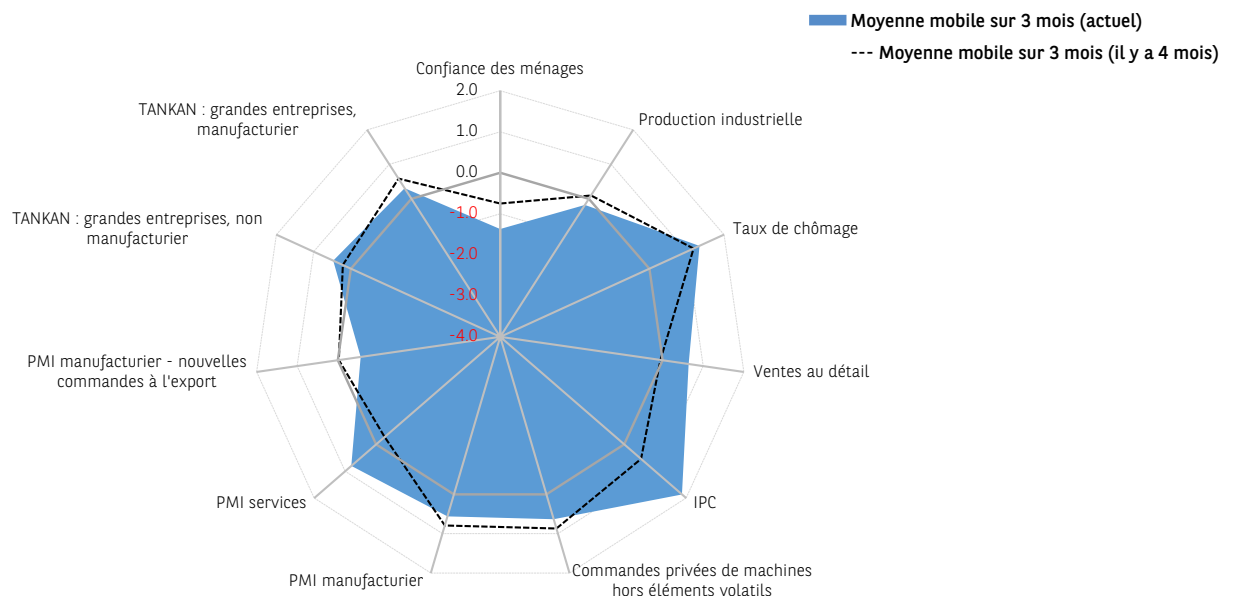
Les derniers résultats de l'enquête Tankan soulignent des perspectives économiques fragiles mais stables pour l'industrie japonaise (le solde d'opinions passe de 2 à 1), tandis que la confiance dans les services reprend un peu de couleurs (le solde passe de -2 à 4). Le solde d'opinions total progresse de 0 à +2. Au sein des grandes entreprises, le redressement de la confiance est le plus marqué dans le secteur des services à la personne (+32 points, à +18) et dans l'hôtellerie et la restauration (+25 points, à -31), même si la confiance dans ce secteur reste à un niveau très bas. À l'inverse, les industries accusant les plus fortes baisses sont celles du bois (-20 points, à 0) et de la métallurgie (-16 points, à -6). Le recul des profits au cours de l'année fiscale 2022 (avril 2022 - mars 2023) a cependant été révisé à la baisse de -8,7% à -3,6%, en raison notamment des perspectives plus favorables attendues au cours du second semestre. Avec un niveau stabilisé à -24, les entreprises continuent d'indiquer d'importantes difficultés à recruter. Elles ont, par ailleurs, réévalué sensiblement à la baisse leurs prévisions de taux de change pour l'année fiscale 2022, ce qui est assez logique compte tenu du niveau très conservateur indiqué dans le sondage de mars (JPY/USD119 désormais contre JPY/USD111,9 précédemment).

