

# ECO PULSE

Mai 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

En avril et mai, la conjoncture des principales économies de l'OCDE affiche une relative détérioration dont l'ampleur et le degré d'avancement varient selon les pays. En Europe, la détérioration observée depuis quelques mois dans l'industrie commence à se transmettre aux services, où les indices de confiance ont engagé un mouvement de repli. Aux États-Unis, l'ISM des services a modérément crû en avril *a contrario* d'un indice ISM en deçà de 50 pour le 6<sup>e</sup> mois consécutif dans l'industrie.

Cette détérioration encore modérée de la conjoncture économique n'a pas altéré, pour le moment, le dynamisme du marché du travail. Les *nowcasts* pour le T2 soulignent cette divergence avec des chiffres plus bas en zone euro (-0,1% t/t) ou encore en France (0%) qu'aux États-Unis (estimation GDPnow de la Fed d'Atlanta à 0,7%), alors que nos prévisions sont relativement plus homogènes entre ces zones économiques (+0,2% pour le T2 en zone euro comme aux États-Unis). Cela suggère un risque à la baisse dans les pays de la zone euro et un risque à la hausse aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Partout, le reflux de l'inflation reste partiel. Il en résulte donc un rebond relativement modéré de la confiance des ménages. L'inflation sous-jacente demeure proche de ses points hauts dans nombre de pays et, si elle est nettement en dessous de ceux-ci aux États-Unis, elle ne baisse plus vraiment depuis le début de l'année.

#### **ZONE EURO : LA RÉSISTANCE FAIBLIT**

##### **ALLEMAGNE : UN REBOND SANS LENDEMAIN ?**

##### **FRANCE : VERS UNE CROISSANCE EN « STOP AND GO » ?**

##### **ITALIE : LE GRAND ÉCART PERDURE ENTRE INFLATION ET SALAIRES**

##### **ESPAGNE : LE MARCHÉ DU TRAVAIL SURPREND TOUJOURS PAR SON DYNAMISME**

##### **ÉTATS-UNIS : LE VENT EST-IL EN TRAIN DE TOURNER ?**

##### **ROYAUME-UNI : LA TEMPÊTE S'EST DISSIPÉE**

##### **JAPON : LE REBOND DE LA CROISSANCE ALIMENTE L'INFLATION**



## La résistance faiblit

La croissance de la zone euro au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 s'est établie à +0,1% t/t selon les données disponibles<sup>1</sup>. Ce résultat en deçà de notre prévision (+0,3% t/t) déçoit donc, même s'il dépasse notre estimation *nowcast* (-0,0%). Cette croissance faible vient aussi relativiser l'impression de résistance du PIB signalée par la plupart des données d'enquêtes et d'activité au cours du 1<sup>er</sup> trimestre.

Au 2<sup>e</sup> trimestre, compte tenu de l'orientation désormais plus mitigée des enquêtes sur le climat des affaires, la problématique de la faiblesse de la croissance pourrait bien prendre le pas sur celle de sa résistance. Si notre prévision de croissance table encore sur un chiffre légèrement positif (+0,2% t/t), notre estimation *nowcast* est plus pessimiste (-0,1% t/t).

L'indice PMI composite de S&P Global a, certes, poursuivi son redressement en avril mais de manière nettement moins importante qu'au cours des quatre mois précédents. L'amélioration du climat des affaires dans les services – elle-même de moindre ampleur – est aussi contrebalancée par une détérioration significative dans le secteur manufacturier. En outre, pour la première fois depuis octobre 2022, le PMI composite a fléchi au mois de mai (-0,8 point, à 53,3). Quant à l'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne, il est sur une tendance éteinte, voire légèrement déclinante, depuis février. La perte progressive de dynamisme de la conjoncture économique est visible sur la carte thermique ci-contre (moins de rouge, plus de rose pâle et de bleu).

Deux indicateurs se distinguent favorablement dans ce panorama plus mitigé : la confiance des consommateurs (qui se redresse depuis octobre 2022, mais à partir d'un bas niveau) et le taux de chômage (toujours orienté à la baisse avec 6,5% de la population active en mars).

L'inflation demeure un point noir car la désinflation reste très lente et limitée. Néanmoins, les prochains mois pourraient marquer une inflexion plus nette à en croire certaines évolutions récentes et les indicateurs avancés de l'inflation. En avril, l'inflation headline a légèrement augmenté (+0,1 point, à 7% en g.a.), les effets de base favorables du mois précédent sur la composante énergie ayant disparu. Mais cette hausse peut être relativisée par le reflux de l'inflation alimentaire et de l'inflation sous-jacente. Ce recul est modeste mais il est le premier depuis la mi-2021. S'ils existent, les signes de modération de l'inflation restent trop timides et l'inflation bien trop élevée pour que la BCE ne décide pas d'une nouvelle hausse de taux lors de sa prochaine réunion le 15 juin (+25 pb d'après nos prévisions).

**Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 25/05/2023)**

<sup>1</sup> L'estimation de la croissance de la zone euro au T1 est susceptible d'être abaissée dans le sillage de la nette révision en baisse de la croissance allemande (de +0,0% à -0,3% t/t).

## Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro

	mai 22	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23
Indicateur de sentiment économique (ESI)	0.5	0.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
ESI - industrie	1.0	1.1	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.1
ESI - services	0.7	0.6	0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.4	0.5
ESI - commerce de détail	0.2	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.5	0.7	0.8	0.6	0.7
ESI - construction	1.5	1.2	1.2	1.3	1.0	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
Confiance des consommateurs	-2.0	-2.5	-3.0	-2.5	-3.2	-2.9	-2.2	-1.8	-1.6	-1.3	-1.3	-1.0
PMI manufacturier	0.9	0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.8
PMI services	1.2	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2
PMI manufacturier nouvelles commandes	-0.4	-0.7	-1.0	-1.0	-1.3	-1.7	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.2	-0.7	-1.1	-1.0	-1.3	-1.8	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8
PMI composite emploi	1.7	1.2	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	1.3
Production industrielle	0.5	0.7	-0.3	0.8	0.8	0.6	0.5	-0.4	0.1	0.3	-0.4	
Ventes au détail	0.1	-1.1	-0.4	-0.6	-0.2	-1.0	-1.0	-1.1	-0.8	-0.9	-1.3	
Immatriculations de véhicules neufs	-0.5	-0.7	-0.4	0.3	0.5	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5	1.4	0.9
IPCH	4.9	5.1	5.0	4.9	5.1	5.2	4.6	4.0	3.6	3.4	2.5	2.5
IPCH sous-jacent	4.5	4.3	4.6	4.8	5.2	5.3	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8	4.5
Taux de chômage	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.9	0.4	-0.1	0.1	0.4	-0.1	0.2	-0.1	3.5	0.6	0.5

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab  
 Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Un rebond sans lendemain ?

L'activité industrielle et les nouvelles commandes dans l'industrie ont connu des évolutions marquées au 1<sup>er</sup> trimestre : un net rebond en janvier-février et un fort repli en mars. Au global, les nouvelles commandes sont toutefois restées stables au 1<sup>er</sup> trimestre (t/t). L'enquête IFO s'est même dégradée au mois de mai (91,7 contre 93,4 en avril) tout comme l'indice ZEW qui est revenu dans le rouge (-11 en mai après 4 en avril et 13 en mars).

Le rebond de la confiance des ménages s'est, en revanche, poursuivi en avril (-25,7 contre -42,8 au plus bas en octobre 2022), et a commencé à se traduire dans leurs intentions d'achats : -13 en avril, contre un niveau globalement inchangé entre octobre et mars (-17 pour ce dernier mois). Un rebond de la consommation serait donc envisageable au 2<sup>e</sup> trimestre, après deux trimestres de baisse selon Destatis (-1,7% t/t au T4 et -1,2% au T1 2023).

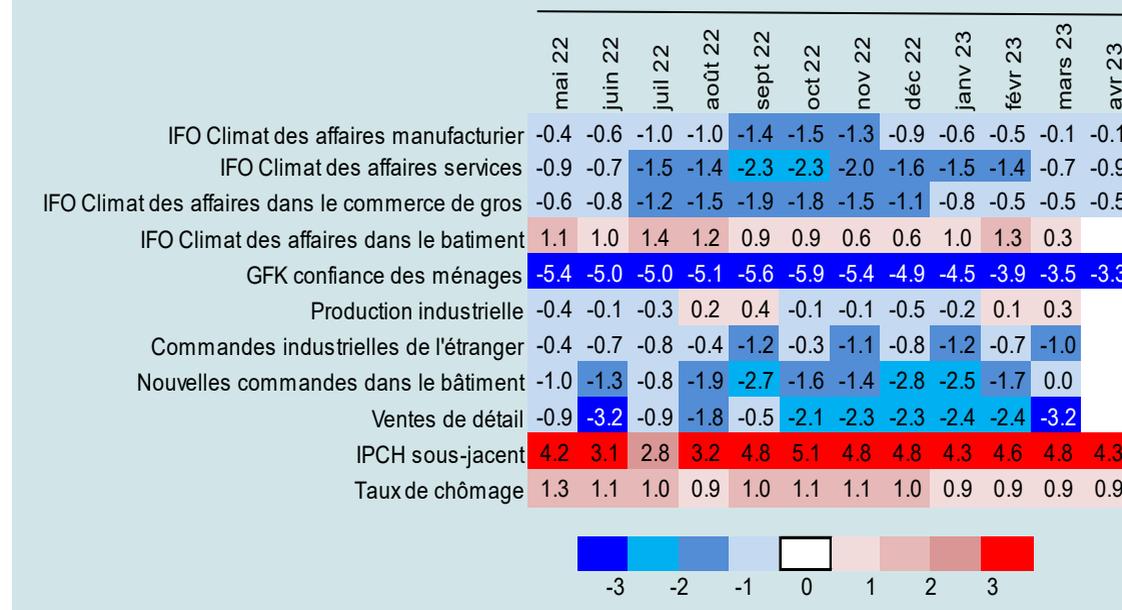
Après une inflation qui est restée élevée au 1<sup>er</sup> trimestre (8,7% a/a en moyenne, après avoir culminé à 10,8% a/a en moyenne au 4<sup>e</sup> trimestre), la désinflation reste graduelle (7,6% a/a en avril). Elle provient principalement du reflux des prix de l'énergie (bloqués par le gouvernement fédéral), tandis que l'inflation dans les services reste proche de ses plus hauts à 4,7% a/a en avril.

