

“ LE DÉCLIN DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER ACCROÎT, AU TRAVERS DE DIFFÉRENTS CANAUX, LE RISQUE D’UNE HAUSSE DE L’INFLATION. LES POLITIQUES AXÉES SUR L’OFFRE S’IMPOSENT DONC POUR ATTÉNUER CE RISQUE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Économie mondiale : vieillissement de la population, croissance des salaires et inflation

5

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés (change, bourse, taux, matières premières, etc.).

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : indices PMI

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques commentés, vidéos et podcasts des Études économiques.



ÉCONOMIE MONDIALE: VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION, CROISSANCE DES SALAIRES ET INFLATION

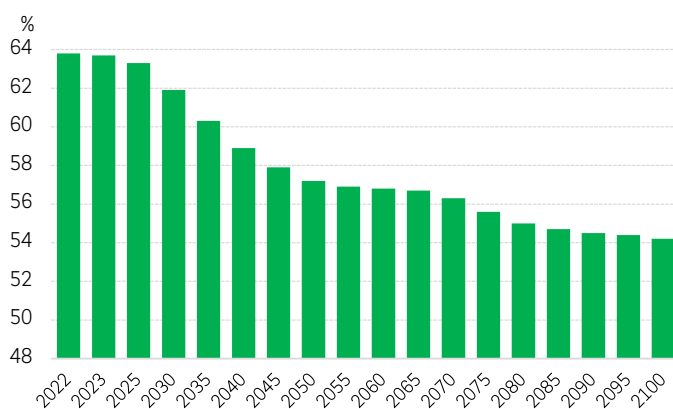
Les chercheurs s'accordent généralement sur un point : le vieillissement de la population est préjudiciable à la croissance économique car la population en âge de travailler diminue. Leurs avis sont plus partagés concernant son impact sur l'inflation qui dépend, entre autres, du comportement de consommation et d'épargne de chaque âge. Les évolutions salariales vont jouer un rôle clé. Une baisse de la population active pourrait créer des goulets d'étranglement structurels sur le marché du travail dans certains secteurs, déclencher une « guerre des talents » et obliger les entreprises à verser des salaires plus élevés et à augmenter leurs prix de vente, avec des répercussions possibles sur le reste de l'économie. Cela montre l'importance des politiques d'offre visant à augmenter la croissance potentielle du PIB et évitant d'amener la banque centrale à recourir, face au défi de l'inflation, à un resserrement de la politique monétaire qui amputerait la croissance réelle.

Les chercheurs s'accordent généralement sur un point : le vieillissement de la population est préjudiciable à la croissance économique. Une étude récente montre qu'aux États-Unis entre 1980 et 2010, il a entraîné une diminution du taux de croissance du PIB par habitant de 0,3 point de pourcentage par an¹. On peut supposer que cette tendance se poursuivra.

D'après les conclusions pour la zone euro d'une étude réalisée par la Commission européenne, et citée dans un document de la BCE, « le vieillissement de la population devrait avoir un effet modérateur sur la croissance potentielle »². L'hypothèse de la Commission est que la diminution de la population en âge de travailler (graphique 1) « ne sera pas significativement compensée par l'immigration et par une nouvelle augmentation du taux d'activité ». Elle s'attend néanmoins à ce que la productivité totale des facteurs constitue le principal moteur de la croissance potentielle à moyen terme³.

Les avis sont plus partagés concernant l'impact du vieillissement de la population sur l'inflation. En effet, celui-ci dépend, entre autres facteurs, de l'évolution des dépenses par rapport à la production, compte tenu des différences de comportement de consommation et d'épargne entre les tranches d'âge⁴. Les évolutions salariales peuvent aussi être un facteur important : une baisse de la population active peut créer des goulets d'étranglement structurels sur le marché du travail, déclencher une « guerre des talents », accroître le pouvoir de négociation des salariés, obligeant les entreprises à verser des salaires plus élevés et à augmenter leurs prix de vente. C'est l'un des canaux par lesquels le vieillissement de la population peut, au travers du marché du travail, influencer sur l'inflation (schéma 1).

ZONE EURO : PART DE LA POPULATION ÂGÉE DE 15 À 64 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROPOP2023, EUROSTAT, BNP PARIBAS

Pour approfondir l'analyse de ces facteurs, nous pouvons tout d'abord poser l'hypothèse que la population totale en âge de travailler est constante. Les retraités sont remplacés par de nouveaux entrants sur le marché du travail, par les immigrés, par des personnes décidant de travailler plus longtemps, ainsi que par une hausse du taux d'activité.

1 Source : Nicole Maestas, Kathleen J. Mullen, David Powell, The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force, and Productivity, American Economic Journal: Macroeconomics, avril 2023.

2 Source : The macroeconomic and fiscal impact of population ageing, publication occasionnelle de la BCE, n°296, juin 2022.

3 Il existe un désaccord sur l'impact du vieillissement de la main-d'œuvre sur la productivité. L'étude mentionnée en note de bas de page 1 conclut à un effet négatif aux États-Unis.

