

# ECO PULSE

Juillet 2024

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

Alors que les données conjoncturelles récentes suggèrent partout une croissance bien orientée au 2<sup>e</sup> trimestre, les indicateurs avancés (climat des affaires, confiance des ménages) sont plus mitigés en juin, laissant prévoir un 3<sup>e</sup> trimestre plus difficile.

C'est notamment le cas aux États-Unis, où même l'ISM non-manufacturier s'est nettement détérioré en juin, tandis qu'au Japon ou au Royaume-Uni, la croissance retrouverait un niveau plus normal après un 2<sup>e</sup> trimestre très favorable (et bénéficiant d'effets rebonds au Japon, après un T1 plus difficile).

En zone euro, les deux principaux pays (Allemagne et France) continuent de pâtir de la frilosité des ménages, dont la confiance peine à retrouver son niveau antérieur au choc d'inflation, malgré un reflux assez marqué de cette dernière. En Allemagne, la faiblesse persistante de l'industrie pèse également sur l'économie, tandis qu'en France la montée de l'incertitude politique devrait obérer les perspectives d'investissement.

Le reflux de l'inflation progresse suffisamment (avec un marché du travail en moindre tension) pour anticiper que la Banque d'Angleterre et la Fed se joindront respectivement en août, et en septembre, au mouvement de baisse de taux amorcé dès juin par la BCE. En revanche, la Banque du Japon devrait poursuivre sa normalisation monétaire (qui implique des hausses de taux) en septembre.

*Achévé de rédiger le 17 juillet 2024*

**ZONE EURO : LE SECTEUR INDUSTRIEL EN DIFFICULTÉ MAIS DU MIEUX SUR LA CONSOMMATION**

**ALLEMAGNE : AMERICA FIRST**

**FRANCE : L'OMBRE PORTÉE DE L'INCERTITUDE**

**ITALIE : LES MÉNAGES PLUS OPTIMISTES**

**ESPAGNE : LE TOURISME, MOTEUR DE LA CROISSANCE MAIS SOURCE DE TENSION**

**ÉTATS-UNIS : UN TABLEAU PRESQUE IDÉAL POUR LA FED**

**ROYAUME-UNI : FRAGILE EMBELLIE**

**JAPON : LA BONNE ET LA MAUVAISE INFLATION**



## Le secteur industriel en difficulté mais du mieux sur la consommation

Les difficultés du secteur manufacturier en zone euro se renforcent. La production industrielle est repartie à la baisse en mai, à -0,6% m/m (-0,8% m/m pour l'indice manufacturier). Le repli des indicateurs PMI en juin pour la zone euro n'augure rien d'encourageant pour le T3, avec une rechute de l'indice manufacturier (-1,5 point à 45,8) et une baisse de l'ensemble des indicateurs sous-jacents (production, emploi, nouvelles commandes, achat de stocks, délais de livraison). L'indice pour le prix des intrants (qui ne rentre pas dans le calcul de l'indice manufacturier agrégé) repasse au-dessus de la zone d'expansion pour la première fois depuis février 2023. Cela est cohérent avec la dynamique des prix à la production, dont la baisse en rythme mensuel s'estompe depuis plusieurs mois et est désormais proche de zéro<sup>1</sup>. L'indice PMI pour les services résiste toujours bien, même s'il a enregistré une légère détérioration en juin, en raison d'un recul assez franc des prévisions d'activité à douze mois (-3,1 points à 61,0, au plus bas en 2024).

Malgré les gains actuels de pouvoir d'achat, la frilosité des ménages à consommer a persisté et s'est notamment traduite par une nouvelle hausse du taux d'épargne au T1 (15,3% du revenu disponible, du jamais vu en zone euro, hors période Covid). Des évolutions positives émergent toutefois. Les ventes au détail en zone euro ont progressé légèrement en mai (+0,1% m/m), ce qui a été suffisant pour tirer le 3m/3m annualisé au plus haut depuis décembre 2021, à 2,2%. En parallèle, l'enquête de la Commission européenne indique un redressement important des intentions d'achat de biens durables de la part des ménages depuis le début de l'année, celles-ci ayant désormais atteint leur meilleur niveau depuis plus de deux ans.