Le marché du travail allemand reste caractérisé par son dynamisme, avec près de 160 000 créations d'emplois au 1<sup>er</sup> trimestre (le chiffre le plus élevé depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2022) et un climat de l'emploi à 100,2 en avril (plus haut depuis août 2022), même si la baisse des tensions de recrutement dans le bâtiment (18% des répondants au T2 2023 contre 33% encore au T4 2022) suggère un début de détérioration.

Après une récession (-0,5% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre et -0,3% au 1<sup>er</sup> trimestre 2023), la croissance allemande retrouverait quelques couleurs au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,2% t/t selon nos prévisions) sous l'effet d'un rebond de la consommation. Toutefois, la perte de dynamisme récente des enquêtes de conjoncture laisse entrevoir une rechute au 2<sup>nd</sup> semestre.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 25/05/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Allemagne



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne. Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.5	-0.5	-0.3	-0.5	0.2	0.0	1.9	-0.4	0.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Vers une croissance en « stop and go » ?

Les enquêtes sur le climat des affaires de l'Insee se sont détériorées en avril et en mai, faisant craindre que le rebond de l'activité observé au 1<sup>er</sup> trimestre (+0,2% t/t, après 0% t/t au T4) ait été en partie temporaire. Les effets exceptionnels, liés à la réaccélération de la production manufacturière en tout début d'année et à ses effets induits favorables sur la production de services et sur l'emploi, semblent donc s'être rapidement évaporés. Selon l'indice composite du climat des affaires, la perte de dynamisme observée en avril s'est renforcée en mai et la confiance dans les services, à 101, a même atteint son plus bas niveau depuis novembre 2016 (hors période de Covid).

La confiance des ménages marque, en revanche, un léger rebond au mois d'avril (à 83 en avril contre 82 en mars). Néanmoins, ce dernier reste trop timide pour contrecarrer la confiance amoindrie des entreprises. En conséquence, la consommation des ménages devrait rester proche de son point bas atteint au 4<sup>e</sup> trimestre ; elle avait alors diminué de -1% t/t avant de stagner au 1<sup>er</sup> trimestre 2023.

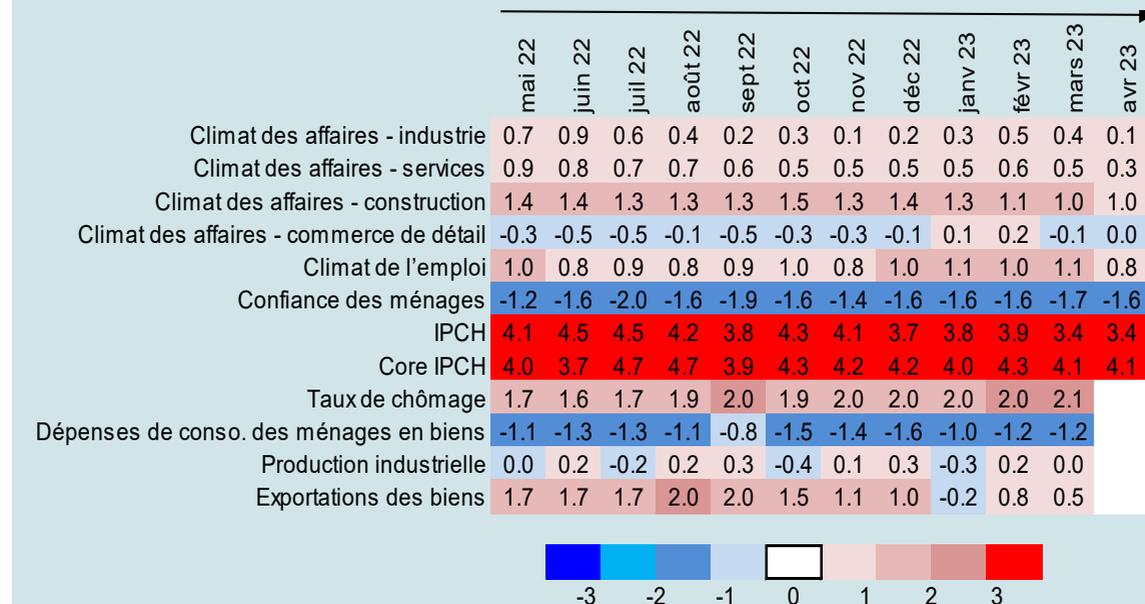
La baisse de l'inflation est trop récente pour affecter les dépenses des ménages : elle a culminé à 7,3% a/a en février (indice harmonisé), le reflux de l'inflation alimentaire reste relativement mineur au regard de son pic (15% a/a en avril contre 15,9% a/a en mars) et l'inflation sous-jacente a encore augmenté (4,7% a/a en avril). Divers éléments annoncent cependant une désinflation : amorce de repli du prix des produits frais (après une hausse de 11% entre décembre et mars, réversible car liée à la culture sous serres en hiver, une première baisse de 2,9% m/m étant enregistrée en avril), décrue du solde d'opinion sur la hausse prévue des prix de vente dans le secteur manufacturier (de 47 points en décembre 2022 à 3 en mai 2023).

