

“ LES DONNÉES RÉCENTES SONT SUFFISAMMENT AMBIGUËS POUR ALIMENTER LE DÉBAT SUR UNE POSSIBLE ENTRÉE EN RÉCESSION DES ÉTATS-UNIS. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

États-Unis : indicateurs avancés, marché du travail et débat autour de la récession

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Commerce international, contaminations Covid-19 et indicateur de substitution de l'OCDE

11

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

12

CALENDRIER

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

16

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ÉTATS-UNIS : INDICATEURS AVANCÉS, MARCHÉ DU TRAVAIL ET DÉBAT AUTOUR DE LA RÉCESSION

Malgré le rythme actuellement soutenu de la création d'emplois et le ralentissement des augmentations salariales, qui, par leur impact sur l'inflation, pourraient influencer la politique future de la Fed, les données récentes sont suffisamment ambiguës pour alimenter le débat sur une possible entrée en récession des États-Unis. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels indique un risque accru de récession, tout comme l'inversion de la courbe des taux et la tendance à la baisse de l'indice des indicateurs économiques avancés du *Conference Board*. Si cet indice devait marquer de nouvelles baisses, on devrait s'attendre, si on se fonde sur la corrélation historique entre ces données, à un repli important des créations d'emplois, ce qui donnerait raison aux tenants d'une récession imminente.

Le dernier rapport américain sur le marché du travail a été bien accueilli par les investisseurs. En décembre, la croissance de la rémunération horaire moyenne a ralenti à +0,3 % par rapport au mois précédent et à +4,6 % en glissement annuel (+4,8 % en novembre), ce qui laisse entrevoir un relâchement des pressions salariales, tandis que le rythme mensuel de création d'emplois – 223 000 nouveaux emplois – est demeuré élevé.

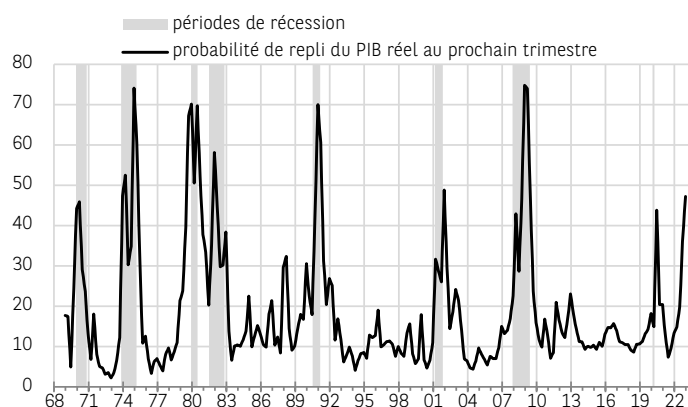
Cet environnement pourrait évoquer le concept de « boucle d'or »¹, mais utiliser ce terme serait excessif et inapproprié dans ce contexte. Sur le front des salaires, d'autres mesures telles que l'indice du coût de l'emploi et l'indicateur de la Réserve fédérale d'Atlanta, bien qu'en baisse, continuent d'afficher de fortes augmentations. En termes de création d'emplois, la tendance est à la baisse et les secteurs encore créateurs d'emplois sont moins nombreux qu'auparavant. En ce qui concerne les perspectives économiques plus généralement, les enquêtes ISM de décembre ont calmé le jeu. L'indice manufacturier a diminué pour s'établir à 48,4 et l'indice des services a chuté de 56,5 à 49,6.

En résumé ces données sont suffisamment ambiguës pour alimenter le débat sur une possible entrée en récession des États-Unis. L'évaluation de ce risque est un exercice délicat et très subjectif qui nécessite une évaluation de la fonction de réaction des ménages et des entreprises aux chocs économiques – bond de l'inflation l'année dernière, hausse des taux d'intérêt, etc. – et de l'impact qui en résultera sur les anticipations de revenu, la confiance, les bénéfices des entreprises, etc.

Il est également important d'examiner les faits stylisés. Selon les données historiques, l'inversion de la courbe des taux indique une récession. L'indice d'anxiété (enquête réalisée auprès d'économistes sur la probabilité d'une entrée en récession des États-Unis au trimestre prochain) a atteint un niveau qui, dans le passé, a toujours été un signe avant-coureur de récession (*graphique 1*).

