

ECO PULSE

Novembre 2024

BAROMÈTRE MENSUEL DES INDICATEURS DE L'OCDE



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Les chiffres du PIB pour le 3e trimestre 2024 ainsi que les données conjoncturelles récentes confortent la hiérarchie entre les principales économies avancées en matière de croissance.

Les États-Unis et l'Espagne restent en tête avec une croissance au beau fixe au 3e trimestre 2024 et des perspectives favorables pour le 4e (bien qu'en léger ralentissement de 0,7% à 0,5% t/t pour les États-Unis). À l'inverse, l'Allemagne et l'Italie sont en queue de peloton avec une quasi-stagnation pour l'Allemagne (+0,1% t/t) et une croissance au point mort pour l'Italie (croissance nulle). Il s'agit, en termes de taille absolue, des deux principales industries de la zone euro (devant la France) et ces deux pays pâtissent logiquement davantage des difficultés du secteur manufacturier, par ailleurs assez généralisées.

Les indicateurs du climat des affaires se sont dégradés en novembre, notamment en France et en Allemagne - entraînant dans leur sillage la zone euro - ainsi qu'au Royaume-Uni. Dans plusieurs pays (Allemagne, Royaume-Uni), la production manufacturière est même proche du plus bas niveau enregistré post-Covid. Au Japon, les indicateurs du climat des affaires sont cohérents avec une conjoncture plus stable.

Les signaux envoyés par le marché du travail sont mixtes avec, d'un côté, un net ralentissement des créations d'emplois (voire des destructions comme en Allemagne ou en France) et, de l'autre, une dynamique des salaires qui demeure favorable et s'accroît même du point de vue des salaires négociés en Allemagne et, à un moindre degré, en Italie. Conséquence de ces signaux contradictoires : la confiance des ménages ne bénéficie pas pleinement des gains de pouvoir d'achat associés.

Les différences persistantes en termes de croissance des deux côtés de l'Atlantique pourraient ouvrir une période de divergence en matière de politique monétaire. Si la BCE devrait poursuivre ses baisses de taux, la Réserve fédérale a signalé, par l'intermédiaire de son président, Jerome Powell, qu'il n'y avait pas d'urgence à continuer d'assouplir la politique monétaire. À ce stade, nous tablons toujours sur un nouvel assouplissement en décembre mais un *statu quo* paraît tout aussi probable. *Statu quo* pour lequel la Banque d'Angleterre devrait probablement opter lors de sa prochaine réunion en décembre, tandis que la Banque du Japon devrait procéder à une nouvelle hausse de taux.

Zone euro : Pas de répit dans l'industrie

Achevé de rédiger le 27 novembre 2024

Allemagne : Léthargie

France : Refroidissement

Italie : La croissance au point mort

Espagne : Une dynamique soutenue sur l'ensemble de l'année

États-Unis : Pas d'urgence

Royaume-Uni : Quelques signaux positifs, malgré tout

Japon : Ralentissement de la croissance



Pas de répit dans l'industrie

L'indicateur PMI pour le secteur manufacturier s'est retranché davantage en zone de contraction en novembre, passant de 46 à 45,2. L'indice pour l'emploi a notamment atteint son plus bas niveau depuis août 2020 (45,3). La dynamique dans les services s'inverse également, avec un indicateur PMI à nouveau sous le seuil des 50 en novembre, à 49,2. Par ailleurs, la confiance des ménages s'est dégradée en novembre (-1,2 point à -13,7 selon l'indice flash de la Commission européenne) et n'a que très marginalement progressé au second semestre.

Un retournement du marché du travail semble désormais probable en 2025 compte tenu de la dégradation des enquêtes de conjoncture, dans le secteur manufacturier comme dans les services, et des annonces de restructurations qui se succèdent depuis quelques semaines. Cette détérioration serait toutefois amortie par le soutien à la croissance apporté par la hausse des salaires réels et la baisse progressive des taux d'intérêt, qui se poursuivrait jusqu'à la mi-2025.

