

2-3

ÉDITORIAL

La transition énergétique va-t-elle entraîner une hausse des taux d'intérêt ?

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-6

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Allemagne, France, Italie

7

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

8-9

CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la semaine passée et les plus attendus de la semaine à venir.

10

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE VA-T-ELLE ENTRAÎNER UNE HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT ?

Répondre aux ambitions climatiques et numériques de l'Union européenne nécessitera un énorme effort d'investissement annuel supplémentaire. À court terme, dans un contexte de ralentissement de la croissance et de perspective de récession en 2023, cela représente une source potentielle de résilience. À moyen terme, cette impulsion de la demande peut soutenir ou même augmenter l'inflation, conjointement à d'autres facteurs susceptibles de conduire à une 'greenflation'. Cela influencerait le niveau des taux d'intérêt officiels ainsi que les taux d'intérêt à long terme. Ces derniers pourraient également subir des pressions à la hausse en raison des considérables besoins de financement additionnels par rapport aux flux de financement normaux. Le mix de financement -banques versus marchés de capitaux- joue un rôle clé à cet égard.

Selon la Commission européenne, répondre aux ambitions climatiques et numériques de l'Union européenne nécessitera un effort d'investissement annuel additionnel de 650 milliards d'euros jusqu'en 2030¹. Par rapport au PIB et au niveau normal des investissements, les chiffres sont considérables. En 2021, cette somme aurait représenté 4,5% du PIB². Pour la période 2000-2021, la formation brute de capital fixe des ménages, des entreprises et du secteur public représentait en moyenne 21,5% du PIB de l'UE, de sorte que les investissements bruts supplémentaires représenteraient une augmentation de plus de 20%. Sur le plan macroéconomique, la transition écologique peut être considérée comme le remplacement accéléré d'anciennes technologies à forte empreinte carbone par de nouvelles technologies plus respectueuses de l'environnement³. De même, la transition numérique représente un effort d'investissement accéléré, avec, entre autres, l'objectif clé de rester compétitif.

On peut supposer qu'il y aura un effet de substitution dans une certaine mesure - le stock de capital périmé aurait été remplacé de toute façon - de sorte que l'effet net est pratiquement impossible à déterminer. Toutefois, compte tenu des besoins d'investissement pour la production et la distribution d'une énergie alternative et la construction de bâtiments moins énergivores, on peut s'attendre à une augmentation significative de la formation de capital et de la demande en général au cours des prochaines années. Dans un contexte de ralentissement de la croissance et de perspective de récession en 2023, cela représente une source de résilience. Les entreprises opérant dans les secteurs qui bénéficieront de la demande de biens d'équipement envisageront l'avenir avec plus de confiance. Cela influencera leur stratégie, leurs plans d'embauche, etc., créant ainsi des retombées positives pour d'autres secteurs.

¹ Source : ECB, *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, avril 2022.

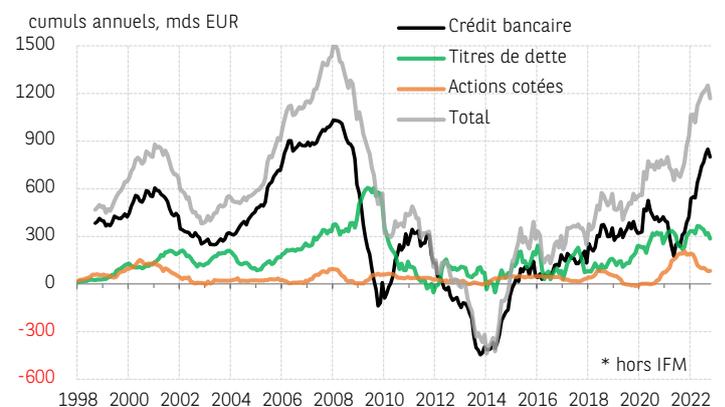
² En 2021, le PIB de l'UE s'élevait à EUR 14 500 milliards (source : Eurostat).

³ Le mot «technologie» a un sens très large dans ce contexte, afin de simplifier les choses. Il couvre la taille du stock de capital ainsi que sa qualité -d'un point de vue technologique et environnemental-, le stock de capital pour produire et distribuer de l'énergie alternative, les caractéristiques environnementales des bâtiments, etc.

Cette impulsion de la demande peut soutenir ou même augmenter l'inflation, conjointement à d'autres facteurs susceptibles de conduire à une 'greenflation'⁴. Dans un tel scénario, cela influencerait le niveau des taux d'intérêt officiels ainsi que les taux d'intérêt à long terme. Ces derniers pourraient également subir des pressions à la hausse en raison de besoins de financement considérables.

⁴ Les autres facteurs concernent le prix de l'énergie: "La combinaison d'une capacité de production insuffisante des énergies renouvelables à court terme, d'investissements réduits dans les combustibles fossiles et la hausse des prix du carbone signifie que nous risquons de faire face à une période de transition peut-être prolongée pendant laquelle la facture énergétique augmentera." (Source: *Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition*, Remarques d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, lors de l'assemblée annuelle virtuelle 2022 de l'American Finance Association, le 8 janvier 2022).

ZONE EURO : FLUX NETS DE FINANCEMENT AU SECTEUR PRIVÉ RÉSIDENT*



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

L'effort d'investissement annuel supplémentaire pour répondre aux ambitions climatiques et numériques de l'Union européenne, compte tenu de sa taille par rapport aux flux de financement normaux, exercera probablement une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Le mix de financement -banques commerciales et marchés de capitaux- jouera un rôle clé à cet égard.



Le graphique montre le financement dont dispose chaque année le secteur privé de la zone euro depuis la fin des années 90 par le biais de prêts bancaires, d'émissions de dette et d'émissions d'actions. Il permet de comparer le besoin d'investissement additionnel -l'appel au financement- avec les ressources autrefois disponibles. En supposant que dans la zone euro les efforts d'investissement supplémentaires en pourcentage du PIB soient les mêmes que dans l'UE, cela impliquerait un montant annuel de 550 milliards d'euros. Par rapport aux flux de financement de 2008, année record, cela représenterait 37% des financements disponibles cette année-là. Pour toute autre année, les chiffres seraient encore plus impressionnants. Cela soulève la question de l'impact possible sur les taux d'intérêt. Dans la comptabilité nationale, les moyens de financement disponibles correspondent aux besoins, un concept communément appelé «épargne = investissements».⁵

Cependant, la réalité est plus complexe : le fait que l'épargne soit égale à l'investissement est le résultat d'un processus dynamique où les taux d'intérêt jouent un rôle clé pour parvenir à équilibrer les deux parties. Compte tenu de l'ampleur de l'effort d'investissement annuel supplémentaire et de ce qu'il représente en pourcentage des flux de financement, on peut s'attendre à ce qu'il entraîne une pression à la hausse sur les taux d'intérêt réels. Sans compter le rôle joué par la hausse possible des anticipations d'inflation des acteurs des marchés financiers en raison de la 'greenflation'. Le mix de financement est capital à cet égard. Dans la mesure où elle est essentiellement bancaire, la création monétaire des banques commerciales devrait limiter la pression à la hausse sur les taux d'intérêt réels. Lorsque le financement provient des marchés de capitaux, il n'y a pas de création d'argent, de sorte que des taux d'intérêt plus élevés seront nécessaires pour provoquer une augmentation de l'épargne ou encore pour attirer des capitaux étrangers pour répondre aux besoins de financement.

