

“ D’APRÈS LES DONNÉES HISTORIQUES, LA DÉTÉRIORATION DE L’ÉVALUATION DU CARNET DE COMMANDES EST SUIVIE D’UNE DIMINUTION DE LA DURÉE DE LA PRODUCTION ASSURÉE. EN METTANT L’ACCENT SUR LE NIVEAU ÉLEVÉ DE CETTE DERNIÈRE, ON RISQUE DE SURESTIMER LA VIGUEUR DE L’INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ET DU BÂTIMENT. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

Zone euro : de l'importance des niveaux et de leurs variations dans l'analyse conjoncturelle

---

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.



## ZONE EURO : DE L'IMPORTANCE DES NIVEAUX ET DE LEURS VARIATIONS DANS L'ANALYSE CONJONCTURELLE

L'analyse de l'environnement conjoncturel se base très souvent sur l'évolution de différentes variables et non sur leurs niveaux. Ainsi, on se focalise sur la croissance et l'inflation, plutôt que sur le niveau d'activité ou celui des prix. Pourtant, tous ces éléments ont leur importance. La baisse ces derniers mois des prix de l'énergie est une heureuse nouvelle mais leur niveau reste très au-dessus de celui enregistré au début de l'année 2022. Dans le secteur de l'industrie manufacturière et celui de la construction, la durée de la production assurée par les carnets de commandes actuels reste importante, ce qui peut expliquer le dynamisme des embauches. Pourtant, on observe une diminution des commandes, ce qui, d'après les données historiques, est généralement suivi d'une baisse de la durée de la production assurée. En mettant l'accent sur le niveau élevé de cette dernière, on risque donc de surestimer la vigueur de l'industrie manufacturière et du bâtiment.

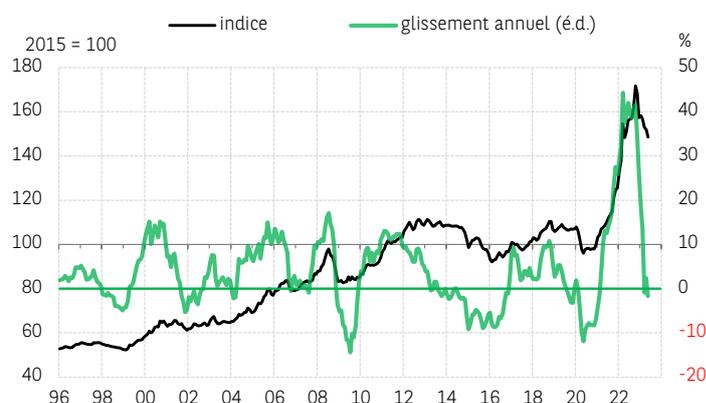
La croissance et l'inflation jouent un rôle central dans l'analyse de l'environnement conjoncturel. Cela n'a rien de surprenant. Après tout, une période longue de croissance soutenue renforce la probabilité d'un rebond de l'inflation qui, à son tour, est décisive pour les banques centrales et le niveau des taux d'intérêt.

La croissance et l'inflation désignent chacune l'évolution d'une variable sur une période donnée - mois, trimestre, année - mais la place accordée à ce que l'on appelle en mathématiques les « différences premières » ne doit pas nous faire oublier que, parfois, le niveau de l'activité, de la demande et des prix, etc. joue également un rôle important. Ainsi, un rebond des cours des actions - la première différence est positive - influera peu sur la confiance des ménages si le marché actions reste en deçà de ses récents plus hauts. À l'inverse, un fort repli des cours des actifs peut compliquer leur accès au crédit en raison de la perte de valeur de la garantie qu'il engendre. Une baisse des prix de l'immobilier peut mettre les propriétaires face à des fonds propres négatifs (*negative equity*), la valeur de leur bien étant inférieure à la valeur de l'hypothèque. Cela peut peser sur leurs dépenses et restreindre leur mobilité géographique s'ils sont réticents à l'idée de cristalliser la perte.

Un autre exemple significatif est celui de l'évolution actuelle de l'inflation. La baisse des prix de l'énergie ces derniers mois se traduit par une chute marquée du taux annuel de l'inflation énergétique qui, à son tour, a contribué à faire reculer l'inflation totale. Cependant, comme le montre le graphique 1, la composante « prix de l'énergie » de l'IPCH de la zone euro reste bien supérieure au niveau atteint au début de 2022, voire avant.

En d'autres termes, le choc continue de se faire sentir sur le budget des ménages et sur les coûts des entreprises - mais moins qu'auparavant en raison de la baisse récente des prix - ce qui pourrait renforcer les

### ZONE EURO : COMPOSANTE ÉNERGIE DE L'IPCH



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

revendications salariales et influencer le comportement des entreprises en matière de fixation des prix. Cela pourrait conduire à une inertie de l'inflation et à un ralentissement du rythme de la désinflation.

Les niveaux ont aussi leur importance dans l'analyse de l'activité économique et de la demande. Les graphiques 2 et 3 présentent l'évaluation des carnets de commandes par les entreprises de l'industrie manufacturière et du secteur du bâtiment de la zone euro<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Les données sont issues des enquêtes de conjoncture de la Commission européenne. La question concernant l'industrie manufacturière est formulée de la manière suivante : « Considérez-vous que votre carnet de commandes global est actuellement...? + plus que suffisant (supérieur à la normale) = suffisant (normal compte tenu de la saison) - insuffisant (inférieur à la normale) ». Source : Commission européenne, Programme conjoint harmonisé de l'UE pour les enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Guide d'utilisation (mis à jour en janvier 2023).