Les salaires négociés en zone euro ont surpris à la hausse au troisième trimestre, enregistrant un bond de 3,5% à 5,4% en glissement annuel. Néanmoins, cette progression est soutenue par et circonscrite à l'Allemagne (la croissance annuelle des salaires négociés en France, en Italie et en Espagne s'est stabilisée sous les 3,5% au T3). Par ailleurs, ces résultats divergent de l'indice des salaires agrégés *Indeed* pour la zone euro, qui affichait une hausse de seulement 3,25% a/a en octobre. L'inflation headline harmonisée a dépassé la barre des 2% en octobre, et devrait continuer de se renforcer légèrement d'ici la fin de l'année, en raison d'effets de base dans l'énergie.

Notre *Nowcast* pour le T4 2024 se situe actuellement à 0,3% t/t, ce qui est en ligne avec notre prévision. La croissance en zone euro atteindrait une moyenne annuelle de 0,8% en 2024 et un acquis de croissance pour 2025 relativement favorable à hauteur de 0,5%. Si les risques qui pèsent sur la croissance en zone euro semblent assez clairement orientés à la baisse, notre scénario central reste, à ce stade, celui d'un renforcement de l'activité en 2025.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 25 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de la zone euro*

	nov 23	déc 23	jan 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24	jul 24	août 24	sept 24	oct 24
Indicateur de sentiment économique (ESI)	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4
ESI - industrie	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-1.0
ESI - services	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
ESI- commerce de détail	-0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.3	-0.4	-0.3
ESI- construction	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
Confiance des consommateurs	-0.8	-0.5	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
PMI manufacturier	-1.1	-1.0	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.5	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.7
PMI services	-0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.3	0.7	0.6	0.6	0.4	0.6	0.3	0.3
PMI manufacturier nouvelles commandes	-1.2	-1.2	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.4	-0.7	-0.7	-0.8	-1.0	-0.9
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-1.2	-1.1	-0.7	-0.7	-0.6	-0.8	-0.4	-0.8	-0.8	-0.9	-1.1	-0.8
PMI composite emploi	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.3	0.6	0.6	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Production industrielle	-0.9	0.0	-1.1	-1.2	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-0.4	-0.2	-0.6	
Ventes au détail	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.5	0.7	
Immatriculations de véhicules neufs	0.2	-0.2	0.5	0.4	-0.3	0.5	-0.2	0.1	-0.1	-0.9	-0.4	-0.1
IPCH	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.1
IPCH sous-jacent	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0
Taux de chômage	1.6	1.6	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			
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.5

Voir la méthodologie [Nowcast](#). Contact : [Tarik Rharrab](#)
Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Léthargie

D'après les dernières enquêtes sur le climat des affaires et celles réalisées auprès des ménages, le rebond de l'économie allemande devrait encore se faire attendre. Le climat des affaires IFO a retrouvé en novembre (85,7) un niveau proche de celui de septembre (85,4, soit son plus bas niveau depuis mai 2020), après un rebond ponctuel en octobre (86,5). Ce retour à un niveau bas s'explique principalement par l'indice sur les services dans un contexte politique incertain, l'éviction du ministre des Finances C. Lindner ayant soudainement fait entrer l'Allemagne dans une période pré-électorale (élection anticipée prévue le 23 février 2025).

En parallèle, la croissance des salaires négociés s'est nettement accélérée au 3e trimestre (salaire horaire en hausse de 8,8% a/a), résultat d'un processus de négociation assez long (bisannuel alors qu'il est annuel en France) et compensant par conséquent, avec retard, les salaires impactés par l'inflation. Cette hausse des salaires nominaux pourrait soutenir la consommation, mais ce soutien risque d'être modéré. En effet, l'indice de confiance des ménages s'est nettement dégradé, passant de -18,3 en octobre à -23,3 en novembre. Il est ainsi nettement inférieur à son niveau pré-crise inflationniste (-6,9 en février 2022 et +5,3 en moyenne entre 2001 et 2021).