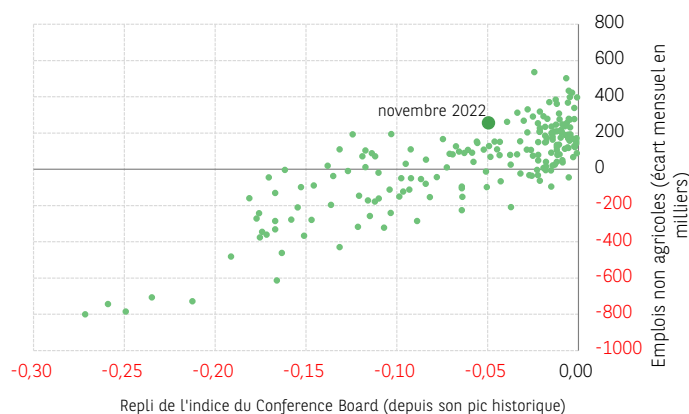
L'indice des indicateurs avancés du *Conference Board* est un autre élément important². Compte tenu de son déclin cumulé depuis son plus récent sommet, en février 2022, il semble que la probabilité d'une récession augmente. Cependant, le rythme actuellement soutenu de la création d'emplois semble indiquer qu'une récession n'est pas imminente. La question est donc de savoir à quel moment la situation pourrait évoluer.

ENQUÊTES DES PRÉVISIONNISTES PROFESSIONNELS : INDICE D'ANXIÉTÉ



GRAPHIQUE 1 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE PHILADELPHIE, NBER, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : EMPLOIS NON AGRICOLES ET REPLI DE L'INDICE DU CONFERENCE BOARD DES INDICATEURS AVANCÉS



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BLS, CONFERENCE BOARD, BNP PARIBAS

¹ Ce concept était populaire chez les économistes dans les années 1990 pour décrire une combinaison de croissance soutenue avec une inflation sous contrôle. À l'heure actuelle, il pourrait être tentant de l'utiliser compte tenu de la vigueur du marché du travail, du ralentissement de la croissance des salaires et de la baisse de l'inflation globale.

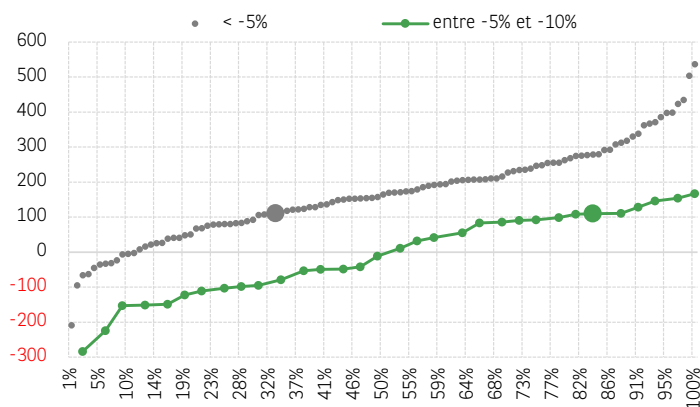
² Selon le *Conference Board*, l'indice des indicateurs avancés prévoit des points de retournement du cycle économique d'environ 7 mois. Il comprend dix composantes : durée hebdomadaire moyenne du travail dans l'industrie manufacturière, demandes hebdomadaires initiales moyennes d'assurance-chômage, nouvelles commandes de biens et de matériaux de consommation des fabricants, indice ISM des nouvelles commandes, nouvelles commandes de biens d'équipement non destinés à la défense, à l'exclusion des commandes d'aéronefs, permis de construire pour les nouveaux logements privés, S&P 500, indice de crédit avancé, écart de taux d'intérêt entre les bons du Trésor à 10 ans et le taux des fonds fédéraux, attentes moyennes des consommateurs en matière de conjoncture. Source : *Conference Board*.



La corrélation historique entre l'indice du *Conference Board* et la création d'emplois nous donne un éclairage. Le graphique 2 montre la relation entre le fléchissement de l'indice des indicateurs avancés – la baisse en pourcent depuis son sommet historique – et les emplois non agricoles. Si le premier poursuit son déclin dans les prochains mois³, on pourrait s'attendre, sur la base de leurs interactions passées, à un nouveau ralentissement du rythme des créations d'emplois mensuelles. Comme l'indique le graphique 3, lorsque le repli se situe entre 0 % et -5 % (points gris), dans 33 % des observations, le chiffre de la création d'emplois mensuelle a été de l'ordre de 110 000 ou moins⁴. Lorsque la baisse a été comprise entre -5% et -10%, ce chiffre monte à 84%. Inévitablement, des faibles créations d'emplois qui deviendraient un phénomène récurrent, donneraient du crédit aux tenants d'une récession imminente.

William De Vijlder

ÉTATS-UNIS : EMPLOIS NON AGRICOLES (CLASSÉS) ET REPLI DE L'INDICE DU CONFERENCE BOARD DES INDICATEURS AVANCÉS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, CONFERENCE BOARD, BNP PARIBAS

³ Compte tenu des retards dans la transmission monétaire, l'incidence des hausses passées des taux d'intérêt sur la demande finale ne manquera pas d'augmenter. De plus, la Réserve fédérale va continuer à resserrer sa politique, accentuant la pression sur la demande. Dans ces conditions, il est difficile de voir ce qui déclencherait un rebond durable de l'indice des indicateurs avancés.