William De Vijlder

⁵ Les ménages épargnent généralement plus qu'ils n'investissent. Leur excédent d'épargne net peut financer le besoin de financement net du secteur public, des entreprises ou des secteurs étrangers. L'excédent de la balance courante d'un pays correspond à un excédent net d'épargne des secteurs économiques nationaux (ménages, entreprises, secteur public) qui leur permet de financer des secteurs étrangers. Un déficit de la balance courante correspond à un déficit d'épargne net des secteurs économiques intérieurs, ce qui les oblige à compter sur des secteurs étrangers pour couvrir ce déficit.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 2-12-22 au 9-12-22

↘ CAC 40	6 742	▶ 6 678	-1.0 %		
↘ S&P 500	4 072	▶ 3 934	-3.4 %		
↗ Volatilité (VIX)	19.1	▶ 22.8	+3.8 pb		
↗ Euribor 3m (%)	1.98	▶ 2.01	+3.0 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	4.73	▶ 4.73	+0.1 pb		
↗ OAT 10a (%)	2.32	▶ 2.39	+7.0 pb		
↗ Bund 10a (%)	1.86	▶ 1.93	+7.0 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	3.50	▶ 3.57	+6.5 pb		
↗ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.05	+0.6 %		
↗ Or (once, \$)	1 790	▶ 1 798	+0.5 %		
↘ Pétrole (Brent, \$)	85.7	▶ 76.4	-10.9 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)		+haut 22		+bas 22		Rendements (%)		+haut 22		+bas 22	
€ BCE	2.00	2.00	le 02/11	0.00	le 03/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.79	le 28/09	-0.04	le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 03/01	-0.51	le 03/01	Bund 2a	2.11	2.16	le 08/11	-0.83	le 04/03
Euribor 3m	2.01	2.01	le 09/12	-0.58	le 05/01	Bund 10a	1.93	2.44	le 21/10	-0.14	le 24/01
Euribor 12m	2.86	2.89	le 28/11	-0.50	le 05/01	OAT 10a	2.39	3.00	le 21/10	0.15	le 04/01
\$ FED	4.00	4.00	le 03/11	0.25	le 03/01	Corp. BBB	4.14	5.14	le 21/10	0.90	le 05/01
Libor 3m	4.73	4.78	le 30/11	0.21	le 03/01	\$ Treas. 2a	4.43	4.78	le 07/11	0.70	le 04/01
Libor 12m	5.50	5.67	le 04/11	0.58	le 03/01	Treas. 10a	3.57	4.23	le 24/10	1.63	le 03/01
£ Bque Angl	3.00	3.00	le 03/11	0.25	le 03/01	High Yield	8.67	9.97	le 13/10	5.07	le 03/01
Libor 3m	3.76	3.76	le 09/12	0.26	le 03/01	£ Gilt. 2a	3.49	4.59	le 27/09	0.69	le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 03/01	0.81	le 03/01	Gilt. 10a	3.18	4.50	le 27/09	0.97	le 03/01

Au 9-12-22

Au 9-12-22

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22		+bas 22		2022
USD	1.05	1.15	le 10/02	0.96	le 27/09	-7.3%
GBP	0.86	0.90	le 28/09	0.83	le 14/04	+2.1%
CHF	0.98	1.06	le 10/02	0.95	le 28/09	-5.1%
JPY	143.98	147.34	le 26/10	125.37	le 04/03	+9.9%
AUD	1.55	1.62	le 04/02	1.43	le 25/08	-0.8%
CNY	7.32	7.49	le 28/11	6.75	le 14/07	+1.0%
BRL	5.51	6.44	le 06/01	4.98	le 03/11	-13.0%
RUB	66.01	164.76	le 07/03	55.60	le 26/09	-22.6%
INR	86.72	86.92	le 08/12	78.49	le 27/09	+2.6%

Au 9-12-22

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22		+bas 22		2022	2022(€)
Pétrole, Brent	76.4	128.2	le 08/03	76.3	le 08/12	-2.6%	+5.1%
Or (once)	1 798	2 056	le 08/03	1 628	le 03/11	-1.3%	+6.5%
Métaux, LME	4 065	5 506	le 07/03	3 453	le 27/09	-9.7%	-2.6%
Cuivre (tonne)	8 507	10 702	le 04/03	7 160	le 14/07	-12.7%	-5.8%
Blé (tonne)	256	4.7	le 17/05	254	le 06/12	+7.7%	+16.2%
Maïs (tonne)	250	3.2	le 28/06	226	le 03/01	+9.3%	+17.9%

Au 9-12-22

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 22		+bas 22		2022	Année 2022 au 9-12, €
Monde							
MSCI Monde	2 663	3 248	le 04/01	2 368	le 12/10	-17.6%	+24.3%
Amérique du Nord							
S&P500	3 934	4 797	le 03/01	3 577	le 12/10	-17.5%	+8.4%
Europe							
EuroStoxx50	3 943	4 392	le 05/01	3 279	le 29/09	-8.3%	+1.1%
CAC 40	6 678	7 376	le 05/01	5 677	le 29/09	-6.6%	-4.6%
DAX 30	14 371	16 272	le 05/01	11 976	le 29/09	-9.5%	-5.2%
IBEX 35	8 289	8 934	le 27/05	7 261	le 12/10	-4.9%	-7.0%
FTSE100	7 477	7 672	le 10/02	6 826	le 12/10	+1.2%	-8.3%
Asie Pacifique							
MSCI, loc.	1 104	1 165	le 05/01	1 012	le 30/09	-3.3%	-8.4%
Nikkei	27 901	29 332	le 05/01	24 718	le 09/03	-3.1%	-8.4%
Emergents							
MSCI Emergents (\$)	978	1 267	le 12/01	843	le 24/10	-20.6%	-10.0%
Chine	66	86	le 20/01	47	le 31/10	-20.6%	-13.3%
Inde	795	891	le 13/01	699	le 17/06	+4.1%	-13.6%
Bésil	1 454	2 003	le 04/04	1 311	le 14/07	-4.9%	-8.4%

