

# ECO PULSE

Juin 2023

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DES PAYS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

Au mois de juin, les principales économies de l'OCDE ont connu des évolutions divergentes qui posent la question du point de bascule entre une situation où la croissance se poursuit - avec des tensions inflationnistes qui nécessitent de poursuivre le resserrement monétaire - et une autre où elle ralentit davantage et où le reflux de l'inflation permet d'envisager la fin de la hausse des taux.

Le climat des affaires et les récents chiffres de l'inflation suggèrent que ce point de bascule est proche aux États-Unis où la Réserve fédérale a passé son tour pour la première fois. La zone euro s'en approcherait avec un reflux de l'inflation comparable, mais la BCE fait aussi face à une situation économique que complique la divergence entre les pays, dont l'Allemagne (déjà en récession technique en début d'année) et l'Italie avec une croissance qui reste plus élevée.

Partout, l'incertitude sur ce point de bascule est renforcée par la bonne tenue du marché du travail, qui pourrait freiner encore la baisse de l'inflation sous-jacente. Deux économies se distinguent dans ce panorama : le Royaume-Uni et le Japon. Le point de bascule ne paraît pas proche outre-Manche, au regard de l'inflation persistante et de la crainte renforcée d'une boucle prix-salaires qui devraient conduire à davantage de hausses de taux. A contrario, le Japon n'a adopté aucun resserrement monétaire, ce qui soutient la croissance mais également l'inflation sous-jacente à un niveau inédit depuis plus de 40 ans.

**ZONE EURO : APRÈS LA RÉCESSION TECHNIQUE, UN REBOND TECHNIQUE ?**

**ALLEMAGNE : NOUVELLE BAISSÉ DE LA DEMANDE**

**FRANCE : CHOC APRÈS CHOC, LA DEMANDE S'ÉTIOLÉ**

**ITALIE : LA HAUSSE DES SALAIRES DEVRAIT S'ACCÉLÉRER**

**ESPAGNE : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES RESTE SOUS PRESSIION**

**ÉTATS-UNIS : UN DERNIER TRIMESTRE DE CROISSANCE AVANT LA RÉCESSION ?**

**ROYAUME-UNI : DES SIGNES DE RALENTISSEMENT TROP TIMORES**

**JAPON : L'INFLATION MONTE, LA CROISSANCE RÉSISTE**



## Après la récession technique, un rebond technique ?

Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance de la zone euro au T1 2023 est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au T4 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. La succession de deux trimestres de baisse du PIB caractérise une récession « technique », ce dont il s'agit à ce stade : la contraction du PIB est de faible ampleur et n'est pas généralisée à l'ensemble des composantes de la croissance ni aux États-membres. La consommation des ménages a certes reculé pour le deuxième trimestre d'affilée (-0,3% au T1 après -1% t/t au T4) mais c'est la forte baisse de la consommation publique (en Allemagne), en plus de la contribution très négative des variations de stocks, qui a fait basculer dans le rouge le chiffre du T1. Ces deux évolutions étant probablement ponctuelles, on peut s'attendre à un rebond technique au T2. Nous prévoyons +0,2% t/t. Notre modèle *nowcast* est toutefois moins positif (croissance nulle estimée) et pointe un risque baissier sur cette prévision.

Hormis la confiance des consommateurs qui s'est, à nouveau, légèrement redressée en mai, les enquêtes sur le climat des affaires ont toutes évolué négativement. Du côté de l'indice du sentiment économique de la Commission européenne (ESI), la baisse a été la plus prononcée dans le commerce de détail, puis dans les services, l'industrie et, dans une moindre mesure, la construction. Dans l'industrie, pour l'ESI comme pour le PMI composite, il s'agit de la quatrième baisse d'affilée. À 44,8, le PMI composite manufacturier se situe très nettement en zone de contraction de l'activité et à un plus bas depuis la mi-2012 (hors période Covid-19). Le PMI services est nettement plus haut, à 55,1, mais il s'est légèrement détérioré en mai, pour la première fois depuis novembre 2022.

La situation sur le marché du travail reste positive : poursuite de la baisse du taux de chômage (-0,1 point à 6,5% en avril), créations d'emplois dynamiques (+0,6% t/t au T1 2023), composante « emplois » du PMI confortablement en zone d'expansion (53,8), inquiétudes modérées des ménages concernant l'évolution future du chômage.

Les nouvelles sur le front de l'inflation ont été positives en mai : le *headline* a baissé de 0,9 point (à 6,1% a/a) et l'inflation sous-jacente de 0,3 point (à 5,3%). Le reflux de cette dernière semble amorcé à son tour mais, comme le souligne Isabel Schnabel, il ne suffit pas que l'inflation sous-jacente ait passé son pic pour clamer victoire. Dans ce contexte, la BCE a opté pour une nouvelle hausse de 25 pb de ses taux directeurs en juin (portant le taux de dépôt à 3,50%). Elle ne devrait pas s'arrêter là : un nouveau relèvement de 25 pb en juillet est hautement probable et, même si l'incertitude augmente, nous anticipons une ultime hausse de même ampleur en septembre.