” D'après les données historiques, la détérioration de l'évaluation du carnet de commandes est suivie d'une diminution de la durée de la production assurée. En mettant l'accent sur le niveau élevé de cette dernière, on risque donc de surestimer la vigueur de l'industrie manufacturière et du secteur du bâtiment.



## EDITORIAL

4

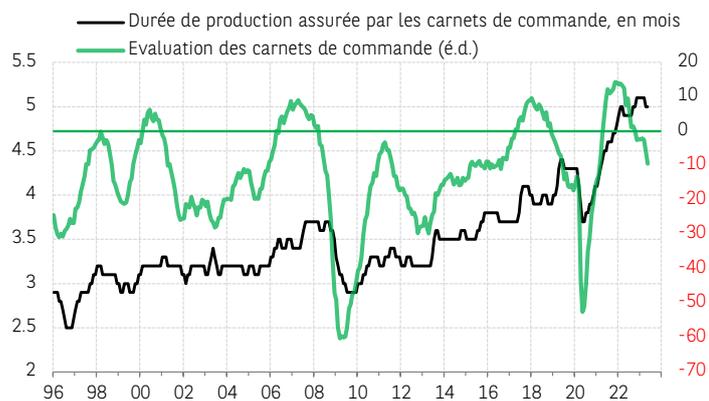
Dans les deux cas, on observe une baisse significative depuis le début de 2022. Cependant, dans l'industrie manufacturière, la durée de la production assurée par les carnets de commandes actuels reste proche de son record historique et, dans le secteur du bâtiment, l'arriéré de commandes correspond à une durée d'exploitation, en nombre de mois, qui avoisine également des niveaux records.

Dans la terminologie utilisée précédemment, ces variables peuvent être considérées représentatives du niveau du carnet de commandes – le total des commandes enregistrées qui n'ont pas encore été exécutées –, tandis que l'évaluation des carnets de commandes est centrée sur les nouvelles commandes et se trouve, par conséquent, corrélée à la variation du niveau du carnet de commandes (graphiques 4 et 5).

D'après les données historiques, la détérioration de l'évaluation du carnet de commandes – ralentissement des prises de commandes – est suivie d'une diminution de la durée de la production assurée. En mettant l'accent sur le niveau de cette dernière, on risque donc de surestimer la vigueur de l'industrie manufacturière et du secteur du bâtiment. Cependant, aussi longtemps que la durée de la production demeurera élevée, les entreprises pourraient être tentées de continuer à recruter du personnel. Cela peut aussi donner le sentiment que leur pouvoir de fixation des prix reste important.

William De Vijlder

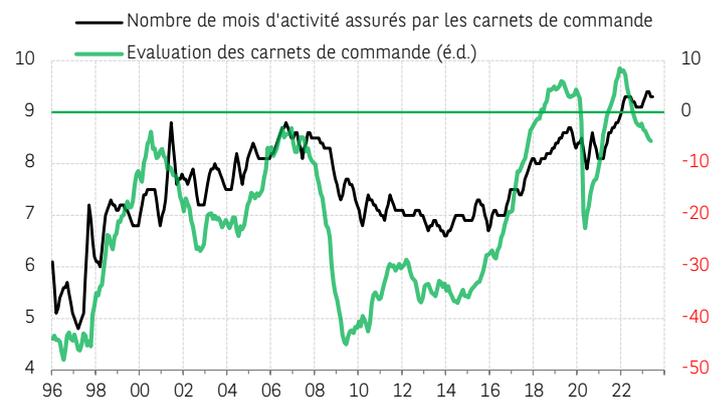
## ZONE EURO : ENQUÊTES DANS L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

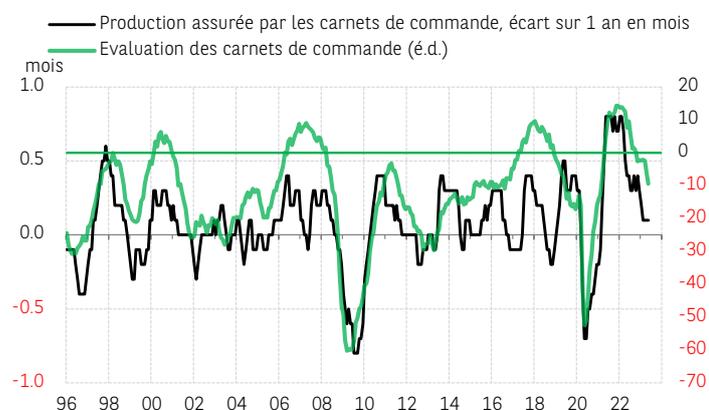
## ZONE EURO : ENQUÊTES DANS LA CONSTRUCTION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

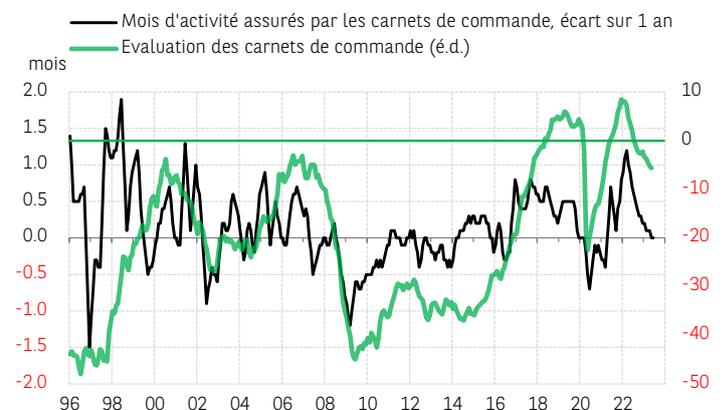
## ZONE EURO : ENQUÊTES DANS L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