Au 9-12-22

Variations

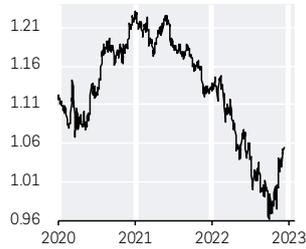
PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2022 au 9-12, \$	Année 2022 au 9-12, €
Pétrole & gaz	+58.7%	+24.3%
Matières premières	+14.5%	+8.4%
Assurances	+14.0%	+1.1%
Banques	+7.1%	-4.6%
Santé	+6.2%	-5.2%
Agroalimentaire	+2.6%	-7.0%
Voyages & loisirs	-0.9%	-8.3%
Médias	-3.6%	-8.4%
Scs collectivités	-6.5%	-10.0%
Indice	-8.3%	-13.3%
Chimie	-10.4%	-13.6%
Télécoms	-11.1%	-16.1%
Bs. de conso.	-12.3%	-16.7%
Industrie	-14.5%	-16.7%
Automobile	-14.8%	-17.5%
Construction	-23.5%	-21.9%
Technologie	-26.4%	-31.7%
Distribution	-33.0%	-37.3%
Foncières	-41.5%	

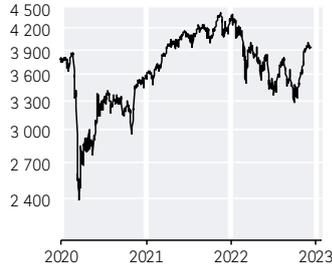
SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

REVUE DES MARCHÉS

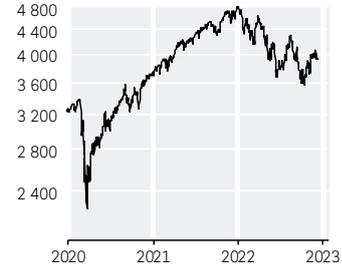
EURO-DOLLAR



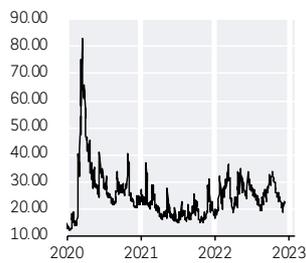
EUROSTOXX50



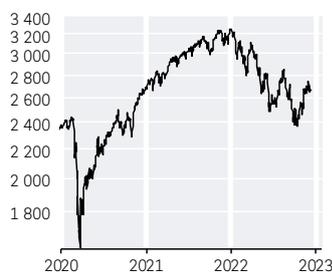
S&P500



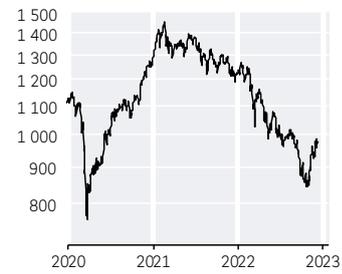
VOLATILITY (VIX, S&P500)



MSCI WORLD (USD)



MSCI EMERGING (USD)



10Y BOND YIELD, TREASURIES VS BUND



10Y BOND YIELD



10Y BOND YIELD & SPREADS

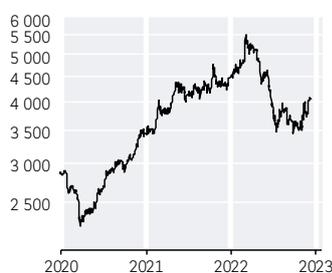
Year 2022 to 9-12

4.33%	Greece	240 bp
3.70%	Italy	177 bp
2.95%	Spain	102 bp
2.71%	Portugal	78 bp
2.54%	Austria	61 bp
2.52%	Belgium	59 bp
2.52%	Finland	59 bp
2.39%	France	46 bp
2.36%	Ireland	43 bp
2.20%	Netherlands	27 bp
1.93%	Germany	

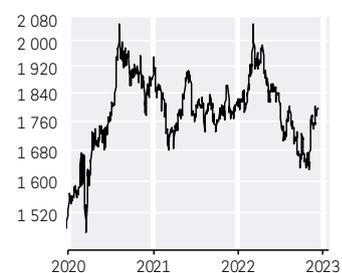
OIL (BRENT, USD)



METALS (LMEX, USD)



GOLD (OUNCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



ALLEMAGNE : DES TEMPS DIFFICILES À VENIR

Le paysage économique ne s'améliore guère outre-Rhin. Les enquêtes de conjoncture du mois de novembre confirment qu'il ne s'agit pas d'un simple trou d'air, mais que l'économie allemande est bel et bien en train de s'enliser. Si le PMI composite du pays est ressorti en légère hausse (46,3 après 45,1), il demeure à un niveau très dégradé, bien inférieur au seuil théorique d'expansion. En revanche, l'activité dans les services, qui avait porté la croissance au 3^e trimestre, recule significativement avec un PMI publié à 46,1 en novembre, en contraction pour le cinquième mois consécutif.

La détérioration de la conjoncture s'accompagne des premiers signes de reflux des prix à la consommation. L'inflation s'est légèrement repliée entre octobre et novembre (de +10,4% a/a à +10% a/a). Par ailleurs, les indicateurs qui se situent en amont des prix à la consommation, tels que les prix à la production dans l'industrie, ont enregistré une forte baisse, passant d'une hausse +45,9% sur un an en septembre à +34,6% en octobre. Il en va de même pour les prix à l'importation qui reculent (+23,5% en octobre sur un an, après +29,8%).