⁴ Le nombre « 110 000 » est utilisé pour illustrer l'idée d'un ralentissement significatif du rythme des créations d'emplois.



Si le fléchissement de l'indice des indicateurs avancés du Conference Board se poursuit, on pourrait s'attendre à un nouveau ralentissement du rythme des créations d'emplois mensuelles. Cela renforcerait l'idée qu'une récession imminente.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 6-1-23 au 13-1-23

➔ CAC 40	6 861	▶ 7 024	+2.4	%	
➔ S&P 500	3 895	▶ 3 999	+2.7	%	
➔ Volatilité (VIX)	21.1	▶ 18.4	-2.8	pb	
➔ Euribor 3m (%)	2.25	▶ 2.33	+7.4	pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	4.81	▶ 4.79	-1.7	pb	
➔ OAT 10a (%)	2.70	▶ 2.61	-8.9	pb	
➔ Bund 10a (%)	2.21	▶ 2.13	-8.3	pb	
➔ US Tr. 10a (%)	3.57	▶ 3.51	-6.0	pb	
➔ Euro vs dollar	1.06	▶ 1.08	+2.1	%	
➔ Or (once, \$)	1 862	▶ 1 911	+2.6	%	
➔ Pétrole (Brent, \$)	78.7	▶ 85.3	+8.5	%	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	2.50	2.50	le	02/01	2.50	le	02/01		
Eonia	-0.51	-0.51	le	02/01	-0.51	le	02/01		
Euribor 3m	2.33	2.33	le	13/01	2.16	le	02/01		
Euribor 12m	3.32	3.37	le	11/01	3.30	le	05/01		
\$ FED	4.50	4.50	le	02/01	4.50	le	02/01		
Libor 3m	4.79	4.83	le	12/01	4.77	le	02/01		
Libor 12m	5.36	5.56	le	06/01	5.36	le	13/01		
£ Bque Angl	3.50	3.50	le	02/01	3.50	le	02/01		
Libor 3m	3.98	3.98	le	13/01	3.87	le	02/01		
Libor 12m	0.81	0.81	le	02/01	0.81	le	02/01		

Au 13-1-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le	02/01	2.64	le	02/01		
Bund 2a	2.58	2.69	le	02/01	2.57	le	12/01		
Bund 10a	2.13	2.44	le	02/01	2.13	le	13/01		
OAT 10a	2.61	2.99	le	02/01	2.61	le	13/01		
Corp. BBB	4.24	4.63	le	02/01	4.24	le	13/01		
\$ Treas. 2a	4.25	4.46	le	05/01	4.15	le	12/01		
Treas. 10a	3.51	3.83	le	02/01	3.45	le	12/01		
High Yield	8.28	9.01	le	02/01	8.28	le	13/01		
£ Gilt. 2a	3.49	3.69	le	02/01	3.44	le	12/01		
Gilt. 10a	3.37	3.67	le	02/01	3.33	le	12/01		

Au 13-1-23

TAUX DE CHANGE

1€ =									
USD	1.08	1.08	le	13/01	1.05	le	05/01	+1.5%	
GBP	0.89	0.89	le	12/01	0.88	le	03/01	-0.1%	
CHF	1.00	1.00	le	12/01	0.99	le	04/01	+1.6%	
JPY	138.09	142.58	le	11/01	138.02	le	03/01	-1.9%	
AUD	1.56	1.57	le	02/01	1.55	le	04/01	-1.1%	
CNY	7.27	7.42	le	02/01	7.23	le	05/01	-2.0%	
BRL	5.52	5.79	le	04/01	5.52	le	13/01	-2.1%	
RUB	74.29	77.91	le	02/01	73.32	le	12/01	-4.6%	
INR	88.09	88.47	le	09/01	86.85	le	05/01	-0.2%	

Au 13-1-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$									
Pétrole, Brent	85.3	85.3	le	13/01	78.0	le	04/01	+0.5%	-1.0%
Or (once)	1 911	1 911	le	13/01	1 824	le	02/01	+5.3%	+3.7%
Métaux, LMEX	4 273	4 273	le	13/01	3 905	le	05/01	+7.2%	+5.7%
Cuivre (tonne)	9 169	9 169	le	12/01	8 236	le	04/01	+9.6%	+8.0%
Blé (tonne)	277	2.9	le	02/01	272	le	10/01	-3.0%	-4.4%
Maïs (tonne)	262	2.6	le	13/01	251	le	04/01	+0.8%	-0.7%