Ce repli de la confiance des ménages s'explique par le retournement à la baisse perceptible sur le marché du travail, avec un climat de l'emploi de l'IFO à 93,7 en octobre (un plus bas depuis novembre 2005, hors périodes de récession de 2008 et de crise Covid) et des destructions nettes d'emplois de près de 76 000 unités au cours des quatre derniers mois. Parmi les éléments négatifs, l'inflation est remontée à 2,4% a/a en octobre (indice harmonisé) contre 1,8% en septembre et l'inflation dans les services atteint même 4,8% (contre un point bas à 3,4% a/a en décembre 2023).

Les données de PIB font état d'une économie en stagnation depuis trois ans environ. Le PIB du 3e trimestre 2024 est proche de celui du 4e trimestre 2021. La croissance au 3e trimestre a été révisée à 0,1% t/t (contre 0,2% en première estimation), soutenue par la consommation (privée et publique), mais tirée vers le bas par les exportations et l'investissement. Sur la base de notre prévision de 0,3% pour le T4 2024, l'économie allemande devrait s'être légèrement contractée en 2024 (-0,1%), comme en 2023.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 27 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Allemagne*

	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24	juil 24	août 24	sept 24	oct 24
IFO Climat des affaires manufacturier	-1.4	-1.6	-1.5	-1.6	-1.2	-1.1	-0.9	-1.1	-1.4	-1.6	-1.8	-1.7
IFO Climat des affaires services	-1.6	-1.5	-1.8	-1.7	-1.3	-1.1	-1.2	-1.0	-1.3	-1.4	-1.6	-1.3
IFO Climat des affaires dans le commerce de gros	-1.5	-1.8	-2.0	-2.0	-1.5	-1.4	-1.0	-1.5	-1.8	-1.7	-1.9	-1.8
IFO Climat des affaires dans le bâtiment	0.4	1.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.5	0.4	0.7	
GFK confiance des ménages	-2.7	-2.6	-2.4	-2.7	-2.6	-2.5	-2.1	-1.9	-1.9	-1.7	-1.9	-1.8
Production industrielle	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.8	-0.6	-1.2	-0.7	-1.0	-0.6	-0.8	
Commandes industrielles de l'étranger	-0.4	0.6	-0.4	-0.8	-0.1	0.0	-0.6	-1.2	0.0	-0.3	-0.2	
Nouvelles commandes dans le bâtiment	-0.5	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.0	0.5	-1.2	-0.8		
Ventes de détail	-0.9	-0.5	-0.7	-0.9	0.0	0.0	-0.9	-1.0	-0.5	0.4	1.0	
IPCH sous-jacent	1.7	1.5	1.5	1.6	1.4	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
Taux de chômage	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	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'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		
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
0.2	-0.4	0.2	-0.3	0.1	-0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Refroidissement

La conjoncture française enregistre une détérioration comme en témoignent le climat des affaires et la confiance des ménages. L'indice composite du climat des affaires de l'Insee est en repli d'un point par mois, passant de 98 à 96 entre septembre et novembre (moyenne de long terme à 100). Cette détérioration s'observe dans la totalité des secteurs, y compris dans les services, ce qui indique que le refroidissement de la conjoncture s'est diffusé dans l'économie.

Le commerce est le maillon le plus faible, avec des indices de l'Insee à 90 dans le commerce de détail hors automobile (-3 points en novembre) et à 93 dans le commerce de gros (-2 points), ce qui souligne le faible niveau de la demande. Les carnets de commande dans l'industrie montrent qu'en matière de demande, l'investissement est le plus à la peine avec notamment un solde d'opinion sur les carnets de commandes à -63 en novembre pour les machines et les équipements.