4 Au risque de simplifier à l'excès, les jeunes générations épargnent en vue de constituer un patrimoine financier suffisant pour leur retraite tandis que les retraités présentent un taux d'épargne faible, voire négatif.



Le déclin de la population en âge de travailler accroît, au travers de différents canaux, le risque d'une hausse de l'inflation. Les politiques axées sur l'offre s'imposent donc pour atténuer ce risque.



Dans un tel scénario, un impact négatif sur l'inflation ne serait pas exclu. En effet, comme les seniors perçoivent un salaire plus élevé, si une cohorte plus âgée est remplacée par une autre plus jeune, le niveau de salaire moyen baisse. Cette diminution de la base de coûts des entreprises pourrait, sous l'effet des pressions de la concurrence, entraîner une baisse des prix de vente. Une hausse potentielle de la productivité, due à la modification de la structure par âge de la population active, pourrait aussi avoir un effet désinflationniste. D'un autre côté, la hausse plus rapide des salaires en début de carrière limiterait l'impact lié aux écarts de revenu salarial⁵; et les salariés plus âgés travaillant plus longtemps, la masse salariale des entreprises ne baisserait pas.

Une autre hypothèse, plus réaliste, repose sur la diminution de la population en âge de travailler, entraînant des goulets d'étranglement structurels sur le marché du travail dans de nombreux secteurs, voire la plupart. Une telle situation pousserait les salaires à la hausse, les entreprises s'efforçant de débaucher le personnel d'entreprises concurrentes ou des salariés aux compétences comparables venus d'autres secteurs. C'est ainsi que les pressions à la hausse des salaires dans un secteur donné s'étendraient à d'autres sans que ces derniers ne souffrent de problèmes de recrutement du même ordre. L'alourdissement de la masse salariale obligerait les entreprises à augmenter leurs prix de vente – si l'environnement concurrentiel le leur permet –, créant ainsi un autre canal de contagion avec le reste de l'économie.

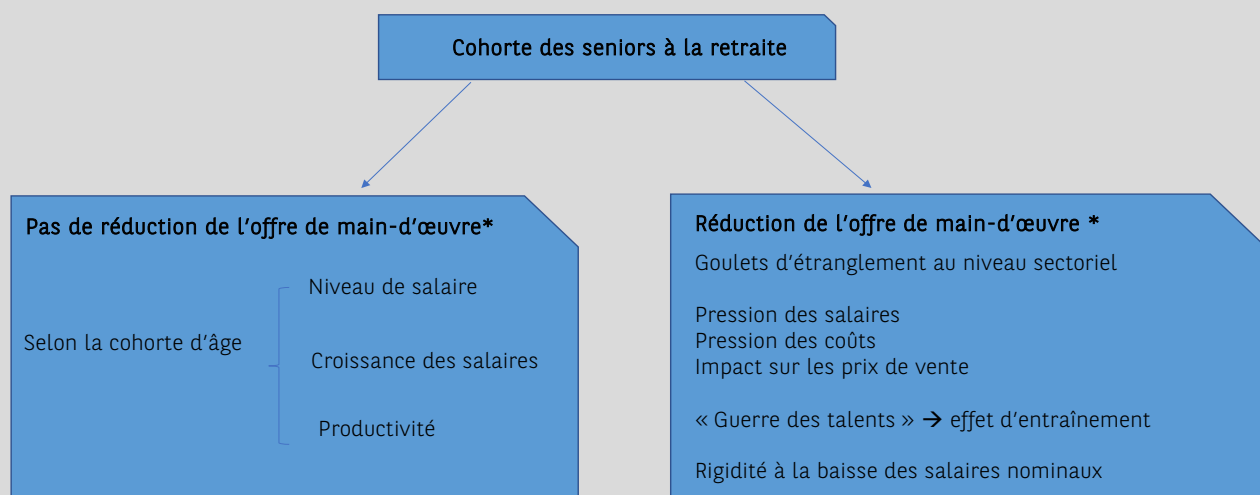
Qu'en est-il de la possibilité inverse, d'une main d'œuvre disponible excédentaire dans certains secteurs ? Cela pourrait-il contrebalancer l'effet inflationniste des tensions sur la main d'œuvre susmentionnées ? C'est très improbable étant donné la rigidité à la baisse des salaires nominaux. De plus, il s'agit plutôt là, semble-t-il, d'une question d'ordre spéculatif : un certain nombre d'éléments montrent que les pénuries de main-d'œuvre sont déjà très nombreuses.

Pour conclure, la baisse de la population en âge de travailler peut, par divers canaux, exercer des pressions à la hausse sur l'inflation. Le fait qu'il existe plusieurs canaux accroît le risque que cette possibilité théorique devienne réalité. C'est pourquoi les politiques d'offre s'imposent afin d'atténuer ce risque : meilleure adéquation entre les compétences (celles demandées par les entreprises et celles offertes par les demandeurs d'emploi), augmentation du taux d'activité, mise en œuvre d'incitations à travailler plus longtemps, politique en faveur d'une immigration qualifiée, stimulation de la productivité. Cela permettrait non seulement de renforcer la croissance potentielle, mais aussi d'éviter que la banque centrale ne soit obligée, face au défi de l'inflation, de resserrer sa politique monétaire, ce qui amputerait la croissance réelle.