Au 13-1-23

Variations

INDICES ACTIONS

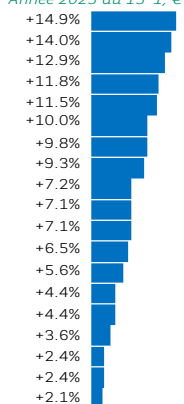
	Cours								
Monde									
MSCI Monde	2 736	2 736	le	13/01	2 595	le	05/01	+5.1%	
Amérique du Nord									
S&P500	3 999	3 999	le	13/01	3 808	le	05/01	+4.2%	
Europe									
EuroStoxx50	4 151	4 151	le	13/01	3 856	le	02/01	+9.4%	
CAC 40	7 024	7 024	le	13/01	6 595	le	02/01	+8.5%	
DAX 30	15 087	15 087	le	13/01	14 069	le	02/01	+8.4%	
IBEX 35	8 882	8 882	le	13/01	8 370	le	02/01	+7.9%	
FTSE100	7 844	7 844	le	13/01	7 452	le	02/01	+5.3%	
Asie Pacifique									
MSCI, loc.	1 090	1 090	le	12/01	1 065	le	04/01	+2.0%	
Nikkei	26 120	26 450	le	12/01	25 717	le	04/01	+0.1%	
Emergents									
MSCI Emergents (\$)	1 030	1 030	le	13/01	956	le	02/01	+7.7%	
Chine	72	72	le	13/01	64	le	02/01	+11.7%	
Inde	778	778	le	13/01	761	le	06/01	-0.7%	
Brésil	1 526	1 526	le	13/01	1 357	le	04/01	+0.9%	

Au 13-1-23

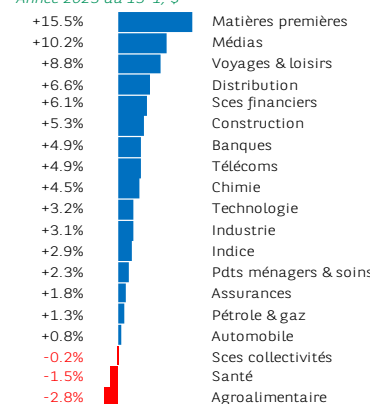
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 13-1, €



Année 2023 au 13-1, \$



SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

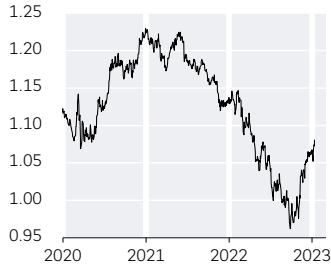


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

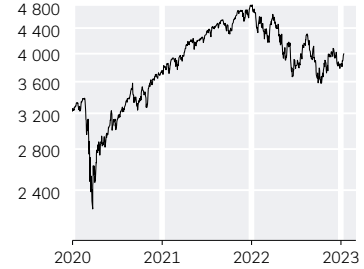
EURO-DOLLAR



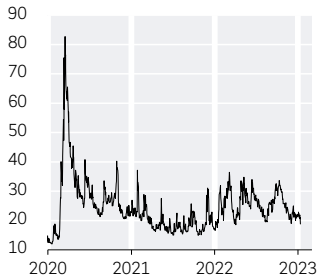
EUROSTOXX50



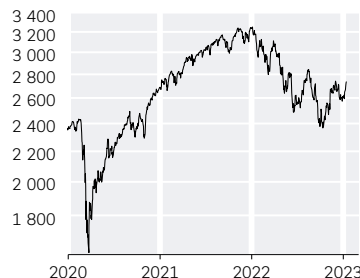
S&P500



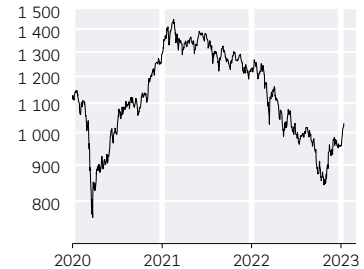
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



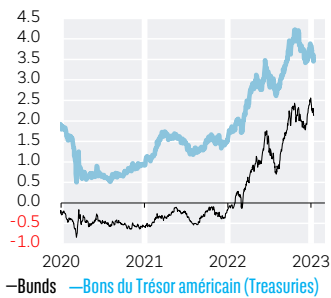
MSCI MONDE (USD)



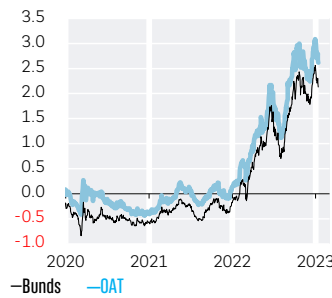
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

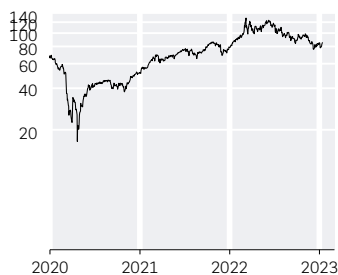


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2023 au 13-1

4.34%	Grèce	221 pb
4.01%	Italie	188 pb
3.17%	Espagne	104 pb
3.00%	Portugal	87 pb
2.76%	Autriche	63 pb
2.75%	Finlande	62 pb
2.72%	Belgique	59 pb
2.61%	France	48 pb
2.56%	Irlande	43 pb
2.42%	P-Bas	29 pb
2.13%	Allemagne	

