

Partout, la croissance augmente

## Baromètre trimestriel de la conjoncture :

Zone euro (conjонcture et crédit) - Allemagne - France - Italie - Espagne - Royaume-Uni - États-Unis - Japon - Chine

## Nowcast

Zone euro - France - États-Unis - Allemagne

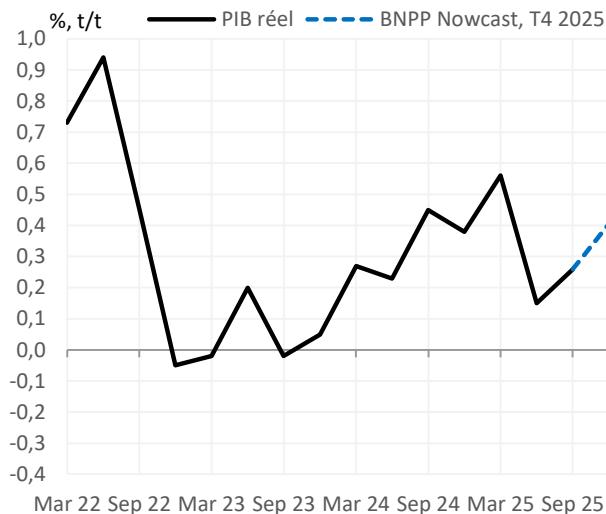


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# Croissance du PIB : Nowcasts et estimations pour le T4 2025

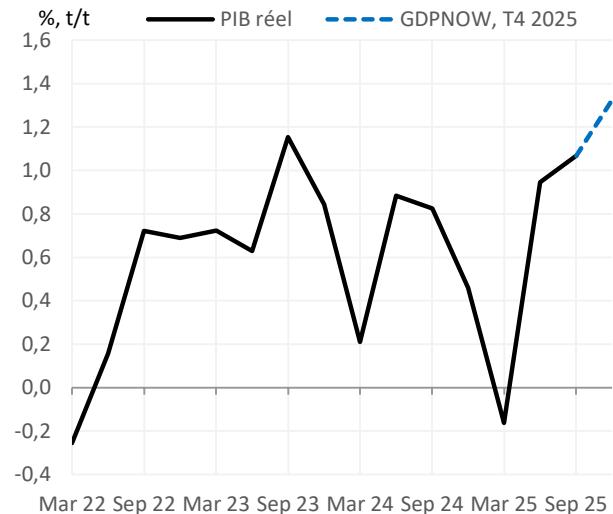
## Zone euro



Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Notre *nowcast* souligne une accélération de la croissance au T4 en zone euro (+0,4% t/t). Celle-ci provient principalement d'une amélioration en Allemagne (croissance à +0,3% t/t au T4 après une stagnation au T3).

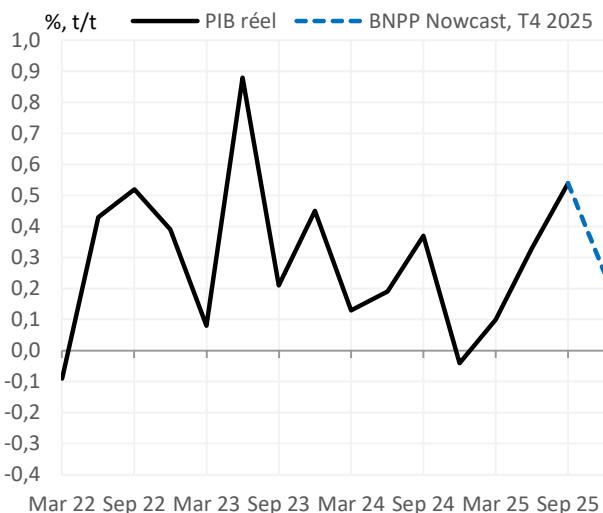
## États-Unis



Sources : Refinitiv, Fed d'Atlanta, BNP Paribas.

Le *GDP Now* de la Fed d'Atlanta témoigne d'une croissance toujours forte au T4 (+1,3% t/t, après +1,1% au T3), soutenue par la consommation. Cette estimation pourrait toutefois surestimer la croissance du T4, en raison du poids accordé au déficit commercial particulièrement faible pour octobre 2025 et aux effets possiblement non captés du *shutdown*.

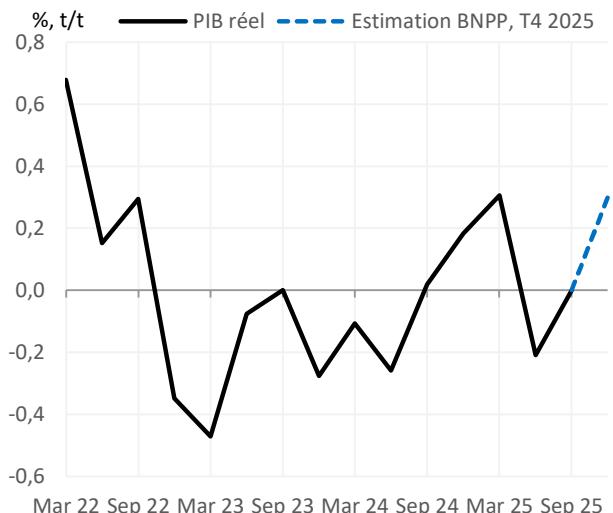
## France



Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Notre *nowcast* souligne la solidité de la performance de croissance de la France, avec une estimation à +0,3% t/t pour le T4 après un bon chiffre au T3 (+0,5% t/t). Au T4, la croissance serait une nouvelle fois soutenue par l'industrie, avec une nouvelle bonne performance de l'aéronautique et une amélioration sur les biens d'équipement.

## Allemagne



Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Nous estimons que la croissance allemande a atteint +0,3% t/t au T4 (sur la base du chiffre annuel publié à +0,3% et des chiffres déjà publiés sur les trois premiers trimestres). Ce résultat marque une accélération, après une stagnation au T3. L'économie allemande bénéficie d'un rebond de la production industrielle, tirée par les biens d'équipement, en lien avec l'augmentation de la commande publique.

Stéphane Colliac et Anis Bensaldani (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# PANORAMA : Partout, la croissance augmente

**Croissance au beau fixe au T4 2025.** Elle augmente selon notre *nowcast* en zone euro (+0,4% t/t) et le *GDP Now* aux États-Unis (+1,3% t/t). En France, notre *nowcast* suggère un nouveau bon chiffre (+0,3% t/t). Nos prévisions tablent sur des accélérations trimestrielles en Espagne (+0,7%), au Royaume-Uni (0,2%), en Italie (0,2%) et au Japon (0,3%). Il en va de même du chiffre publié en Chine (+1,2%).

**Vers une poursuite de la performance au T1 2026.** Le climat des affaires s'est amélioré au T4 en France, en Italie, en Espagne, au Japon, au Royaume-Uni et en Chine. Aux États-Unis, le dynamisme s'est renforcé dans les services (contrairement à l'industrie). En Allemagne, une dichotomie existe entre les secteurs bénéficiant de la commande publique et ceux pénalisés par les tarifs américains.

**Des ménages toujours méfiants mais prêts à dépenser davantage.** Les indices de confiance traduisent une méfiance d'ordre général (ex. impact des tarifs sur l'inflation aux États-Unis). Mais la situation personnelle des ménages est souvent meilleure que leur perception du contexte général. La consommation en bénéficie. Principal soutien de la croissance aux États-Unis, elle tend à s'améliorer en zone euro, où un rebond notable des intentions de dépense est observé.

**Marché du travail : vers davantage de résilience ?** Si le net ralentissement des créations d'emplois reste d'actualité aux États-Unis, le taux de chômage s'est plutôt stabilisé. En zone euro (Italie et Espagne surtout), ce dernier continue de baisser ; en France, les craintes concernant le chômage régressent. Le chômage reste modéré au Japon. Il continue de croître de façon modérée au Royaume-Uni.