William De Vijlder

⁵ « Les modifications de la structure par âge de l'emploi peuvent par conséquent avoir des effets significatifs sur la croissance des salaires. Les différents niveaux de salaire semblent être le principal canal par lequel ces effets s'exercent, dans la mesure où le salaire horaire moyen d'un salarié âgé de 60 ans ou plus est supérieur de plus de 50 % à celui d'un salarié de moins de 30 ans. Le fait que la croissance des salaires tende à se ralentir avec l'âge agit dans le sens opposé. Toutefois, cet effet a tendance à être plus graduel et il est par conséquent souvent moins important, notamment en périodes de fortes fluctuations conjoncturelles des taux d'activité ou de l'emploi entre les différentes tranches d'âge ». Source : Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi, Bulletin économique de la BCE, numéro 1 / 2018.

VIEILLISSEMENT ET CROISSANCE DES SALAIRES



SCHEMA 1

* immigration et évolution du taux d'activité prises en compte

SOURCE : BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 1-9-23 au 8-9-23

↘ CAC 40	7 297	▶ 7 241	-0.8 %			
↘ S&P 500	4 516	▶ 4 457	-1.3 %			
↗ Volatilité (VIX)	13.1	▶ 13.8	+0.8 pb			
↗ Euribor 3m (%)	3.77	▶ 3.80	+3.0 pb			
↗ Libor \$ 3m (%)	5.66	▶ 5.67	+0.8 pb			
↗ OAT 10a (%)	3.02	▶ 3.10	+7.7 pb			
↗ Bund 10a (%)	2.51	▶ 2.57	+5.9 pb			
↗ US Tr. 10a (%)	4.19	▶ 4.26	+7.1 pb			
↘ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.07	-0.9 %			
↗ Or (once, \$)	1 939	▶ 1 922	-0.9 %			
↗ Pétrole (Brent, \$)	88.6	▶ 90.7	+2.3 %			

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)

		+haut 23	+bas 23		
€ BCE	4.25	4.25 le 02/08	2.50 le 02/01		
Eonia	-0.51	-0.51 le 02/01	-0.51 le 02/01		
Euribor 3m	3.80	3.83 le 23/08	2.16 le 02/01		
Euribor 12m	4.09	4.19 le 07/07	3.30 le 19/01		
\$ FED	5.50	5.50 le 27/07	4.50 le 02/01		
Libor 3m	5.67	5.68 le 29/08	4.77 le 02/01		
Libor 12m	6.04	6.04 le 30/06	4.70 le 20/03		
£ Bque Angl	5.25	5.25 le 03/08	3.50 le 02/01		
Libor 3m	5.56	5.60 le 30/08	3.87 le 02/01		
Libor 12m	0.81	0.81 le 02/01	0.81 le 02/01		

Au 8-9-23

Rendements (%)

		+haut 23	+bas 23		
€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le 02/01	2.64 le 02/01		
Bund 2a	3.16	3.36 le 08/03	2.39 le 20/03		
Bund 10a	2.57	2.75 le 03/03	1.98 le 18/01		
OAT 10a	3.10	3.23 le 03/03	2.42 le 18/01		
Corp. BBB	4.63	4.77 le 10/07	3.95 le 02/02		
\$ Treas. 2a	5.03	5.16 le 25/08	3.85 le 04/05		
Treas. 10a	4.26	4.35 le 21/08	3.30 le 06/04		
High Yield	8.68	9.16 le 20/03	7.94 le 02/02		
£ Gilt. 2a	4.79	5.51 le 06/07	3.15 le 02/02		
Gilt. 10a	4.42	4.74 le 17/08	3.00 le 02/02		

Au 8-9-23

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23	+bas 23	2023	
USD	1.07	1.12 le 14/07	1.05 le 05/01	+0.4%	
GBP	0.86	0.90 le 03/02	0.85 le 11/07	-3.3%	
CHF	0.96	1.00 le 24/01	0.95 le 05/09	-3.2%	
JPY	158.22	159.39 le 30/08	138.02 le 03/01	+12.4%	
AUD	1.68	1.70 le 21/08	1.53 le 27/01	+6.5%	
CNY	7.87	8.08 le 19/07	7.23 le 05/01	+6.1%	
BRL	5.35	5.79 le 04/01	5.20 le 23/06	-5.1%	
RUB	105.14	110.46 le 14/08	73.32 le 12/01	+35.0%	
INR	88.88	92.37 le 14/07	86.58 le 08/03	+0.7%	