Notre *nowcast* pour le 2<sup>e</sup> trimestre se situe actuellement à 0,3%, un résultat en ligne avec nos prévisions initiales. Le 3<sup>e</sup> trimestre verrait la croissance en zone euro légèrement accélérer à 0,4% t/t. En raison d'un acquis de croissance nul, la croissance en moyenne annuelle en 2024 resterait ancrée sous la barre des 1% (à 0,9%), mais l'année 2025 serait bien meilleure, soutenue par les baisses successives de taux d'intérêt.

<sup>1</sup> L'indice des prix à la production (hors construction) était en recul de 0,2% m/m en mai, la septième baisse mensuelle consécutive, mais la moins importante sur cette période.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 16 juillet 2024)

### Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro\*

	jul 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
Indicateur de sentiment économique (ESI)	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
ESI - industrie	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.7
ESI - services	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
ESI- commerce de détail	0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
ESI- construction	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Confiance des consommateurs	-0.5	-0.7	-1.0	-1.0	-0.8	-0.5	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3
PMI manufacturier	-1.4	-1.2	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.5	-0.8
PMI services	0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.3	0.7	0.6	0.6
PMI manufacturier nouvelles commandes	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.2	-1.2	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.4	-0.7
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.6	-1.6	-1.5	-1.6	-1.2	-1.1	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.4	-0.8
PMI composite emploi	0.4	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.3	0.6	0.6	0.3
Production industrielle	-0.4	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	0.0	-1.1	-1.2	-0.2	-0.5	-0.6	
Ventes au détail	-0.2	-0.5	-0.8	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	
Immatriculations de véhicules neufs	0.7	1.0	0.4	0.6	0.2	-0.2	0.5	0.4	-0.3	0.5	-0.2	
IPCH	1.6	1.5	1.1	0.4	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	
IPCH sous-jacent	3.9	3.6	2.8	2.4	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0	1.1	
Taux de chômage	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.0	-0.1	0.3	-0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.9	1.6

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

## America first

La croissance des exportations vers les États-Unis (premier client à l'exportation pour l'Allemagne) a continué de porter le commerce extérieur allemand ces dernières années alors que les échanges avec la zone euro et la Chine étaient en relative stagnation. Depuis 4 mois, toutefois, le PMI allemand des conditions à l'export est supérieur au seuil de 50 (bien que plus bas en juin à 50,8 qu'en mai à 51,9) suggérant une dynamique plus globale

En parallèle, la demande domestique ne marque pas de véritable signe d'amélioration. Les nouvelles commandes à l'industrie confirment la dichotomie entre la tiédeur de la demande en Allemagne et les signes encourageants en provenance de la zone euro. En parallèle, la confiance des ménages est assez stable à un bas niveau depuis 1 an (-21,8 en juin 2024 contre -25,2 un an plus tôt), loin de celui de février 2022 (-6,8), selon l'indice GFK. Cette absence de rebond peut paraître paradoxale en raison du fort repli de l'inflation (2,5% a/a en juin 2024 contre 6,8% a/a un an plus tôt selon l'indice harmonisé), moins au regard du marché du travail.

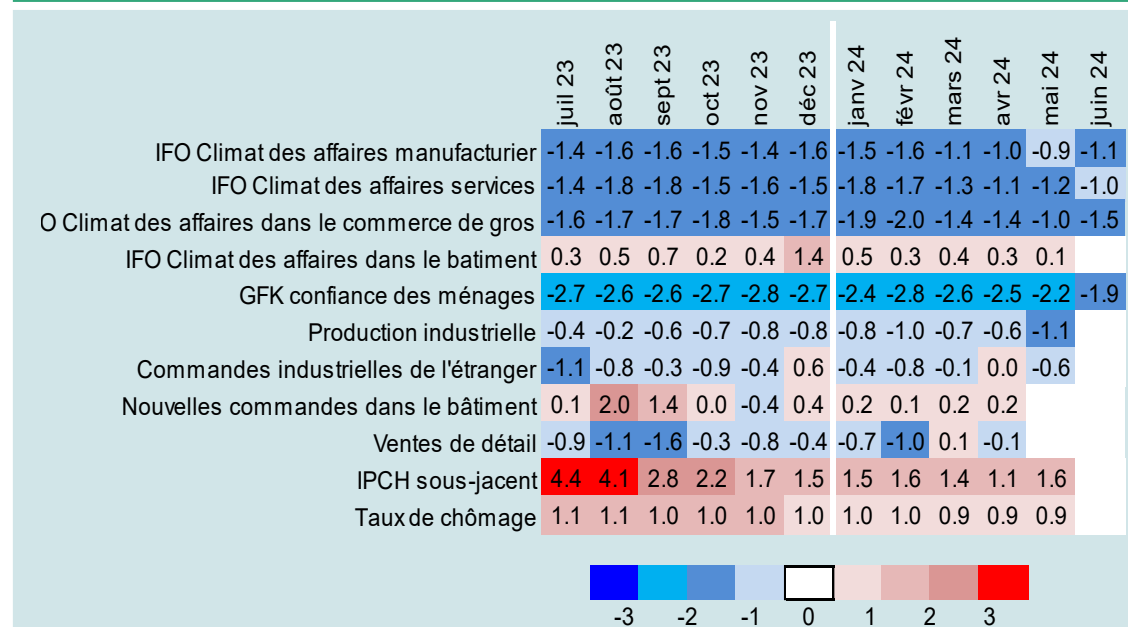
Dans un contexte de pénurie de main d'œuvre et de faiblesse de la production industrielle, ce dernier peine en effet à créer autant d'emplois que par le passé : 180 000 par an en moyenne entre 2018 et 2023 contre 430 000 par an entre 2005 et 2018 (et 28 000 au 1<sup>er</sup> trimestre, pendant que la France en totalisait 75 000). Le taux de chômage a rebondi à 6% en juin 2024 contre un plus bas à 5% en mai 2022 et en période pré-pandémique.