**Inflation : la modération l'emporte.** L'inflation est de retour à la cible de la BCE en zone euro (notamment en Allemagne), mais lui reste inférieure en France et en Italie. L'inflation a ralenti également au Royaume-Uni, comme aux États-Unis malgré le choc tarifaire. L'inflation reste très modérée en Chine. Elle se maintient au Japon.

**Politique monétaire : vers des banques centrales attentistes en 2026 ?** La croissance s'accélère et l'inflation n'est inférieure à la cible dans aucune des zones monétaires avancées. La Fed et la BoE diminueraient une fois leurs taux directeurs au T1 avant de s'interrompre, ce que la BCE a d'ores et déjà fait. Nous prévoyons deux hausses (25 pb) au T2 et au T4 au Japon, et deux baisses (10 pb) au T1 et au T3 en Chine.

**La croissance des flux de financement se poursuit en zone euro.** Bien que les taux d'intérêt des prêts au secteur privé non financier soient stabilisés depuis plusieurs mois, la croissance du crédit se poursuit (aux entreprises comme aux ménages).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

## SOMMAIRE

### Zone euro :

Nette amélioration des perspectives

### Zone euro (crédit) :

Stabilisation globale des taux et de la croissance des crédits

### Allemagne :

La reprise est là

### France :

De mieux en mieux

### Italie :

Accélération modérée de la croissance

### Espagne :

Les services soutiennent l'activité

### Royaume-Uni :

Sous-performance au T4

### États-Unis :

Pas d'atterrissement

### Japon :

Croissance inflationniste

### Chine :

Optimisme des exportateurs en fin d'année, prudence des ménages

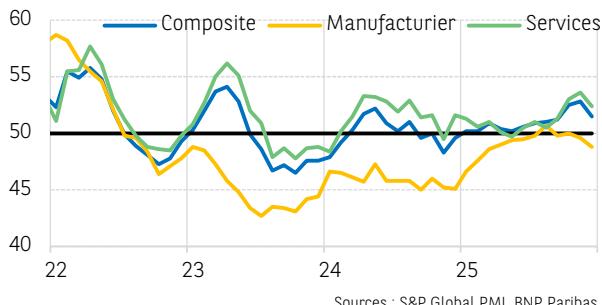
Indicateurs T4 2025				
	Climat des affaires	Ménages	Marché du travail	Inflation
Zone euro				
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Royaume-Uni				
États-Unis				
Japon				
Chine				

Source : BNP Paribas



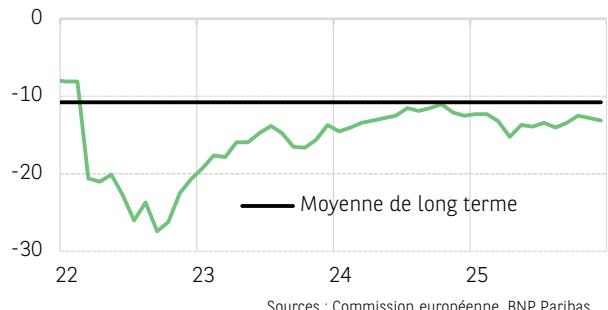
# Zone euro : Nette amélioration des perspectives

## Climat des affaires: PMI



**L'amélioration du climat des affaires dessine la perspective d'un renforcement de l'activité au T1.** Malgré une rechute en décembre, le PMI composite s'est redressé au T4 2025 (moyenne à 52,3 — le meilleur niveau depuis le T2 2023), porté par les services. L'indice PMI manufacturier a néanmoins reculé (49,5) mais les indicateurs avancés — PMI de la production future, indice de la Commission européenne sur les nouvelles commandes manufacturières — restent bien orientés.

## Confiance des ménages



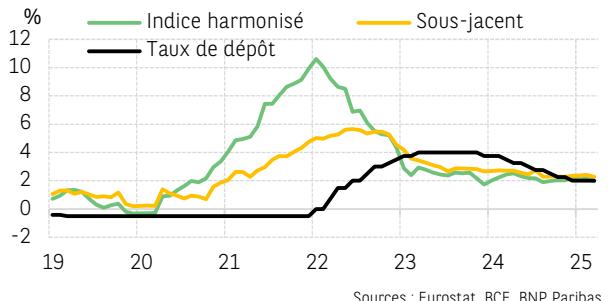
**La confiance des ménages reste modérée, mais les intentions de dépense rebondissent.** L'indice des perspectives économiques à 12 mois reste particulièrement dégradé (z-score à -0,8 au T4 2025). Néanmoins, il se pourrait que l'épargne accumulée jusqu'ici, et sans effet d'entraînement sur la consommation, soit davantage dépensée dans les prochains mois : les intentions d'achat de biens durables sont désormais à leur plus haut niveau depuis février 2022 (début de la guerre en Ukraine).

## Marché du travail: taux de chômage



**Le taux de chômage est proche de son point bas** (6,3% en novembre) en raison des baisses en Italie et en Espagne. Le renforcement de l'activité en zone euro pourrait permettre un nouveau recul du taux de chômage, d'autant que le taux d'emplois vacants, même s'il a chuté sous sa moyenne de 2019 (2,3), est resté élevé en 2025 (2,1 au T3). Le *wage tracker* de la BCE confirme, par ailleurs, la poursuite de la modération des salaires de base d'ici la fin du S1 2026 (+2,6% a/a en juin 2026), avant une stabilisation.

## Inflation a/a et taux directeur



**L'inflation reste sous contrôle.** L'inflation harmonisée est repassée sous la barre des 2% en décembre dernier et le T1 2026 actera, *a priori*, une nouvelle baisse alimentée, entre autres, par la modération sur les biens, dont l'inflation retomberait en territoire négatif en janvier. En effet, le recul des prix à la production s'est intensifié (-1,7% a/a en novembre). Notre scénario de *status quo* du taux directeur de la BCE en 2026 demeure mais la diminution de l'inflation permettrait de le réduire en cas de choc.

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ			NOWCAST	PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2025	T2 2025	T3 2025		T4 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026
0,6	0,6	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,9	1,5	1,6	1,6

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**La croissance augmente.** C'est ce que souligne notre *nowcast*, actuellement à +0,4% t/t au T4 2025 (supérieur à notre prévision de +0,3% t/t), soutenu par le dynamisme de la production industrielle et des ventes au détail. La croissance se renforcerait encore au 1<sup>er</sup> semestre 2026 sous l'effet d'une accélération prévisible du PIB allemand et de sa diffusion au reste de la zone euro. En novembre, l'encours des crédits aux entreprises et aux ménages accélère légèrement. Cela tient notamment à la quasi-stabilité des taux des nouveaux crédits.

Guillaume Derrien et Thomas Humblot (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

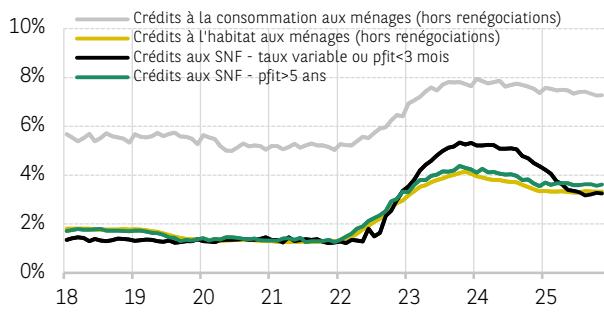


**BNP PARIBAS**

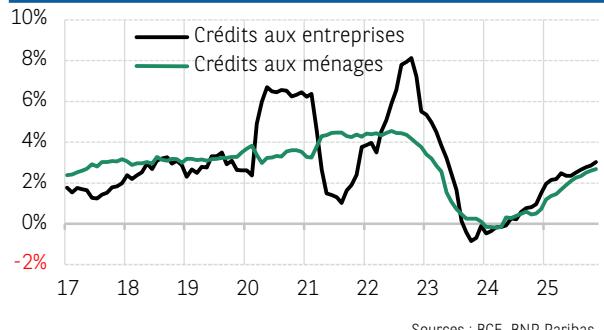
La banque d'un monde qui change

# Zone euro / crédit : Stabilisation globale des taux et de la croissance des crédits

## Taux des nouveaux crédits bancaires en zone euro



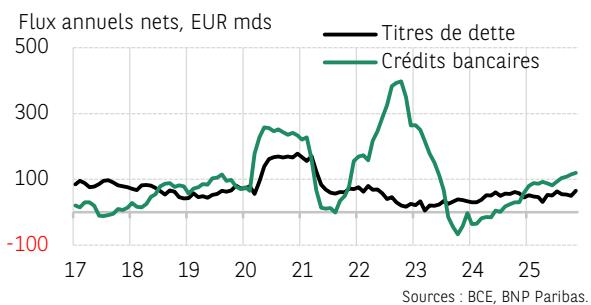
## Taux de croissance de l'encours des crédits en zone euro