Au 8-9-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	90.7	90.7 le 08/09	71.9 le 12/06	+6.8%	+6.4%
Or (once)	1 922	2 047 le 04/05	1 810 le 24/02	+5.9%	+5.4%
Métaux, LMEX	3 664	4 404 le 26/01	3 564 le 24/05	-8.0%	-8.4%
Cuivre (tonne)	8 229	9 331 le 23/01	7 852 le 24/05	-1.6%	-2.0%
Blé (tonne)	192	2.9 le 13/02	190 le 01/09	-32.8%	-33.1%
Mais (tonne)	181	2.7 le 13/02	161 le 21/08	-30.3%	-30.5%

Au 8-9-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023	
Monde					
MSCI Monde	2 949	3 064 le 31/07	2 595 le 05/01	+13.3%	+24.5%
Amérique du Nord					
S&P500	4 457	4 589 le 31/07	3 808 le 05/01	+16.1%	+18.5%
Europe					
EuroStoxx50	4 237	4 471 le 31/07	3 856 le 02/01	+11.7%	+13.6%
CAC 40	7 241	7 577 le 21/04	6 595 le 02/01	+11.8%	+13.2%
DAX 30	15 740	16 470 le 28/07	14 069 le 02/01	+13.0%	+12.7%
IBEX 35	9 365	9 695 le 27/07	8 370 le 02/01	+13.8%	+11.6%
FTSE100	7 478	8 014 le 20/02	7 257 le 07/07	+0.4%	+10.2%
Asie Pacifique					
MSCI, loc.	1 225	1 246 le 01/08	1 065 le 04/01	+14.7%	+9.1%
Nikkei	32 607	33 753 le 03/07	25 717 le 04/01	+25.0%	+8.5%
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	974	1 052 le 26/01	941 le 16/03	+1.8%	+7.0%
Chine	59	75 le 27/01	57 le 21/08	-5.9%	+5.4%
Inde	835	835 le 20/07	703 le 16/03	+8.6%	+3.0%
Brésil	1 540	1 733 le 26/07	1 296 le 23/03	-0.2%	+2.9%

Au 8-9-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2023 au 8-9, €	Année 2023 au 8-9, \$	
Distribution	+64.2%	+64.2%	Automobile
Voyages & loisirs	+47.3%	+47.3%	Technologie
Technologie	+24.8%	+24.8%	Distribution
Construction	+22.7%	+22.7%	Voyages & loisirs
Automobile	+21.8%	+21.8%	Construction
Médias	+15.6%	+15.6%	Indice
Bs. de conso.	+10.6%	+10.6%	Médias
Industrie	+9.8%	+9.8%	Scs financiers
Banques	+7.1%	+7.1%	Assurances
Santé	+6.3%	+6.3%	Industrie
Indice	+3.9%	+3.9%	Pétrole & gaz
Chimie	+3.7%	+3.7%	Chimie
Scs collectivités	+2.6%	+2.6%	Matières premières
Pétrole & gaz	-0.2%	-0.2%	Pdts ménagers & soins
Télécoms	-3.4%	-3.4%	Santé
Assurances	-5.3%	-5.3%	Agroalimentaire
Agroalimentaire	-11.6%	-11.6%	Banques
Foncières	-11.7%	-11.7%	Scs collectivités
Matières premières	-15.3%	-15.3%	Télécoms

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

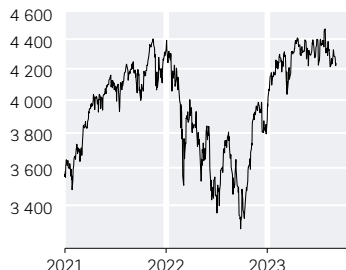
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

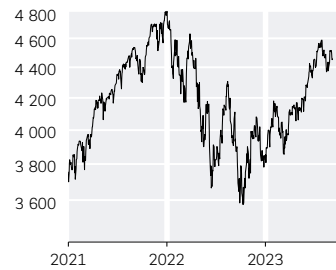
EURO-DOLLAR



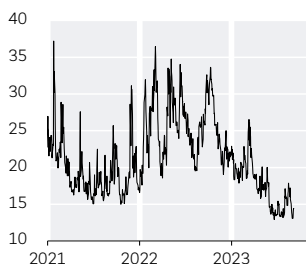
EUROSTOXX50



S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



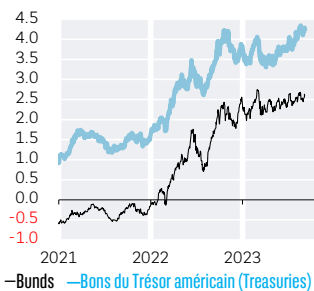
MSCI MONDE (USD)



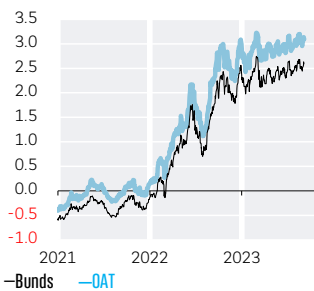
MSCI ÉMÉRGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