La confiance des ménages s'est nettement détériorée (passant de 95 en septembre à 90 en novembre), en raison d'une forte hausse de la balance d'opinion sur les perspectives d'évolution du chômage (passant de 28 à 42 en deux mois). L'estimation flash des créations d'emplois dans le secteur privé a fait état de destructions pour le 2e trimestre consécutif (-25 000 au T3). De plus, si la désinflation est nette (indice harmonisé à +1,6% a/a en octobre vs. 4,6% un an auparavant), elle demeure incomplète au regard des prix des services (la moitié de l'indice), dont la hausse reste forte (2,9% a/a).

Nous anticipons une croissance de 0,1% t/t au T4 (il faut retrancher 0,3 point à notre *nowcast* de 0,4%, car il ne prend pas en compte le contrecoup lié aux JO qui ajoutait 0,3 point à la croissance du T3 et les retire de celle du T4). Deux facteurs nous laissent penser que la croissance devrait rester positive malgré ce contrecoup : le rebond des exportations aéronautiques (après de fortes contraintes de production jusqu'en octobre) et un petit surcroît de consommation (lié aux offres des constructeurs automobiles pour des achats intervenant avant le durcissement du bonus). Au global, la croissance atteindrait 1,2% en 2024 (1,1% en 2023), mais avec un acquis de croissance de 0,3 point pour 2025 (contre 0,5 point début 2024).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 27 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de la France*

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

* 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. 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		
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
0.1	0.5	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4	0.1	0.3	1.1	1.2	1.2

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



La croissance au point mort

L'activité économique italienne surprend à la baisse en cette fin d'année. Au troisième trimestre, la croissance est restée au point mort (0,0% t/t). Bien que les premiers indicateurs conjoncturels suggèrent qu'elle devrait être plus positive au T4 (0,4% t/t d'après nos prévisions), cela ne permettrait finalement pas à l'Italie de dépasser la zone euro cette année (croissance annuelle moyenne estimée à 0,5% en Italie, versus 0,8% en zone euro).

Le secteur industriel reste sous pression. En septembre, la production s'est dégradée pour le vingtième mois consécutif (-3,9% a/a) et devrait continuer de le faire sur le reste de l'année. Les résultats de l'enquête PMI manufacturier pointent vers une nouvelle détérioration de la situation en octobre (46,9 ; -1,4pt), induite par la fragilisation de l'environnement international des ventes (composante « nouvelles commandes » en baisse de 0,6pt à 45,1) et la faiblesse de l'industrie automobile.

Du côté du secteur des services, la dynamique est différente. La perte de vitesse observée depuis ces six derniers mois s'est interrompue en octobre (PMI associé à 52,4, +1,9 point), ce qui a soutenu l'amélioration du climat des affaires global (PMI composite à 51,0, +1,3 point).

Les salaires négociés continuent de croître (3,5% a/a au T3) à un rythme supérieur à l'inflation (1,0%, +0,3pp sur un mois). Cela a fini par faire remonter la confiance des ménages en octobre, après une année de stagnation ; elle a ainsi retrouvé son meilleur niveau depuis avril 2023 (-14,8). Selon les résultats de l'enquête de la Commission européenne, la situation financière actuelle des ménages s'est nettement améliorée – elle retrouve son meilleur niveau depuis janvier 2022 (10,2, +2,3 points) – et les intentions d'effectuer des achats importants au cours de l'année à venir continuent de croître (-24,2, +0,2 point).

De ce fait, nous anticipons que la consommation des ménages contribuera un peu plus favorablement à la croissance du PIB réel au cours de la deuxième partie de 2024. Les ventes au détail ont d'ailleurs nettement rebondi par rapport à ce que nous observions lors des précédents trimestres (+0,4% 3m/3m en septembre), mais les immatriculations de nouveaux véhicules restent très négatives (-2,8% 3m/3m en octobre).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 25 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Italie*

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

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

Croissance du PIB

Observé					Acquis	Prévision	Prévisions annuelles			
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
0.2	-0.0	0.3	0.2	-0.0	0.0	0.4	0.3	0.8	0.5	1.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Une dynamique soutenue sur l'ensemble de l'année

La fin d'année 2024 s'annonce toujours aussi dynamique en Espagne. Après avoir enregistré une croissance du PIB encore plus importante que prévu au T3 (0,8% t/t contre 0,6% anticipé), les premières données disponibles pour le T4 indiquent, sans trop de surprise, que le pays restera le meilleur élève des quatre grands de la zone euro. Selon nos prévisions, le PIB réel devrait encore croître de 0,7% t/t au dernier trimestre, ce qui porterait la croissance à 3,0% en moyenne annuelle.