**Taux des emprunts bancaires : relative stabilité depuis septembre.** Les taux des nouveaux crédits à l'investissement ( $pfit>5$  ans) aux sociétés non financières de la zone euro ont très légèrement augmenté en novembre 2025 (+5 pb m/m à 3,62%). Ils restent néanmoins voisins de leur niveau de septembre (3,63%). Les taux des nouveaux crédits de trésorerie (taux variable et  $pfit<3$  mois) aux entreprises ont, à l'inverse, reculé modestement en novembre (-3 pb m/m à 3,25%).

Mais ils sont également plutôt stables depuis septembre 2025 (3,22%). Cette stabilité entre septembre et novembre 2025 concerne également les taux des nouveaux crédits à l'habitat (3,33%). Les taux des nouveaux crédits à la consommation se sont un peu repliés mais partent d'un niveau bien plus élevé (7,28% en novembre, -6 pb depuis septembre).

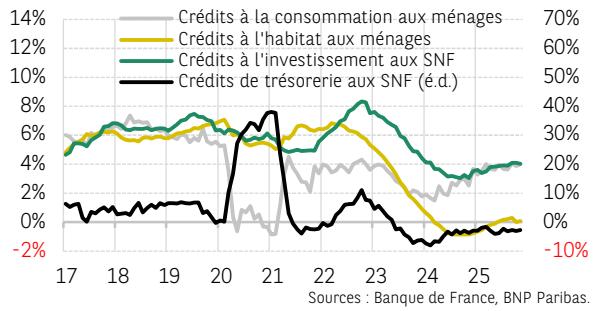
## Flux de financements aux entreprises de la zone euro



**Les flux de financements bancaires aux entreprises de la zone euro augmentent plus rapidement que les flux de financements de marché.** La baisse du coût des crédits bancaires a intensifié la demande de financements intermédiaires alors que le coût des financements de marché est resté plutôt stable en 2025.

Ainsi, les flux de crédits bancaires aux entreprises de la zone euro, nets des remboursements et cumulés sur un an, ont presque quadruplé entre novembre 2024 et novembre 2025. Ils sont passés de EUR 30,1 mds à EUR 119,3 mds. Dans le même temps, les émissions nettes de titres de dette ont aussi progressé, mais dans une ampleur moindre (de EUR 57,2 mds à EUR 65,6 mds). Elles renouent avec les niveaux moyens observés depuis 2017. À la faveur de la stabilisation anticipée des taux d'intérêt de marché au cours des prochains mois, les coûts des financements bancaires et des financements de marché (dette) devraient, en moyenne, demeurer relativement proches.

## Taux de croissance de l'encours des crédits en France



**Les encours des crédits poursuivent globalement leur redressement en France.** La croissance de l'encours des crédits à l'investissement aux entreprises en France est restée plutôt stable en novembre 2025 (+4,0% sur un an, -7 pb m/m). Elle reste toutefois sensiblement inférieure à sa moyenne de long terme (-5%). L'encours des crédits de trésorerie a continué à se replier (-2,6% sur un an), toujours sous l'effet du remboursement des PGE. L'encours des crédits à l'habitat aux ménages stagne depuis juin 2025 (0,1% en novembre).

La production nouvelle de crédits à l'habitat se stabilise sous l'effet de la faible progression de la capacité d'achat immobilière des ménages. Cette dernière ne nous semble pas devoir se redresser au cours des prochains mois au regard de l'évolution prévisible de ses déterminants. L'encours des crédits à l'habitat continuerait de croître à un rythme contenu. La croissance de l'encours des crédits à la consommation reste étonnamment dynamique sur un an (+4,0% en novembre, un niveau quasi-stable depuis septembre 2025). La consommation resterait assez dynamique à la faveur de gains de pouvoir d'achat et d'un repli des craintes liées au chômage.

Thomas Humblot (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

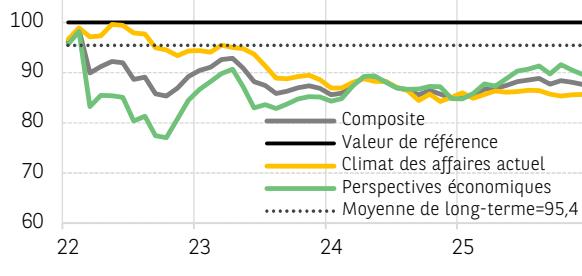


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Allemagne : La reprise est là

## Climat des affaires IFO

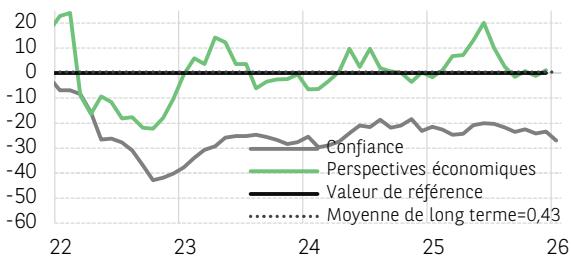


Sources : IFO, BNP Paribas.

### Un rebond du climat des affaires inégalement distribué.

La récession industrielle a pris fin au T4 2025. La production a rebondi, tirée par les biens d'équipement, tout comme la demande (nouvelles commandes à l'industrie). Toutefois, le climat des affaires reste mitigé : il est plus élevé que fin 2024, mais s'est replié fin 2025. L'impact des tarifs douaniers américains et de la concurrence chinoise a nourri la récession dans une partie des secteurs (chimie, métallurgie notamment), tandis que l'automobile a bénéficié du rebond des immatriculations en Allemagne. La conjoncture dans les services est plus stable, avec un PMI en zone d'expansion depuis 4 mois.

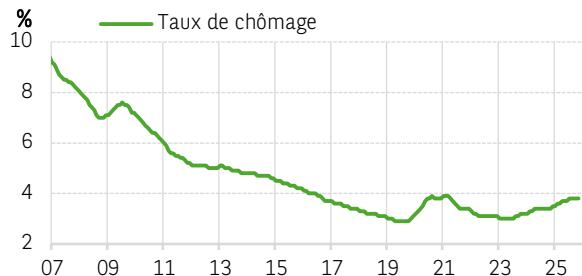
## Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

**La confiance des ménages a terminé 2025 à son plus bas niveau de l'année** (-26,9), sous le poids des anticipations de revenu moins favorables (ralentissement de la croissance des salaires, craintes liées à la future réforme des retraites) et d'une nette hausse de la propension à épargner. Le ralentissement anticipé de l'inflation et la hausse du salaire minimum devraient toutefois constituer des facteurs de soutien dans les mois à venir.

## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**La progression du taux de chômage est restée limitée** (3,9% en novembre, +0,4 pp sur un an) grâce aux créations d'emplois dans les services, qui ont partiellement compensé les destructions observées dans l'industrie manufacturière. À court terme, le chômage pourrait augmenter encore marginalement sous l'effet des restructurations en cours dans l'industrie, tandis que les pénuries de main d'œuvre persisteraient dans les services. Cette hausse serait toutefois limitée par la reprise économique qui devrait se renforcer.