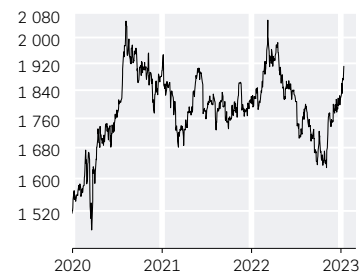
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : UN RALENTISSEMENT VISIBLE

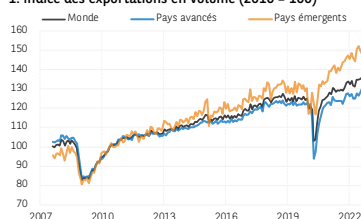
La seconde partie de l'année 2022 aura été marquée par un reflux significatif et généralisé des coûts de transport mondiaux, accompagné d'une décongestion des chaînes d'approvisionnement (*graphique 3*). Le fret maritime mondial (*graphique 5*) est ainsi retombé à des niveaux près de cinq fois inférieurs à ceux constatés lors du pic de l'automne 2021. Seuls les coûts d'acheminement du gaz naturel liquéfié (GNL) ont connu une progression importante, liée aux pénuries de gaz russe, bien que les prix se soient également retranchés depuis décembre. Si les risques de perturbations sur les échanges et la logistique mondiale ne s'évaporent pas totalement en 2023 (risque de débrayage, possible barrières sanitaires en cas de résurgence de Covid-19, tensions liées à la sortie précipitée de la stratégie zéro-Covid de la Chine), les indicateurs seront avant tout scrutés du côté de la demande, pour juger de la santé de l'économie mondiale.

Or, la décélération de la demande semble bien enclenchée, reste à savoir quelle en sera l'ampleur in fine. Les enquêtes PMI se sont en effet détériorées quasiment sans relâche tout au long de l'année 2022, pour s'inscrire à 48,6 en décembre. Ce recul dans les enquêtes de confiance des entreprises s'observe également dans les données dures : les nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan ont chuté lourdement sur un mois en novembre (-13,1% m/m), tirant le taux annuel vers un plus bas depuis 13 ans. La chute des commandes n'épargne aucun secteur : chimie (-28,9% a/a), électronique (-15,2% a/a), plastique et caoutchouc (-38,7% y/y), ou encore le textile (-13,5% a/a). Les commandes industrielles allemandes ont également décroché en novembre de 5,3% m/m, pénalisées par une baisse de 8,1% m/m des commandes en provenance de l'étranger. L'évolution des exportations mondiales en volumes, fournies par le CPB (*graphique 1*), ont un temps de retard, les dernières données disponibles s'arrêtant à octobre 2022. Si le volume des exportations restait dans l'ensemble élevé, un retournement à la baisse pourrait s'être enclenché l'automne dernier. Les exportations réelles ont en effet chuté de 2,6% m/m en octobre, la contraction mensuelle la plus importante depuis avril 2020, date à laquelle la plupart des mesures de confinement avaient été instaurées à travers le monde.

Guillaume Derrien

INDICATEURS DU COMMERCE MONDIAL

1. Indice des exportations en volume (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



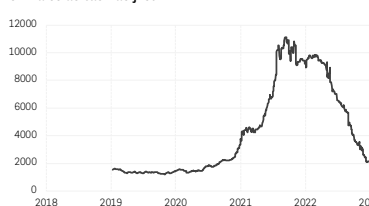
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial - Délais de livraison (échelle inversée)