Avec une chute conséquente de la production industrielle en mai (-7,2% m/m), l'industrie japonaise, et en particulier l'industrie automobile (-8,0% m/m), a pâti des perturbations de l'activité en Chine liées aux mesures de confinement. Celles-ci ont été depuis assouplies et devraient se traduire par un rebond significatif de l'activité au Japon cet été. Selon le ministère de l'Industrie japonais (METI), les entreprises nippones tablent sur un accroissement de la production industrielle de 12,0% m/m en juin et de 2,5% m/m en juillet. Les indices PMI pour le secteur restent, quant à eux, plutôt bien orientés compte tenu du contexte international difficile : l'indice manufacturier baisse toutefois de 53,3 à 52,7 en juin, tandis que l'indice composite (industrie et services) grimpe de 52,3 à 53,2.

L'inflation reste contenue. Elle s'est stabilisée à 0,8% a/a en mai tandis que l'indice avancé de Tokyo, pour juin, a reflué légèrement de 2,4% à 2,3%. Cependant, le glissement annuel de l'indice sous-jacent (hors énergie et denrées périssables) dans la capitale repasse au-dessus de 1% pour la première fois depuis mars 2016. Le taux de chômage est remonté de 2,5% à 2,6% en mai, s'établissant désormais 0,4 point de pourcentage au-dessus de son niveau à la fin de l'année 2019. Néanmoins, cette remontée s'explique en partie par une hausse du taux d'activité (des 15 ans et plus), qui, à 62,7%, atteint son meilleur niveau en 21 ans. Le nombre de créations de postes continue également de se redresser, bien que le déficit par rapport au niveau pré-covid reste conséquent (880 820 en mai 2022 contre 956 727 en décembre 2019).

Guillaume Derrien

### JAPON : 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 -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.





## FRANCE : UNE ECONOMIE FRAGILISÉE PAR LA DIFFUSION DE L'INFLATION

La hausse des prix continue d'accélérer - l'inflation était de 5,8% a/a en juin - et le pic n'est pas atteint. Fait important, la composante énergie a enregistré une nouvelle hausse mensuelle significative de 5,3% en juin, après +9% en mars. Alors que la première vague ne s'est pas encore totalement répercutée sur les autres prix (alimentaires, biens manufacturés, services), cette nouvelle hausse laisse entrevoir une accélération de l'inflation, notamment sur la composante alimentaire qui avait le plus pâti du premier choc (hausse de 1,4% m/m en avril et de 3,1% en 3 mois). En juin, l'inflation sur la composante alimentaire a atteint 5,7% a/a. C'est en dessous du pic de juillet 2008 (6,4%) mais celui-ci devrait être nettement dépassé en fin d'année, avec 9% a/a selon nos estimations.

L'inflation se diffuse de plus en plus largement d'après l'enquête de l'Insee sur le commerce de détail. En juin, les hausses de prix sont aussi fréquentes dans le commerce alimentaire que dans le textile, l'équipement du logement ou l'automobile, et même davantage dans le secteur de l'aménagement des logements.

Il en résulte une nouvelle baisse de la confiance des ménages en juin, avec un indice retombé à 82 (-3 points sur le mois et -17 points depuis le début de l'année), cohérente avec un nouveau repli de la consommation des ménages au 2<sup>e</sup> trimestre (-0,7% t/t selon nos prévisions), après déjà -1,5% t/t au T1.