Le climat des affaires est resté très positif en octobre (PMI composite à 55,2, -1,1 point sur un mois), porté par l'activité du secteur manufacturier (54,5, +1,5 point). Celle-ci a atteint son plus haut niveau depuis février 2022 à la faveur d'une nouvelle hausse de la demande intérieure et étrangère (composante « nouvelles commandes » en hausse de 0,9 point à 54,3). De son côté, le secteur des services continue de croître à un rythme spectaculaire (54,9), mais plus lent que celui de septembre (-2,2 points), du fait du ralentissement de la croissance de la plupart de ses composantes.

Le marché du travail a mieux résisté en octobre qu'au cours des dernières années. Le nombre de chômeurs a augmenté de plus de 26 000 personnes – il s'agit de la plus faible augmentation pour un mois d'octobre depuis 2013¹, et le nombre d'affiliés à la sécurité sociale a enregistré sa plus forte hausse pour ce mois depuis 22 ans² (+134 307 personnes). Par ailleurs, les perspectives sur le marché du travail restent positives, les chefs d'entreprises des secteurs manufacturier et des services indiquant toujours des hausses d'embauches (+1,7 et +0,2 point respectivement selon l'enquête PMI).

L'inflation harmonisée reste en dessous de la barre des 2% en octobre (1,8% a/a), malgré sa légère remontée (+0,1pp) attribuable à la hausse de la TVA sur les denrées alimentaires de base, ainsi qu'à un effet de base sur les prix de l'énergie. Ce ralentissement global de l'inflation par rapport aux niveaux observés il y a quelques mois, associé à la croissance, toujours importante, des salaires négociés (3,0% a/a au T3), permet au pouvoir d'achat des ménages de continuer de se rétablir.

Cette hausse des revenus réels, combinée à la réduction progressive de l'épargne des ménages (13,1% du RDB au T2), soutient leur consommation. Les données conjoncturelles du début du T4 indiquent qu'elle devrait rester le moteur de la croissance : les immatriculations de nouveaux véhicules ont, de nouveau, progressé en octobre (+7,2% a/a), et les volumes des ventes au détail ont crû de 4,1% a/a.

1 À l'exception des années 2021 et 2022.

2 À l'exception de l'année 2021.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 25 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de l'Espagne*

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

* 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			
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6	2.7	3.0	2.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Pas d'urgence

La croissance économique des États-Unis est demeurée dynamique au troisième trimestre, avec une croissance du PIB de +0,7% t/t (stable par rapport au T2). L'accélération de la consommation des ménages (+0,9% t/t, +0,2pp) consacre son statut de moteur de la croissance, tandis que l'investissement productif (+0,8% t/t) et le secteur public (+1,2% t/t) y contribuent également positivement. À l'inverse, l'investissement résidentiel et le commerce extérieur jouent à la baisse sur le taux de croissance. Au quatrième trimestre, nous anticipons un léger repli de la croissance à +0,5% t/t, ce qui porterait le taux de croissance annuel moyen à +2,7% (-0,2pp) pour l'ensemble de l'année 2024.

D'après les premières enquêtes d'activité pour le T4, la divergence sectorielle se poursuit. La baisse de la composante « production » (46,2, -3,6pp) est à l'origine du recul de l'ISM manufacturier à 46,5 (-0,7pp) au mois d'octobre, tandis que l'ISM non manufacturier croît pour un quatrième mois consécutif et atteint un plus haut sur deux ans à 56,0 (+1,1pp). Dans ce secteur, l'activité et les nouvelles commandes ralentissent. Les embauches repassent en positif (53,0, +4,9pp) et les livraisons se font plus lentes, ce qui indique une activité plus dynamique.