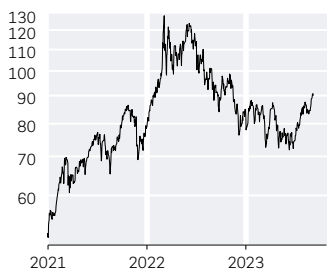


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

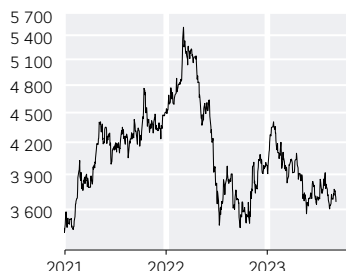
Année 2023 au 8-9

5.20%	Grèce	262 pb
4.22%	Italie	164 pb
3.59%	Espagne	101 pb
3.25%	Belgique	67 pb
3.24%	Portugal	66 pb
3.19%	Autriche	61 pb
3.12%	Finlande	54 pb
3.10%	France	52 pb
2.97%	Irlande	40 pb
2.94%	P-Bas	36 pb
2.57%	Allemagne	

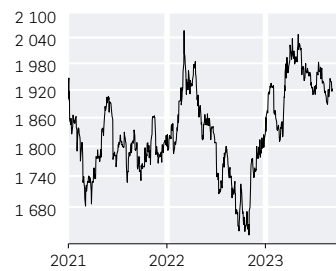
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

BAROMÈTRE

PMI SERVICES ET PMI MANUFACTURIER : L'ÉCART S'EST CONSIDÉRABLEMENT RÉDUIT

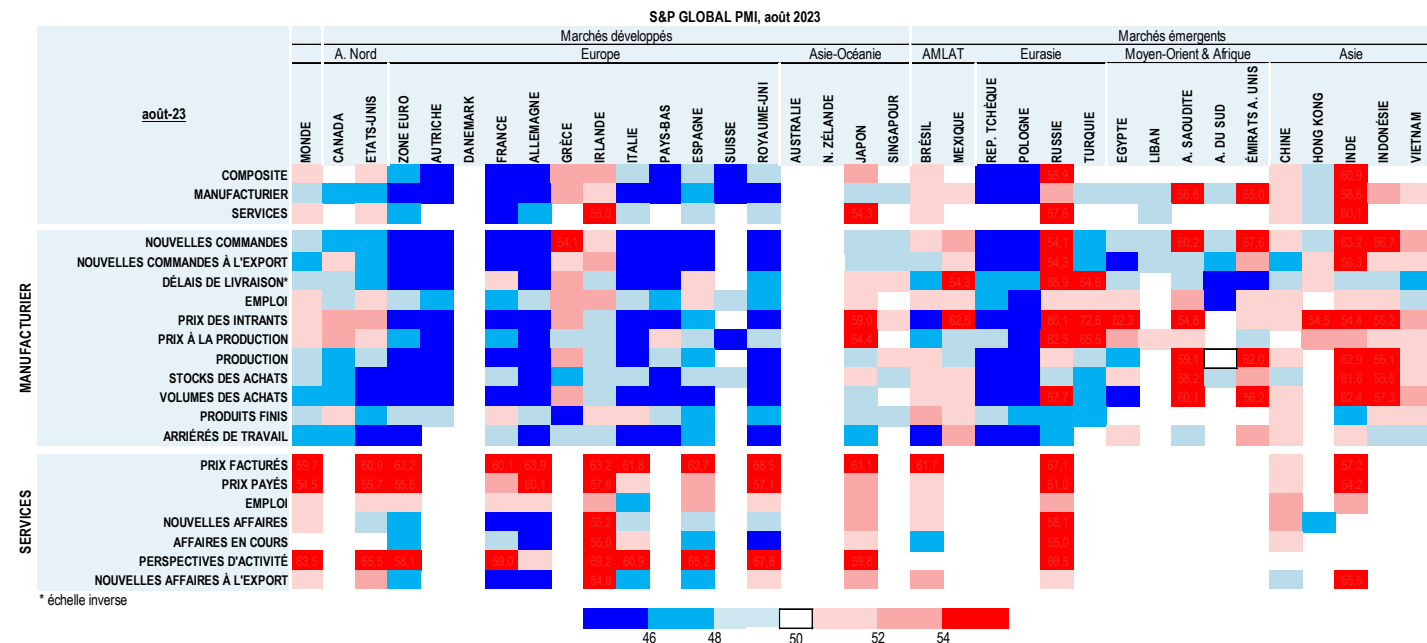
Selon son estimation finale, l'indice PMI composite S&P Global de l'activité mondiale s'est replié pour le septième mois consécutif en août. La perte d'élan de la croissance mondiale au milieu du 3^e trimestre est manifeste, un signal négatif renforcé par le niveau de l'indice, qui atteint tout juste 50 (contre 51,6 en juillet), soit le seuil séparant l'expansion de la contraction. La bonne nouvelle de la hausse modeste du PMI du secteur manufacturier (49 contre 48,6 en juillet) – la première depuis mai 2023 – est contrebalancée par la poursuite de la détérioration du PMI des services, pour le septième mois consécutif (51,1 contre 52,7 en juillet). Le découplage du climat des affaires entre les deux secteurs est en train de disparaître.