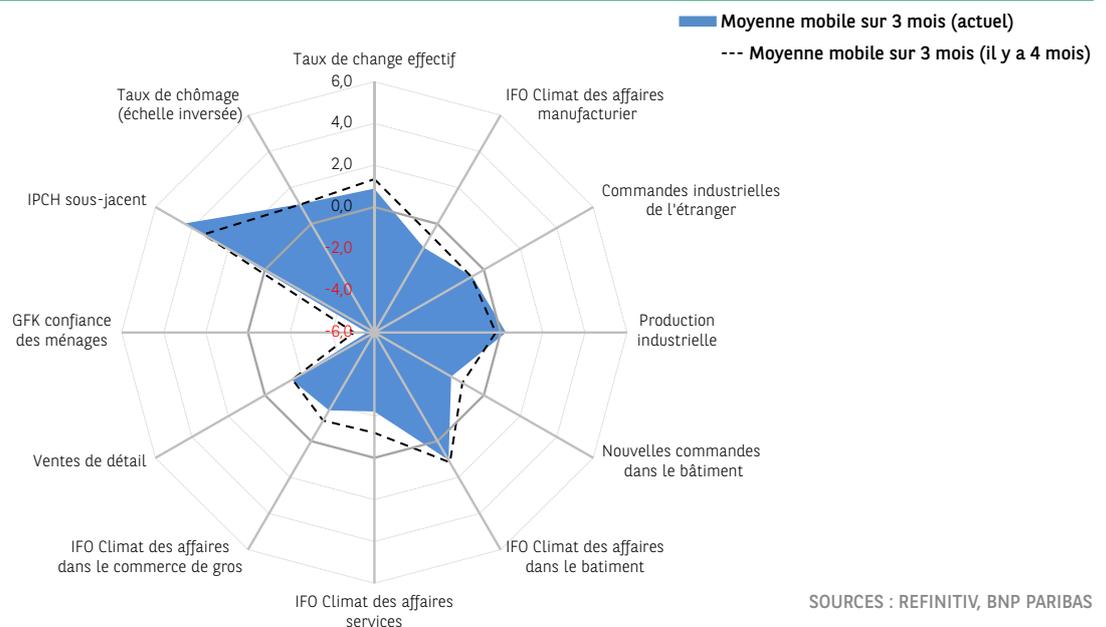
Les échanges commerciaux allemands ont surpris en octobre avec une amélioration inattendue du solde commercial (EUR 6,9 mds, après EUR 2,8 mds), mais pour de mauvaises raisons. En effet, cela s'explique par un fort repli des importations (-3,7% m/m) suggérant une faiblesse plus forte que prévu de la demande intérieure. Dans le même temps, les exportations ont reculé de -0,6% m/m.

Cette mauvaise performance des exportations tombe au moment où l'Allemagne affiche son ambition de regagner de l'autonomie vis-à-vis de la Chine, qui n'est autre que son premier partenaire commercial depuis 2016, avec des échanges bilatéraux qui ont représenté près de EUR 250 mds en 2021. Dans un document stratégique rendu public, le ministre de l'Économie, Robert Habeck, exprime clairement son souhait de voir la dépendance de l'Allemagne à l'égard de la Chine se réduire. Il soutient que les entreprises allemandes doivent se concentrer sur des marchés alternatifs. Mais cette volonté d'émancipation ne fait pas consensus en Allemagne. La raison est simple : les grands groupes allemands continuent d'investir massivement en Chine alors que les petites et moyennes entreprises (y compris celles du « *mittelstand* ») ont changé de braquet.

Si les entreprises de tailles intermédiaires n'investissent plus en Chine, d'après les récents travaux du groupe Rhodium, les trois grands constructeurs automobiles allemands que sont Volkswagen, BMW et Mercedes, ainsi que le mastodonte de la chimie BASF ont généré à eux seuls un tiers des investissements émanant du continent européen à destination de la Chine sur les quatre dernières années, toujours selon le Rhodium. Et cette dynamique ne ralentit pas puisque sur les six premiers mois de 2022, les investissements en provenance d'Allemagne vers la Chine ont atteint un record d'environ EUR 10 mds selon une étude de l'institut allemand IW. Cette différence d'appréciation à l'égard du marché chinois est en train de créer une dichotomie entre les géants allemands et le reste du tissu productif, ce qui complique le positionnement du gouvernement.

Anthony Morlet-Lavidalie

ALLEMAGNE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -6 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



FRANCE : REPLI DES INDICATEURS D'ACTIVITÉ AU MOIS D'OCTOBRE

Les premiers indicateurs disponibles pour le mois d'octobre, qu'il s'agisse de la consommation des ménages ou de la production industrielle, suggèrent que la croissance du PIB serait entrée en territoire négatif à l'orée du 4^e trimestre. Notre scénario table sur -0,3% t/t.

La consommation des ménages s'est repliée de 2,8% m/m au mois d'octobre, pénalisée par l'accélération de l'inflation, notamment alimentaire. Cet effet négatif a pu être accru par l'impact des pénuries de carburant, qui ont réduit la présence des consommateurs dans les centres commerciaux en milieu de mois. Enfin, la très nette baisse de la consommation d'énergie (poste énergie, eau, déchets) de 10,2% m/m s'expliquerait, pour deux tiers, par de réels efforts d'économie (selon les estimations de RTE - Réseau de Transport d'électricité) et donc, pour près du tiers, par le climat très doux du mois d'octobre. Ces efforts d'économie semblent s'être prolongés en novembre, selon les données de RTE. L'enquête de l'Insee sur le climat des affaires dans le commerce de détail en novembre signale un rebond des ventes après la fin des pénuries de carburant. Ce rebond devrait toutefois rester relatif étant donné la dynamique de l'inflation, attendue en accélération à près de 7% en début d'année 2023 (contre 6,2% a/a en novembre).

La baisse de la consommation d'énergie fait écho au déclin de la production énergétique (-6,9% m/m en octobre). Cette évolution est désaisonnalisée : elle souligne le fait que la production d'origine nucléaire est restée nettement en deçà de l'augmentation qu'elle enregistre habituellement en début d'automne. Les données de RTE suggèrent que ce décalage par rapport aux données saisonnières s'est plutôt accru en novembre.