Les créations d'emplois se sont effondrées en octobre, passant de +223k à +12k, un plus bas (hors pandémie) depuis février 2019. Les données mensuelles ont toutefois été fortement perturbées par la grève des salariés de Boeing (l'emploi dans le secteur « production de biens » a reculé de -37k) et les conditions météorologiques adverses ayant impacté la collecte des données. Le taux de chômage est resté stable, à 4,1%, tandis que les salaires ont accéléré marginalement (+4,0% a/a, +0,1pp).

Du côté de l'inflation, des effets de base expliquent la première hausse de l'IPC en variation annuelle depuis 7 mois, à +2,6% (données CVS, +0,2pp), et le 3m/3m annualisé s'apprécie à +1,9% (+0,7pp). La désinflation ne progresse pas plus du côté de l'indice sous-jacent, stable en glissement annuel (+3,3%) comme en variation mensuelle (+0,3%).

La réunion du FOMC des 6 et 7 novembre dernier a abouti à une baisse attendue de 25 pb de la cible de taux à +4,5% - +4,75%. Ce mouvement est justifié par les risques demeurant « globalement équilibrés » autour du mandat dual de la Réserve fédérale. Jerome Powell a, par ailleurs, affirmé que l'élection présidentielle n'aurait « pas d'effet à court terme sur [les] décisions [du FOMC] ». Plus tard, il a indiqué qu'il n'y avait pas d'urgence à baisser davantage la cible de taux au regard des conditions macroéconomiques actuelles.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 22 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs des États-Unis*

	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24	juil 24	août 24	sept 24	oct 24
ISM manufacturier	-0.7	-0.6	-0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7
ISM services	0.6	0.1	0.8	0.6	0.3	-0.1	0.9	-0.3	0.3	0.4	1.2	1.4
ISM services emploi	0.1	-1.2	0.1	-0.4	-0.3	-0.8	-0.6	-0.8	0.2	0.0	-0.4	0.6
ISM manufacturier emploi	-0.7	-0.4	-0.5	-0.7	-0.5	-0.2	0.2	-0.1	-1.2	-0.7	-1.1	-1.0
Confiance des ménages (Université du Michigan)	-1.5	-0.8	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8
Confiance des ménages (Conf. Board)	0.3	0.6	0.7	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3	0.6
Production industrielle	-0.2	0.0	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
Permis de construire	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3
Ventes au détail en valeur	-0.1	0.2	-0.7	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2
Consommation des ménages en volume	0.3	0.5	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	
Pouvoir d'achat des ménages	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
Déflateur de la consommation	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1	
Déflateur de la consommation sous-jacente	1.0	0.8	0.9	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
IPC	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0
IPC sous-jacent	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
Emplois non agricoles	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Taux de chômage	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	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		
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
1.1	0.8	0.4	0.7	0.7	1.3	0.7	0.5	0.5	2.9	2.7	2.1

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Quelques signaux positifs, malgré tout

La dégradation des indices PMI est moins nette au Royaume-Uni qu'en zone euro, mais elle est bien enclenchée depuis cet automne : le composite PMI a reculé de 1,8 point à 49,9 en novembre, avec une détérioration à la fois dans le secteur manufacturier (-1,3 point à 48,6) et dans les services (-2 points à 50). Par ailleurs, la production industrielle, en moyenne lissée sur trois mois, a atteint en septembre son plus bas niveau post-Covid. Comme l'industrie, le secteur de la construction résidentielle reste également déprimé, avec un indice PMI en recul de 4,9 points à 49,4 en novembre. Cela fait suite à une nouvelle contraction de la construction de logements (hors logements sociaux) de 0,7% au T3, après une baisse conséquente de 2,2% t/t au T2.