Sur les cinq premiers mois de l'année 2024, la production industrielle a bénéficié du rebond relatif de la chimie (+2,5% a/a), moins pénalisée que par le passé par le prix de l'énergie, mais subissant les replis de la production automobile (-7,7% a/a) et du bâtiment (-3,5% a/a) qui pèsent également sur les intrants de ces secteurs (dont la métallurgie). Si le niveau élevé des taux d'intérêt joue un rôle, l'arrêt des aides à l'achat des véhicules électriques pèse sur les immatriculations de ce type de véhicules (-16,6% a/a au 1<sup>er</sup> semestre).

La dichotomie entre les signaux positifs à l'export et une demande interne toujours atone sous-tend notre prévision d'une croissance stable au T2 (+0,2% t/t, comme au T1), après -0,5% au T4. Le niveau d'activité au T2 2024 resterait légèrement inférieur à celui du T3 2023.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 17 juillet 2024)

## 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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
-0.1	0.1	-0.5	0.2	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.0	0.3	1.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## L'ombre portée de l'incertitude

La conjoncture française subit de nouveau le poids des aléas conjoncturels, comme en témoigne le rebond de l'indicateur d'incertitude de la Banque de France qui atteint en juillet un plus haut depuis l'automne 2022 (crise énergétique). Ceci pourrait fragiliser un climat des affaires déjà un peu moins favorable en France (PMI composite à 48,8 en juin) qu'en zone euro (PMI supérieur à 50 depuis 4 mois).

Cette incertitude pèse sur la demande : malgré un soutien encore important des finances publiques au pouvoir d'achat (déficit public de 5,5% du PIB en 2023), le taux d'épargne des ménages reste élevé (17,6% de leur revenu disponible brut au T1 2024). La confiance des ménages, qui s'est de nouveau érodée en juin (à 89, contre 90 en mai 2024), traduit cet attentisme, malgré une progression du salaire mensuel brut au T1 (+3,3% a/a) supérieure à l'inflation (+3% a/a selon l'indice harmonisé).

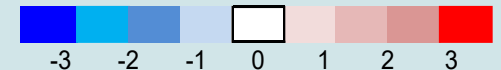
Il en résulte une demande contrainte, mais pas l'arrêt des transitions qui soutiennent la croissance française : développement des services et augmentation du taux d'emploi. Le climat des affaires s'est même amélioré dans les services (au-dessus de 100 depuis 4 mois selon l'enquête Insee). Le marché du travail continue de créer des emplois (75 000 au 1<sup>er</sup> trimestre), tandis que le climat de l'emploi de l'Insee est stable (101 en moyenne au T2 comme au T1). Notre *nowcast* pour la France (0,3% t/t pour le 2<sup>e</sup> trimestre, comme notre prévision) témoigne de cette résilience qui pourrait avoir de nouveau porté la croissance française au T2.