S&P Global (Markit), BNP Paribas



COVID-19 : LA SITUATION CONTINUE DE S'AMÉLIORER DANS LA PLUPART DES RÉGIONS DU MONDE

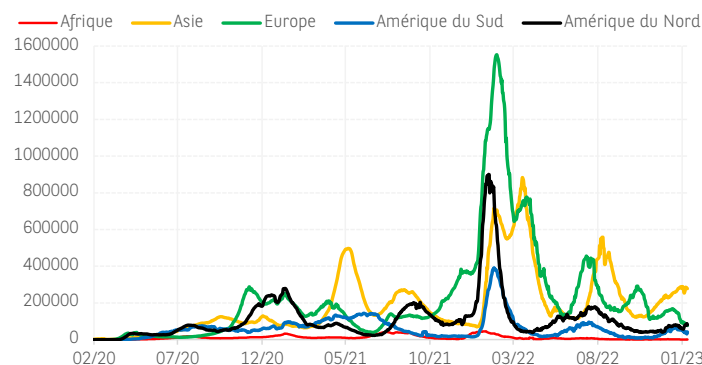
Entre le 4 et le 10 janvier 2023, 3,4 millions de nouveaux cas de Covid-19 ont été enregistrés dans le monde, soit une baisse de -3% par rapport à la semaine précédente (*graphique 1*). Il s'agit de la troisième semaine consécutive de baisse des contaminations après sept semaines de hausse quasi continue. Le nombre de nouveaux cas continue de fléchir nettement en Amérique du Sud (-24%) et, dans une moindre mesure, en Europe (-12%). Le nombre de cas baisse également en Asie (-4%) mais reste toujours très élevé. Dans les autres régions cependant, le nombre de nouveaux cas est reparti à la hausse en Amérique du Nord (+31%) ainsi qu'en Afrique (+25%). Par ailleurs, la couverture vaccinale continue de s'étendre mais elle progresse de plus en plus lentement. À ce jour, 13,2 milliards de doses de vaccin ont été administrées dans le monde depuis le début des campagnes au T4 2020, dont 2,69 milliards de doses de rappel. Ainsi, près de 69% de la population mondiale a reçu au moins une dose d'un vaccin (*graphique 2*).

S'agissant de l'indicateur de substitution hebdomadaire du PIB, il est nettement orienté à la baisse au Royaume-Uni depuis un an maintenant et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, en Belgique et au Japon (où la tendance baissière remonte à la mi-2022). Il est relativement stable en France depuis l'été 2022 tandis qu'en Allemagne, en Italie et en Espagne, une inflexion à la baisse semble se dégager sur les points les plus récents (*graphique 3, courbe noire*). Cet indicateur est établi par l'OCDE à partir de données issues de *Google Trends* qui résultent des requêtes portant sur la consommation, le marché du travail, l'immobilier, l'activité industrielle ainsi que l'incertitude. L'indicateur présenté ici est calculé en glissement sur un an.

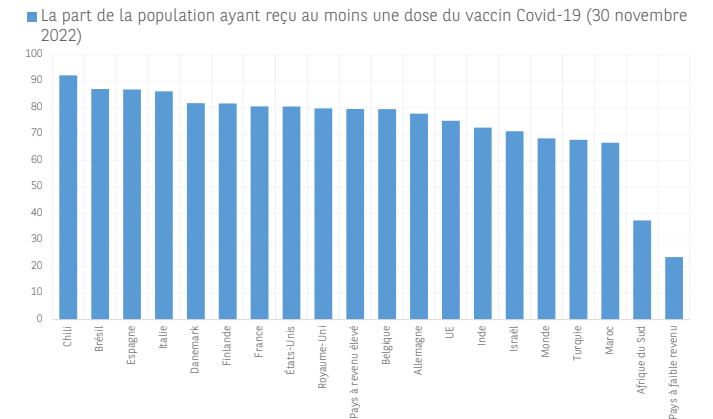
Tarik Rharrab

* Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en-dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de deux ou trois jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google.

NOMBRE DE NOUVEAUX CAS DE COVID-19 PAR JOUR (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