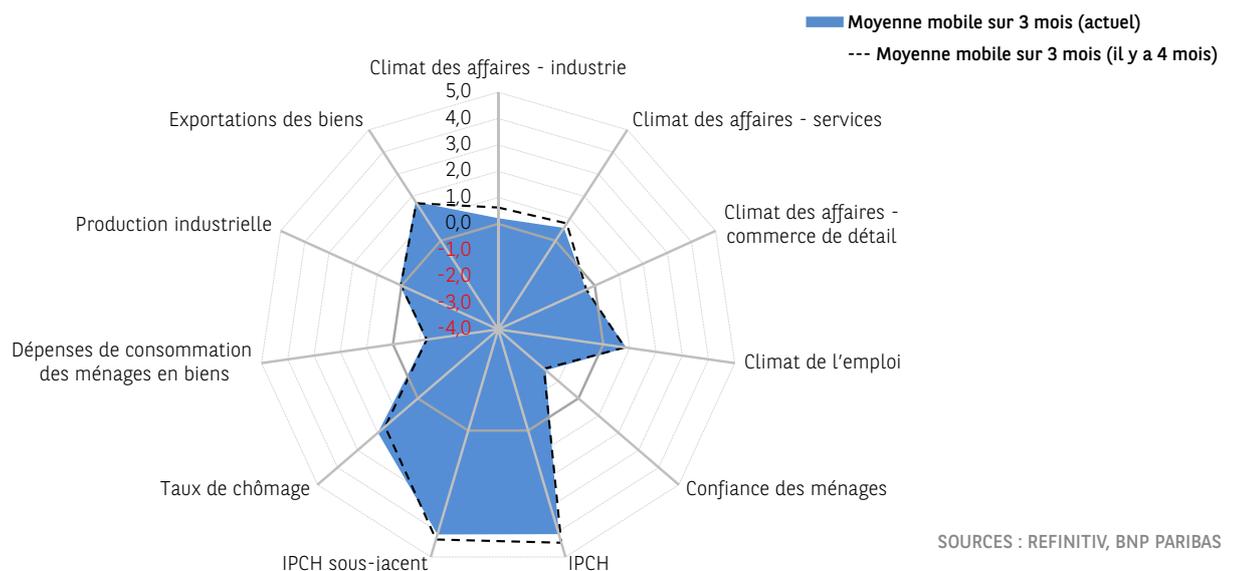
La baisse de cette production a contribué à la diminution de 2,6% m/m de la production industrielle en octobre, également expliquée par le repli marqué de la production manufacturière (-2%). Ce recul intervient après les niveaux élevés de production observés en août et septembre. Un effort de production semble avoir été effectué en amont de l'hiver afin de dégager un surplus destiné à être en partie stocké (les stocks ont contribué pour 0,3pp à la croissance du PIB au 3^e trimestre) ; ce surplus permettant un ralentissement du rythme de production par la suite. La diminution de l'indicateur relatif à la production récente dans l'enquête de l'Insee sur le climat des affaires (que ce soit dans l'industrie, la construction ou même les services) du mois de novembre va dans ce sens. Au global, la production industrielle pourrait avoir baissé de 3% au 4^e trimestre t/t selon nos estimations.

L'ensemble de ces éléments sont révélateurs d'une économie française qui se prépare à passer l'hiver, et à faire face tant au risque de pénuries d'énergie qu'au choc des prix. Les entreprises subissent déjà cette hausse des prix et les ménages y seront exposés avec l'augmentation des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité (de 15% respectivement) en janvier et en février. Cette anticipation passe par des mesures d'économies qui devraient faire de nouveau progresser le taux d'épargne des ménages. Ce dernier pourrait atteindre près de 18% au 4^e trimestre selon nos prévisions. Ce taux se situe dans le haut de la fourchette des niveaux enregistrés depuis que l'économie française a effacé la perte d'activité liée à la Covid-19 au 3^e trimestre 2021.

Les données publiées pour le mois d'octobre confortent notre scénario d'une croissance négative (-0,3%) au 4^e trimestre. Dans son estimation publiée le 8 décembre, la Banque de France anticipe une croissance de +0,1% tandis que lors de son point de conjoncture du 6 octobre, l'Insee tablait sur une stagnation.

Stéphane Colliac

FRANCE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +5. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

ITALIE : PAS DE RÉPIT POUR L'INFLATION

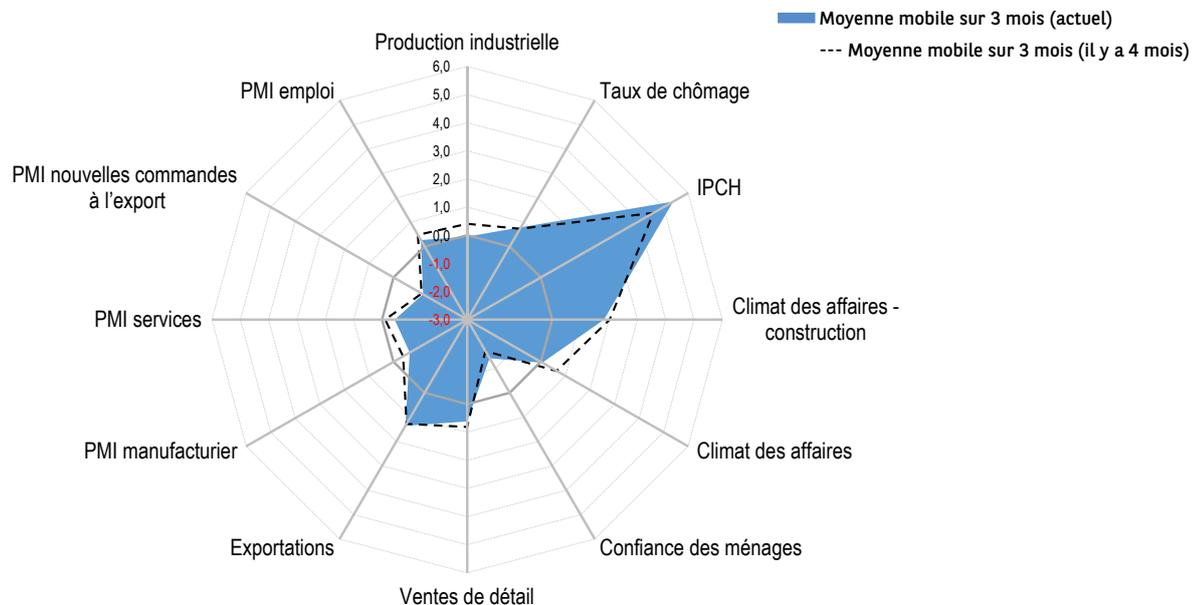
Les dernières enquêtes de la Commission européenne signalent un rebond encourageant de la confiance des ménages italiens, qui reste toutefois très détériorée. L'indice de confiance s'est amélioré de 8 points en novembre, la plus forte hausse mensuelle enregistrée par l'enquête depuis sa conception en 1985. Les anticipations des consommateurs sur l'inflation, nettement moins négatives (deuxième plus forte baisse mensuelle observée depuis 1985), ont manifestement soutenu ce regain d'optimisme. Pourtant, l'accroissement des prix à la consommation (IPC) ne montre pas de signes concrets de ralentissement. Les signaux sont même inquiétants. L'inflation (glissement annuel) a à peine reflué en novembre (de 12,6% à 12,5%), tandis que la mesure 3m/3m s'envole, passant de 13,8% à 16,7%. La dynamique est aussi négative sur l'indice sous-jacent (hors énergie et aliments périssables), le taux annuel et la mesure 3m/3m atteignant tous deux un nouveau record (respectivement 5,7% et 7.1%).