Ces dynamiques sont toutefois contrebalancées par une reprise de la consommation et des autres postes de l'investissement. Selon les chiffres préliminaires de l'ONS, la consommation finale des ménages et l'investissement des entreprises – hors construction de logements – ont progressé, respectivement, de 0,5% t/t et de 1,2% t/t au T3, en hausse pour le troisième trimestre d'affilée. Si les ventes au détail ont reculé de 0,7% m/m en octobre, elles progressent à nouveau en moyenne sur trois mois.

L'inflation a rebondi en octobre de 1,7% à 2,3% a/a, tirée essentiellement par la hausse des tarifs réglementés sur le gaz et l'électricité, qui a pris effet ce mois-là. À 5,0%, l'inflation dans les services ne reflue pas – elle reste notamment importante dans la santé et l'éducation. Les marges de manœuvre sont donc toujours réduites pour la Banque d'Angleterre, qui devrait opter pour le statu quo lors de la réunion du 19 décembre.

La croissance du PIB réel pour le T3 est ressortie en dessous des attentes, à 0,1% t/t. La progression de la consommation et de l'investissement évoquée précédemment a été en partie compensée par la baisse des exportations et surtout par les effets de déstockage. Le soutien apporté par le recul des taux d'intérêt à l'activité reste encore limité, mais jouera plus favorablement au T4 2024 et a fortiori en 2025. Nous anticipons un rebond de la croissance à hauteur de 0,3% t/t au quatrième trimestre, avant un renforcement et une stabilisation à hauteur de 0,4% en rythme trimestriel sur l'ensemble de l'année 2025.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 25 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs de Royaume-Uni*

	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24	juil 24	août 24	sept 24	oct 24
PMI manufacturier	-0.6	-0.8	-0.6	-0.5	0.1	-0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.3	0.0
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.7	-0.6	-0.5	-1.2	-0.5	-0.4	-0.1	-0.4	0.0	-0.6	-0.4	-0.8
PMI manufacturier - emploi	-0.6	-0.8	-0.5	-1.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.5	-0.2	0.2
PMI services	0.2	0.6	0.8	0.7	0.6	1.0	0.6	0.4	0.5	0.7	0.5	0.4
Climat des affaires (volume des carnets de commande dans l'industrie)	-0.8	-1.3	-0.7	-1.0	-0.5	-0.4	-0.6	-1.2	-0.4	-1.1	-0.6	-1.3
Confiance des ménages	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	-0.3
Production industrielle	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.2	-0.3	
Ventes au détail	-0.2	-0.9	-0.2	-0.3	-0.2	-0.7	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.5	0.3
Exportations	-0.5	-2.1	0.7	-0.3	-1.0	-0.2	-1.3	-1.0	-1.3	-0.8	-1.0	
IPC	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3
Taux de chômage	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	0.9		

* 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			
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
-0.1	-0.3	0.7	0.5	0.1	-0.3	0.3	0.4	0.3	0.9	1.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



Ralentissement de la croissance

L'économie japonaise a décéléré au troisième trimestre, la croissance du PIB fléchissant à +0,2% t/t (-0,3pp) – rythme qui devrait se maintenir au quatrième trimestre. Toutefois, il convient de souligner l'accélération de la consommation privée (+0,9% t/t, +0,2pp). En revanche, les chiffres de l'investissement sont négatifs, tant sur la composante résidentielle (-0,1% t/t, -1,5pp) que sur la non-résidentielle (-0,2% t/t, -1,1pp). La contribution négative la plus importante (-0,4pp) est celle du commerce extérieur, la croissance des importations (+2,1% t/t) excédant sensiblement celle des exportations (+0,4% q/q).