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 21/06/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro

	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23
Indicateur de sentiment économique (ESI)	0.4	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3
ESI - industrie	1.1	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.1	-0.2
ESI - services	0.7	0.3	0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.4	0.2
ESI- commerce de détail	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.7	0.8	0.6	0.7	0.1
ESI- construction	1.2	1.2	1.3	1.0	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
Confiance des consommateurs	-2.5	-3.0	-2.5	-3.2	-2.9	-2.2	-1.8	-1.6	-1.3	-1.3	-1.0	-0.9
PMI manufacturier	0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0
PMI services	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.0
PMI manufacturier nouvelles commandes	-0.7	-1.0	-1.0	-1.3	-1.7	-1.4	-1.2	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8	-1.4
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.7	-1.1	-1.0	-1.3	-1.8	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2
PMI composite emploi	1.2	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.9	1.3	1.1
Production industrielle	0.7	-0.2	0.8	0.8	0.6	0.6	-0.4	0.1	0.3	-0.4	0.1	
Ventes au détail	-1.0	-0.4	-0.6	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-0.8	-0.9	-1.2	-1.0	
Immatriculations de véhicules neufs	-0.7	-0.4	0.3	0.5	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5	1.4	0.8	0.9
IPCH	5.1	5.0	4.9	5.1	5.2	4.6	4.0	3.6	3.4	2.5	2.5	2.1
IPCH sous-jacent	4.3	4.7	4.9	5.3	5.3	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8	4.5	4.1
Taux de chômage	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	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
0.8	0.4	-0.1	-0.1	0.2	-0.0	0.2	-0.1	3.5	0.4	0.6

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

## Nouvelle baisse de la demande

Les indicateurs du climat des affaires en Allemagne se sont dégradés ces derniers mois, que ce soit l'enquête IFO (91,7 en mai, 5 points en deçà de sa moyenne de long terme, contre 93,4 en avril) ou l'indice ZEW. Ce dernier se redresse légèrement en juin (-8,5 contre -10,7 en mai) mais reste très négatif et continue de faiblir dans la plupart des secteurs industriels, sous le poids d'une baisse de la demande (l'indice sur la situation courante se dégrade en parallèle de 34,8 à 56,5 entre mai et juin). Les nouvelles commandes adressées à l'industrie ont atteint en avril (94,8) un plus bas depuis mai 2013 (hors période de Covid-19).

La confiance des ménages a poursuivi son redressement en juin selon l'indice GFK (-24,2 contre -42,8 à son plus bas en octobre 2022), probablement portée, du moins en partie, par le reflux de l'inflation. Toutefois, cela n'a pas encore eu d'impact sur leurs intentions d'achat : l'indicateur correspondant est même retombé à -16 en mai contre -13 en avril. L'opportunité de faire des achats importants dans l'immédiat (6,3% des ménages en mai) demeure proche de son plus bas niveau historique, sous le poids de la remontée des taux d'intérêt.

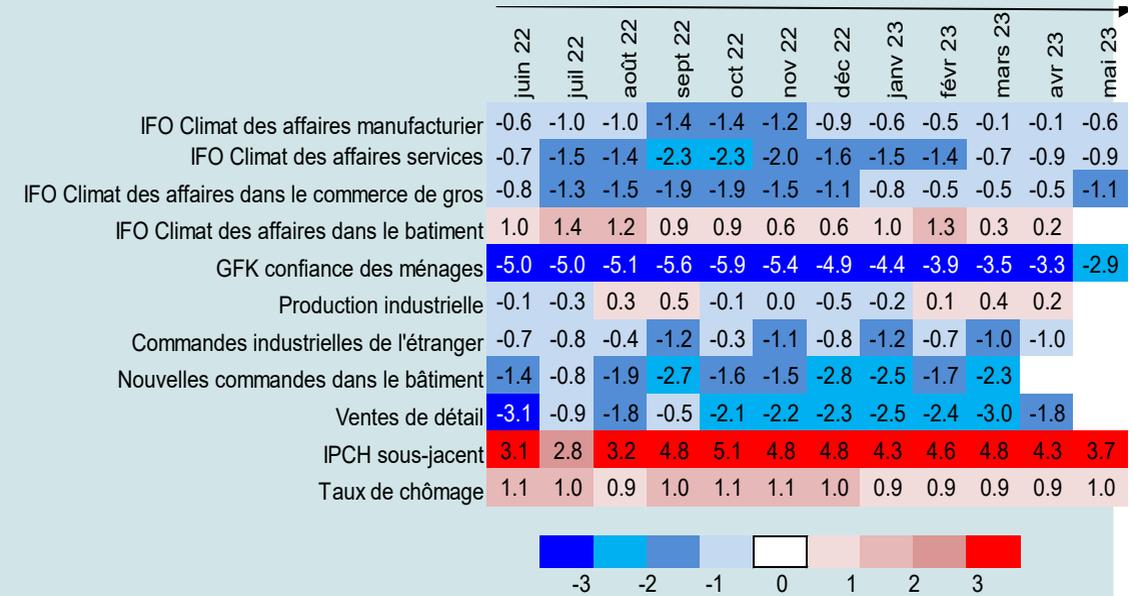
La désinflation est désormais notable (6,3% a/a en mai contre 11,6% a/a en octobre 2022), notamment dans l'alimentation (14,5% a/a en mai contre 21,2% a/a en mars) ou même les biens durables (5,6% a/a en mai, contre 6,8% en mars et même 8,1% a/a en novembre 2022). Elle persiste davantage dans les services (4,5% a/a en mai contre 4,8% a/a en mars).