Toutefois, il y a d'autres transitions ou transmissions que l'incertitude pourrait retarder : la transition verte d'abord, avec la part de l'électrique qui plafonne dans les nouvelles immatriculations automobiles (17% au 1<sup>er</sup> semestre 2024 contre 18% au 2<sup>nd</sup> semestre 2023), dans un marché national globalement stable (immatriculations totales en hausse de 2,3% a/a au 1<sup>er</sup> semestre). L'intention des ménages de réaliser un achat immobilier ensuite (qui concernait 7,5% des ménages en moyenne au T2 contre un point bas à 7% au T3 2023, selon l'enquête ménages de l'Insee), malgré un début de transmission de la baisse des taux d'intérêt entamée par la BCE aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers. Deux ombres portées qui suggèrent que la croissance française devrait rester aux alentours de son étiage actuel (légèrement supérieure à 1% en rythme annuel) dans les prochains trimestres.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 17 juillet 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de la France\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
Climat des affaires - industrie	0.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.3	0.0	-0.1	-0.2
Climat des affaires - services	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.0	0.2	0.1
Climat des affaires - construction	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3
Climat des affaires - commerce de détail	0.5	0.5	0.2	-0.2	-0.4	-0.1	0.4	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0
Climat de l'emploi	0.5	0.1	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	-0.1
Confiance des ménages	-1.0	-1.1	-1.3	-1.2	-0.7	-0.7	-0.4	-0.6	-0.4	-0.6	-0.5	-0.6
IPCH	2.1	2.4	2.4	1.7	1.2	1.4	0.9	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4
Core IPCH	3.3	2.9	2.5	2.4	1.7	1.7	1.4	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1
Taux de chômage	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	
penses de conso. des ménages en biens	-0.2	-0.5	-1.0	-0.5	-0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	
Production industrielle	0.3	-0.1	0.0	0.6	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	-0.5	
Exportations des biens	0.2	-0.7	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.7	-0.5	-0.2	-0.2	-0.8	



\* 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. 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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.7	0.1	0.3	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	1.1	1.1	1.4

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Les ménages plus optimistes

L'inflation italienne se stabilise sous la barre des 1% en juin (à 0,9% a/a) en raison de la déflation, toujours importante, de la composante énergétique (-8,6% a/a), et du ralentissement des prix des biens alimentaires (2,1% a/a en mai ; -1,8 pp sur trois mois). Bien que l'évolution de l'indice des prix à la production soit toujours négative en variation annuelle (-3,5% en mai), elle commence à se renforcer sur une base mensuelle (+0,3% m/m), ce qui laisse présager que la phase désinflationniste des prix à la consommation pourrait s'inverser durant les prochains mois.

La confiance des ménages, qui se dégradait depuis le début de l'année, s'est quelque peu rétablie en juin (+1,4 point sur un mois). Les anticipations concernant la situation financière et économique sur les douze mois à venir se sont améliorées (+0,8 et +2,9 points sur un mois respectivement), soutenues par la baisse des taux engagée par la BCE et la bonne performance du marché du travail. Néanmoins, la consommation privée devrait rester contenue ce trimestre, les intentions d'effectuer des achats importants (-29,9<sup>1</sup>) ou d'acheter un véhicule automobile (-75,3<sup>2</sup>) étant faibles ; les ventes au détail en volume ont d'ailleurs stagné sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents (0,0% 3m/3m en mai<sup>3</sup>), tandis que les immatriculations de nouveaux véhicules ont reculé (-0,2% 3m/3m en juin<sup>4</sup>).

Le PMI Composite se maintient en zone d'expansion en juin (51,3), mais sa baisse, observable depuis avril dernier, se poursuit (-1 point sur un mois) en raison de la faiblesse persistante de l'industrie manufacturière (PMI manufacturier à 45,7). Toutefois, la sous-composante relative à l'emploi dans ce secteur est en hausse par rapport au mois de mai (49,5 ; +0,8 point). De son côté, le domaine des services garde son rôle de moteur du secteur privé italien. Malgré une légère baisse sur un mois (-0,5 point), le PMI associé reste en zone d'expansion (53,7). Les anticipations de nouvelles affaires sont toujours élevées et retrouvent même leur plus haut niveau depuis février 2022 (68,1).

Après une croissance de 0,3% t/t au T1, le PIB réel italien devrait légèrement ralentir en rythme trimestriel au T2, à 0,2% t/t. En moyenne annuelle en 2024, nous anticipons que la croissance atteindra 1,1%.