## ZONE EURO : ENQUÊTES DANS LA CONSTRUCTION



GRAPHIQUE 5

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 2-6-23 au 9-6-23

▲ CAC 40	7 271	▶ 7 213	-0.8 %
▲ S&P 500	4 282	▶ 4 299	+0.4 %
▲ Volatilité (VIX)	#N/A	▶ #N/A	#N/A pb
▲ Euribor 3m (%)	3.49	▶ 3.47	-2.1 pb
▲ Libor \$ 3m (%)	5.50	▶ 5.54	+4.8 pb
▲ OAT 10a (%)	2.80	▶ 2.88	+7.7 pb
▲ Bund 10a (%)	2.31	▶ 2.38	+6.9 pb
▲ US Tr. 10a (%)	3.69	▶ 3.75	+5.6 pb
▲ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.08	+0.3 %
▲ Or (once, \$)	1 965	▶ 1 963	-0.1 %
▲ Pétrole (Brent, \$)	76.1	▶ 74.8	-1.7 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

### Taux d'intérêt (%)

		+haut 23	+bas 23		
€ BCE	3.75	3.75	le 10/05	2.50	le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01
Euribor 3m	3.47	3.49	le 05/06	2.16	le 02/01
Euribor 12m	3.93	3.98	le 29/05	3.30	le 19/01
\$ FED	5.25	5.25	le 04/05	4.50	le 02/01
Libor 3m	5.54	5.54	le 09/06	4.77	le 02/01
Libor 12m	5.78	5.88	le 08/03	4.70	le 20/03
£ Bque Angl	4.50	4.50	le 11/05	3.50	le 02/01
Libor 3m	4.93	4.93	le 09/06	3.87	le 02/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01

Au 9-6-23

### Rendements (%)

		+haut 23	+bas 23		
€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01
Bund 2a	3.04	3.36	le 08/03	2.39	le 20/03
Bund 10a	2.38	2.75	le 02/03	1.98	le 18/01
OAT 10a	2.88	3.23	le 03/03	2.42	le 18/01
Corp. BBB	4.53	4.75	le 03/03	3.95	le 02/02
\$ Treas. 2a	4.61	5.12	le 08/03	3.85	le 04/05
Treas. 10a	3.75	4.06	le 02/03	3.30	le 06/04
High Yield	8.77	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02
£ Gilt. 2a	4.53	4.56	le 07/06	3.15	le 02/02
Gilt. 10a	4.24	4.38	le 25/05	3.00	le 02/02

Au 9-6-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23	+bas 23	2023		
USD	1.08	1.11	le 03/05	1.05	le 05/01	+0.8%
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.86	le 09/06	-3.6%
CHF	0.97	1.00	le 24/01	0.97	le 29/05	-1.7%
JPY	149.93	150.77	le 01/05	138.02	le 03/01	+6.5%
AUD	1.60	1.67	le 26/04	1.53	le 27/01	+1.4%
CNY	7.66	7.68	le 08/06	7.23	le 05/01	+3.3%
BRL	5.25	5.79	le 04/01	5.25	le 09/06	-6.9%
RUB	88.88	91.39	le 26/04	73.32	le 12/01	+14.1%
INR	88.70	90.45	le 03/05	86.58	le 08/03	+0.5%

Au 9-6-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)	
Pétrole, Brent	74.8	88.2	le 23/01	72.4	le 03/05	-11.9%
Or (once)	1 963	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+8.1%
Métaux, LME	3 737	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-6.2%
Cuivre (tonne)	8 349	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	-0.2%
Blé (tonne)	233	2.9	le 13/02	216	le 30/05	-18.3%
Mais (tonne)	243	2.7	le 13/02	225	le 19/05	-6.8%

Au 9-6-23

Variations

## INDICES ACTIONS

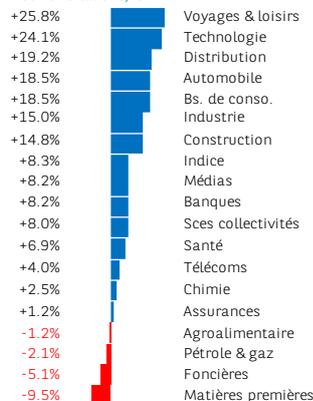
	Cours	+haut 23	+bas 23	2023		
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 886	2 886	le 09/06	2 595	le 05/01	+10.9%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 299	4 299	le 09/06	3 808	le 05/01	+12.0%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 290	4 409	le 21/04	3 856	le 02/01	+13.1%
CAC 40	7 213	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+11.4%
DAX 30	15 950	16 275	le 19/05	14 069	le 02/01	+14.6%
IBEX 35	9 310	9 511	le 06/03	8 370	le 02/01	+13.1%
FTSE100	7 562	8 014	le 20/02	7 335	le 17/03	+1.5%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 192	1 196	le 06/06	1 065	le 04/01	+11.6%
Nikkei	32 265	32 507	le 06/06	25 717	le 04/01	+23.6%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 002	1 052	le 26/01	941	le 16/03	+4.8%
Chine	62	75	le 27/01	58	le 31/05	-3.0%
Inde	776	786	le 18/01	703	le 16/03	+0.4%
Brsil	1 621	1 621	le 09/06	1 296	le 23/03	+2.6%