Le marché du travail a été dynamique au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, avec près de 155 000 créations d'emplois. Toutefois, le climat de l'emploi de l'enquête IFO (98,3 en avril, contre 100,2 en mars) comme les créations d'emplois se sont détériorés en avril. L'emploi a, en effet, à peine progressé en avril (+0,04% m/m, sa plus faible croissance depuis juillet 2022).

Alors que l'économie allemande a enregistré une récession technique (-0,5% t/t au T4 2022 et -0,3% t/t au T1 2023), nous anticipons une faible croissance au 2<sup>e</sup> trimestre (0,2% t/t) en raison de la consommation de services (tourisme notamment). Toutefois, celle-ci retomberait au 2<sup>nd</sup> semestre sous le poids de la détérioration des indicateurs de conjoncture.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 22/06/2023)

## 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'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	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



## Choc après choc, la demande s'étirole

Les indicateurs de conjoncture français soulignent un essoufflement de la croissance. Ainsi, le climat des affaires de l'Insee dans l'industrie manufacturière s'est réduit. Il est à 101 en mai contre 104 en moyenne au T1 et était même passé en mai (99) en deçà de sa moyenne de long terme (100) rejoignant ainsi le commerce de gros (94) et le commerce de détail hors automobile (94). En particulier, le solde d'opinion sur les carnets de commande dans l'industrie est inférieur en juin, à -17 à ce qu'il était en décembre (-15) ou en mars (-13). L'indice concernant les services a diminué à 102 en mai comme en juin, ce qui constitue un plus bas depuis janvier 2017 (hors période de Covid).

La demande des ménages ne devrait pas se redresser à court terme, leur confiance étant toujours très basse en mai, à 83 (son niveau moyen observé entre octobre 2022 et cette date). Surtout, la proportion de ménages qui considèrent opportun de faire des achats importants dans l'immédiat a atteint un plus bas historique en avril, à 6,5%, sous le poids de la hausse des taux d'intérêt. Le recul de l'investissement des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre illustre cet impact négatif (-2,3% t/t).

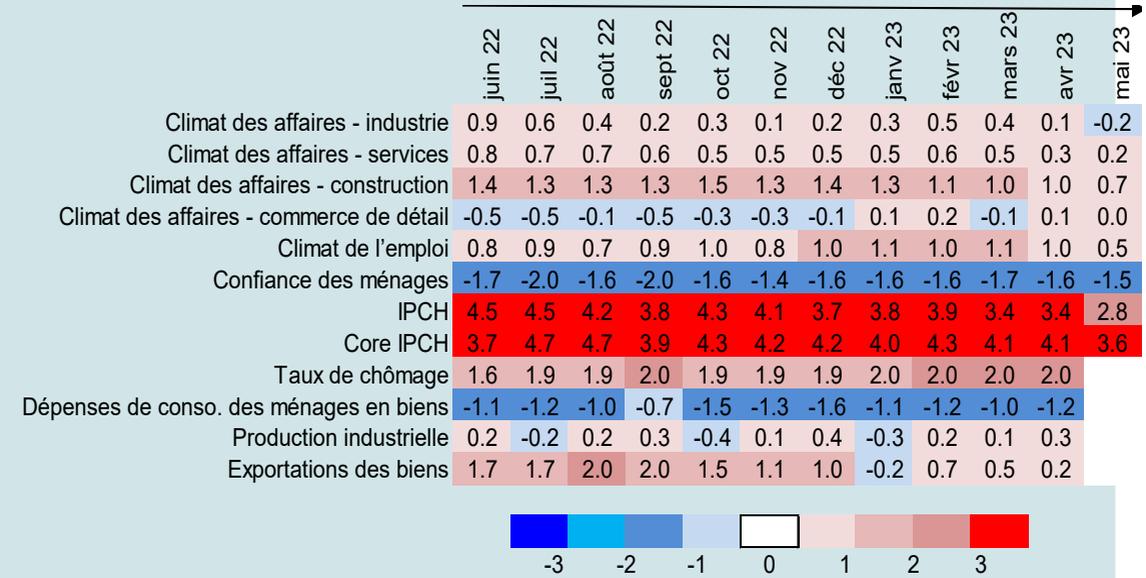
La désinflation a débuté (6% a/a en mai selon l'indice harmonisé, contre 7,3% a/a en février), à la faveur d'une forte réduction de l'inflation énergétique (2% a/a en mai, contre 28% a/a en mai 2022) et d'une baisse de près de 2 points en deux mois de l'inflation alimentaire (14,9% a/a en mai). L'inflation sous-jacente (4,3% a/a en mai) a, elle aussi, modérément reflué (4,7% a/a en avril), principalement du fait des biens manufacturés. Cette désinflation devrait s'accélérer à mesure que la baisse du coût de l'énergie se diffusera dans l'économie, ce qui devrait toutefois prendre un peu de temps (à mesure que les entreprises pourront renégocier leur contrat).