1 Inférieur à la moyenne de long terme sur la période 1990-2019 de -22,9.

3 Données cvs.

2 Inférieur à la moyenne de long terme sur la période 1990-2019 de -70,7.

4 Données cvs.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 12 juillet 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
Climat des affaires - industrie	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2
Climat des affaires - construction	2.2	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8	1.5	1.7	1.5	1.5	1.6
Climat des affaires - service	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.8
PMI nouvelles commandes à l'exportation	-1.0	-1.6	-1.4	-1.4	-1.2	-1.1	-0.6	-0.8	-0.2	-0.8	-1.1	-1.1
PMI composite - emploi	0.0	-0.7	0.4	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.8	0.8	1.1	0.9	0.7
Confiance des ménages	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.5	-0.5	-0.2
Production industrielle	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	
Ventes de détail	0.5	0.4	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.4	0.3	-0.5	0.0	
Exportations	-0.9	-0.1	-0.8	-0.1	-0.7	-1.0	-0.3	-0.1	-1.0	0.5		
IPCH	1.8	1.5	1.5	-0.1	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
IPCH sous-jacent	3.0	2.3	2.4	2.1	1.6	1.3	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
Emploi	0.8	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2	0.8	0.9	1.0	1.1	1.0	
Taux de chômage	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3	
Salaire	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9	5.2	0.9	0.9	1.2	1.5	1.5	

\* 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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
-0.1	0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	1.0	1.1	1.4

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Le tourisme, moteur de la croissance mais source de tension

2024 s'annonce comme l'année des records touristiques. Entre janvier et mai, le nombre d'arrivées de touristes en Espagne a atteint 33,2 millions, surpassant largement le niveau enregistré au cours de la même période de l'année 2023 (de 13,6%). Les dépenses touristiques (+21%<sup>1</sup>), qui ont significativement stimulé les exportations de services au T1 (+10,8% t/t), ont vraisemblablement continué de le faire au T2. Néanmoins, bien qu'il ait d'indéniables effets sur la croissance espagnole, le tourisme de masse devient une source de tension dans le pays en raison de son implication sur l'accessibilité aux logements et aux ressources. Cela a d'ailleurs conduit la municipalité de Barcelone à mettre en place un plan visant à supprimer le renouvellement des licences des appartements touristiques, ce qui conduira à leur suppression progressive d'ici 2029.

L'enquête PMI Services signale une accélération de l'activité tout au long du deuxième trimestre (56,8 en juin, contre 56,1 en mars). La sous-composante sur les perspectives d'activité à douze mois reste élevée en juin (66,9 contre une moyenne historique à 66,6), ce qui renforce les perspectives d'une saison estivale très soutenue. L'indice sur les nouvelles commandes à l'exportation augmente (54,6 ; +0,7 point), et les entreprises indiquent qu'elles accroissent leur main d'œuvre pour faire face à la demande à venir (55,4 ; +0,3 point). Les créations d'emplois dans les services touristiques, et plus particulièrement dans le domaine de l'hôtellerie, ont d'ailleurs continué de croître au T2 (+0,6% t/t<sup>2</sup>), et le nombre d'affiliés à la sécurité sociale a atteint un nouveau record en juin (21,3 millions).

Ce dynamisme de l'emploi, associé au ralentissement progressif de l'inflation (3,6% a/a en juin<sup>3</sup>), soutient la confiance des ménages. Celle-ci a retrouvé, en juin, son plus haut niveau depuis un an et demi en raison d'une embellie des perspectives sur la situation financière sur les douze mois à venir, et des intentions d'effectuer des achats importants. Les ventes de nouveaux véhicules ont d'ailleurs augmenté de 5,1%<sup>4</sup> sur les trois derniers mois par rapport au trois mois précédents, ce qui laisse présager d'une contribution plus importante de la consommation privée à la croissance au T2.

Nous prévoyons que le PIB espagnol conservera son fort dynamisme, avec une croissance de 0,7% t/t au T2. Sur l'ensemble de l'année, le pays offrira donc, toujours l'une des meilleures perspectives en zone euro, avec une expansion de l'activité attendue de 2,6%.