Dans les services, la détérioration est généralisée. Cinq composantes se sont repliées sur les six que couvre l'enquête : les nouveaux contrats pour les prestataires, les nouvelles commandes à l'export, les prix des intrants, l'emploi et les prix de vente. Onze des 16 pays pour lesquels les données d'août sont disponibles ont indiqué une baisse de l'indice par rapport au mois précédent. Cette baisse est marquée en zone euro, tirée vers le bas par l'Allemagne et l'Espagne, au point de repasser en territoire de contraction, une première depuis décembre dernier. L'indice s'est également dégradé aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Chine. L'indice chinois s'inscrit ainsi à un plus bas depuis décembre dernier alors que les mesures de confinement contre le Covid-19 étaient encore en place.

L'indice manufacturier global, s'il se redresse légèrement en août, reste en zone de contraction pour le douzième mois consécutif, traduisant les difficultés de l'environnement économique mondial. Dans le détail, les sous-indices des nouvelles commandes, de la production, des nouvelles commandes à l'export et des volumes des achats ont légèrement progressé mais restent en zone de contraction. Le sous-indice de l'emploi remonte (50,6 contre 50,1 en juillet), une bonne nouvelle contrebalancée par la remontée aussi des prix des intrants (51,1 contre 49,3) et des prix de vente (50,5 contre 49,7), après trois mois de baisse. L'indice de la zone euro s'est redressé, effaçant son repli de juillet, mais il reste franchement en zone de contraction, près de 7 points en dessous de la barre des 50. L'indice a également progressé dans les pays asiatiques qui couvre l'enquête. À l'inverse, les États-Unis, le Canada, et le Royaume-Uni ont vu leur indice baisser sous l'effet d'une diminution des nouvelles commandes et de la production. Au Japon, l'indice est resté stable.

Tarik Rharrab

S&P GLOBAL PMI - AOÛT 2023

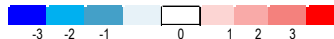


SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

BAROMÈTRE

ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (AOÛT VERSUS JUILLET)

	Marchés développés																			Marchés émergents																
	A. Nord										Europe									Asie-Océanie			AMLAT				Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie			
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM	
COMPOSITE	-1.0	-1.8	-1.9			-0.6	-3.9		2.6	-0.7		-3.1	-2.2						1.0				2.6													
MANUFACTURIER	0.4	-1.6	-1.1	0.8	1.8		0.9	0.3	-0.6	-3.8	0.9	0.6	-1.3	1.4	-2.3				0.0	0.1	2.3	-2.0		-0.4	0.6	-0.9	0.0	-1.6	-1.1	-1.0	1.8	0.4	0.9	0.6	1.8	
SERVICES	-1.6		-1.8	-3.0			-1.1	-5.0		-1.7	-1.7		-3.5	-2.0					0.5		0.4			-3.8				-1.6								
MANUFACTURIER	NOUVELLES COMMANDES	0.5	-1.5	-1.3	0.0	-0.4			-0.5	-0.2	-0.8	-3.4	0.6	0.6	-4.7	-4.3			0.4	0.1	2.6	-1.9	1.1	-1.0	1.8	-2.1	-0.3	-1.5	-2.9	2.4	0.2	2.8	-0.6	1.6	1.7	2.7
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	0.6	0.4	-1.8	1.1	-2.5			1.1	2.9	-0.4	4.3	-3.6	0.7	-0.1	-2.7			1.0	0.1	0.6	-2.4	4.1	2.3	7.0	-2.1	-1.2	-1.5	-11	4.1	2.9	1.9	-1.0	0.4	0.5	4.9
	DÉLAIS DE LIVRAISON	-0.7	0.1	-1.7	-3.1	-3.1			-4.4	-4.1	-0.3	0.2	-2.0	-4.2	-1.5	-0.5			-0.8	-0.1	-1.0	2.6	-3.8	0.3	-1.3	0.7	0.6			-6.9	4.7	0.7	0.8	-0.4	0.3	-1.2
	EMPLOI	0.5	-0.2	-1.6	0.2	0.5			-0.3	0.3	-1.4	2.1	-1.0	-1.4	1.0	-0.6	0.4			-0.9		1.6	-0.4	1.0	-0.2	-2.1	-0.8	0.8		1.3	0.1	2.8		-0.8	0.7	1.1
	PRIX DES INTRANTS	1.8	2.3	1.3	3.9	3.1			0.1	4.7	6.6	2.3	3.5	5.9	8.9	-1.8			1.4		6.7	3.3	4.6	2.4	4.1	-1.8	3.7		2.6	0.9	1.5	-0.6	0.7	-0.3	4.6	
	PRIX À LA PRODUCTION	0.8	1.5	1.3	1.1	3.3			-0.4	0.7	-0.1	0.1	2.0	3.7	3.0	2.1	-0.5			-0.8		2.3	0.5	1.1	1.6	2.0	-3.1	1.7	-0.4	0.9	0.3	-0.5	-0.6	-0.1	5.3	
	PRODUCTION	0.5	-3.4	-1.7	0.8	3.9			1.9	-1.6	-0.6	7.7	2.1	0.6	-1.5	-3.1			0.0	0.2	3.1	-2.2	0.9	-0.4	-0.4	-0.7	-1.0		-6.9	-0.8	2.4	1.8	0.2	2.3		
	STOCKS DES ACHATS	-0.8	-2.9	-2.4	0.9	3.8			-0.3	0.6	-0.3	4.0	0.1	-0.7	1.1	-2.0	-3.3			-0.7	0.3	2.4	-4.0	1.4	0.3	3.7	1.8	1.7		1.2	-1.9	-1.0	0.8	-0.1	0.4	
	VOLUMES DES ACHATS	0.4	-0.1	0.5	3.5				-1.5	-0.1	-0.9	6.9	-0.3	1.8	-2.0	-2.8			0.3		2.6	-2.1	-0.2	-0.4	1.8	-2.8	-5.3		-2.0	1.9	1.7	1.0	0.7	4.3		
	PRODUITS FINIS	0.2	0.6	1.6	0.4	-3.0			2.9	-0.4	-1.4	1.1	0.8	4.0	-1.8	-1.7			-1.4	0.1	2.2	-0.2	1.2	-0.5	-1.1	0.8				0.1	0.1	-1.5	0.7	-0.6		
	ARRIÈRES DE TRAVAIL	0.1	-0.1	0.3	1.1				2.1	2.0	-4.2	-0.4	0.7	-0.3	1.2	-3.7			-0.5		-0.1	-2.9	-2.0	2.3	-0.7		0.8		-0.8	-3.2	0.4	-0.7	-1.1	1.4		
SERVICES	PRIX FACTURÉS	-0.5	-2.3	0.9				-0.4	0.9		-1.5	3.8		0.3	0.1				3.2		-2.1			7.1								-0.9		2.4		
	PRIX PAYÉS	-0.6	-0.9	-0.6				-1.3	0.0		1.3		-0.8	-2.3					0.0		-0.7			0.6								-0.4		0.6		
	EMPLOI	-0.1	-0.6	-1.7				-1.8	-1.6		0.8	-2.4		-1.3	-1.2				2.8		0.5			4.1								-0.1		1.3		
	NOUVELLES AFFAIRES	-1.0	-2.2	-1.5				-1.7	-0.6		-2.4	-2.2		-1.9	-1.5				1.7		0.5			4.7								-0.6		4.9		
	AFFAIRES EN COURS	-1.0		-1.1				-2.4	-1.7		0.8	2.4		-2.6	-2.8				0.8		-0.4			5.4								0.2				
	PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	1.2		1.6	0.0			-1.3	2.0		0.2	-2.5		1.0	-0.1				0.9					6.6												
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	-1.4		-2.1	-0.3			-0.1	2.0		-0.5	-2.5		-3.6	-0.7				-0.5		1.8			1.5													