Le dynamisme du marché du travail ne s'est pas démenti au 1<sup>er</sup> trimestre (92 000 créations nettes), essentiellement dans les services marchands hors intérim. Toutefois, un début de dégradation apparaît dans certains secteurs : 1 500 destructions d'emploi dans la construction (une première depuis le T4 2016) et 18 000 emplois en moins dans l'intérim. En parallèle, le climat de l'emploi de l'Insee a diminué de 110 en mars à 105 en juin.

Notre prévision d'une croissance de +0,2% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre (après un chiffre similaire au 1<sup>er</sup> trimestre) repose sur la consommation de services des ménages (tourisme notamment). Toutefois, notre *nowcast* (0%/t) souligne le risque d'une surprise à la baisse. En cause : la diminution de la demande adressée à l'industrie ainsi qu'au secteur du bâtiment et aux services qui en dépendent.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 22/06/2023)

## 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	0.2	-0.0	0.2	0.4	0.0	0.2	0.0	2.5	0.5	0.6

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## La hausse des salaires devrait s'accélérer

L'économie italienne a surpris favorablement au premier trimestre 2023, le PIB réel enregistrant une croissance de 0,6% t/t. Nous anticipons toutefois que cette bonne performance soit suivie d'un ralentissement au deuxième trimestre, puis d'une contraction ponctuelle au troisième trimestre. Les ventes au détail en volume reculent progressivement depuis le début de l'année. De plus, l'inflation élevée continuera d'affecter le pouvoir d'achat des ménages.

Le rythme d'inflation en Italie (+8,0% a/a en mesure harmonisée en mai) reste parmi les plus élevés au sein de la zone euro en raison notamment d'une hausse toujours soutenue des prix de l'énergie (+11,5%). Le recul de l'inflation headline devrait néanmoins s'amplifier au cours de l'été. En effet, les prix énergétiques reculent fortement en variation mensuelle depuis le début de l'année et cette baisse entraînera progressivement dans son sillage l'inflation en glissement annuel.

Le recul de l'activité industrielle s'est amplifié en avril, entraîné par celui de la production de biens intermédiaires (-13,8% sur un an) qui se situe désormais à son plus bas niveau depuis l'été 2020. Les signaux envoyés par les enquêtes réalisées auprès des entreprises confirme la détérioration en cours dans le secteur : le PMI manufacturier a baissé, passant de 48,7 en avril à 46,4 en mai, soit un niveau similaire à celui observé au cours de l'année 2020.

Le marché du travail reste néanmoins bien orienté. Cela alimente, avec l'inflation des prix à la consommation, la croissance des salaires. Cette dernière reste toutefois modérée, Istat reportant une progression du salaire horaire de base de 2,6% en glissement annuel en avril. Mais la hausse des salaires a toutes les chances de s'accroître au fil des mois si le taux de chômage continue de baisser et que les pénuries de main d'œuvre s'accroissent. La dernière enquête trimestrielle de la Commission européenne, qui vise à évaluer les principaux freins à la production, renforce ce constat : l'indice relatif aux tensions sur le travail était au plus haut depuis le premier trimestre 1990. En effet, le taux de chômage de l'ensemble de la population active est retombé à 7,8% au mois d'avril, tandis que celui des jeunes (15-24 ans) se rapproche du seuil symbolique des 20% (20,3% en avril), ce qui serait comparable aux niveaux observés avant la crise de 2008. L'emploi progresse, par ailleurs, pour le cinquième mois consécutif ; il a dépassé de près de 1% le précédent pic atteint à l'été 2019.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/06/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie

	juin 22	juil 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23
Climat des affaires - industrie	1.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.7	0.3
Climat des affaires - construction	2.1	2.3	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0	1.9	1.7	1.8	2.0	1.9
Climat des affaires - service	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
PMI nouvelles commandes à l'exportation	-0.4	-1.3	-0.9	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.1	-0.2	0.1	-0.5	-0.4
PMI composite - emploi	0.7	0.7	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	1.0	1.4	1.2
Confiance des ménages	-1.5	-2.1	-1.5	-1.8	-1.8	-0.4	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.1	-0.1
Production industrielle	0.0	-0.1	0.3	0.0	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.7	
Ventes de détail	0.2	0.8	0.9	0.8	0.2	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	0.6	
Exportations	1.2	0.9	1.3	1.1	1.0	1.0	0.6	0.7	0.5	0.0	-0.3	
IPCH	4.7	4.4	4.7	4.6	6.0	5.6	5.1	4.1	3.6	2.8	2.9	2.6
IPCH sous-jacent	2.8	2.7	3.5	3.8	3.9	3.8	3.9	4.2	4.3	3.9	3.8	3.5
Emploi	1.5	1.0	1.0	0.9	1.2	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8	0.9	
Taux de chômage	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	
Salaire	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.4	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'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	Prévision		Prévisions annuelles		
T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	T4 2022	T2 2023	T3 2023	2022 (observé)	2023	2024
1.0	0.4	-0.1	0.6	0.9	0.2	-0.1	3.8	1.1	0.7