1 Sur janvier-mai 2024 par rapport à janvier-mai 2023.

2 Données cvs.

3 IPCH, estimation finale de l'INE.

4 Données cvs, variation 3m/3m.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 11 juillet 2024)

### Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
Climat des affaires -industrie	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2
Climat des affaires - construction	1.2	0.7	0.8	1.0	1.3	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	0.6
Climat des affaires - service	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.8
PMI nouvelles commandes à l'export	-1.3	-1.3	-0.4	-1.0	-0.9	-0.6	-0.5	-0.4	0.2	0.2	0.4	0.4
PMI composite - emploi	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	1.0	0.9	0.9	0.9
Confiance des ménages	0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
Production industrielle	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	
Ventes au détail	1.7	1.5	1.5	1.4	1.5	1.3	0.4	0.7	0.4	0.3	0.2	
Exportations	-0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-1.0	-1.3	-0.7	-0.7	-2.0	0.8		
IPCH	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.3	0.5	0.5	0.7	0.6
IPCH sous-jacent	2.4	2.3	1.9	1.8	1.5	1.6	1.3	1.4	1.2	0.9	1.1	
Emploi	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Salaire	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Taux de chômage	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	

\* 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'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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6	2.5	2.6	2.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



## Un tableau presque idéal pour la Fed

Les attentes en termes de croissance pour le T2 restent favorables : nous l'anticipons à +0,6% t/t contre +0,5% t/t pour le GDPnow de la Fed d'Atlanta. Toutefois, plusieurs éléments suggèrent un T3 plus difficile. Les enquêtes ISM du mois de juin renvoient un signal négatif : mitigé pour la composante manufacturière qui se détériore marginalement, à 48,5 (-0,2 point), sur fond de baisse de la production (48,5, -1,7 point), plus marqué pour l'indice non-manufacturier qui passe en zone de contraction à 48,8 (-5,0 points), sur fond de correction sur l'activité (49,6, -11,6 points) et de détérioration des nouvelles commandes (47,3, -6,8 points). Le NFIB (indice d'optimisme des petites entreprises) continue d'évoluer à un faible niveau en juin (91,5, +1,0 pt) ; tandis que le sentiment des consommateurs (mesuré par l'Université du Michigan) recule pour le quatrième mois consécutif en juillet (66,0, -2,2 pts).

Le refroidissement du marché de l'emploi se fait plus net. En juin, les créations d'emplois salariés se sont établies à +206k (-12k), un résultat accompagné de révisions à la baisse sur les deux mois précédents (-111k au cumulé) et confirmant, lissé sur 6 mois ou 1 an, une trajectoire descendante depuis plusieurs trimestres. La croissance de l'emploi privé décélère sensiblement, de +193k à +136k, en partie amortie par une accélération dans le secteur public. Dans le même temps, la croissance des salaires, mesurée par les revenus horaires moyens, se réduit à +3,9% a/a après la réaccélération de mai. Quant au taux de chômage, il atteint à 4,1% (+0,1pp), un plus haut depuis novembre 2021 qui le rapproche du signal récessif.

La désinflation s'est poursuivie en juin, avec des glissements annuels inédits depuis le printemps 2021 (3% a/a pour l'IPC et 3,3% a/a pour l'indice sous-jacent). Les services de logement, dont l'inflation a longtemps eu plus de mal à ralentir, observent un ralentissement mensuel notable (+0,2% m/m, -0,2pp), portant l'évolution annuelle à +5,1% (-0,3pp).

Dans son discours du 9 juillet devant le Congrès, Jérôme Powell a souligné sa satisfaction vis-à-vis de la reprise de la trajectoire de désinflation. Avec un IPC de juin conforme à son souhait de « davantage de bonnes données », nous anticipons une première baisse de taux (-25 pb) dès la réunion du FOMC de septembre, portant la cible de taux à +5,0 / +5,25%.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 12 juillet 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
ISM manufacturier	-0.7	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6	-0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.3	-0.3
ISM services	0.7	1.0	0.8	0.5	0.6	0.1	0.8	0.6	0.3	-0.1	0.9	-0.3
ISM services emploi	0.1	0.9	0.7	0.1	0.1	-1.2	0.1	-0.4	-0.3	-0.8	-0.6	-0.8
ISM manufacturier emploi	-1.0	-0.3	0.2	-0.5	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7	-0.5	-0.2	0.2	-0.1
Confiance des ménages (Université du Michigan)	-0.8	-0.9	-1.0	-1.3	-1.5	-0.9	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.9	-1.0
Confiance des ménages (Conf. Board)	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
Production industrielle	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	
Permis de construire	0.5	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	
Ventes au détail en valeur	-0.2	-0.2	0.0	-0.3	-0.1	0.2	-0.7	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3	
Consommation des ménages en volume	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	
Pouvoir d'achat des ménages	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	
Déflateur de la consommation	0.7	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	
Déflateur de la consommation sous-jacente	1.9	1.5	1.4	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	
IPC	0.4	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2
IPC sous-jacent	1.9	1.7	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
Emplois non agricoles	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Taux de chômage	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8