Le marché du travail témoigne encore d'un relatif dynamisme, avec 42 000 créations de postes nettes au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 selon l'Insee, un niveau voisin de celui du 4<sup>e</sup> trimestre. Toutefois, sa composition montre le rôle joué par les services marchands hors intérim (58 000 créations), qui apparaît temporaire (le climat de l'emploi de l'Insee s'est replié de 110 en mars à 106 en mai). Dans le même temps, les destructions nettes observées dans le travail intérimaire (21 000 emplois) et dans la construction (3 000 emplois, pour la première fois depuis le T4 2016) suggèrent un début de détérioration.

Nous prévoyons une croissance de 0,2% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, soit le même rythme qu'au 1<sup>er</sup> trimestre, avant un ralentissement net attendu au 2<sup>nd</sup> semestre : toutefois, notre *nowcast* (0% t/t) indique que le ralentissement pourrait être intervenu dès le T2, un élément à surveiller dans les prochaines enquêtes de conjoncture.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 25/05/2023)

### Évolution mensuelle des indicateurs de la France



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro. Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne. Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

### Croissance du PIB

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision		Prévisions annuelles			
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)		2023	2024
0.5	0.1	0.0	0.2	0.4	0.0	0.2	0.0	2.6		0.5	0.6

[Voir la méthodologie Nowcast.](#) Contact : [Tarik Rharrab](#)

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Le grand écart perdure entre inflation et salaires

L'estimation préliminaire de la croissance économique italienne au premier trimestre a surpris favorablement, avec un rebond du PIB réel de 0,5% t/t. Nous anticipons cependant une décélération de l'activité au T2, avant une contraction au troisième trimestre. À 0,9% en 2023, la croissance du PIB italien resterait toutefois au-dessus de celle de la zone euro dans son ensemble. Néanmoins, les inondations records dont a été victime le nord du pays auront vraisemblablement des répercussions économiques importantes, notamment sur le secteur de l'agriculture et du tourisme. Il est toutefois difficile de les évaluer à ce stade.

Bien qu'en légère baisse en avril, la confiance des consommateurs reste proche de sa moyenne de long terme. Le point positif réside dans les anticipations des ménages sur l'évolution du chômage à un an qui chutent encore significativement en avril, atteignant leur plus bas niveau depuis octobre 2018. Le taux de chômage diminue, en effet, de façon progressive depuis la fin du second confinement au printemps 2021, avec 7,8% en mars 2023. L'emploi (23 349 110) et le taux d'emploi (60,8%) ont, pour leur part, atteint des nouveaux records.

L'inflation en Italie reste parmi les plus élevées d'Europe. En cause : une envolée des coûts énergétiques pour les consommateurs toujours très importante (les prix du gaz et de l'électricité progressaient encore, respectivement, de 20,1% et de 19,5% en glissement annuel en avril). Cependant, l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) s'est établie à 5,3% en g.a. en avril, soit un niveau inférieur à la moyenne de la zone euro, qui se situait à 5,6%. La hausse des salaires en Italie s'accroît timidement sur fond de reflux progressif du taux de chômage. Le salaire horaire de base a ainsi progressé de 2,3% en g.a. en mars selon Istat, un niveau toutefois toujours très inférieur à l'inflation.