Au 9-6-23

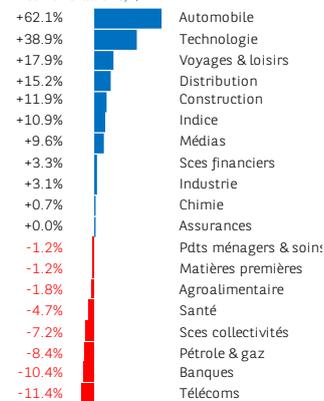
Variations

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 9-6, €



Année 2023 au 9-6, \$

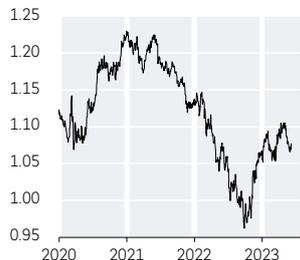


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

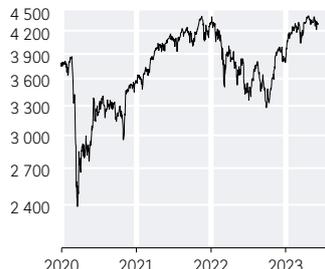


# REVUE DES MARCHÉS

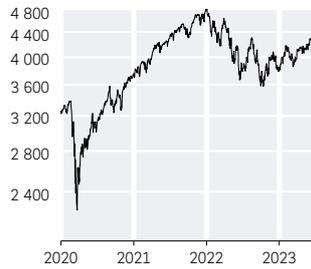
**EURO-DOLLAR**



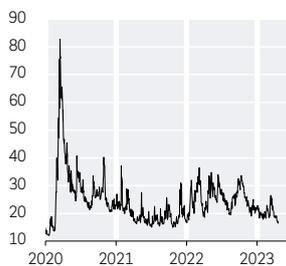
**EUROSTOXX50**



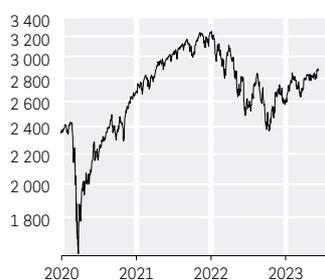
**S&P500**



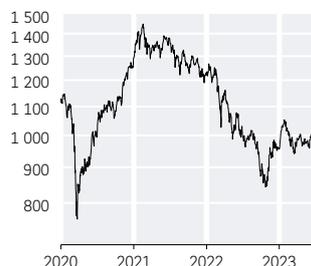
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

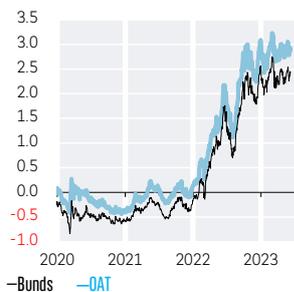


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



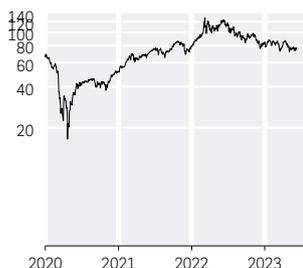
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

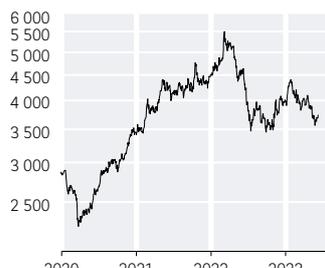
Année 2023 au 9-6

4.65%	Grèce	227 pb
3.97%	Italie	159 pb
3.36%	Espagne	98 pb
3.05%	Autriche	67 pb
3.05%	Belgique	67 pb
2.99%	Portugal	61 pb
2.97%	Finlande	59 pb
2.88%	France	50 pb
2.74%	Irlande	36 pb
2.74%	P-Bas	36 pb
2.38%	Allemagne	

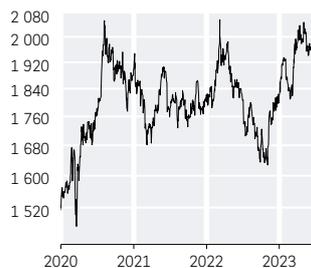
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

# BAROMÈTRE

## PMI SERVICES ET PMI MANUFACTURIER : DEUX TRAJECTOIRES DIFFÉRENCIÉES

La hausse, en mai, de l'indice mondial PMI composite l'a porté à son plus haut niveau depuis un an et demi (54,4 contre 54,2 en avril). Il s'agit de la quatrième augmentation consécutive. Toutefois, cette amélioration de l'activité globale masque une disparité importante entre le dynamisme du secteur des services et la faiblesse du secteur manufacturier. En mai, l'indice mondial PMI dans les services a atteint son meilleur niveau depuis novembre 2021 (55,5) et celui dans le secteur manufacturier son plus bas niveau depuis janvier 2023.

Dans les services, quatre composantes se sont améliorées sur les six que couvre l'enquête : nouvelles affaires pour les prestataires de services, nouvelles commandes à l'export, prix des intrants et prix de vente. Par pays, les États-Unis, l'Allemagne, la Chine et le Japon affichent un indice en hausse par rapport au mois précédent, tandis qu'il s'est replié dans la zone euro dans son ensemble (avec des baisses enregistrées en France, en Italie et en Espagne) et au Royaume-Uni.