La croissance du PIB réel en Italie a surpris favorablement au T3 2022, à +0,5% t/t, portée par une progression importante de la consommation privée (+1,8% t/t) et de l'investissement (+0,8% t/t). Les dépenses des entreprises, en machines et équipements, en particulier, sont en augmentation très significative depuis la fin des confinements (+24% au cours de 18 derniers mois). Les investissements en équipement de transport se rétablissent bien moins vigoureusement, freinés notamment par les problèmes de logistique mondiale affectant le secteur. Ces perturbations entravent aussi la production industrielle dans son ensemble, qui a baissé de 0,4% t/t au troisième trimestre, et principalement la production de biens intermédiaires, dont le recul aura été le plus important (-1,9% t/t).

Les données du marché du travail oscillent entre le chaud et le froid. La dynamique reste encourageante sur le front de l'emploi, avec 82 000 embauches supplémentaires en octobre. Cela porte le volume total des emplois à 23 230 000, soit le niveau le plus élevé depuis 2004, début des statistiques actuelles. Le taux d'emploi des 15-64 ans a enregistré aussi un plus haut depuis près de deux décennies, pour s'établir à 60,5%. Évolution moins encourageante, la population active reste fortement déprimée par rapport aux niveaux observés avant la Covid-19 (près de 1,5% en dessous). Ces deux dynamiques conjointes (hausse de l'emploi, baisse de la population active) font baisser le taux de chômage à 7,8% en octobre.

Guillaume Derrien

ITALIE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -3 et +6. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a nettement rebondi au T3, après deux trimestres de croissance négative, grâce à la bonne tenue de l'investissement des entreprises, de la consommation des ménages et, plus encore, des exportations. Le marché du travail donne des tous premiers signes de ralentissement mais les créations d'emplois restent importantes, le taux de chômage bas et les salaires dynamiques. L'inflation semble avoir atteint son pic à la mi-année et devrait continuer de refluer tout en restant significativement au-dessus de la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La Réserve fédérale devrait poursuivre la remontée de ses taux directeurs jusqu'au T1 2023 mais en diminuant l'ampleur des hausses, avant de les maintenir à un niveau restrictif, entraînant l'économie américaine en récession en 2023 et limitant la reprise attendue en 2024 (faute également de soutien budgétaire). À l'issue des élections de mi-mandat, les Démocrates ont conservé une courte majorité au Sénat et les Républicains ont remporté la majorité à la Chambre des Représentants mais de peu. L'action du Président Joe Biden pour la suite de son mandat devrait s'en trouver limitée mais des compromis sont également envisageables.

CHINE

Le redressement de l'économie chinoise depuis sa contraction au T2 2022 a été lent et déséquilibré. La production industrielle a tiré la croissance, mais elle devrait s'essouffler à court terme sous l'effet, entre autres, du ralentissement de la demande mondiale et des exportations. L'activité tirée par le marché intérieur et le secteur des services auront du mal à prendre le relais. Les autorités multiplient les mesures de soutien budgétaire et monétaire, mais les freins contraignant la demande intérieure restent puissants : la crise du marché immobilier se poursuit, et les conditions dégradées du marché du travail, le maintien d'une politique Covid toujours stricte malgré de légers ajustements, et la prudence des ménages pèsent sur la consommation privée. Dans ce contexte, l'inflation est très modérée.

ZONE EURO

La croissance de la zone euro au troisième trimestre a été faible mais elle est, surtout, restée positive alors que les données d'enquêtes (climat des affaires et confiance des consommateurs) pointaient, semblait-il clairement, vers une baisse. Si la contraction a été évitée au troisième trimestre, la zone euro ne devrait toutefois pas échapper à la récession. La conjonction du choc inflationniste, de la crise énergétique et du resserrement monétaire à marche forcée et la montée en puissance de leurs effets négatifs devraient avoir raison de la résistance observée jusqu'ici. La récession devrait cependant rester d'ampleur limitée (baisse cumulée du PIB de 1,1% entre le T4 2022 et le T2 2023) grâce aux mesures de soutien budgétaire et à la situation du marché du travail qui reste tendue. En moyenne annuelle, la croissance de la zone euro atteindrait 3,2% en 2022 mais passerait sous la ligne du zéro en 2023 (-0,5%). La reprise qui suivrait serait molle. Bien qu'attendue en reflux à compter du tournant 2022-2023, l'inflation resterait en effet élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année prochaine et de retour à la cible seulement fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance du PIB s'est poursuivie au 3^e trimestre (+0,2% t/t, après déjà +0,5% t/t au 2^e trimestre), soutenue par une progression de la production manufacturière pour partie provenant de secteurs concernés précédemment par des difficultés d'offre (automobile) et pour partie associée à un comportement de restockage afin d'anticiper des contraintes plus fortes sur la production cet hiver. Ce dernier élément devrait peser sur la croissance au 4^e trimestre, au même titre que l'inflation qui s'accélère de nouveau (6,2% a/a au mois d'octobre) et devrait dépasser les 7% à partir de février, avant de refluer. Ces chocs devraient peser sur la croissance française en 2023, attendue à 0%, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale poursuivra sa politique de resserrement monétaire, portant le taux final des fonds fédéraux à 5,25% (limite supérieure de la fourchette cible) au 1^{er} trimestre 2023. Compte tenu de la baisse lente attendue de l'inflation, et malgré l'entrée en récession de l'économie américaine, ce niveau devrait être maintenu tout au long de 2023 et n'être suivi de réductions de taux qu'en 2024. Le marché obligataire a globalement pris la mesure des hausses de taux à venir. Si un potentiel à la hausse subsiste à court terme, les rendements devraient baisser avec pour toile de fond un recul progressif de l'inflation et une perspective de desserrement du taux officiel en 2024.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE poursuivra le relèvement de ses taux directeurs lors de ses prochaines réunions. Le taux final - c'est-à-dire le pic cyclique - devrait être atteint d'ici la fin du premier trimestre de l'année prochaine. Nous tablons sur un taux maximum de 3,00% pour le taux de dépôt. Nous prévoyons un début de resserrement quantitatif au deuxième trimestre 2023. Une hausse des rendements des obligations d'État est à attendre en début d'année 2023, en raison d'une offre importante. Par la suite, les taux devraient baisser, du fait d'une baisse graduelle de l'inflation. Le repli des rendements aux États-Unis devrait également jouer un rôle dans la baisse des rendements de la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir l'orientation actuelle de sa politique monétaire et nous ne prévoyons pas de hausse de taux. 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 s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels dans le court terme. En 2023, le yen devrait se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