Les enquêtes d'activité du mois de novembre ont assez peu évolué. Le Jibun Bank PMI a reculé marginalement dans le secteur manufacturier et il s'inscrit en zone de contraction pour le cinquième mois consécutif (49,0, -0,2pp). Point positif : la détérioration des nouvelles commandes à l'exportation faiblit (49,2, +3,9pp). En outre, dans le secteur des services, l'activité repasse légèrement en zone d'expansion (50,2, +0,5pp). L'amélioration du PMI composite reste, par conséquent, modeste (+0,2pp, à +49,8).

Si l'inflation sous-jacente (qui exclut la nourriture non transformée) baisse très légèrement, de 0,1pp à +2,3% a/a en octobre, les prix repartent à la hausse en variation mensuelle (+0,6% m/m), après une baisse en septembre due au retour du subventionnement des factures énergétiques. À noter aussi, l'accélération des prix des services en glissement annuel pour la première fois depuis le mois de juin (+1,5% a/a, +0,2pp).

La situation sur le front de la dynamique salariale est mitigée. D'un côté, s'agissant des salaires contractuels programmés, la croissance des salaires nominaux accélère à nouveau en septembre : elle atteint un plus haut sur plus de 30 ans à +2,5% a/a (+0,1pp). De l'autre, la mesure relative aux employés à temps plein, jugée plus pertinente pour les pressions sous-jacentes, est restée stable à +2,7% a/a. Les salaires réels s'affichent à nouveau à la baisse, à -0,4% a/a. En revanche, le taux de chômage fléchit à 2,4% (-0,1pp), qui suggère un état de tension sur le marché du travail propice à soutenir les salaires.

La réunion de la Banque du Japon (BoJ) des 30 et 31 octobre s'est conclue sur un nouveau *statu quo* de l'*uncollateralized overnight call rate* (taux directeur) à +0,25%. La publication associée de l'*Outlook for Economic Activity and Prices* du T4 rapporte des prévisions, de la part des membres du comité de politique monétaire, légèrement ajustées en matière de croissance (+1,1% contre +1,0% au T3) et d'inflation sous-jacente (+1,9% contre +2,1% précédemment) pour l'année fiscale 2025. Cela ne modifie pas la volonté de la BoJ de poursuivre le relèvement de son taux directeur selon son scénario central.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 25 novembre 2024)

Évolution mensuelle des indicateurs du Japon*

	nov 23	déc 23	janv 24	févr 24	mars 24	avr 24	mai 24	juin 24	juil 24	août 24	sept 24	oct 24
PMI manufacturier	-0.4	-0.5	-0.5	-0.7	-0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	-0.2
PMI services	0.2	0.3	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	-0.1	0.7	0.7	0.6	-0.1
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.6	-0.7	-0.5	-0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.5	-0.6	-0.9
PMI manufacturière - emploi	-0.1	0.0	-0.2	-0.5	0.3	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4	0.1	-0.1
Confiance des ménages	-0.6	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.7
Production industrielle	-0.2	0.0	-0.3	-0.8	-0.3	-0.5	0.1	-0.5	0.0	-0.3	-0.2	
Commandes privées de machines	-0.1	0.1	-0.1	0.6	0.9	0.6	0.3	0.5	0.5	0.3	0.2	
Ventes au détail	1.4	0.4	0.3	1.2	0.0	0.3	0.6	0.9	0.5	0.6	-0.2	
Exportations	-0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.5	0.1	0.3	0.1	-0.6	
IPC	1.8	1.6	1.3	1.7	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8	1.4	1.3
IPC sous-jacent	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3
Taux de chômage	1.2	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	1.2	1.3	
Emploi	0.6	0.3	0.0	0.7	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.0	0.4	0.0	
Salaire	1.0	1.2	3.2	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.7	3.7	3.5	

* 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'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			
T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2023	T4 2024	T1 2025	2023 (observé)	2024	2025
-1.0	0.1	-0.6	0.5	0.2	-0.3	0.2	0.1	1.7	-0.3	0.7

Sources : Refinitiv, BNP Paribas



LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 isabelle.mateosyago@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe à la cheffe 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 - 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

Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

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

Christine Pettier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.pettier@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 desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, 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).

États-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