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

Après un 2nd semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3^e trimestre devrait être encore très positive avant un tassement net au 4^e trimestre et un glissement en récession au 1^{er} semestre 2024. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la dérive de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale devrait revenir au voisinage de la cible de 2% en 2024. La lenteur du processus de désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au 2^e trimestre 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid. Cependant, le rebond s'est essoufflé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. La demande intérieure reste freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier se poursuit, avec le recul continu des ventes, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le gouvernement et la banque centrale multiplient les mesures de soutien, qui restent toutefois d'ampleur modérée. La fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

ZONE EURO

Après une légère contraction du PIB au 4^e trimestre 2022, la zone euro a renoué avec une croissance légèrement positive au 1^{er} semestre 2023. Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance au 1^{er} trimestre a encore été rehaussée (de -0,1% à 0,0% puis à +0,1% t/t) mais celle du 2^e trimestre a été abaissée à +0,1% t/t, gommant le rebond technique de +0,3 % t/t initialement publié. Les performances disjointes entre États membres fragilisent plus encore le faible résultat d'ensemble. La France et l'Espagne s'en sortent bien mais l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas sont à la peine. La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire devrait encore faire perdre de la vitesse à l'activité économique, qui stagnerait au 2^e semestre 2023, avant d'engager une reprise molle. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, légèrement supérieure à 3% a/a en fin d'année. Illustrant la lenteur du processus de désinflation, elle serait encore significativement au-dessus de la cible de 2% fin 2024 (2,5% a/a), obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1^{er} trimestre de stagnation et un 4^e trimestre 2022 légèrement positif à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3^e trimestre. L'inflation a connu un rebond en août (5,7% a/a en indice harmonisé), dû aux prix de l'énergie, qui ne remet pas en cause sa trajectoire descendante, aussi lente soit-elle. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,7% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, après avoir laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin, la Réserve fédérale a procédé, comme attendu, à une nouvelle hausse de 25 pb des taux en juillet. Cette hausse serait la dernière d'après nous mais une incertitude demeure, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience de l'activité et du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024. L'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui, début septembre, restaient orientés en hausse. À mesure que le recul de l'inflation et la perspective d'un desserrement monétaire en 2024 se confirmeront, les taux longs ne devraient toutefois pas tarder à repartir à la baisse.