PART DE LA POPULATION AYANT REÇU AU MOINS UNE DOSE DE VACCIN



GRAPHIQUE 1

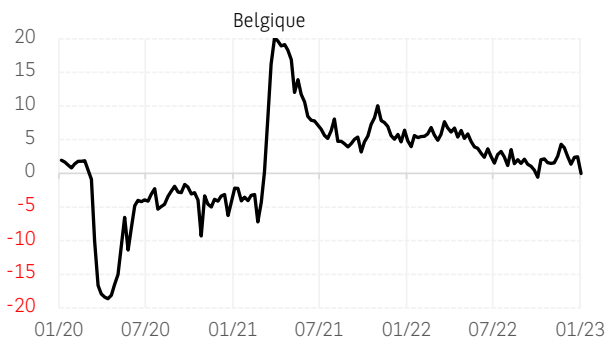
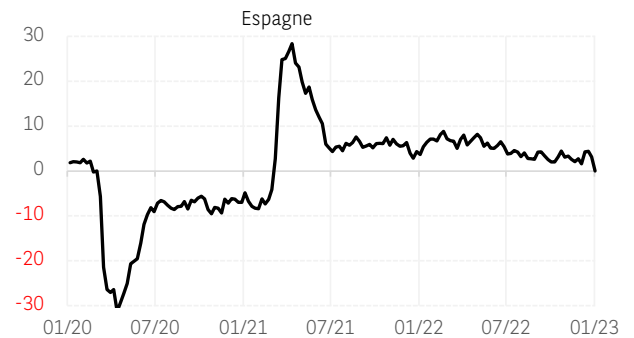
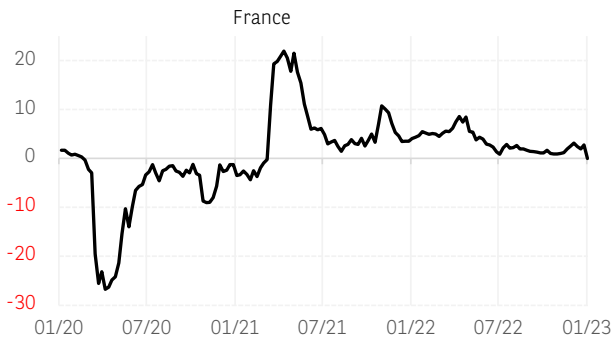
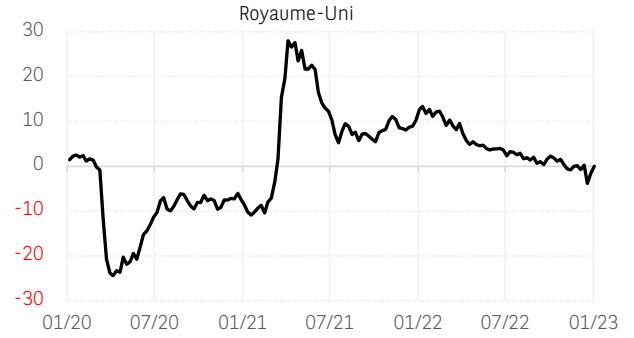
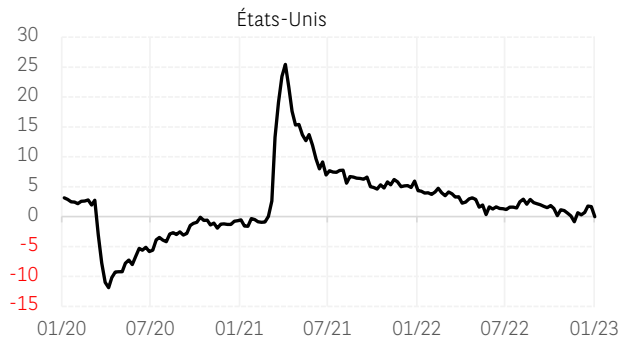
SOURCES : UNIVERSITÉ DE JOHNS-HOPKINS (11/01/2023), BNP PARIBAS

GRAPHIQUE 2

SOURCES : OUR WORLD IN DATA (11/01/2023), BNP PARIBAS

BAROMÈTRE

INDICATEUR DE SUBSTITUTION HEBDOMADAIRE DE LA CROISSANCE (GLISSEMENT SUR UN AN DU PIB)