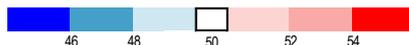
Le tableau est très différent pour l'indice PMI manufacturier, notamment dans les pays développés. À l'exception du Japon et de la France, l'indice s'est replié en mai, sous l'effet de la contraction des nouvelles commandes à la production. À l'inverse, la Chine et l'Inde ont enregistré une amélioration du climat des affaires dans le secteur manufacturier. Au niveau des composantes, on constate une forte baisse des délais de livraison dans la zone euro, à l'exception de la France. Les prix des intrants et les prix de vente reculent également, à la faveur du reflux significatif des prix des matières premières. Du côté de l'emploi, l'indice PMI s'est replié en Chine et dans les pays développés, à l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas, tandis qu'il a augmenté en Inde, au Brésil et au Vietnam.

Tarik Rharrab

INDICES PMI DE S&P GLOBAL, MAI 2023

mai-23	Marchés développés																			Marchés émergents																		
	MONDE	Europe										Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique		Asie																
		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. TCHÉQUE	Pologne	Russie	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNI	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
COMPOSITE	54,4	54,3	52,8	39,7		51,2	53,9	51,5	51,9	52,0	44,2	55,2	43,2	54,0					54,3	52,3		52,3	42,8	47,0	54,4													
MANUFACTURIER	49,6	49,0	48,4	44,8	39,7	45,7	45,7	43,2	51,5	47,5	45,9	44,2	48,4	43,2	47,1				50,6	49,5	47,1	50,5	42,8	47,0	53,5	51,5	47,8	49,4	58,5	49,2	55,5	50,9	50,6	58,7	50,3	45,3		
SERVICES	55,5	54,9	55,1			52,5	57,2			57,0	54,0		56,7	55,2					55,9	54,1					54,3							57,1	50,6	61,2				
MANUFACTURIER	NOUVELLES COMMANDES	49,4	48,6	47,1	42,3	34,0			42,7	39,6	51,3	48,3	44,3	41,7	47,4	46,7			50,5	49,2	45,6	49,7	40,3	46,0	54,1	52,3	46,4	50,4	67,3	47,7	58,3	51,8	51,6	62,9	49,6	41,9		
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	47,3	47,3	43,4	41,8	36,3			41,5	38,8	52,3	42,7	47,7	42,4	45,4	47,1			46,6	49,3	48,8	48,0	43,3	43,9	48,3	52,7	47,7	50,4	55,1	46,9	50,1	50,6	52,5	53,8	48,9	43,6		
	DÉLAIS DE LIVRAISON*	46,5	49,1	41,6	38,5	35,6	37,8	46,3	30,9	49,5	46,0	41,9	39,1	46,4	45,1				49,9	49,7	45,9	53,0	41,7	47,2	51,3	51,9	50,7	45,0	46,1	44,9	49,2	50,4	48,8	49,9	48,4			
	EMPLOI	50,1	49,7	53,1	51,5	48,8	39,5	50,4	52,4	52,2	50,8	51,3	51,6	51,2	52,0	49,3			50,3	48,9	50,9	46,1	47,9	54,8	51,0	49,3	52,0	45,6	52,1	47,2		52,3	50,6	47,2				
	PRIX DES INTRANTS	49,3	49,6	48,1	41,4	39,3	31,8	48,1	36,9	46,4	47,6	42,5	39,5	43,3	48,5				60,7	50,5	48,5	58,3	40,6	41,2	64,6	55,9	59,0	54,3	51,5	47,2	55,7	52,1	55,9	48,4				
	PRIX À LA PRODUCTION	49,8	50,9	50,9	49,0	44,0	52,1	50,9	50,4	48,9	48,9	46,1	48,6	47,8	41,4	54,3			57,2	48,4	50,5	47,0	44,5	53,1	52,7	53,7	50,7	54,4	47,7		53,6	53,4	50,5	48,4				
	PRODUCTION	51,5	49,1	51,0	46,4	39,5	52,1	44,7	47,4	54,2	46,0	46,4	44,2	49,4	47,7				50,9	49,7	46,6	49,6	44,1	46,9	54,6	52,0	46,3	61,7	47,7	62,3	53,8		62,7	51,0	45,6			
	STOCKS DES ACHATS	49,3	48,6	46,2	44,8	45,1	40,7	46,6	43,8	50,5	44,4	45,0	44,6	46,7	54,8	45,3			52,3	49,6	50,9	50,4	41,9	48,3	49,5	48,0	48,8	57,8	51,1	52,6	50,6		63,8	50,6	46,1			
	VOLUMES DES ACHATS	47,9	48,9	43,7	40,4	34,3		43,7	36,7	52,6	42,7	42,0	42,7	47,6	42,4				47,6	45,2	50,6	37,8	45,0	59,2	51,3	45,3	57,8	55,3	50,5		63,9	51,8	44,5					
	PRODUITS FINIS	49,7	50,7	49,1	49,9	53,9	31,8	51,8	49,4	48,7	49,1	50,2	47,1	49,4	51,2				49,9	49,7	53,5	52,7	48,6	47,6	49,3	49,0				49,8		48,3	49,3	49,3				
ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	46,6	46,6	42,1	41,8		45,4	39,0	46,4	49,7	42,8	41,3	48,6	40,4					47,7	41,2	52,8	44,8	40,9	46,6		49,8		47,2		52,8	49,8		51,4	50,2	45,0				
SERVICES	PRIX FACTURÉS	59,5		59,5	64,4		63,9	65,5		63,9	61,4		67,4	70,4				60,4	62,6					58,6							52,7		55,1					
	PRIX PAYÉS	56,1		57,6	59,1		61,0	60,8		56,7	54,1		58,6	60,5				54,1	56,3					55,4							51,4		54,0					
	EMPLOI	52,7		52,7	54,6		54,4	54,5		54,5	54,5		55,7	52,1				54,5	53,0					52,9						51,5		51,1						
	NOUVELLES AFFAIRES	55,4		55,7	53,3		49,2	53,8		58,1	55,4		56,8	55,4				56,7	52,3					52,6							56,2	59,4						
	AFFAIRES EN COURS				51,1		51,9	50,3		55,9	51,0		50,9	51,1				54,5	44,6					50,4							50,7							
PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	64,8		67,9	60,3		59,8	55,5		72,3	64,2		65,5	70,1				61,8						62,4															
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	53,8		54,1	53,0		50,3	53,9		57,7	53,8		53,9	53,5				55,2						50,6							53,9		52,6						