## Inflation



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**Retour de l'inflation vers les 2%.** Après plusieurs mois au-dessus de la cible (en raison de la persistance de l'inflation dans les services, d'un rebond dans l'alimentaire et d'une diminution moindre dans l'énergie), l'inflation harmonisée est revenue à sa cible en décembre (2% a/a). Cette tendance à la désinflation devrait s'accentuer en 2026 : la dynamique salariale ralentit (croissance des salaires négociés à +3,6% a/a en décembre, contre 4,7% sur l'année), ce qui devrait faire baisser l'inflation sous-jacente.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ				PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
0,1	0,3	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,5	0,5	-0,5	0,3	1,4	1,5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

L'économie allemande a renoué avec la croissance au T4 2025 (+0,3% t/t) selon notre estimation, soutenue par la demande publique, et malgré l'impact négatif du repli des exportations qui avait contribué à la stagnation du PIB au T3. Le déploiement des plans d'investissement, leurs effets d'entraînement et la mise en œuvre des réformes devraient soutenir la croissance en 2026, attendue à +0,3% au T1 et +1,4% sur l'année.

Marianne Mueller (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

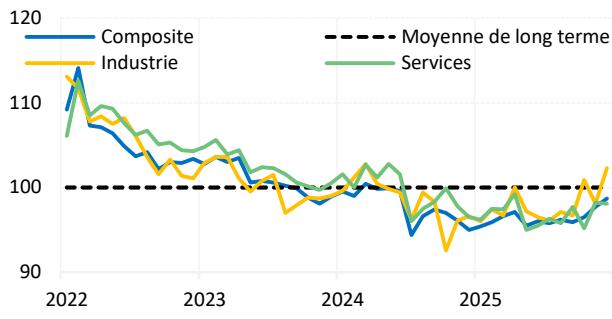


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# France : De mieux en mieux

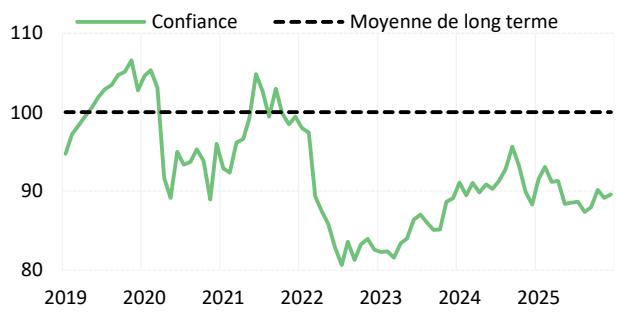
## Climat des affaires Insee



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Le climat des affaires se rapproche du niveau précédent la dissolution.** Il a d'abord augmenté dans l'industrie (tiré par le rebond de la production aéronautique) ; il s'améliore désormais dans les services également, notamment les services aux entreprises. Ces rebonds peuvent s'expliquer par le reflux de l'incertitude politique fin 2025. Ils s'appuient aussi sur le recul des contraintes d'offre dans l'aéronautique, ainsi que sur la hausse de l'investissement des entreprises (équipement et services liés à l'IA et à la défense).

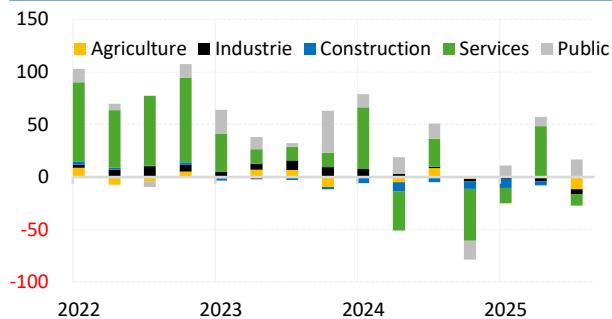
## Confiance des ménages



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Amélioration encore relative de la confiance des ménages.** Le repli du solde d'opinion sur la crainte du chômage (de +59 en mai à +45 en décembre 2025) ne compense que partiellement sa hausse entre septembre 2024 et mai (de +27 à +59). Si cette amélioration devrait se poursuivre, elle ne se traduit pas encore tout à fait dans l'intention de dépenser des ménages. L'opportunité de faire des achats importants était à -27 en décembre 2025 : au plus haut depuis 4 mois, certes, mais à un niveau qui correspond à sa moyenne annuelle.

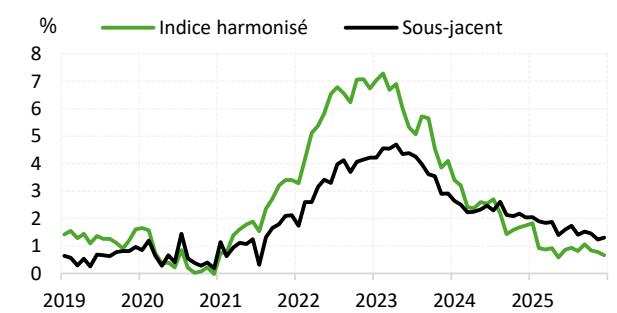
## Marché du travail: créations d'emplois (milliers)



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Le marché du travail reste résilient.** Les créations d'emplois se sont interrompues depuis le T1 2024. Toutefois, malgré une détérioration dans l'apprentissage et la poursuite des destructions d'emplois dans l'intérim ou la construction, l'emploi se révèle plus résilient que ne l'avaient craint les ménages. La hausse du taux de chômage reste limitée (7,7% au T3 2025, +0,3pp a/a) et le taux d'emploi (bien qu'en léger repli au T3) est proche des plus hauts historiques.

## Inflation a/a



Sources : Insee, BNP Paribas.

**La désinflation se poursuit.** L'année 2025 a marqué le reflux de l'inflation sous-jacente en deçà de 2%, tandis que la réduction des prix de l'électricité a permis un recul des prix de l'énergie. Ces tendances devraient se poursuivre en 2026 avec des effets de base favorables dans les services (consultations médicales, assurances), tandis que la baisse de l'abonnement de l'électricité (-5% en février) devrait permettre de conserver les prix de l'énergie en territoire négatif.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ				NOWCAST	PRÉVISION (t/t)				PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025		T4 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
0,2	0,1	0,3	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	1,1	0,8	1,1	1,3	

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab.

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Notre nowcast suggère une poursuite de la dynamique de croissance au T4 2025 (+0,3% t/t).** Notre prévision (+0,1% t/t) incorpore le risque d'un contre-coup, après une forte accélération de la croissance au T3 (+0,5% t/t). Les enquêtes de conjoncture (Insee, Banque de France) et la production industrielle suggèrent au contraire que le *momentum*, principalement tiré par l'aéronautique et la défense, se serait encore renforcé. En 2026, la croissance du PIB s'accélérerait par rapport à 2025, bénéficiant d'un rebond de la consommation des ménages, après une quasi-stagnation en 2025. Au regard des perspectives de croissance, les crédits à l'investissement aux entreprises continueraient d'augmenter à un rythme relativement stable durant les prochains mois. L'encours des crédits à l'habitat aux ménages resterait plutôt stable mais celui des crédits à la consommation conserverait un certain dynamisme.

Stéphane Colliac et Thomas Humblot (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

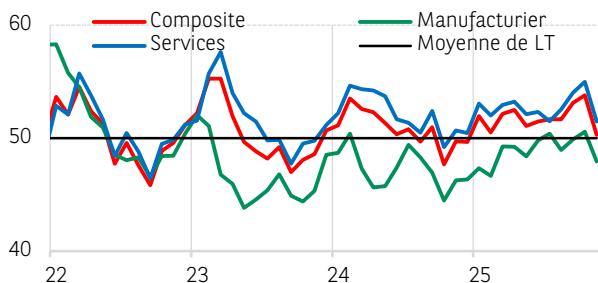


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Italie : Accélération modérée de la croissance

## Climat des affaires: PMI



Sources : S&P Global, BNP Paribas.

**Malgré le repli de décembre 2025, le climat des affaires reste bon.** Au T4, l'indice PMI a atteint son meilleur niveau moyen de l'année (52,4) du fait d'une forte amélioration de l'activité dans le secteur des services (53,5 ; +1,4 point t/t). Ce dynamisme devrait se poursuivre au T1 2026, soutenu par les Jeux olympiques d'hiver qui se dérouleront en Italie. Côté manufacturier, le climat reste morose en moyenne au T4 (49,5 ; -0,2 point t/t) en raison d'une nette contraction de la production en décembre (46,8 ; -3,5 points m/m) et d'une baisse continue des embauches.