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## L'épargne des ménages reste sous pression

Malgré le soutien de l'activité touristique, qui se situe depuis le début de l'année à des niveaux proches de ceux de 2019<sup>1</sup>, les effets sur l'économie espagnole de la remontée des taux d'intérêt et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages devraient se durcir au fil de l'année. La poursuite des créations d'emplois permet, pour le moment, d'amortir le choc : selon l'agence pour l'emploi espagnole (SEPE), 47 883 travailleurs actifs supplémentaires ont été affiliés à la sécurité sociale en mai, soit +0,2% sur le mois, ce qui porte la hausse à 2,3% depuis le début de l'année. Cependant, la marge de progression paraît de plus en plus limitée. La croissance ralentirait ainsi au T2 (+0,3% t/t d'après nos prévisions après +0,5% t/t au T1) avant de marquer le pas au second semestre.

En termes harmonisés, l'inflation des prix à la consommation est retombée sous la barre des 3% a/a en mai, l'un des niveaux les moins élevés en zone euro derrière le Luxembourg (2,0%) et la Belgique (2,7%). L'inflation sous-jacente progresse néanmoins plus rapidement, à 3,8%, alimentée par une croissance modérée des salaires. Ces derniers ont progressé de 3,3% en glissement annuel en mai sur la base des négociations collectives ; cette augmentation est légèrement supérieure à celle observée fin 2022 (2,8% a/a).

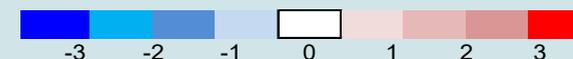
Le reflux de l'inflation n'entraîne pas (encore) de rebond important de la confiance des ménages qui, selon l'enquête de la Commission européenne, oscillait toujours, en mai 2023, à des niveaux bien inférieurs à ceux observés avant le déclenchement de la guerre en Ukraine en février 2022, et en deçà à la moyenne de long terme. Surtout, l'enquête indique une détérioration, sans précédent depuis 2008, de la capacité d'épargne des ménages. Jusqu'ici, cela n'a pas eu d'incidence sur les ventes au détail (hors carburant) qui ont nettement progressé en avril (+4,1% m/m), dépassant pour la première fois leur niveau prépandémique.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 20/06/2023)

<sup>1</sup> Entre janvier et avril 2023, 20 961 touristes étrangers sont entrés sur le territoire espagnol, contre 21 372 à la même période en 2019, soit un écart de 2%.

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne

	juin 22	jul 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23
Climat des affaires - industrie	1.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.7	0.3
Climat des affaires - construction	0.8	0.8	1.1	0.9	1.3	1.2	1.3	0.4	1.1	0.9	1.1	1.2
Climat des affaires - service	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
PMI nouvelles commandes à l'export	-0.3	-1.2	-0.9	-1.6	-1.9	-1.7	-1.4	-0.7	-0.1	-0.2	-0.6	-0.9
PMI composite - emploi	0.7	0.5	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.4	0.7	1.2	0.9
Confiance des ménages	-1.3	-1.8	-1.5	-1.6	-1.5	-1.2	-0.9	-0.6	-0.6	-0.8	-0.4	-0.5
Production industrielle	1.0	0.8	0.8	0.6	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	-0.1	
Ventes au détail	1.7	1.6	1.9	1.5	1.3	0.7	1.6	2.1	1.7	2.1	1.8	
Exportations	1.7	1.2	2.1	1.3	0.7	1.4	0.8	0.8	0.3	0.9	-1.0	
IPCH	4.0	4.2	4.0	3.2	2.4	2.1	1.5	1.7	1.7	0.4	0.7	0.3
IPCH sous-jacent	2.5	3.1	3.2	3.1	2.7	2.3	2.4	3.2	3.1	2.6	2.1	1.9
Emploi	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5
Salaire	1.3	1.5	1.7	1.8	1.6	1.8	2.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7
Taux de chômage	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	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
2.5	0.4	0.4	0.5	1.6	0.3	0.0	5.5	1.8	0.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## Un dernier trimestre de croissance avant la récession ?