\* échelle inversée



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

## ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&amp;P GLOBAL (MAI VERSUS AVRIL)

		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	BRÉSIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNI	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM	
MANUFACTURIER	COMPOSITE	0.2	0.9	-1.3			-1.2	-0.3		-1.6	-3.3		-1.1		-0.9					0.5																	
	MANUFACTURIER	0.0	-1.2	-1.8	-1.0	-2.3	-1.9	0.1	-1.3	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7	-0.6	-2.1	-0.7				2.8	-0.6		0.4	0.9			0.5	-0.1	-1.1	-0.6	-1.1	1.4	-1.8	1.5	-2.4	-1.4	
	SERVICES	0.1	1.3	-1.1				-2.1	1.2		-1.4	-3.6		-1.2		-0.7				-0.4				-1.6			-0.1					0.7	-1.8	-0.8			
	NOUVELLES COMMANDES	0.0	-0.3	-3.1	-2.6	-3.1		0.4	-4.9	-2.6	-0.5	-1.0	-2.8	-1.3	-1.0					2.1	-0.3	3.7	-1.7	0.9	1.7	1.1	-0.5	1.1	0.1	-1.8	-2.5	-1.6	2.5	-4.2	1.6	-4.6	-4.5
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	-1.1	-0.4	-3.6	-3.2	-1.2		0.4	-6.2	2.0	-5.9	0.4	-1.9	-1.6	-1.1					-0.6	-0.1	3.3	0.1	0.9	0.8	-2.8	-1.3	0.9	0.1	5.7	-6.4	0.1	0.5	-0.8	0.8	0.3	-4.2
	DÉLAIS DE LIVRAISON	0.2	1.4	1.7	-3.4	-4.6	-6.7	1.8	-8.8	-1.9	-0.3	-3.2	-6.2	-3.0		0.5				0.9	-0.1	1.0	0.9	-1.1	2.9	-0.9	-0.1	0.3	-0.2	0.9	2.0	0.5	-4.8	0.3	-0.6	0.4	
	EMPLOI	-0.5	-2.4	-0.3	-0.2	-2.0	-5.4	-0.1	0.6	-2.1	-0.7	-1.0	0.1	-1.2	-5.8	-0.1				-1.0	2.5	-0.2	0.0	0.5	0.7	1.0	-0.6	0.1	0.2	0.2	-1.4		1.4	0.1	2.4		
	PRIX DES INTRANTS	-3.0	-9.6	-10.5	-2.6	-4.1	10.1	-3.0	-2.7	-4.8	-1.1	-1.5	-5.8	-2.1	-3.1					-4.0	-4.8	-0.4	-4.2	-5.2	1.1	-2.4	0.3	1.3	0.6	0.1	0.9	-0.8	-1.3	-2.0			
	PRIX À LA PRODUCTION	-1.8	-1.8	-6.4	-2.6	-5.0	4.8	-2.3	-2.0	-2.9	4.4	-2.5	-4.1	-1.5	-2.9	-2.4				-2.3	-1.5	0.3	-4.3	-1.9	-0.4	-2.3	0.7	0.9	2.6	0.4		-2.6	1.2	-0.1	0.2		
	PRODUCTION	0.8	-1.5	-1.4	-2.1	-7.4	4.8	2.5	-3.2	-0.1	-1.8	-2.4	-3.5	-0.9	-1.7					3.0	-0.2	3.7	-0.7	-2.1	1.1	1.7	0.1	0.9	-2.7	0.1	-0.3	3.6		2.2	-3.6	-0.5	
SERVICES	STOCKS DES ACHATS	-0.2	-0.3	-2.5	-1.5	1.3	-4.2	-3.6	-0.3	-1.9	-4.6	-2.1	0.9	-1.9	7.4	1.0				0.9	-0.1	3.5	2.4	0.1	-0.3	-1.1	-1.1	1.1	1.1	-7.7	-2.5	0.7	2.4	-2.2	-3.6		
	VOLUMES DES ACHATS	-1.4		-5.5	-1.0	-4.0		0.3	-0.9	-0.5	-1.3	-2.0	-0.4	-0.7	-3.0				0.6		-3.2	-0.2	-0.3	-0.1	2.9	-0.4	0.5	-0.4		-2.5	-0.8	2.7	-3.7	-2.8			
	PRODUITS FINIS	-0.3	0.9	0.0	-0.4	4.7	-9.7	-1.6	0.4	0.1	-2.8	-1.1	-0.4	-1.3	1.9				-1.1	-0.1	3.6	1.7	0.3	-3.4	-3.1	-1.9				-0.1		0.0	0.1	-2.9			
	ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	-1.6	-0.8	-5.3	-1.0			1.2	-3.0	-0.9	-0.5	1.4	-2.1	-1.3	-2.3				0.5	-0.5	1.8	1.3	-2.4	-1.3			0.3	-1.8		1.7	-1.9	1.3	-1.4	-1.8			
	PRIX FACTURÉS	-1.1		-1.2	-4.1			-8.9	-3.1		-3.6	-0.1		-2.4	0.4					0.1	-1.7				-1.1						-0.2		2.1				
	PRIX PAYÉS	-0.1		-0.9	0.4			1.4	0.9		-1.9			-1.2	-1.3					-0.8		1.2			-0.3						1.2		0.4				
	EMPLOI	-0.3		0.0	-1.0			-0.9	-1.3		-1.8	-0.1		-1.3	-1.4					0.7	-0.2				-1.1					-0.3		0.7					
	NOUVELLES AFFAIRES	0.7		-3.4	-2.1			-4.5	-0.8		-0.2	-0.9		-2.4	-0.8					1.0	-0.9				-2.2						0.4	4.1					
	AFFAIRES EN COURS							-2.2	0.0		-0.4	1.5		-3.0	-0.4					2.5		-3.8			2.2						-0.5						
	PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	-0.5		0.7	-0.9			-0.1	-1.2		5.3	-1.5		-2.2	-0.3					-0.7					-6.6												
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	1.6		4.8	-0.2			-0.6	0.7		0.1	-0.7		-1.0	0.6					0.3		4.2				-5.8					-1.1		0.8					