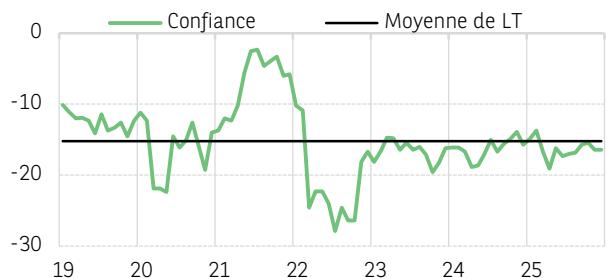
## Marché du travail: taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

**Des évolutions positives.** Le taux de chômage a atteint un plancher historique (-0,1pp à 5,7% en novembre ; -0,5 pp a/a). Parallèlement, le nombre de personnes en emploi reste à son point haut (24,2 millions ; +0,7% a/a), porté par la hausse du nombre de contrats à durée indéterminée et du travail indépendant. La croissance des salaires horaires (2,7% a/a en moyenne entre octobre et novembre) reste supérieure à l'inflation, ce qui a permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages en 2025.

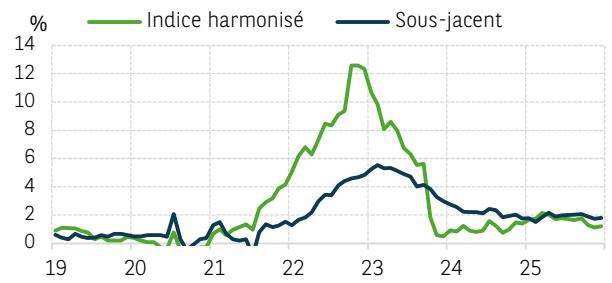
## Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**La confiance des ménages reste stable** sur les deux derniers mois de l'année (-16,4) mais elle est toujours inférieure de 1 point à sa moyenne de long terme. Les ménages italiens anticipent une hausse de l'inflation en 2026, ce qui détériore légèrement leurs anticipations concernant la situation économique. Bien qu'elles diminuent, leurs intentions d'effectuer des achats importants sur les douze prochains mois restent élevées en comparaison historique.

## Inflation a/a



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

**L'inflation a nettement ralenti au T4** (+1,2% a/a en moyenne ; -0,5 pp par rapport au T3) et reste inférieure à la moyenne de la zone euro. La composante sous-jacente suit cette tendance (1,8% a/a en moyenne), tirée par une légère baisse des prix des services (+2,7% en moyenne contre +3,0% au T3). La désinflation se poursuivrait au T1 2026 en raison du ralentissement continu des prix à la production (0,0% a/a en octobre-novembre ; -1pp par rapport au T3).

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ				PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
0,2	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	1,0	0,9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Au T4, la croissance du PIB accélérerait modérément** (+0,2% t/t), après deux trimestres difficiles. La croissance poursuivrait son rebond en 2026 (+0,3% t/t chaque trimestre), soutenue notamment par une hausse de l'investissement associée aux derniers déboursements des fonds européens NextGenerationEU, ainsi que par des gains de pouvoir d'achat des ménages (baisse de l'impôt sur le revenu des classes moyennes).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)

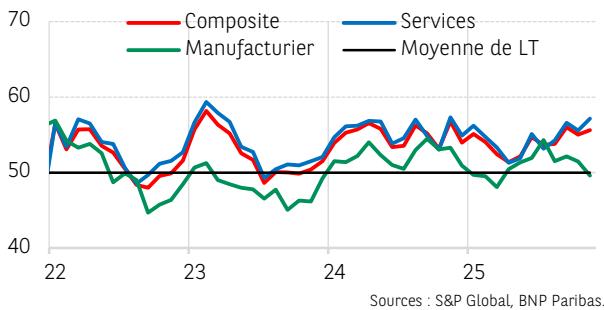


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

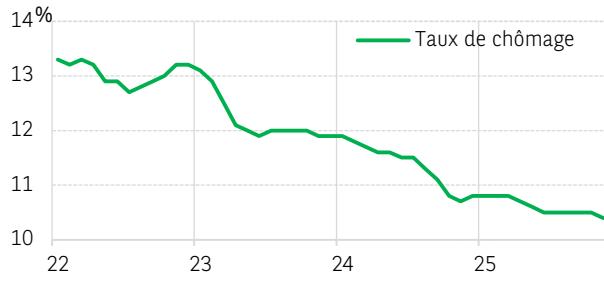
# Espagne : Les services soutiennent l'activité

## Climat des affaires: PMI



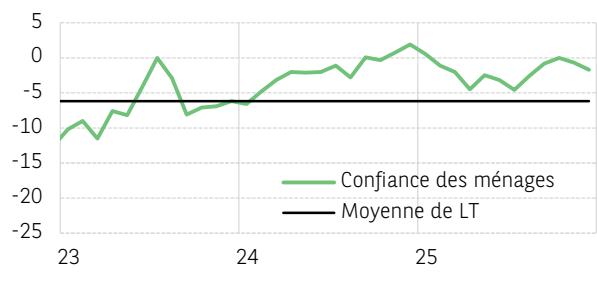
**Le climat des affaires se renforce.** Le PMI composite s'est fortement amélioré au T4 (55,6 en moyenne ; +1,5 point par rapport au T3), porté par l'indice des services (56,4 contre 54,2 au T3). La forte demande intérieure entraîne une hausse de l'activité et des anticipations concernant les nouvelles commandes. Côté manufacturier, la situation s'est dégradée au T4 (51,1 ; -1,5 point t/t) en raison d'une contraction de la production en décembre. Néanmoins, les anticipations de nouvelles affaires augmentent, suggérant le caractère passager de la dégradation.

## Marché du travail: taux de chômage



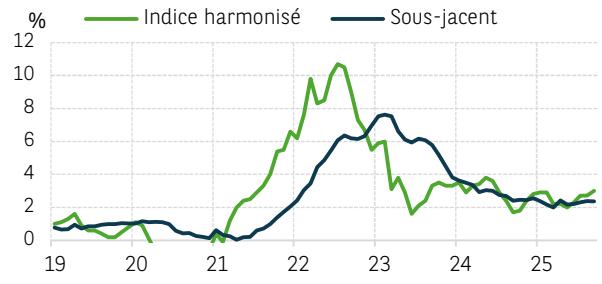
**Un marché du travail toujours dynamique.** L'emploi continue de progresser (à 21,9 millions de postes en décembre ; +2,4% a/a), principalement dans la construction (+4,0% a/a au T4) et les services (+2,6% a/a). Le taux de chômage continue de baisser (10,4% en novembre ; -0,3% a/a), tandis que le ratio postes vacants sur chômage reste particulièrement élevé, ce qui montre que les tensions persistent. La progression des salaires horaires négociés (+3,5% a/a au T4, stable par rapport au T3) reste supérieure à l'inflation, d'où une hausse du pouvoir d'achat des ménages.

## Confiance des ménages



**La confiance des ménages élevée soutient la consommation privée.** Bien qu'en léger repli au cours des trois derniers mois, la confiance des ménages reste élevée. Associée à un marché du travail toujours dynamique, elle soutient la consommation : les ventes au détail continuent de croître à un rythme soutenu (+5,0% a/a en moyenne sur octobre-novembre). La consommation privée resterait donc le principal moteur de la croissance espagnole au T4 ; un phénomène qui devrait se poursuivre en 2026.

## Inflation a/a



**L'inflation a légèrement augmenté fin 2025** (+3,1% a/a en moyenne au T4 ; +0,3 pp par rapport au T3) tirée vers le haut par les prix des services et de l'énergie. Néanmoins, en 2026, les perspectives sont orientées à la baisse en raison de l'évolution attendue des prix de l'énergie. En outre, les prix à la production ont continué de reculer au T4 (-0,8% a/a en moyenne en octobre-novembre, contre -0,3% au T3).