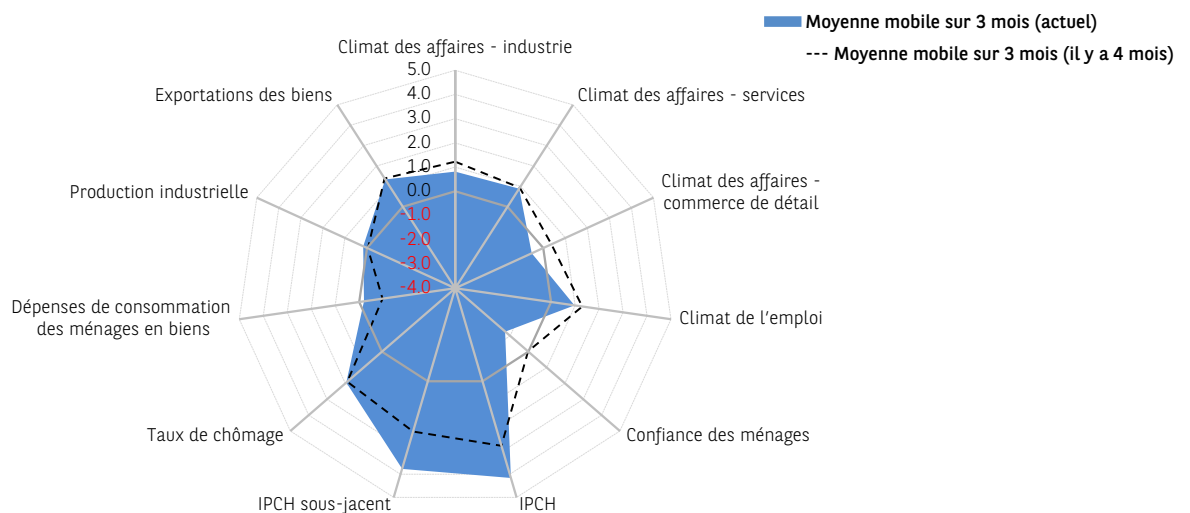
La prolongation du choc de demande devrait affecter plus fortement les entreprises. En janvier, celles-ci détenaient peu de stocks de produits finis. La baisse de la demande et le maintien relatif de la production ont ensuite permis de reconstituer ces stocks. Dans l'industrie manufacturière, ces stocks ont même, en moyenne, retrouvé un niveau normal. Une nouvelle baisse de la demande engendrerait des stocks supérieurs à la normale ou une baisse de la production. En parallèle, la trésorerie des entreprises, au-dessus de la normale en janvier, ne témoigne désormais d'aucun excédent.

Les entreprises ne bénéficiaient donc plus en juin des mêmes coussins qui leur avaient permis d'amortir le choc survenu en mars. En parallèle, elles doivent composer avec un niveau de marge qui a nettement diminué pour atteindre 31,6% au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, avec des baisses plus prononcées dans la construction ou dans le commerce. Cela survient dans un contexte où le dynamisme passé du marché du travail et le retrait des dernières mesures liées au « quoi qu'il en coûte » se reflètent dans une hausse des rémunérations (toutes charges comprises). Celles-ci devraient dépasser en 2022 de près de 11% leur niveau pré-Covid, quand la valeur ajoutée créée par les entreprises ne devrait être supérieure que de 7%.

Un éventuel rebond de la demande, sous l'effet des mesures gouvernementales en faveur du pouvoir d'achat (le rebond de ce dernier devrait être de 0,9% t/t au T3), ne devrait pas compenser la baisse de la consommation des ménages observée au 1<sup>er</sup> trimestre, et celle attendue pour le 2<sup>e</sup>. Marquée par le choc inflationniste, celle-ci ne retrouverait son niveau de fin 2021 que mi-2023. Au global, après une croissance du PIB à -0,2% t/t au T1, nous anticipons une croissance nulle au T2 et une croissance de 2,3% sur l'ensemble de l'année 2022.

**Stéphane Colliac**

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

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

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

## TAUX &amp; CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Le taux final des *Fed funds* devrait ainsi atteindre 3,25 % (borne supérieure de la fourchette cible) vers la fin de 2022. La position ferme de la Fed s'explique par des taux directeurs toujours très faibles dans un contexte d'inflation particulièrement élevée et de robustesse du marché du travail. Une fois que l'économie aura marqué le pas et que l'inflation sera orientée à la baisse, la Réserve fédérale devrait adapter ses indications prospectives en vue d'opérer un atterrissage en douceur. Dans une très large mesure, les rendements des *Treasuries* reflètent déjà la perspective d'un resserrement monétaire. Autrement dit, les niveaux de fin d'année ne devraient guère être différents des niveaux actuels. Pour l'année prochaine, nous tablons sur des rendements légèrement inférieurs avec le ralentissement de la croissance et le repli de l'inflation.

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

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

Nous anticipons un repli significatif du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la perspective d'une divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Selon nos prévisions, le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année. En 2023, le yen devrait s'apprécier étant donné que les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final et que la Banque du Japon devrait resserrer sa politique monétaire.