D'après l'estimation *GDPNow* de la Réserve fédérale d'Atlanta, la croissance américaine s'élèverait à +0,5% t/t au T2 2023, un chiffre légèrement supérieur à notre prévision (+0,4% t/t) et légèrement meilleur que celui du T1 (+0,3% t/t). La croissance au T1 ayant été largement tirée vers le bas par la contribution négative des variations de stocks (-0,5 pp), l'évolution devrait être plus favorable au T2. Si une nouvelle baisse de l'investissement résidentiel ne fait guère de doute (ce serait la 9<sup>e</sup> d'affilée), la résistance de la consommation des ménages et de l'investissement productif sera scrutée de près. Il sera notamment intéressant de voir si l'investissement en structures enregistre un nouveau trimestre de forte croissance, comme au T4 2022 (+4% t/t) et au T1 2023 (+3% t/t), un regain de dynamisme attribué à l'*Inflation Reduction Act*.

Ce dynamisme pourrait-il suffire à empêcher une entrée en récession à compter du 3<sup>e</sup> trimestre 2023 sous l'effet du resserrement monétaire ? La question se pose mais ce n'est pas notre scénario central. Il est vrai que, pour le moment, la conjoncture continue de défier le signal récessif de l'indicateur composite avancé du *Conference Board*, aussi important soit-il (baisse de près de 9% en glissement annualisé sur 6 mois, indice de diffusion de seulement 20). Mais la détérioration toujours progressive du marché du travail continue de relativiser fortement ce signal récessif.

Du côté du climat des affaires, l'enquête ISM dans le secteur manufacturier s'est peu détériorée en mai (-0,2 point, à 46,9) mais l'indice est bas et sous le seuil des 50 depuis novembre 2022. Dans les services, l'enquête a perdu près de 2 points et atteint, à 50,3, son plus bas niveau depuis les premiers mois du Covid<sup>1</sup>. En mai, les deux enquêtes de confiance des consommateurs (Université du Michigan et *Conference Board*) se sont repliées assez nettement avant, pour celle de l'Université du Michigan, de rebondir en juin et ainsi effacer sa baisse.

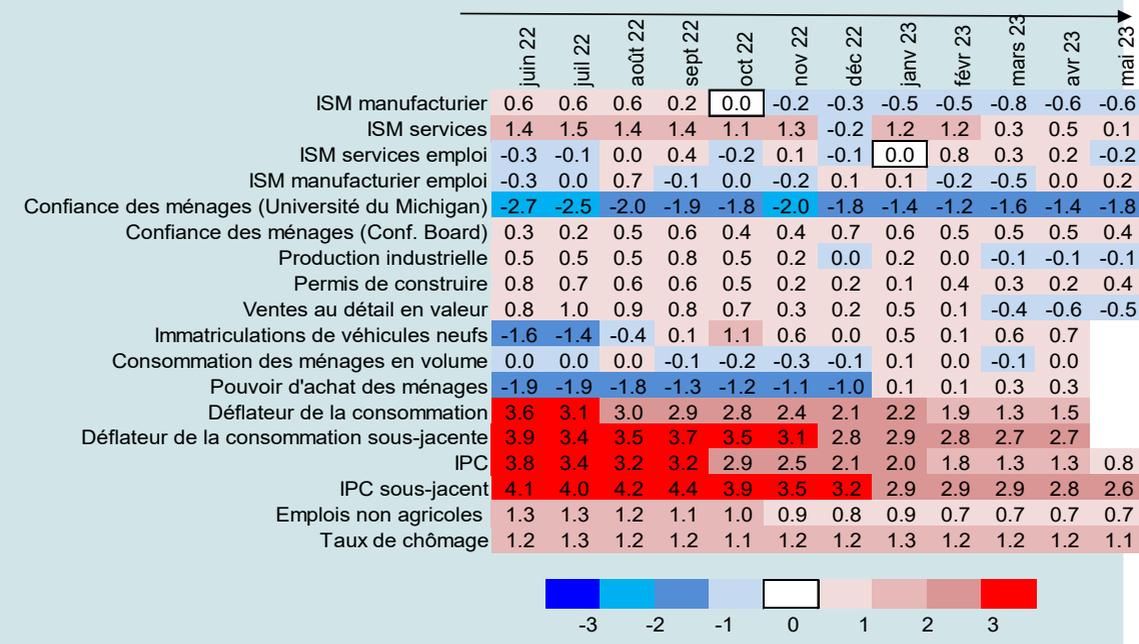
Les chiffres d'inflation de mai ont été encourageants, avec un reflux net de l'inflation headline (-0,9 point, à 4% a/a) et non négligeable pour l'inflation sous-jacente (-0,2 point, à 5,3% a/a). L'inflation totale revient ainsi à un plus bas depuis avril 2021 et le début de sa grande envolée. Dans ce contexte, la Réserve fédérale s'est autorisée un *statu quo* sur les taux lors de la réunion du FOMC des 13-14 juin, interrompant une suite de 10 hausses consécutives, démarrée en mars 2022 et cumulant 500 pb. Ce *statu quo* ne marquerait toutefois pas la fin du cycle compte tenu du niveau encore élevé de l'inflation et de la résistance, à ce stade, de la conjoncture : nous prévoyons une ultime hausse de 25 pb en juillet, portant la fourchette des *Fed funds* à 5,25-5,50%.