Guillaume Derrien, achevé de rédiger le 24/05/2023

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie

	mai 22	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23
Climat des affaires - industrie	0.9	1.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.7
Climat des affaires - construction	2.1	2.1	2.3	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0	1.9	1.7	1.8	2.0
Climat des affaires - service	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.6
PMI nouvelles commandes à l'exportation	-0.2	-0.4	-1.3	-0.9	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.1	-0.2	0.1	-0.5
PMI composite - emploi	1.4	0.7	0.7	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	1.0	1.4
Confiance des ménages	-1.2	-1.5	-2.1	-1.6	-1.8	-1.8	-0.4	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.1
Production industrielle	3.9	4.6	4.9	4.8	4.4	4.0	4.1	5.1	5.2	4.6		
Ventes de détail	1.4	0.2	0.8	0.9	0.8	0.2	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	
Exportations	1.9	1.2	0.9	1.3	1.1	1.0	1.0	0.7	0.7	0.5	0.0	
IPCH	4.1	4.7	4.4	4.7	4.6	6.0	5.6	5.1	4.1	3.6	2.8	3.0
IPCH sous-jacent	2.2	2.8	2.7	3.5	3.7	3.8	3.8	3.9	4.2	4.3	3.9	3.8
Emploi	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9	1.2	0.7	0.9	1.1	0.8	0.7	
Taux de chômage	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	
Salaires	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.4	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles			
T2 2022	T3 2022	T4 2022		T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)		2023	2024
1.1	0.4	-0.1	0.5	0.8	0.2	-0.1	3.8		0.9	0.6

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Le marché du travail surprend toujours par son dynamisme

La croissance espagnole s'est légèrement renforcée au T1 2023, à +0,5% t/t, selon les chiffres préliminaires de l'INE. Toutefois, cette accélération, soutenue par l'investissement et la demande extérieure, ne permet pas au PIB réel de franchir le seuil de l'avant-Covid. Il affiche en effet encore un léger déficit de 0,2% par rapport au T4 2019. La consommation des ménages sur les deux derniers trimestres (-1,3% au T1 2023 et -1,7% t/t au T4 2022) est en baisse. Nous prévoyons un ralentissement de l'activité au cours des prochains mois, mais pas de décrochage : le PIB progresserait de 0,3% t/t au deuxième trimestre, avant de se stabiliser le trimestre suivant.

L'inflation est repartie à la hausse en avril, passant de 3,0% en mars à 3,8% en glissement annuel, en raison d'effets de base défavorables sur le poste énergie. Si cette dynamique a toutes les chances de s'inverser en mai, le processus de désinflation devrait s'inscrire dans la durée, le choc sur les coûts de production se propageant à la plupart des postes de la consommation, et notamment les services : la hausse des prix dans ce secteur reste importante, à 4,4% en glissement annuel en avril.

La confiance des ménages a été jusqu'ici peu affectée par l'augmentation des taux d'intérêt. Elle s'est même rétablie grâce au net reflux de l'inflation depuis l'été dernier et à la très bonne tenue de l'emploi. Même s'il reste inférieur à sa moyenne de long terme, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne a rebondi de 3,7 points en avril, retrouvant ainsi son meilleur niveau depuis quatorze mois. Le climat des affaires s'est également amélioré en avril dans l'ensemble des secteurs (industrie, construction, services, ventes au détail). La demande extérieure reste néanmoins fragile : l'indicateur PMI pour les nouvelles commandes à l'exportation s'est replié de 48,7 en mars à 47,0 en avril.

Le marché du travail ne montre toujours aucun signe de ralentissement. Selon l'agence espagnole pour l'emploi (SEPE), près de 129 000 emplois nets ont été créés en avril, soit une progression de 362 600 sur les trois derniers mois. C'est la hausse trimestrielle la plus importante depuis 2005, si on exclut les évolutions de 2020 liées aux phases de déconfinement. Le taux de chômage - 12,8% en mars - est resté globalement stable au cours des douze derniers mois, en raison de l'expansion concomitante de la population active.

Guillaume Derrien, achevé de rédiger le 24/05/2023

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne

	mai 22	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23
Climat des affaires - industrie	0.9	1.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.7
Climat des affaires - construction	1.5	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.2	1.3	0.4	1.1	0.9	1.1
Climat des affaires - service	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.6
PMI nouvelles commandes à l'export	0.0	-0.3	-1.2	-0.9	-1.6	-1.9	-1.7	-1.4	-0.7	-0.1	-0.2	-0.6
PMI composite - emploi	0.9	0.7	0.5	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.4	0.7	1.2
Confiance des ménages	-0.8	-1.3	-1.8	-1.5	-1.6	-1.5	-1.2	-0.9	-0.6	-0.6	-0.8	-0.4
Production industrielle	0.7	1.0	0.8	0.8	0.6	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1	0.7	
Ventes au détail	1.6	1.7	1.6	1.9	1.5	1.3	0.7	1.6	2.1	1.7	2.0	
Exportations	1.9	1.7	1.2	2.1	1.3	0.7	1.4	0.8	0.8	0.3	0.9	
IPCH	3.4	4.0	4.2	4.0	3.2	2.4	2.1	1.5	1.7	1.7	0.4	0.7
IPCH sous-jacent	1.9	2.5	3.1	3.2	3.1	2.7	2.3	2.4	3.1	3.1	2.6	2.1
Emploi	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
Salaire	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8	1.6	1.8	2.0	0.8	0.5	0.6	0.6
Taux de chômage	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.  
 Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
2.5	0.4	0.4	0.5	1.6	0.3	0.0	5.5	1.8	0.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Le vent est-il en train de tourner ?