PIB & INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5,7	1,9	-0,1	-0,2	4,7	8,1	4,4	2,4
Japon	1,7	1,5	0,9	0,3	-0,2	2,4	2,1	1,3
Royaume-Uni	7,4	4,4	-0,9	0,8	2,6	9,1	6,9	2,1
Zone euro	5,3	3,2	-0,5	1,3	2,6	8,4	5,6	2,3
Allemagne	2,6	1,8	-1,0	1,1	3,2	8,8	5,7	2,0
France	6,8	2,5	0,0	1,0	2,1	6,0	6,4	2,7
Italie	6,6	3,8	-0,4	1,1	1,9	8,7	7,2	2,0
Espagne	5,1	4,6	0,0	1,3	3,0	8,3	2,3	1,5
Chine	8,1	3,2	4,5	4,8	0,9	2,1	2,7	2,5
Inde*	9,3	8,3	6,2	6,5	5,4	7,9	5,9	5,5
Brésil	4,6	3,0	0,5	1,3	8,3	9,3	4,7	4,8
Russie	4,5	-7,0	0,8	0,3	7,1	14,0	10,5	7,6

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)
*ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
E-Usis	Fed Funds (borne supérieure)	5.25	5.25	5.25	5.25	3.25
	Treas. 10a	4.30	4.00	3.75	3.50	3.25
Zone euro	Taux de dépôt	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00
	Bund 10a	2.75	2.65	2.50	2.30	2.00
	OAT 10a	3.45	3.30	3.10	2.90	2.50
	BTP 10 ans	5.25	5.05	4.80	4.60	3.80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	4.05	3.90	3.75	3.55	2.90
	Taux BoE	4.25	4.25	4.25	4.25	3.50
	Gilt 10a	4.00	3.75	3.60	3.35	3.15
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Taux de change		T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1.01	1.00	1.03	1.06	1.10
	USD / JPY	140	138	133	128	120
	GBP / USD	1.09	1.08	1.11	1.14	1.18
EUR	EUR / GBP	0.93	0.93	0.95	0.95	0.95
	EUR / JPY	141	138	137	136	132
Pétrole		T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Pétrole	USD/baril	95	93	95	92	95

SOURCES : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS),
(MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY)



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, le PMI des services de Caixin a déçu en diminuant beaucoup plus que prévu. A 46,7, il est maintenant bien en dessous de la barre des 50. L'inflation des prix à la consommation est tombée à 1,6% et la baisse des prix à la production a été équivalente à celle du mois précédent (-1,3%). Dans la zone euro, les services PMI se sont révélés conformes aux attentes. Les ventes au détail se sont contractées en octobre, comme prévu, mais la croissance du PIB au troisième trimestre a été revue légèrement à la hausse à 0,3%. Le PMI français des services n'a que peu évolué par rapport à la publication précédente. En Allemagne, l'indice PMI du bâtiment a encore diminué pour s'établir désormais à 41,5. Au Japon, l'enquête Eco Watchers a diminué se révélant inférieure aux estimations du consensus. Les États-Unis ont bénéficié de quelques bonnes surprises : l'ISM des services ainsi que le sentiment de l'Université du Michigan se sont améliorés. En outre, les anticipations d'inflation à court terme sont à la baisse, mais à 4,6 %, elles demeurent bien au-dessus de la cible d'inflation de la Réserve fédérale.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
12/05/2022	Japon	PMI des services	Nov.	--	50,3	50,0
12/05/2022	Chine	PMI des services (Caixin)	Nov.	48,0	46,7	48,4
12/05/2022	France	PMI des services (S&P Global)	Nov.	49,4	49,3	49,4
12/05/2022	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Nov.	46,4	46,1	46,4
12/05/2022	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Nov.	48,6	48,5	48,6
12/05/2022	Royaume-Uni	PMI des services (S&P Global / CIPS)	Nov.	48,8	48,8	48,8
12/05/2022	Zone euro	Ventes au détail m/m	Oct.	-1,7%	-1,8%	0,8%
12/05/2022	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Nov.	46,1	46,2	46,1
12/05/2022	États-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Oct.	--	0,6%	0,7%
12/05/2022	États-Unis	ISM des services	Nov.	53,5	56,5	54,4
12/06/2022	Allemagne	PMI du bâtiment (S&P Global)	Nov.	--	41,5	43,8
12/07/2022	Zone euro	PIB t/t	T3	0,2%	0,3%	0,2%
12/07/2022	États-Unis	Demandes de prêt immobilier	Dec.	--	-1,9%	-0,8%
12/08/2022	Japon	Conjoncture (EcoWatchers)	Nov.	50,6	48,1	49,9
12/08/2022	Japon	Perspectives (Eco Watchers)	Nov.	46,8	45,1	46,4
12/08/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Dec.	230k	230k	226k
12/09/2022	Chine	IPP g.a.	Nov.	-1,5%	-1,3%	-1,3%
12/09/2022	Chine	IPC g.a.	Nov.	1,6%	1,6%	2,1%
12/09/2022	France	Salaires t/t	T3	--	1,0%	0,9%
12/09/2022	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Nov.	0,2%	0,4%	0,1%
12/09/2022	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Dec.	57,0	59,1	56,8
12/09/2022	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Dec.	58,8	60,2	58,8
12/09/2022	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Dec.	54,5	58,4	55,6
12/09/2022	États-Unis	inflation à 1 an	Dec.	4,9%	4,6%	4,9%
12/09/2022	États-Unis	Inflation 5-10 ans	Dec.	3,0%	3,0%	3,0%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Les banques centrales seront à l'honneur cette semaine, avec les réunions de politique monétaire de la Réserve fédérale, de la BCE et de la Banque d'Angleterre. L'attention des marchés se portera surtout