\* 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'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		GDPNow	Prévision			Prévisions annuelles			
T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.5	1.2	0.8	0.4	1.4	0.5	0.6	0.4	0.4	2.5	2.5	1.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas





## Fragile embellie

La hausse de l'activité est bienvenue pour le parti travailliste, fraîchement élu. Les chiffres mensuels du PIB réel (plus précisément de la valeur ajoutée réelle) indiquent une progression de l'activité au Royaume-Uni de 0,4% m/m en mai selon l'ONS, qui fait suite à une stabilisation en avril. Si le secteur manufacturier (+0,4% m/m) et la construction (+1,9% m/m) ont davantage soutenu la croissance que les services (+0,3% m/m) en mai, ce sont bien ces derniers qui ont porté l'activité depuis un an, avec un rebond dans le transport et la logistique (+7,3% a/a) et une nette accélération dans les activités « professionnelles, scientifiques et techniques » (+4,1% a/a). Les enquêtes PMI suggèrent une activité à nouveau en croissance au 3<sup>e</sup> trimestre 2024. L'indice composite a néanmoins reculé en juin (-0,7 point à 52,3), avec une baisse à la fois de l'indice manufacturier (-0,3 point à 50,9), qui reste toutefois au-dessus du seuil d'expansion, et des services (-0,8 point à 52,1). En parallèle, l'enquête RICS pour le secteur de l'immobilier indique des perspectives de ventes de logements au plus haut depuis janvier 2022.

Le reflux de l'inflation, la hausse des salaires réels, et les perspectives de baisses de taux à venir (dès août, selon nos anticipations), conduisent à une très nette amélioration de la confiance des ménages (indice GfK en hausse de +3 points à -14 en juin), portant celle-ci à son plus haut niveau depuis septembre 2021. Le sous-indice sur les perspectives économiques à douze mois explique cette hausse, mais celui sur les perspectives d'achats de biens durables reste très bas, bien qu'en amélioration en juin.

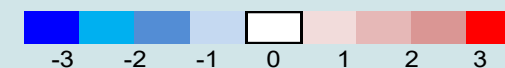
La nouvelle hausse du taux d'épargne des ménages au T1 - à 11,1% du revenu disponible, le niveau le plus élevé hors Covid depuis 2010 - illustre la volonté de ces derniers de limiter leur consommation, dans un contexte incertain et de remontée du chômage. Les ventes au détail ont quand même rebondi de 2,8% m/m en mai, après trois mois consécutifs de baisse.

À court terme, la situation est donc plutôt favorable pour le nouveau gouvernement, qui reste toutefois confronté à des défis structurels de taille et à une économie qui se maintient sur une trajectoire de croissance relativement faible, avec une hausse attendue de seulement 0,8% en moyenne annuelle en 2024, selon nos prévisions actuelles.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 12 juillet 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
PMI manufacturier	-1.0	-1.5	-1.2	-1.1	-0.6	-0.8	-0.6	-0.5	0.1	-0.2	0.3	0.2
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.9	-2.4	-1.1	-1.4	-0.7	-0.6	-0.5	-1.3	-0.5	-0.5	-0.1	-0.4
PMI manufacturier - emploi	-0.8	-0.7	-0.9	-0.8	-0.6	-0.8	-0.5	-1.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3
PMI services	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.7	0.8	0.7	0.6	1.0	0.6	0.4
Climat des affaires (volume des carnets de commande dans l'industrie)	0.1	-0.2	-0.4	-0.8	-1.3	-0.7	-1.0	-0.5	-0.4	-0.7	-1.2	-0.4
Confiance des ménages	-1.1	-0.8	-0.4	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.1
Production industrielle	0.5	0.3	0.3	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	-0.3	-0.1	
Ventes au détail	-1.1	-0.6	-0.6	-0.8	-0.3	-1.0	-0.2	-0.4	-0.3	-0.8	0.0	
Exportations	-0.8	-1.2	-1.4	-0.3	-0.5	-2.2	0.7	-0.3	-1.0	-0.2	-1.3	
IPC	1.8	1.7	1.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	-0.2	-0.4	
Taux de chômage	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8			



\* 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	Prévision			Prévisions annuelles		
T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.0	-0.1	-0.3	0.7	-0.3	0.5	0.2	0.3	0.1	1.0	1.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