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, la croissance américaine s'est établie à +0,3% t/t. Ce résultat est nettement en deçà des attentes : le chiffre est deux fois moindre que l'estimation GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta et que notre prévision (0,6%). La croissance ne serait donc pas si imperméable que cela au choc inflationniste et au resserrement monétaire.

Si l'analyse détaillée de ce chiffre permet d'en relativiser la faiblesse (essentiellement due à la contribution très négative des variations de stocks) et si les traces de la récession attendue sont encore réduites - voire totalement absentes au niveau du marché du travail - l'inquiétude grandit néanmoins. Pour le moment, les perspectives de croissance au 2<sup>e</sup> trimestre restent positives : modérément selon nous (+0,2% t/t), plus nettement selon l'estimation GDPNow (+0,7% t/t).

Le signal donné par les enquêtes de confiance pour le mois d'avril est lui aussi assez positif. Trois des quatre principales enquêtes suivies se sont légèrement redressées : l'indice ISM du secteur manufacturier (+0,8 point, à 47,1), l'indice ISM du secteur non-manufacturier (+0,7 point, à 51,9, après sa chute de près de 4 points en mars), l'enquête de l'Université du Michigan sur la confiance des ménages (+1,5 point, à 63,5, ce qui reste un niveau très bas). L'enquête du *Conference Board* sur la confiance des ménages se distingue par une baisse importante (-2,7 points, à 101,3), qui ramène l'indice à son niveau de novembre 2022 et efface entièrement le redressement des premiers mois de 2023. L'enquête de l'Université du Michigan a aussi franchement baissé en mai selon l'estimation préliminaire.

Le signal de l'indicateur composite avancé du *Conference Board* reste également très négatif : 13<sup>e</sup> baisse consécutive en avril ; recul significatif de 0,7% m/m en moyenne ; baisse de près de 9% en glissement annualisé sur 6 mois, tout aussi marqué ; baisse généralisée avec un indice de diffusion de 20 seulement. En outre, la hausse du nombre de faillites d'entreprises de grande taille est un nouveau point à surveiller<sup>1</sup>.

Sur le front de l'inflation, la situation semble prendre une meilleure tournure. L'inflation headline (mesure CPI) a, de nouveau, légèrement baissé en avril (-0,1 point, à 4,9% en g.a.), retrouvant son plus bas niveau depuis mai 2021. L'inflation sous-jacente a également reculé (-0,1 point, à 5,5%) à la faveur d'une décélération un peu plus nette des prix des services, ce qui constitue une évolution encourageante. Si l'inflation demeure très élevée, elle semble bien prendre le chemin de la baisse. D'après nous, la Fed pourrait donc en avoir fini avec les hausses de taux. Les minutes de mai indiquent toutefois des avis partagés sur la question au sein du FOMC.

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 26/05/2023)

<sup>1</sup> US credit squeeze triggers rise in corporate bankruptcies | Financial Times (ft.com), 26/05/2023

## Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis

	mai 22	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23
ISM manufacturier	1.3	0.6	0.6	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.8	-0.6
ISM services	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.1	1.3	-0.2	1.2	1.2	0.3	0.5
ISM services emploi	0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.4	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.8	0.3	0.2
ISM manufacturier emploi	0.0	-0.3	0.0	0.7	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.5	0.0
Confiance des ménages (Université du Michigan)	-2.1	-2.7	-2.5	-2.0	-1.9	-1.8	-2.0	-1.8	-1.4	-1.2	-1.6	-1.5
Confiance des ménages (Conf. Board)	0.5	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Production industrielle	0.6	0.5	0.5	0.5	0.8	0.5	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.1
Permis de construire	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.2
Ventes au détail en valeur	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7	0.3	0.2	0.5	0.1	-0.4	-0.5
Immatriculations de véhicules neufs	-1.9	-1.6	-1.4	-0.4	0.1	1.1	0.6	0.0	0.4	0.1	0.6	
Consommation des ménages en volume	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.0	-0.1	
Pouvoir d'achat des ménages	-2.0	-1.9	-1.9	-1.8	-1.3	-1.2	-1.0	-0.8	0.2	0.3	0.5	
Déflateur de la consommation	3.4	3.7	3.1	3.0	2.9	2.8	2.4	2.1	2.2	2.0	1.3	
Déflateur de la consommation sous-jacente	3.8	3.9	3.4	3.5	3.7	3.5	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	
IPC	3.7	3.8	3.4	3.2	3.2	2.9	2.5	2.1	2.0	1.8	1.3	1.3
IPC sous-jacent	4.4	4.1	4.0	4.2	4.4	3.9	3.5	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8
Emplois non agricoles	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
Taux de chômage	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écarts-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	GDPNow	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.8	0.6	0.3	1.2	0.7	0.2	-0.4	2.1	1.4	-0.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## La tempête s'est dissipée