sur l'impact que la teneur des messages et les décisions prises auront sur la future trajectoire de hausse des taux. Un autre point fort de la semaine sera la publication des PMI « flash » dans différents pays. En outre, nous disposerons de données sur l'emploi en France et au Royaume-Uni ainsi que des résultats de l'enquête ZEW pour Allemagne et la zone euro. L'enquête Tankan sera publiée au Japon et diverses données sont attendues en Chine. Nous disposerons également de la confiance des entreprises en France et, aux États-Unis, de données relatives à l'inflation et aux ventes au détail.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
12/13/2022	France	Total Payrolls	3Q	--	0.4%
12/13/2022	United Kingdom	Employment Change 3M/3M	Oct	--	-52k
12/13/2022	Germany	ZEW Survey Expectations	Dec	--	-36.7
12/13/2022	Germany	ZEW Survey Current Situation	Dec	--	-64.5
12/13/2022	Eurozone	ZEW Survey Expectations	Dec	--	-38.7
12/13/2022	United States	CPI MoM	Nov	0.3%	0.4%
12/13/2022	United States	CPI Ex Food and Energy MoM	Nov	0.3%	0.3%
12/14/2022	Japan	Tankan Large Mfg Index	4Q	7	8
12/14/2022	Japan	Tankan Large Non-Mfg Index	4Q	16	14
12/14/2022	Japan	Tankan Small Mfg Index	4Q	-5	-4
12/14/2022	Japan	Tankan Small Non-Mfg Index	4Q	5	2
12/14/2022	United Kingdom	CPI YoY	Nov	10.8%	11.1%
12/14/2022	United Kingdom	CPI Core YoY	Nov	--	6.5%
12/14/2022	United States	FOMC Rate Decision (Upper Bound)	Dec	4.50%	4.00%
12/15/2022	China	New Home Prices MoM	Nov	--	-0.37%
12/15/2022	China	Industrial Production YoY	Nov	3.6%	5.0%
12/15/2022	China	Retail Sales YoY	Nov	-4.0%	-0.5%
12/15/2022	China	Fixed Assets Ex Rural YTD YoY	Nov	5.6%	5.8%
12/15/2022	China	Property Investment YTD YoY	Nov	-9.2%	-8.8%
12/15/2022	China	Residential Property Sales YTD YoY	Nov	--	-28.2%
12/15/2022	China	Surveyed Jobless Rate	Nov	5.6%	5.5%
12/15/2022	France	Business Confidence	Dec	--	102
12/15/2022	United Kingdom	Bank of England Bank Rate	Dec	3.500%	3.000%
12/15/2022	Eurozone	ECB Deposit Facility Rate	Dec	--	1.500%



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
12/15/2022	United States	Retail Sales Advance MoM	Nov	0.0%	1.3%
12/15/2022	United States	Initial Jobless Claims	Dec	--	--
12/16/2022	United Kingdom	GfK Consumer Confidence	Dec	--	-44
12/16/2022	Japan	Jibun Bank Japan PMI Mfg	Dec	--	49.0
12/16/2022	Japan	Jibun Bank Japan PMI Services	Dec	--	50.3
12/16/2022	United Kingdom	Retail Sales Ex Auto Fuel MoM	Nov	--	0.3%
12/16/2022	United Kingdom	Retail Sales Ex Auto Fuel YoY	Nov	--	-6.7%
12/16/2022	France	S&P Global France Composite PMI	Dec	--	48.7
12/16/2022	France	S&P Global France Manufacturing PMI	Dec	--	48.3
12/16/2022	France	S&P Global France Services PMI	Dec	--	49.3
12/16/2022	Germany	S&P Global/BME Germany Manufacturing PMI	Dec	--	46.2
12/16/2022	Germany	S&P Global Germany Services PMI	Dec	--	46.1
12/16/2022	Eurozone	S&P Global Eurozone Manufacturing PMI	Dec	--	47.1
12/16/2022	Eurozone	S&P Global Eurozone Services PMI	Dec	--	48.5
12/16/2022	United Kingdom	S&P Global/CIPS UK Manufacturing PMI	Dec	--	46.5
12/16/2022	United Kingdom	S&P Global/CIPS UK Services PMI	Dec	--	48.8
12/16/2022	Eurozone	CPI YoY	Nov	--	10.0%
12/16/2022	Eurozone	CPI Core YoY	Nov	--	5.0%
12/16/2022	United States	S&P Global US Manufacturing PMI	Dec	48.0	47.7
12/16/2022	United States	S&P Global US Services PMI	Dec	--	46.2

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

13

Malaisie : un nouveau premier ministre mais l'instabilité politique demeure	EcoTVWeek	9 décembre 2022
Turquie : consommation à crédit	Graphique de la Semaine	7 décembre 2022
La rétention de main-d'œuvre : une source de résilience en période de récession	EcoWeek	5 décembre 2022
États-unis : L'élargissement de la dette fédérale américaine nécessitera de mobiliser plus de capitaux étrangers	EcoTVWeek	2 décembre 2022
France : un budget 2023 soumis à une incertitude modérée	EcoFlash	2 décembre 2022
Royaume-Uni : Le Brexit fait chuter le commerce extérieur du Royaume-Uni	EcoFlash	1 décembre 2022
États-Unis: la fin du pouvoir de négociation ?	Graphique de la Semaine	30 novembre 2022
États-Unis : La fiabilité des prévisions du PIB réel en période de récession interpelle	EcoWeek	28 novembre 2022
L'Allemagne peut-elle échapper à une récession ?	EcoTVWeek	25 novembre 2022
États-Unis : La fin du pouvoir de négociation ?	Graphique de la Semaine	23 novembre 2022
Zone euro : la surprenante résilience du marché du travail peut-elle durer?	EcoWeek	21 novembre 2022
Eurozone : inflation élevée et érosion du patrimoine des ménages	EcoTVWeek	18 novembre 2022
Roumanie : nette détérioration de la balance courante en 2022	Graphique de la Semaine	16 novembre 2022
États-Unis : La désinflation a commencé	EcoWeek	14 novembre 2022
Espagne : plan de relance national, une montée en puissance contrariée	EcoTVWeek	10 novembre 2022
Numéro de novembre 2022	Petit Atlas	9 novembre 2022
Italie : La remontée des taux fixes des crédits immobiliers favorise les taux variables	Graphique de la Semaine	9 novembre 2022
États-Unis - Réserve fédérale américaine : quand s'arrêtera le resserrement monétaire ?	EcoWeek	7 novembre 2022
France : L'inflation n'atteint pas encore son pic	EcoTVWeek	4 novembre 2022
Japon : Poids toujours plus important des filiales japonaises basées hors du pays	Graphique de la Semaine	2 novembre 2022
Zone Euro : La désinflation de 2023, entre espoir et incertitude	EcoWeek	31 octobre 2022
Europe du Sud : des bilans bancaires assainis face à des perspectives assombries	EcoTVWeek	28 octobre 2022
Chine : les dépenses des ménages toujours déprimées	Graphique de la Semaine	26 octobre 2022



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
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France

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

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14 anthony.morletlavidalie@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

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



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



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 détener 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 et 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change