## La bonne et la mauvaise inflation

La croissance économique nippone devrait bénéficier d'un rebond technique au 2<sup>e</sup> trimestre : nous attendons +0,5% t/t après la contraction du T1 (révisée à la baisse à -0,7% t/t). Les perspectives demeurent négatives – notamment pour la demande, en dépit des baisses d'impôts introduites en juin – alors que la dépense de consommation des ménages s'est contractée de -1,8% a/a en mai. Par ailleurs, si l'augmentation des salaires (hors bonus) atteint en mai un record depuis 1993 (+2,5% a/a), signe de la transmission croissante de la hausse des salaires négociés (+5,1% a/a selon le syndicat Rengo), les revenus réels ne progressent toujours pas (-1,4% a/a).

Les enquêtes mensuelles d'activité subissent un contrecoup en juin : à 50,0 (-0,4 point) pour le PMI manufacturier et à 49,4 (-4,4 point) pour le PMI des services, qui passe en zone de contraction pour la première fois depuis août 2022. Le PMI composite indique également une contraction (49,7, -2,9 points), avec des signaux contraires entre le prix des intrants (61,6, +1,2 point) et de la production (53,9, -1,6 point) suggérant une moindre capacité à répercuter la hausse des coûts de production sur les prix de vente. Quant à l'enquête trimestrielle Tankan de la Banque du Japon (BoJ), elle rapporte, au niveau agrégé (toutes industries et tailles d'entreprise), une stabilité du climat des affaires au second trimestre.

L'inflation sous-jacente (hors nourriture non-transformée) repart à la hausse en mai (+2,5% a/a, +0,3pp) – ce qui précéderait une nouvelle accélération probable si l'on en croit l'IPC sous-jacent de Tokyo en juin (+2,1% a/a, +0,2pp) – sur fond de retrait des mesures relatives aux prix de l'énergie. Si l'inflation énergétique bondit (+7,2% a/a, +7,1pp), le prix des services poursuit sa décélération (+1,6% a/a, -0,1pp). Par conséquent, la cause du rebond de l'inflation ne correspond pas au cercle vertueux de reflation revenus-consommation attendu par la BoJ pour poursuivre sa normalisation monétaire.

Alors que la prochaine réunion de la Banque centrale (30-31 juillet) donnera lieu à la présentation d'un plan détaillé sur la réduction du rythme d'achats d'obligations, le dernier *Summary of Opinions* de l'institution prépare à l'ajustement du degré d'assouplissement des conditions financières. À cet égard, nous anticipons un prochain mouvement (+0.15pp) en septembre sur l'*uncollateralized overnight call rate*, actuellement à +0.0% / +0.1%.

Anis Bensaidani, avec la collaboration de Elisa Petit (achevé de rédiger le 12 juillet 2024)

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon\*

	juil 23	août 23	sept 23	oct 23	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24
PMI manufacturier	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.7	-0.4	-0.1	0.1	0.0
PMI services	0.8	0.9	0.8	0.3	0.2	0.3	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	-0.1
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.5	-0.3	-0.4	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.4
PMI manufacturière - emploi	0.4	0.0	0.1	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.5	0.3	1.1	0.8	0.6
Confiance des ménages	-0.6	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6
Production industrielle	-0.3	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.8	-0.3	-0.5	0.1	
Commandes privées de machines	0.2	0.2	0.3	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.6	0.9	0.6	0.3	
Ventes au détail	2.0	2.0	1.7	1.0	1.4	0.4	0.3	1.2	0.0	0.3	0.6	
Exportations	-0.3	-0.5	-0.1	-0.2	-0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.5	
IPC	2.3	2.2	2.0	2.2	1.8	1.6	1.3	1.7	1.7	1.5	1.7	
IPC sous-jacent	3.5	3.4	3.3	3.1	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0	1.6	1.4	
Taux de chômage	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	
Emploi	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.6	0.3	0.0	0.8	0.1	-0.3	0.0	
Salaires	1.3	1.3	0.9	1.2	1.0	1.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.0	

\* 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 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T4 2023	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023 (observé)	2024	2025
0.9	-1.0	0.0	-0.7	-0.3	0.5	0.3	0.2	1.8	-0.4	0.7

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



# LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

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

## ECONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable +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, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani  
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette  
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, 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

## ECONOMIES 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 Antoine  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

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

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 mickaëlle.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

ECONOMIC RESEARCH

ECOPULSE