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ			PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
1,2	0,6	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5	3,5	2,9	2,4	2,3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**La croissance espagnole serait restée forte au T4 2025** (+0,7% t/t selon nos prévisions), soutenue par la consommation des ménages et un marché du travail résilient, ce qui porterait la moyenne annuelle à 2,9% en 2025. Pour 2026, nous anticipons une croissance toujours supérieure à la moyenne de la zone euro : 2,4% en moyenne annuelle contre 1,6% en zone euro.

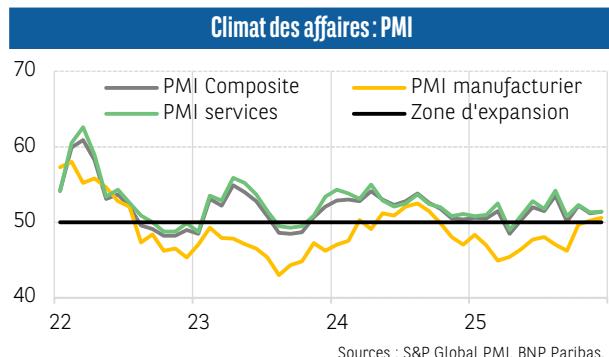
Lucie Barette (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)



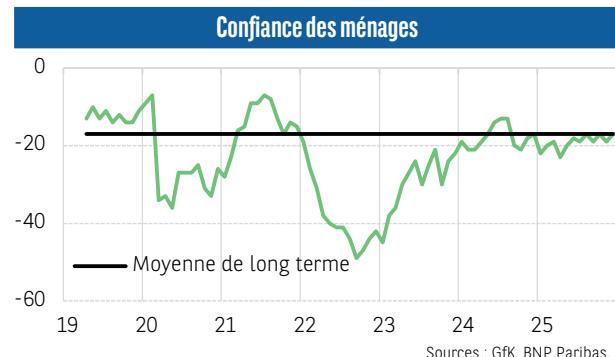
**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

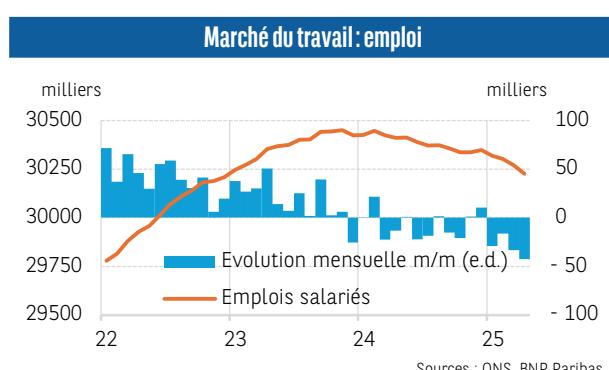
# Royaume-Uni : Sous-performance au T4



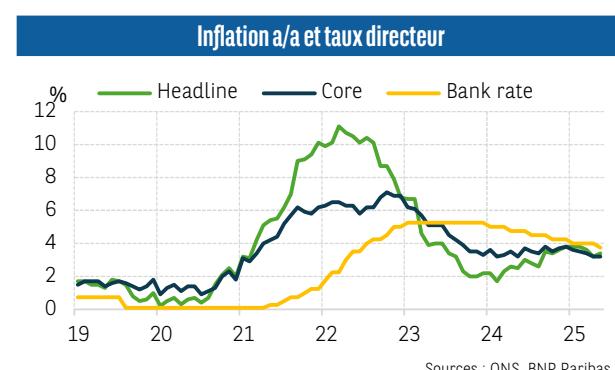
**Le climat des affaires reste bien orienté.** Au T4 2025, le PMI manufacturier repasse en zone d'expansion (50,2, +3,1pp - un plus haut depuis 2024), tiré par les nouvelles commandes à l'exportation. Le PMI services indique une croissance moins rapide (51,7, -0,6pp), tandis que le PMI composite est quasiment stable (51,7, -0,1pp). À l'inverse, le PMI construction, en contraction depuis un an, reste nettement en difficulté et atteint un plus bas historique (41,2, -4,1pp).



**La consommation des ménages demeure atone.** En volume, les ventes au détail sont stables en novembre après une baisse en octobre (-1,0 % m/m), mais elles reculent sur l'indice sous-jacent (hors essence), de -0,9% en octobre et -0,2% en novembre. L'incertitude liée au budget a pesé sur la consommation des ménages, dont la confiance retrouve toutefois son niveau de long terme (-17) au T4 (-17,7, +0,6 point), selon l'indice GFK.



**Les destructions d'emplois se poursuivent.** L'emploi salarié recule fortement au T4 (-92k en cumul, plus bas depuis 5 ans), principalement dans le commerce, après -17k au T3. Le taux de chômage se stabilise en novembre à son plus haut niveau depuis décembre 2020 (5,1%). La croissance des salaires de base continue de ralentir en novembre (4,2% a/a, plus bas depuis 2020), un niveau en deçà de la moyenne du T3 (+4,6% a/a). Par ailleurs, le nombre de postes vacants augmente pour le troisième mois consécutif (+6k m/m).



**L'inflation s'atténue.** L'inflation *headline* reflue en moyenne à +3,4% a/a sur le T4 contre 3,8% au T3. Ce recul est relativement généralisé aux biens, aux services et à l'alimentaire. Ainsi, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) recule à 3,3% en moyenne au T4 (vs. 3,6% a/a au T3). La Banque d'Angleterre a réduit le taux directeur à 3,75% (-25 pb) en décembre du fait d'une moindre pression inflationniste et du ralentissement de l'économie. Une nouvelle baisse de taux est attendue au premier semestre 2026.

### Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ			PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	2024 (observé)	2025	2026	2027
0,5	0,7	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	1,1	1,4	1,1	1,3

**Croissance modérée.** Après un T3 pénalisé par les perturbations dans l'automobile (cyber-attaque subie par Jaguar Land Rover), l'activité au T4 bénéficierait d'un rebond dans l'industrie. La production industrielle s'est appréciée en octobre (+1,3% m/m) et en novembre (+1,1% m/m). La croissance resterait toutefois modérée (+0,2% t/t) dans un contexte de faiblesse du marché de l'emploi. L'assouplissement monétaire devrait néanmoins permettre une accélération de la croissance du PIB au premier semestre 2026.

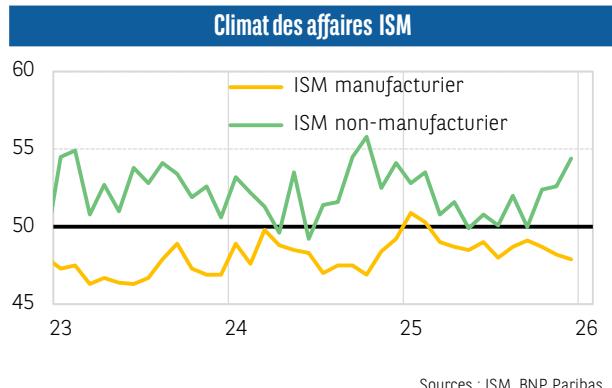
Anis Bensaldaini, avec l'aide de Benjamin Puisieux, stagiaire (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)



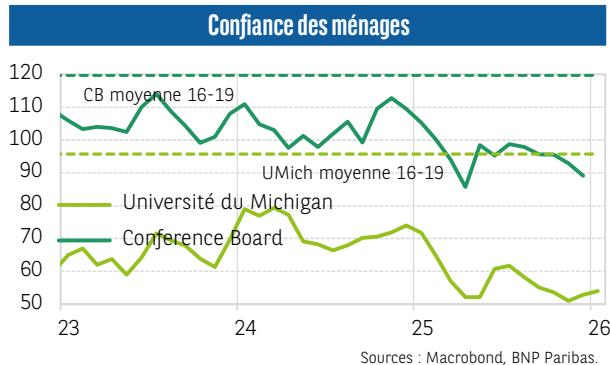
**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