Hélène Baudchon (achevé de rédiger le 21/06/2023)

<sup>1</sup>Hormis la brève incursion sous la barre des 50 en décembre 2022, à 49,2.



## Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis



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	0.5	0.4	-0.1	2.1	1.3	-0.1	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## La Banque d'Angleterre montre les muscles

L'activité économique britannique a rebondi de 0,2% m/m en avril. Ce redressement succède à une contraction de 0,3% m/m en mars. Il est à relativiser puisque le PIB mensuel reste inférieur de 0,1% au niveau atteint en janvier et février. Le secteur des services a renoué avec la croissance (+0,3% m/m) après deux mois de contraction. Au sein de ce secteur, ce sont les services aux consommateurs qui ont le plus progressé (+1% m/m), soulignant une certaine résilience de la consommation des ménages face aux chocs d'inflation et de taux d'intérêt. La production industrielle a, en revanche, diminué une troisième fois en quatre mois depuis le début de l'année 2023 (-0,3% m/m en avril).

Les effets du resserrement monétaire commencent à se faire sentir dans la dynamique du crédit aux ménages. Selon la *Financial Conduct Authority*, les nouveaux crédits hypothécaires étaient en baisse de 28% t/t au T1 et atteignent un niveau inédit depuis le T2 2018 (T2 2020 excepté).

L'inflation a stagné en mai (8,7% a/a), renforçant les craintes concernant sa persistance. Elle reste en effet au-dessus de la prévision de la Banque d'Angleterre (BoE) de 8,3% a/a. L'inflation sous-jacente a poursuivi sa hausse (7,1% a/a), de même que celle des services (7,4% a/a), scrutée de près par la BoE. Face à la persistance de l'inflation, la BoE a procédé à une hausse de 25/50 pb de son taux directeur lors de sa réunion de juin, et devrait y ajouter 25 pb à chacune de ses trois prochaines réunions.

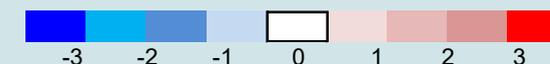
Le marché du travail présente des signes de détente qui sont cependant insuffisants, pour l'heure, pour ralentir la croissance des salaires, entretenant le risque d'une boucle prix-salaires. L'économie britannique a créé 7 000 emplois en avril, le chiffre le plus bas depuis la baisse de février 2021. La pénurie de main d'œuvre se résorbe désormais, comme l'atteste la chute du nombre d'emplois vacants depuis le pic d'avril 2022 (-19,3% a/a en avril). Le ratio des emplois vacants sur le nombre de chômeurs poursuit sa baisse en mars, avec 0,85 emploi vacant pour un chômeur (contre un plus haut à 1,07 en juillet). La croissance des salaires se poursuit, quant à elle, dans le secteur privé (7,6% a/a) et le public (+5,6% a/a) en avril.

Nous prévoyons une croissance modeste mais positive au T2 (+0,1% t/t). L'économie britannique échapperait à la récession malgré les chocs grâce notamment au soutien public. La croissance resterait néanmoins faiblement positive, la majeure partie des effets des hausses de taux passés restant à venir.

Stéphane Colliac avec la collaboration de Louis Morillon (stagiaire). Achievé de rédiger le 22/06/2023.

## Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni

	juin 22	jul 22	août 22	sept 22	oct 22	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23
PMI manufacturier	0.6	0.5	-0.6	-0.3	-0.8	-0.8	-1.0	-0.6	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.7	-0.8	-1.7	-1.8	-2.1	-2.4	-1.5	-1.3	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7
PMI manufacturier - emploi	0.6	1.2	0.1	0.2	-0.4	-0.5	-1.0	-0.7	-0.2	-0.7	-0.1	-0.2
PMI services	0.8	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-0.2	0.7	0.6	1.1	1.0
Climat des affaires (volume des carnets de commande dans l'industrie)	2.0	1.5	1.0	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.5
Confiance des ménages	-2.3	-2.4	-2.4	-2.6	-2.9	-2.7	-2.4	-2.2	-2.5	-1.9	-1.7	-1.2
Production industrielle	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	-0.8	-0.9	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	
Ventes au détail	-2.0	-1.3	-1.8	-2.0	-1.6	-1.8	-1.9	-1.5	-1.2	-1.2	-1.1	
Exportations	0.5	2.2	3.7	2.8	1.1	2.3	0.8	0.7	0.7	0.4	0.0	
IPC	4.8	5.0	4.6	4.5	4.8	4.4	4.1	3.8	3.8	3.5	2.8	2.8
Taux de chômage	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.2		



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	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



## L'inflation monte, la croissance résiste

La croissance du PIB réel a progressé au cours des deux derniers trimestres au Japon, mais évolue encore légèrement sous les niveaux de 2019. Un ralentissement de l'activité est toutefois attendu à partir du deuxième trimestre et jusqu'à la fin de l'année 2023.