L'économie britannique a crû de 0,1% t/t au T1 2023, soit au même rythme qu'au T4 2022. La croissance a connu des hauts et des bas au cours du premier trimestre. Le PIB réel a d'abord rebondi en janvier (+0,5% m/m) après un mois de décembre difficile (-0,5% m/m), porté par le secteur des services (+0,8% m/m). L'économie a ensuite stagné en février, la progression de l'activité dans le secteur de la construction (+2,6% m/m) s'étant accompagnée d'un recul dans les services (-0,2% m/m). Enfin, le PIB a fléchi en mars (-0,2% m/m), tiré une nouvelle fois vers le bas par les services (-0,5% m/m). Par rapport au début de la guerre en Ukraine au T1 2022, le PIB du Royaume-Uni a quasiment stagné, avec une hausse de seulement 0,2%.

L'indice de confiance des consommateurs a toutefois poursuivi son redressement en mai (-27 contre -45 en janvier), retrouvant les niveaux antérieurs à la guerre en Ukraine. Néanmoins, cette amélioration doit encore se traduire dans une consommation plus dynamique : les dépenses des ménages ont, en effet, stagné au T1, après une hausse de 0,2% t/t au T4 2022.

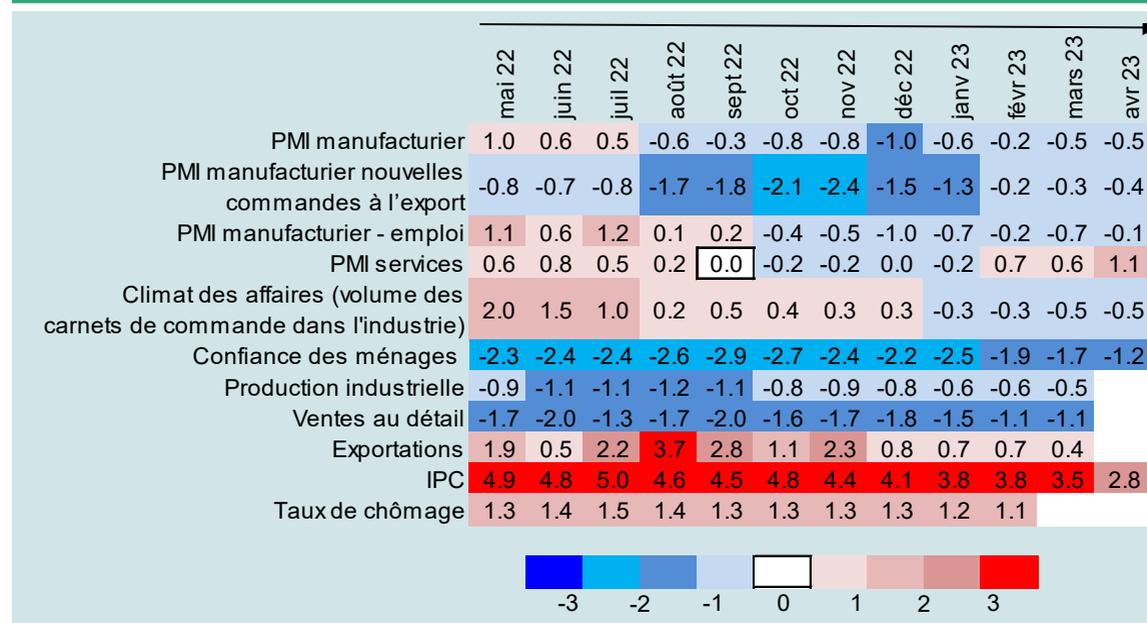
La désinflation s'est poursuivie en avril (8,7% a/a), les effets de base sur les prix de l'énergie disparaissant de l'équation. La surprise est venue de l'inflation sous-jacente qui a nettement augmenté (+6,8% a/a en avril contre +6,2% a/a en mars). La Banque d'Angleterre a décidé d'une nouvelle hausse de 25 points de base de son taux directeur en mai. Si cette augmentation était attendue, la tonalité du rapport de la réunion sur les prévisions d'inflation, qui serait plus persistante, et celles de croissance, plus forte en 2023, ainsi que les données d'inflation devraient l'inciter à une nouvelle hausse de taux en juin, puis en août.

Le marché du travail semble, de son côté, s'essouffler. Selon la 1<sup>ère</sup> estimation de l'ONS, 136 000 emplois ont été détruits en avril, la première baisse depuis février 2021. Par ailleurs, la croissance des salaires du secteur privé sur les 3 mois précédant mars s'est stabilisée à un niveau élevé (+7,0% a/a), laissant espérer un début de ralentissement de la boucle prix-salaires.

L'économie britannique a donc résisté au T1 et devrait échapper à la récession en 2023. Nous prévoyons toutefois une croissance faible de 0,4% cette année. Le resserrement monétaire continuera d'affaiblir les intentions d'investissement et l'inflation de rogner le pouvoir d'achat des ménages.