Contrairement à la Fed, la BCE n'a pas fait de pause en juin mais, comme la Fed, elle a augmenté ses taux directeurs de 25 pb en juillet (taux de dépôt à 3,75%, taux de refinancement à 4,25%). Cette hausse marquerait aussi la fin du cycle de resserrement de la BCE, en tenant compte des effets encore à venir du resserrement déjà opéré. Mais il n'est pas non plus encore certain que ce soit la dernière étant donné l'absence de reflux tangible, à ce stade, de l'inflation sous-jacente. Autre volet du resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens sont orientés en hausse, dans le sillage des taux américains, mais de manière plus contenue : ils devraient se replier progressivement à mesure que la baisse de l'inflation sous-jacente se dessinera plus nettement, dissipant les incertitudes sur la prolongation du resserrement monétaire.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 27 juillet dernier, sa politique de contrôle des taux d'intérêt en autorisant une plus grande fluctuation des taux d'intérêt souverains à dix ans autour de la cible de 0,5%. De nouveaux ajustements de sa politique monétaire ne peuvent être exclus, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter ses taux directeurs cette année mais une remontée est attendue en 2024.

Nous anticipons un léger repli du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5,9	2,1	2,1	0,3	4,7	8,0	4,0	2,1
Japon	2,2	1,0	2,0	1,0	-0,2	2,5	3,2	2,3
Royaume-Uni	7,6	4,1	0,5	0,1	2,6	9,0	7,6	3,1
Zone euro	5,3	3,4	0,5	0,9	2,6	8,4	5,6	2,9
Allemagne	2,6	1,9	-0,3	0,3	3,2	8,6	6,2	3,0
France	6,8	2,5	0,7	0,5	2,1	5,9	5,7	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	1,1	1,9	8,7	6,0	2,0
Espagne	5,5	5,5	2,2	1,5	3,0	8,3	3,6	3,2
Chine	8,4	3,0	5,1	4,5	0,9	2,0	0,5	2,0
Inde*	8,7	7,3	6,1	6,0	5,5	6,7	5,9	5,0
Brésil	5,0	2,9	3,1	1,8	8,3	9,3	4,7	4,2

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 5 septembre 2023

* année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
	Taux de dépôt	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25
Zone euro	Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
	OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
	BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
Royaume-Uni	Taux BoE	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,60	3,65	3,70
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,10	0,10	0,25
	JGB 10a	0,75	0,85	0,90	0,90	1,00

Taux de change

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
	USD / JPY	145	145	140	138	135
	GBP / USD	1,29	1,29	1,29	1,30	1,32
EUR	EUR / GBP	0,85	0,86	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	161	157	156	155

Pétrole

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
Pétrole	USD/baril	81	82	86	88	86

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg.

Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 5 septembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

Les prévisions économiques dans un monde sans repères	EcoTVWeek	8 septembre 2023
Baromètre de l'inflation - Septembre 2023	EcoCharts	7 septembre 2023
La réponse de l'Union européenne aux défis climatiques et industriels	Graphique de la Semaine	6 septembre 2023
De l'inflation à la croissance : l'incertitude se déplace	EcoWeek	4 septembre 2023
Jackson Hole 2023 : la lutte contre l'inflation continue	EcoTVWeek	1 ^{er} septembre 2023
France : le chiffre d'inflation d'août rappelle que la désinflation restera graduelle	EcoBrief	31 août 2023
Juillet 2023 : le mois le plus chaud jamais mesuré	Graphique de la Semaine	30 août 2023
Neutralité climatique : la course est lancée	EcoConjoncture	29 août 2023
Économie mondiale : une attente qui dure	EcoWeek	28 août 2023
Greenflation : à quel point la transition énergétique est-elle inflationniste ?	EcoFlash	28 août 2023
Espagne : les fortes créations d'emploi soutiennent la croissance	EcoBrief	27 juillet 2023
Amérique centrale : incidence de la variabilité climatique sur la mobilité humaine	Graphique de la Semaine	24 juillet 2023
Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture : le cas des services	EcoWeek	24 juillet 2023
Les Caraïbes : des ennuis au paradis	EcoTVWeek	21 juillet 2023
Baromètre de l'OCDE - juillet 2023	EcoPulse	20 juillet 2023
États-Unis : Les fonds monétaires réallouent leurs avoirs, hors du dispositif ON RRP	Graphique de la Semaine	19 juillet 2023
Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture Le cas de l'industrie	EcoWeek	18 juillet 2023
Le Chili, leader de la transition énergétique ?	EcoTVWeek	14 juillet 2023
Reprise par l'investissement dans les pays émergents : quelques raisons d'espérer	EcoEmerging	12 juillet 2023
France : les voyages forment les GES	Graphique de la Semaine	12 juillet 2023
Zone euro : la tentation des voyages	EcoWeek	10 juillet 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary 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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan 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 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 et 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 S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. 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).

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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER
voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder
Copyright:



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change