-3.0 -2.0 -1.0 0.0 1.0 2.0 3.0

SOURCES : S&amp;P GLOBAL, BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

## ÉTATS-UNIS

Après un second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est nettement tassée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,3% t/t). L'analyse détaillée de ce chiffre permet d'en relativiser la faiblesse, essentiellement due à la contribution très négative des variations de stocks. On voit peu de signes de la récession attendue en raison du resserrement monétaire, et même aucun au niveau du marché du travail, ce qui nous amène à rehausser les perspectives de croissance à court terme (2<sup>e</sup> trimestre un peu plus positif, 3<sup>e</sup> trimestre un peu moins négatif). Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade de l'inflation sous-jacente reste lente de telle sorte que l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. Le resserrement monétaire engagé devrait entraîner l'économie américaine en récession au second semestre 2023 et limiter la reprise attendue en 2024.

## CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique va se renforcer en 2023. L'abandon de la politique zéro Covid a entraîné un rebond de la demande privée et du secteur des services depuis fin janvier, et la consommation de ménages continuera de bénéficier d'effets de rattrapage importants à court terme. Cependant, alors que les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par l'affaiblissement de la demande mondiale, des freins continueront de peser sur l'activité tirée par le marché intérieur. De fait, le redressement du marché du travail reste incertain, l'amélioration dans les secteurs immobilier et de la construction sera probablement limitée, et la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public. Les autorités prévoient un soutien modéré à la croissance des politiques budgétaire et monétaire. L'inflation des prix à la consommation, qui s'est établie à 2% en moyenne en 2022, ne devrait accélérer que légèrement cette année.

## ZONE EURO

Après un chiffre légèrement négatif au T4 2022, la croissance économique en zone euro a surpris favorablement sur les premiers mois de 2023 au regard de l'amélioration des données d'enquêtes (climat des affaires et, dans une moindre mesure, confiance des consommateurs). Mais la première estimation de la croissance au T1 2023 a laissé une impression moins favorable (hausse du PIB de seulement +0,1 % t/t). Le chiffre pourrait même passer en territoire négatif dans le sillage de la forte révision en baisse de la croissance allemande : la zone euro basculerait alors en récession technique. Si un rebond technique est anticipé au T2, la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire ferait ensuite rechuter la croissance. À la stagnation attendue pendant trois trimestres succéderait une reprise limitée. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

## FRANCE

La croissance du PIB s'est accélérée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (+0% t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. *A contrario*, la consommation (+0,1% au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-2,3% au T1, après -1,2% t/t au T4). Le niveau toujours élevé de l'inflation début 2023 (avec un nouveau pic en février à 7,3% a/a en indice harmonisé) et la remontée des taux d'intérêt devraient continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,5% en 2023, après 2,5% en 2022.

## TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, l'augmentation de 25 pb des taux directeurs de la Réserve fédérale en mai, un temps pressentie pour être la dernière, pourrait ne pas l'être. La Fed pourrait sauter la réunion de juin et opter pour un *statu quo*, compte tenu du durcissement important des conditions d'accès au crédit, avant de procéder à une ultime hausse en juillet compte tenu de l'inflation toujours élevée et de la résistance du marché du travail. La lenteur de la désinflation jouerait néanmoins dans l'absence de baisse des taux directeurs jusque début 2024, et ce malgré l'entrée en récession anticipée de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint aussi. Ils devraient baisser avec pour toile de fond le recul progressif de l'inflation et la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

Contrairement à la Fed, la BCE ne devrait pas passer son tour en juin considérant que le durcissement des conditions monétaires et de crédit est moins avancé qu'outre-Atlantique. Si l'inflation sous-jacente montre des signes encourageants de décade en avril et mai, ils ne sont pas suffisants pour mettre un terme au cycle de hausse de ses taux directeurs. Nous tablons sur deux relèvements supplémentaires, de 25 pb chacun, en juin et juillet, portant le taux de dépôt à 3,75 %. Autre outil de resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet

2023, de ses réinvestissements dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens pourraient aussi avoir atteint leur pic et devraient refluer dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation en zone euro et du repli des rendements aux États-Unis.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse de ses taux directeurs.