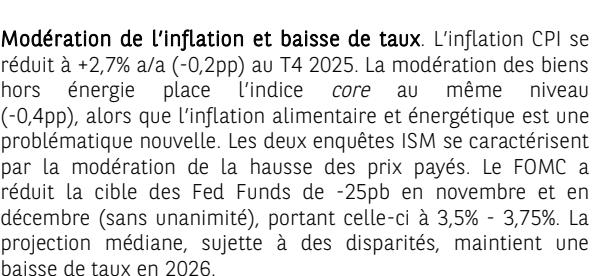
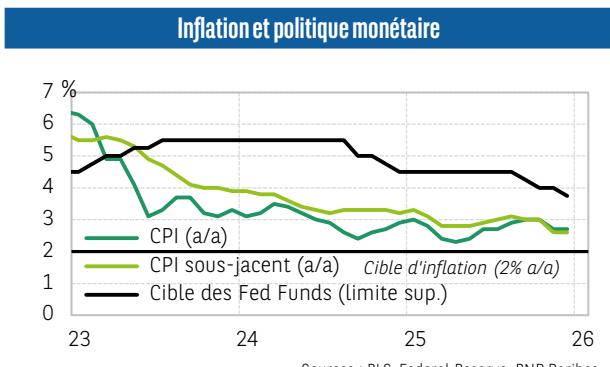
# États-Unis : Pas d'atterrissement



**Le climat des affaires progresse nettement dans les services.** L'ISM non manufacturier termine 2025 à un plus haut sur 14 mois, à 54,4. La progression a été continue entre septembre et décembre. L'indice est porté par les nouvelles commandes (55,7) et l'activité (54,9). C'est l'inverse pour l'ISM manufacturier, à 47,9 en décembre (plus bas en 14 mois et en baisse continue entre septembre et décembre), du fait de la réduction des stocks et des nouvelles commandes.



**Le sentiment des ménages se détériore.** Les enquêtes du Conference Board (92,5, -4,9 points) et de l'Université du Michigan (52,5, -6,8 points) se sont détériorées au T4. Elles ont été pénalisées par le *shutdown* du gouvernement fédéral et les craintes liées à l'emploi (le solde entre emplois «abondants» et «difficiles à obtenir») est au plus bas depuis 2021 selon le Conference Board. Si les ventes au détail sous-jacentes étaient robustes (+0,4% m/m) en octobre-novembre, le *Beige Book* de la Fed (janvier 2026) indique une divergence entre un «accroissement de la dépense» des plus hauts revenus et une «augmentation de la sensibilité-prix» des bas à moyens revenus.



**Modération de l'inflation et baisse de taux.** L'inflation CPI se réduit à +2,7% a/a (-0,2pp) au T4 2025. La modération des biens hors énergie place l'indice *core* au même niveau (-0,4pp), alors que l'inflation alimentaire et énergétique est une problématique nouvelle. Les deux enquêtes ISM se caractérisent par la modération de la hausse des prix payés. Le FOMC a réduit la cible des Fed Funds de -25pb en novembre et en décembre (sans unanimité), portant celle-ci à 3,5% - 3,75%. La projection médiane, sujette à des disparités, maintient une baisse de taux en 2026.

### Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ				GDP Now	PRÉVISION (t/t)				PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025		T4 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024 (observé)	2025	2026	2027
1,0	-0,2	0,9	1,1	1,3	0,9	0,7	0,5	2,8	2,3	2,9	1,8		

Sources : BEA, Fed d'Atlanta, BNP Paribas

**Fort momentum pour la croissance.** Nous prévoyons une croissance du PIB de +0,9% t/t (+3,8% en rythme annualisé) au T4 2025. Ce chiffre, bien que particulièrement dynamique, suppose un ralentissement (+1,1% t/t au T3) qui devra être mis en perspective avec l'impact négatif sur l'activité du *shutdown* (1<sup>er</sup> octobre - 12 novembre 2025). À l'inverse, le recul du déficit commercial et l'importance des gains de productivité jouent à la hausse sur la prévision, ce qui soutient l'estimation élevée du *GDP Now* de la Fed d'Atlanta (+1,3% t/t, +5,3% en rythme annualisé).

Anis Bensaïdani (achevé de rédiger le 19 janvier 2026)

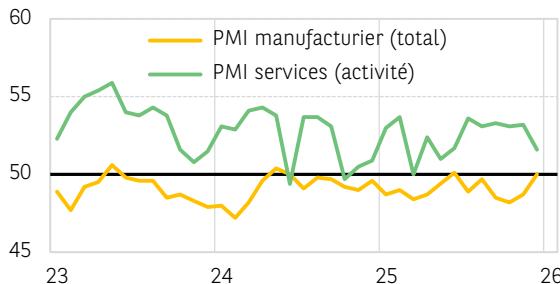


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Japon : Croissance inflationniste

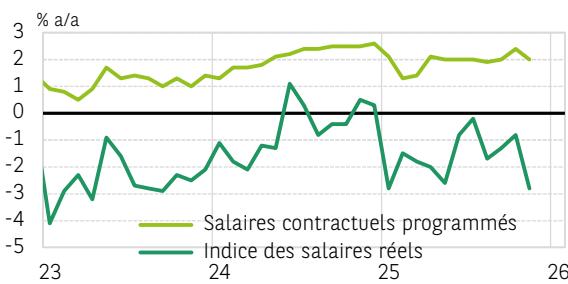
## Climat des affaires: PMI



Sources : Jibun Bank, BNP Paribas.

**Climat des affaires, en progrès après la résilience.** Au T4 2025, l'enquête trimestrielle TANKAN atteint son meilleur résultat agrégé (17, +2 points) depuis 2018, après quatre trimestres de stabilité. Le climat des grandes entreprises du secteur manufacturier (15, +1 point) – les plus sensibles à la question des tarifs américains – a fait état d'une progression continue en 2025. Dans le même temps, le PMI manufacturier est stable (49,0), tandis que le PMI services s'érode mais reste à un bon niveau (52,6, -0,7pp).

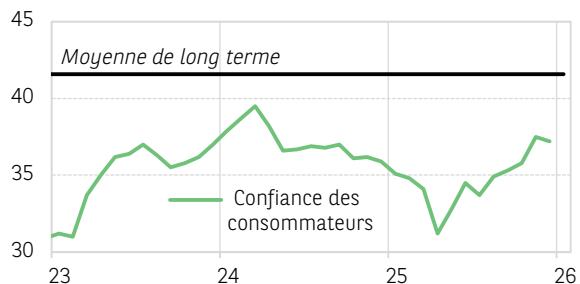
## Marché du travail: croissance des salaires



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**Recul des salaires réels et taux de chômage toujours faible.** Les salaires contractuels programmés ont crû de +2,3% a/a en moyenne en octobre-novembre 2025 (+2,0% a/a en moyenne au T3). Les salaires réels se sont détériorés sous le poids de l'inflation, à -0,8% a/a en octobre et -2,8% a/a en novembre 2025. Le taux de chômage reste bas (taux de chômage à 2,6% en octobre-novembre, +0,1pp par rapport au T3).

## Confiance des ménages



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**Du mieux pour le sentiment des ménages.** Leur confiance, mesurée par le Cabinet Office, s'améliore au T4 2025 pour un deuxième trimestre consécutif, à 36,8 (+2,2 points), après avoir été affaibli par les craintes tarifaires au 1<sup>er</sup> semestre. Les progrès les plus importants ont trait au « niveau de vie général » (35,5, +3,1 points), tandis que l'emploi affiche le meilleur résultat (41,1, +2,2 points).