Guillaume Derrien et Louis Morillon (stagiaire). Achevé de rédiger le 25/05/2023.

## Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni



Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	4.1	0.4	0.7

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Le rebond de la croissance alimente l'inflation

La croissance japonaise a retrouvé des couleurs au T1 2023, affichant une progression de +0,4% t/t. Néanmoins, ce rebond est à relativiser car il fait suite à deux trimestres décevants (-0,2% t/t au T3 2022 et 0,0% t/t au T4). Le PIB japonais reste ainsi au même niveau qu'au T2 2022. La production manufacturière a reculé de 1,8% sur le premier trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent, tandis que l'indice d'activité dans le tertiaire a progressé de 1% sur cette même période. Cet écart entre industrie et services devrait perdurer à la lecture des indices PMI : en mai, l'indicateur manufacturier repasse tout juste au-dessus de la barre d'expansion, à 50,8 contre 49,5 en avril, tandis que celui pour les services atteint son meilleur niveau historique à 56,3, contre 55,4 le mois précédent.

La consommation des ménages a augmenté de 0,6% t/t au T1 2023, portée par les dépenses en services (contribuant pour 0,5 point au PIB) et en biens durables (contribution de 0,5 point). Les revenus réels des ménages, en revanche, ont poursuivi leur déclin (-1,3% t/t) sous l'effet de la hausse de l'inflation.

La mesure d'inflation principale de la Banque du Japon (BoJ) – IPC hors produits alimentaires frais – est repartie à la hausse en avril (+3,4% en glissement annuel). La mesure sous-jacente plus restreinte – IPC hors produits alimentaires frais et énergie – a atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis les années 1980 (+4,1% en glissement annuel en avril). En outre, l'inflation continue de se propager à l'ensemble des biens et services : près de 50% d'entre eux enregistraient une hausse des prix supérieure à 2% en g.a. en avril. Par ailleurs, la hausse des anticipations d'inflation se poursuit au 1<sup>er</sup> trimestre : selon l'enquête Tankan, près de 30% des entreprises nippones anticipent désormais une inflation supérieure à 2% à l'horizon de cinq ans, contre 25% il y a un an et 15% il y a trois ans. Ces chiffres, tout comme l'évolution des mesures alternatives d'inflation suivies par la BoJ, soulignent le risque d'une hausse des prix plus persistante que prévu.

Malgré ces obstacles, la croissance du Japon devrait s'établir au-dessus de la plupart des économies du G7 cette année. Nous l'estimons actuellement à 1,1% en 2023. Nous prévoyons en effet que la hausse de l'activité se renforce au 2<sup>e</sup> trimestre (+0,5% t/t) avant que les effets de l'inflation et du ralentissement économique global ne se matérialisent plus concrètement au cours du second semestre (+0,3% t/t au T3 et +0,1% t/t au T4).

Guillaume Derrien et Louis Morillon (stagiaire). Achevé de rédiger le 22/05/2023.

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon

	mai 22	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23
PMI manufacturier	0.8	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1
PMI services	0.5	0.8	0.1	-0.1	0.4	0.6	0.1	0.2	0.5	0.8	1.0	1.1
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.7	-0.4	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.9	-0.7	-0.6	-1.3	-0.7	-0.5
PMI manufacturière - emploi	0.7	0.7	0.4	0.1	0.9	0.5	0.5	0.1	0.4	0.3	0.1	0.2
Confiance des ménages	-1.4	-1.7	-1.9	-1.5	-1.8	-1.8	-1.9	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9
Production industrielle	-0.5	-0.3	-0.1	0.5	1.1	0.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	
Commandes privées de machines hors éléments volatils	0.9	0.9	1.3	0.8	0.5	0.9	0.2	0.2	1.1	0.6	0.3	
Ventes au détail	1.0	0.3	0.6	1.2	1.4	1.3	0.6	1.1	1.5	2.2	2.1	
Exportations	1.0	1.0	0.9	1.2	1.5	1.4	1.0	0.4	-0.1	0.0	-0.1	
IPC	2.2	2.1	2.3	2.6	2.6	3.2	3.2	3.3	3.4	2.5	2.4	2.6
IPC sous-jacent	0.9	1.0	1.3	1.8	2.0	2.7	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.8
Taux de chômage	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.2	1.0	
Emploi	0.0	0.0	-0.5	-0.2	0.4	0.6	0.2	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	
Salaire	1.6	1.5	1.4	1.7	1.9	1.6	1.9	1.6	1.0	0.9	0.7	

Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé		Acquis		Prévision		Prévisions annuelles			
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.2	-0.3	-0.0	0.4	0.5	0.5	0.3	1.0	1.1	0.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



# LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

William De Vijlder  
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bow, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoiné  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoiné@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com

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 desquelles 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 SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA 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.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change