## PIB &amp; INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5.7	2.6	1.9	1.7	4.7	7.5	3.9	2.4
Japon	1.7	1.4	1.1	0.6	-0.2	1.9	1.0	0.7
Royaume-Uni	7.4	3.6	1.5	1.6	2.6	8.0	4.4	2.1
Zone euro*	5.3	2.5	2.3	2.2	2.6	7.9	4.1	2.0
Allemagne	2.9	1.3	2.2	2.3	3.2	8.1	4.6	2.1
France	6.8	2.3	2.1	2.0	2.1	5.9	3.6	1.8
Italie	6.6	2.8	2.0	1.8	1.9	7.7	4.5	1.8
Espagne	5.1	4.1	2.5	2.2	3.0	8.0	3.6	1.7
Chine	8.1	3.7	5.7	5.0	0.9	2.3	3.4	2.5
Inde*	9.3	8.3	6.2	6.5	5.4	7.9	5.9	5.5
Brésil	4.6	1.5	0.0	1.2	8.3	11.0	7.1	4.3
Russie	4.5	-7.0	0.8	0.3	7.1	14.0	10.5	7.6

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)  
ANNÉE FISCALE 1<sup>er</sup> AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1  
\*\* MISE À JOUR LE 13/06/2022

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

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

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

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

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



## CALENDRIER ACTUALISÉ

11

## DERNIERS INDICATEURS

Les données continuent d'indiquer une croissance ralentie pour les mois à venir. Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a enregistré un déclin considérable et les chiffres précédents ont été revus à la baisse. La croissance des revenus personnels n'a que peu évolué et la croissance des dépenses a ralenti. La croissance des demandes de crédit immobilier s'est révélée faible, reflétant l'impact de la hausse des taux d'intérêt. Enfin, l'indice ISM manufacturier a chuté plus que prévu. En France, si la confiance des consommateurs est ressortie à la baisse se révélant en-dessous des attentes, la croissance des dépenses de consommation a surpris favorablement. Le PMI manufacturier a enregistré une baisse importante. L'enquête de la Commission européenne pour la zone euro a été porteuse de bonnes nouvelles en ce qui concerne les secteurs de l'industrie et des services, ces derniers étant en amélioration par rapport au mois de mai. L'indice global (qui recouvre l'industrie, les services, le commerce du détail, la construction et la confiance des ménages) a cependant fléchi, moins qu'escompté toutefois. En comparaison avec le mois de mai, l'inflation globale est restée stable et l'inflation sous-jacente est ressortie en légère baisse. En Chine, l'indice composite des directeurs d'achats a rebondi dans le sillage de l'assouplissement des mesures de restriction sur la mobilité.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
28/06/2022	France	Confiance des consommateurs	Juin	84,0	82,0	85,0
28/06/2022	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Juin	100,0	98,7	103,2
29/06/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Juin	34,8	32,1	34,1
29/06/2022	Zone euro	Confiance économique	Juin	103,0	104,0	105,0
29/06/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Juin	4,8	7,4	6,5
29/06/2022	Zone euro	Confiance des services	Juin	12,8	14,8	14,1
29/06/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	--	-23,6	-23,6
29/06/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier	Juin	--	0,7%	4,2%
30/06/2022	Chine	PMI composite	Juin	--	54,1	48,4
30/06/2022	France	Dépenses de consommations m/m	Mai	0,2%	0,7%	-0,7%
30/06/2022	États-Unis	Revenus personnels	Mai	0,5%	0,5%	0,5%
30/06/2022	États-Unis	Dépenses personnelles	Mai	0,4%	0,2%	0,6%
30/06/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	230k	231k	233k
30/06/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Mai	0,4%	0,3%	0,3%
01/07/2022	Japon	Grandes industries manufacturières (Tankan)	T2	13,0	9,0	14,0
01/07/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Juin	50,2	51,7	48,1
01/07/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	51,0	51,4	54,6
01/07/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Juin	52,0	52,0	54,8
01/07/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	52,0	52,1	54,6
01/07/2022	Zone euro	IPC m/m	Juin	0,7%	0,8%	0,8%
01/07/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Juin	3,9%	3,7%	3,8%
01/07/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	52,4	52,7	52,4
01/07/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Juin	54,9	53,0	56,1