Après une remontée plus lente, la hausse de l'inflation au Japon s'apparente désormais à celle observée au sein des autres économies développées. L'inflation totale, bien qu'en recul ces derniers mois, est repartie à la hausse en avril, passant de 3,3% en glissement annuel à 3,5%. La mesure sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires périssables) a franchi la barre des 4% (4,2%) pour la première fois depuis plus de 40 ans. La mesure sous-jacente pour Tokyo, qui est en avance d'un mois sur l'indice national, a progressé aussi à un rythme inédit en mai (4,0%). Le croisement des deux courbes (inflation totale désormais inférieure à l'inflation sous-jacente), constaté en février, devrait s'accroître au cours des prochains mois. Par ailleurs, la nouvelle phase de dépréciation du yen en œuvre depuis le début de l'année augmentera, à la marge, les pressions inflationnistes, notamment sur les biens durables.

Toutefois, à l'inverse des autres grandes économies développées, le Japon n'est pas confronté à un choc de taux d'intérêt, la Banque du Japon ayant jusqu'ici maintenu une politique monétaire ultra accommodante. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits atteignait 0,69% en avril selon la Banque du Japon, et les prêts bancaires progressent encore à un rythme soutenu (+3,8% en glissement annuel en mai<sup>1</sup>).

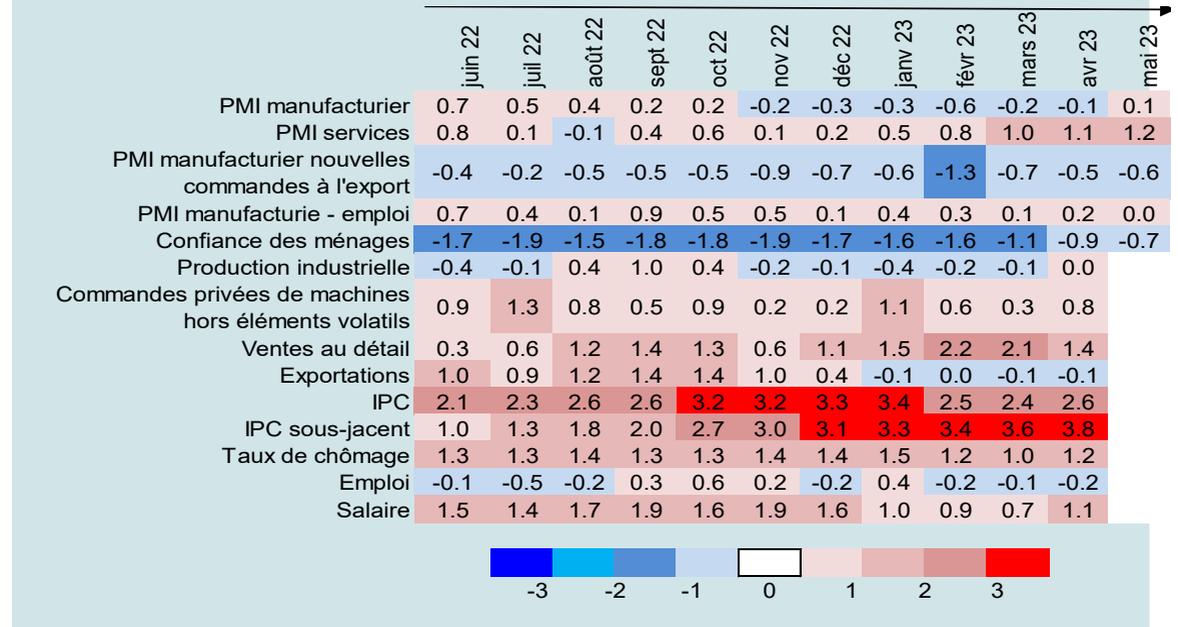
Les indicateurs cycliques restent ainsi bien orientés. L'indice PMI composite progresse de 1,4 point, à 54,3 en mai, son meilleur niveau depuis octobre 2013. Le dynamisme de l'activité dans les services se renforce : l'indice PMI augmente de 0,5 point à 55,9, un record depuis 2007 (début des statistiques actuelles). L'indice manufacturier est bien moins dynamique, mais il est repassé en zone d'expansion en mai à 50,6. La progression des ventes au détail – qui, sur une moyenne lissée sur trois mois, ont atteint en avril 2023 des niveaux inédits depuis 1997 – indique, par ailleurs, que la consommation en biens des ménages a entamé le second trimestre sur des bases solides.

La confiance des ménages remonte depuis le début de l'année, soutenue par un rétablissement de l'ensemble des sous-composantes de l'enquête (« moyens de subsistance généraux », « perspective d'emploi », « croissance des salaires », « intentions d'achat de biens durables »).

Guillaume Derrien avec la collaboration de Louis Morillon (stagiaire). Achevé de rédiger le 20/06/2023.

1 Hors prêts des banques *Shinkin* (banques coopératives régionales).

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon



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
1.4	-0.4	0.1	0.7	0.9	0.5	0.3	1.0	1.5	1

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