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	1.3	-0.1	4.7	8.0	4.0	2.5
Japon	2.2	1.0	1.5	1.0	-0.2	2.5	3.1	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	7.1	2.1
Zone euro	5.3	3.5	0.4	0.6	2.6	8.4	5.3	2.7
Allemagne	2.6	1.9	-0.4	0.5	3.2	8.7	5.7	2.4
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.6	2.6
Italie	7.0	3.8	1.1	0.7	1.9	8.7	6.0	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	2.8	2.2
Chine	8.4	3.0	5.6	5.3	0.9	2.0	2.7	2.5
Inde***	8.7	7.0	5.7	6.0	5.5	6.7	5.4	4.5
Brésil	5.0	2.9	2.5	0.5	8.3	9.3	5.0	4.8

\* CROISSANCE : MISE À JOUR LE 8 JUIN 2023 ; JAPON, MISE À JOUR LE 2 JUIN 2023 ; ÉTATS-UNIS ET BRÉSIL, MIS À JOUR LE 17 MAI 2023 ; ROYAUME-UNI, MIS À JOUR LE 28 MAI 2023 ; ALLEMAGNE  
 \*\* INFLATION : MISE À JOUR LE 2 JUIN 2023 ; ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE, ÉTATS-UNIS ET BRÉSIL  
 \*\*\* ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1<sup>ER</sup> AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1  
 SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATES & FORECASTS)

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

#### Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5.25	5.50	5.50	3.75
	Treas. 10a **	3.90	3.90	3.85	3.55
Zone euro	Taux de dépôt *	3.50	3.75	3.75	2.75
	Bund 10a **	2.60	2.45	2.20	2.00
	OAT 10a	3.15	3.00	2.72	2.50
	BTP 10 ans	4.60	4.70	4.45	3.80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3.60	3.55	3.30	2.90
	Taux BoE*	4.75	5.00	5.00	3.75
	Gilt 10a **	3.80	3.55	3.35	2.80
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a **	0.45	0.60	0.65	0.80

#### Taux de change

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1.10	1.12	1.14	1.18
	USD / JPY	133	130	127	121
	GBP / USD	1.24	1.26	1.28	1.33
EUR	EUR / GBP	0.89	0.89	0.89	0.89
	EUR / JPY	146	146	145	143

#### Pétrole

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Pétrole	USD/baril	85	90	90	95

\* TAUX DE DÉPÔT AU 27 AVRIL 2023, FED FUNDS AU 2 JUIN 2023, TAUX DE LA BOE AU 11 MAI 2023  
 \*\* BUND 10 ANS AU 3 MAI 2023, GILT 10 ANS AU 20 AVRIL 2023, JGB 10 ANS AU 28 MARS 2023, TREASURIES 10 ANS AU 5 JUIN 2023

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

<a href="#">Le Royaume-Uni envisage une revue du système de garantie des dépôts</a>	EcoTVWeek	9 juin 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation de juin 2023</a>	EcoCharts	8 juin 2023
<a href="#">La croissance néerlandaise entre aléas conjoncturels et transition énergétique</a>	Graphique de la Semaine	7 juin 2023
<a href="#">Zone euro et états-unis : d'où vient l'inflation ?</a>	EcoWeek	6 juin 2023
<a href="#">Inde : l'avantage démographique pourrait se transformer en risque social</a>	EcoTVWeek	1 juin 2023
<a href="#">Chine : la crise immobilière persiste</a>	Graphique de la semaine	31 mai 2023
<a href="#">France : le taux de marge des entreprises s'améliore</a>	EcoBrief	31 mai 2023
<a href="#">Zone euro : la dichotomie entre secteur manufacturier et secteur des services</a>	EcoWeek	31 mai 2023
<a href="#">OCDE : baromètre de mai 2023</a>	EcoPulse	26 mai 2023
<a href="#">Élections législatives en Thaïlande</a>	EcoTVWeek	26 mai 2023
<a href="#">France : le pessimisme gagne du terrain</a>	EcoBrief	25 mai 2023
<a href="#">Normalisation de la politique monétaire au royaume-uni : l'impact sur les prêts hypothécaires aux ménages</a>	Chart of the Week	24 mai 2023
<a href="#">France : pas de récession sans destructions d'emplois</a>	EcoWeek	22 mai 2023
<a href="#">Hongrie : Le nouveau recul du PIB souligne de nombreux défis</a>	EcoTVWeek	19 mai 2023
<a href="#">Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu</a>	Graphique de la Semaine	17 mai 2023
<a href="#">Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu</a>	EcoWeek	16 mai 2023
<a href="#">Réserve fédérale et BCE: des fonctions de réaction similaires, des messages qui divergent</a>	EcoTVWeek	12 mai 2023
<a href="#">Le Japon n'échappe pas au retour de l'inflation</a>	Graphique de la Semaine	10 mai 2023
<a href="#">Quand la Réserve fédérale cessera-t-elle de resserrer sa politique monétaire ? Ce que nous enseignent les précédents cycles</a>	EcoWeek	9 mai 2023
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française - Mai 2023</a>	PetitAtlas	9 mai 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

## ECOFLASH

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 ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder

Copyright: Valentina Eltsova



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change