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

12

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine importante en termes de données avec les PMI composites et ceux du secteur des services dans divers pays. Sont attendus également aux États-Unis, le rapport sur le marché du travail, l'enquête ISM relative au secteur des services et la publication des minutes de la réunion du FOMC. Au Japon, les résultats de l'enquête EcoWatchers seront publiés.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
05/07/2022	Japan	PMI des services (Jibun Bank)	Jun	--	54,2
05/07/2022	China	PMI des services (Caixin)	Jun	49	41,4
05/07/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Jun	--	54,4
05/07/2022	France	PMI composite (S&P Global)	Jun	--	52,8
05/07/2022	Germany	PMI des services (S&P Global)	Jun	52,4	52,4
05/07/2022	Germany	PMI composite (S&P Global)	Jun	51,3	51,3
05/07/2022	Eurozone	PMI des services (S&P Global)	Jun	52,8	52,8
05/07/2022	Eurozone	PMI composite (S&P Global)	Jun	--	51,9
05/07/2022	United Kingdom	PMI des services (S&P Global /CIPS)	Jun	--	53,4
05/07/2022	United States	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	May	--	0,50%
06/07/2022	Eurozone	Ventes de détail m/m	May	--	-1,30%
06/07/2022	United States	Demandes de crédit	01-juil	--	0,70%
06/07/2022	United States	PMI des services (S&P Global)	Jun	51,6	51,6
06/07/2022	United States	ISM des services	Jun	54,2	55,9
07/07/2022	United States	Demandes initiales d'assurance chômage	02-juil	--	--
08/07/2022	Japan	Conjoncture (Eco Watchers)	Jun	--	54
08/07/2022	Japan	Perspectives (Eco Watchers)	Jun	--	52,5
08/07/2022	United States	Évolution dans l'emploi non-agricole	Jun	250k	390k
08/07/2022	United States	Taux de chômage	Jun	3,60%	3,60%
08/07/2022	United States	Salaires horaires moyens g.a.	Jun	5,10%	5,20%
08/07/2022	United States	Heures hebdomadaires moyennes travaillées (tous personnels)	Jun	34,6	34,6
08/07/2022	United States	Taux d'activité	Jun	--	62,30%

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

<a href="#">Continuons donc de parler climat</a>	EcoTVWeek	1 <sup>er</sup> juillet 2022
<a href="#">États-Unis : Que nous dit l'indicateur composite avancé du risque de récession ?</a>	Graphique de la Semaine	29 juin 2022
<a href="#">Zone Euro : Chronique (mouvementée) du compte des ménages européens</a>	EcoFlash	28 juin 2022
<a href="#">Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads (2<sup>e</sup> partie)</a>	EcoWeek	27 juin 2022
<a href="#">France : quand le bâtiment va, tout va</a>	EcoTVWeek	24 juin 2022
<a href="#">États-Unis : nouvelle expérience de resserrement quantitatif de la Fed</a>	Graphique de la Semaine	22 juin 2022
<a href="#">Zone Euro : Comment quantifier un élargissement injustifié des spreads</a>	EcoWeek	20 juin 2022
<a href="#">Indonésie : Fragilisée par la pandémie mais suffisamment solide pour faire face aux nouveaux chocs</a>	EcoConjoncture	19 juin 2022
<a href="#">Portugal : une économie résiliente</a>	EcoTVWeek	17 juin 2022
<a href="#">Afrique du Sud : une reprise économique fragile</a>	EcoConjoncture	16 juin 2022
<a href="#">Europe centrale : renchérissement du coût de financement sur les marchés obligataires</a>	Graphique de la semaine	15 juin 2022
<a href="#">Le coût préoccupant des craintes de récession</a>	EcoWeek	13 juin 2022
<a href="#">Italie : forte baisse du résultat net des banques au premier trimestre 2022</a>	EcoTVWeek	10 juin 2022
<a href="#">Japon : Les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie japonaise</a>	EcoFlash	8 juin 2022
<a href="#">France : aménagement de l'habitat et alimentation en tête des hausses des prix de vente dans le commerce de détail</a>	Graphique de la semaine	8 juin 2022
<a href="#">La narration d'une récession américaine</a>	EcoWeek	7 juin 2022
<a href="#">Continuons de parler de changement climatique</a>	EcoTVWeek	3 juin 2022
<a href="#">Italie : Le ratio des prêts nouvellement non-performants des SNF repart à la hausse</a>	Graphique de la semaine	1 <sup>er</sup> juin 2022
<a href="#">Inflation : déplacement de l'attention et des préoccupations</a>	EcoWeek	30 mai 2022
<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



# 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.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](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