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ			PRÉVISION (t/t)			PRÉVISIONS ANNUELLES			
	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	2024 (observé)	2025	2026	2027
0,6	0,4	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,2	-0,2	1,2	0,7	0,8

Sources : Cabinet Office, BNP Paribas

**La croissance se poursuit après le contrecoup des tarifs douaniers américains.** Le PIB a, selon nos prévisions, renoué avec la croissance au T4 2025 (+0,3% t/t), soutenu par les ventes au détail et la production industrielle. Le contrecoup du T3 (-0,6% t/t) était lié aux tarifs et à l'investissement non résidentiel, et faisait suite à cinq trimestres consécutifs de croissance (pour la 1<sup>re</sup> fois depuis 2018). La croissance se poursuivrait au T1 2026 au même rythme qu'au T4 2025 : supérieure à la croissance potentielle japonaise, ce qui est cohérent avec le maintien de tensions inflationnistes.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 19 janvier 2026)

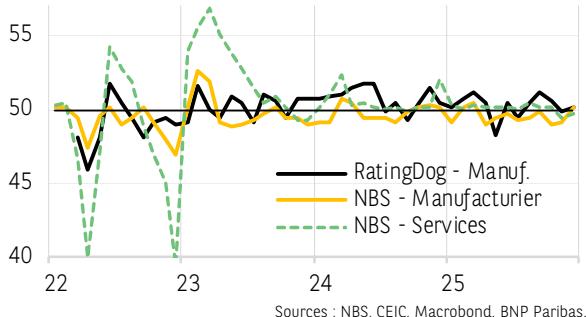


**BNP PARIBAS**

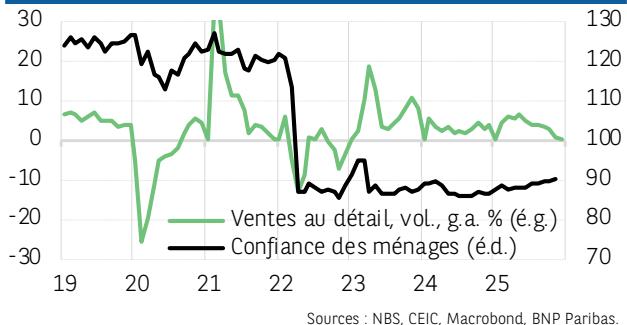
La banque d'un monde qui change

# Chine : Optimisme des exportateurs en fin d'année, prudence des ménages

## Climat des affaires: PMI



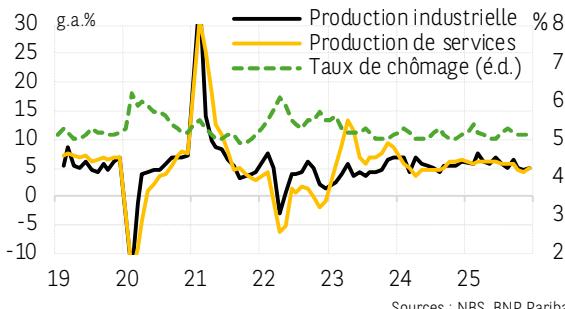
## Ménages : ventes au détail et indice de confiance



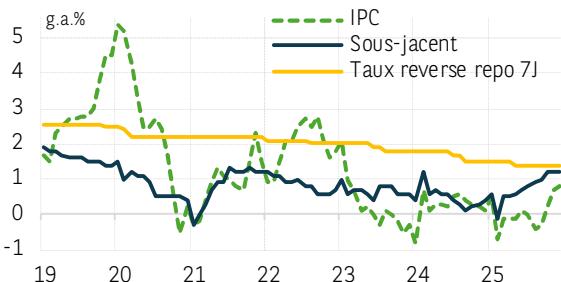
**Les PMI ont terminé 2025 en légère amélioration.** En décembre, le PMI officiel du secteur manufacturier s'est établi à 50,1 après huit mois consécutifs en zone de contraction, et le PMI de RatingDog s'est légèrement redressé (également à 50,1). La hausse du PMI officiel s'explique largement par les sous-composantes « production » et « nouvelles commandes » dans un contexte d'apaisement des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis et de performance toujours solide des exportations.

**Lente remontée de la confiance des ménages, mais demande toujours faible.** L'indice de confiance des consommateurs s'est amélioré très progressivement en 2025. Il reste toutefois très faible (90,3 en novembre) et la demande des ménages reste déprimée. Les effets des subventions publiques pour le remplacement des biens de consommation se sont essoufflés : après un rebond sur les premiers mois de 2025, la croissance du volume des ventes au détail a ralenti à +1,1% en g.a. au T4, contre +5,5% au T2. Les ventes de logements ont encore chuté de -19,6% au T4.

## Marché du travail: activité et taux de chômage



## Inflation et politique monétaire



**Manque de dynamisme du marché du travail.** Au T4, le taux de chômage urbain s'est stabilisé à 5,1%, mais le nombre moyen d'heures travaillées n'a pas augmenté, et la croissance du revenu disponible réel par tête a ralenti ; elle a atteint +5,0% en 2025, contre une moyenne annuelle de +6,7% en 2015-2019. Les conditions du marché du travail restent dégradées par rapport aux années pré-Covid, ce qui s'explique, notamment, par une croissance plus modeste de la production dans les services (+5,5% en 2025, contre +7,8% en moyenne en 2015-2019). Le redressement dans les services reste fragile ; leur croissance a d'ailleurs marqué le pas au T4 (+4,6% en g.a. après +5,7% au T3).

**Légère réduction des pressions déflationnistes.** L'inflation IPC est passée de -0,2% en g.a. au T3 2025 à +0,6% au T4, tirée par l'inflation sous-jacente (+1,2% au T4) et la hausse des prix des denrées alimentaires (après neuf mois de baisse). La baisse des prix à la production s'est légèrement réduite (-2,1% en g.a. au T4, contre -2,9% au T3). Les pressions déflationnistes pourraient continuer de s'atténuer légèrement à court terme sous l'effet, notamment, des mesures anti-involution.

## Croissance du PIB : observée, acquis et prévisions

ACQUIS	OBSERVÉ (t/t)				PRÉVISION (t/t)		CROISSANCE ANNUELLE		PRÉVISIONS ANNUELLES	
	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	2024	2025	2026	2027
1,7	1,2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	5,0	5,0	4,7	4,5

Sources : NBS, BNP Paribas

**Ralentissement attendu en 2026.** La croissance du PIB réel a atteint, sans surprise, la cible officielle de 5% en 2025. Au T4, elle s'est établie à +4,5% en g.a. (après +4,8% au T3) et +1,2% t/t (+1,1% au T3), avec une demande intérieure fragile (la contraction de l'investissement s'est aggravée) et une performance solide du commerce extérieur. En 2026, la croissance devrait ralentir à 4,7% selon nos prévisions. D'une part, les perspectives d'exportation sont incertaines. D'autre part, la demande intérieure devrait rester freinée par la crise immobilière, les conditions du marché du travail dégradées, et la prudence des consommateurs et des investisseurs privés. Les autorités maintiendront des politiques monétaire et budgétaire de soutien modéré à la demande.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 21 janvier 2026)



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Economic Research - Contacts

<b>Isabelle Mateos y Lago</b> Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
<b>Hélène Baudchon</b> Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com

<b>Stéphane Alby</b> Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
<b>Lucie Barette</b> Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
<b>Anis Bensaldani</b> États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaldani@bnpparibas.com
<b>Céline Choulet</b> Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
<b>Stéphane Colliac</b> Responsable de l'équipe Économies avancées - France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
<b>Guillaume Derrien</b> Europe, Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
<b>Pascal Devaux</b> Moyen-Orient, Balkans occidentaux - Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
<b>Hélène Drouot</b> Amérique Latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
<b>François Faure</b> Responsable du Risque pays - Turquie	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
<b>Salim Hammad</b> Responsable de l'équipe Data et analytique - Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
<b>Thomas Humblot</b> Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
<b>Cynthia Kalasopatan Antoine</b> Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
<b>Johanna Melka</b> Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
<b>Marianne Mueller</b> Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
<b>Christine Peltier</b> Responsable de l'équipe Économies émergentes - Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
<b>Lucas Plé</b> Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
<b>Jean-Luc Proutat</b> Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
<b>Laurent Quignon</b> Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<b>Tarik Rharrab</b> Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
<b>Mickaëlle Fils Marie-Luce</b> Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

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 mentionnées 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 précédent 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 S.A. 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 agréé 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**