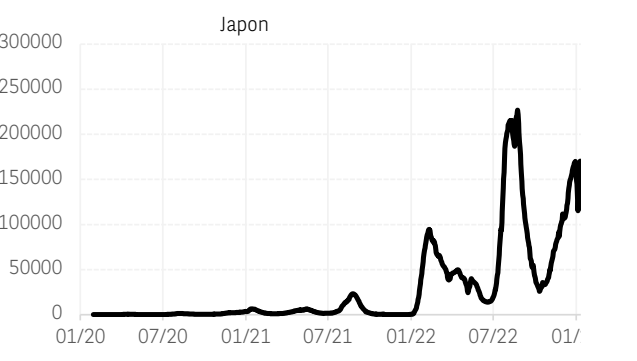
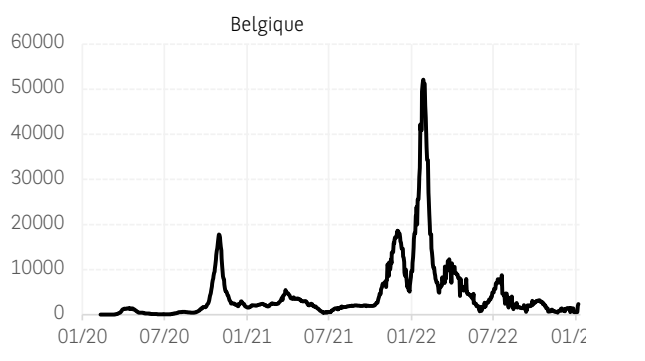
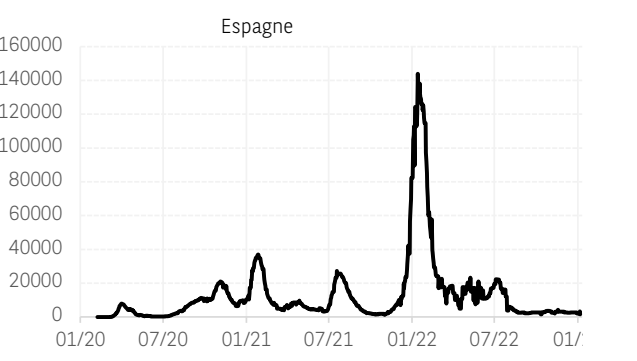
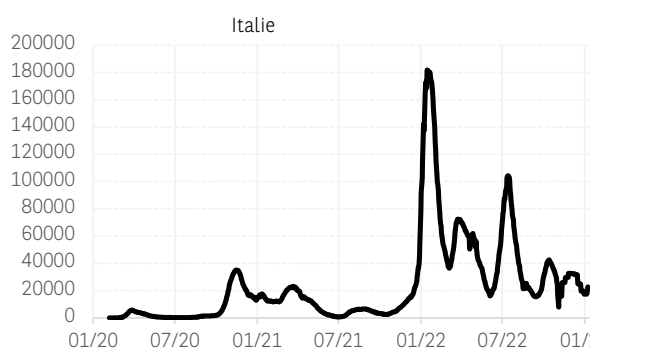
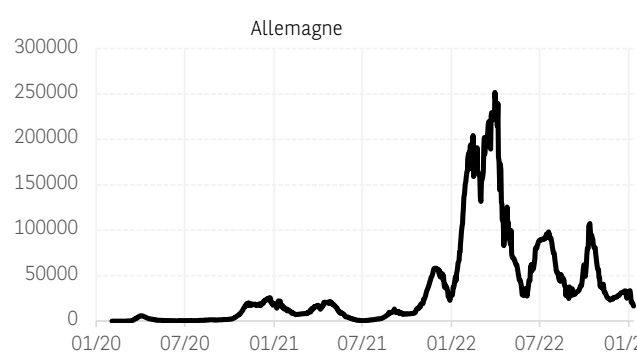
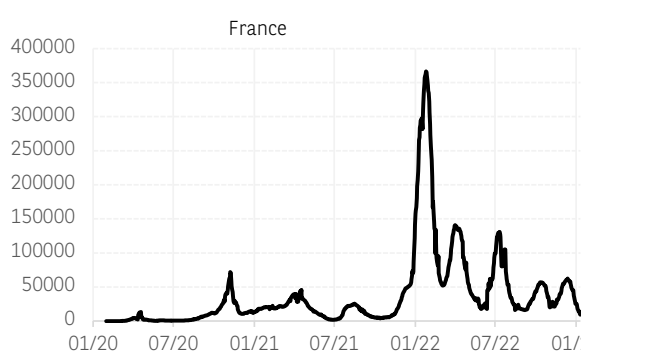
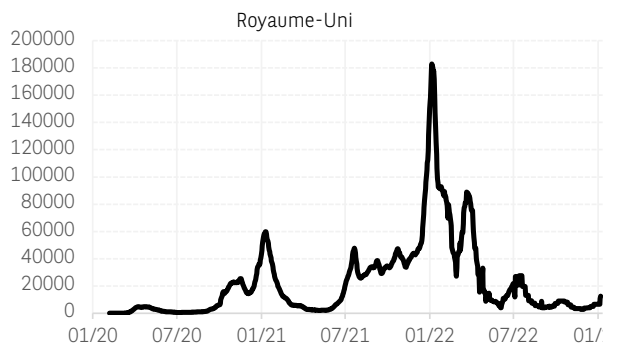
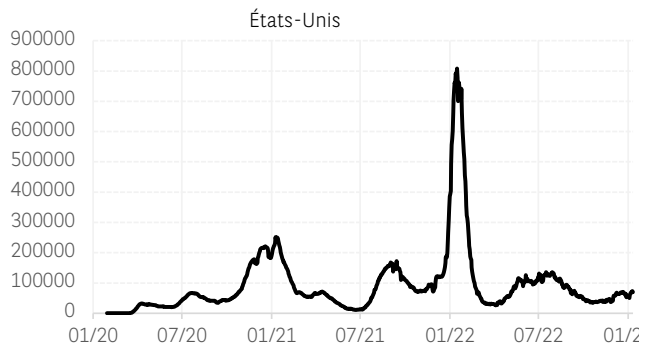


SOURCES : OCDE (11/01/2023), BNP PARIBAS



BAROMÈTRE

NOUVEAUX CAS QUOTIDIENS DE COVID-19 (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



SOURCES : UNIVERSITÉ JOHNS-HOPKINS (11/01/2023), BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

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 s'est essouffée depuis octobre dernier 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 est restée contrainte en 2022 par de puissants freins : la crise du marché immobilier, les conditions dégradées du marché du travail, la crise de confiance des consommateurs, et la politique sanitaire. L'abandon soudain et mal préparé de la stricte politique zero Covid début décembre 2022 a plongé le pays dans de nouvelles turbulences, mais la demande intérieure devrait finir par rebondir une fois passé le pic de la vague épidémique. Les autorités renforcent encore les mesures de soutien budgétaire et monétaire, qui visent en particulier à stabiliser le secteur immobilier.

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 devrait de nouveau s'accélérer (de 5,9% a/a au mois de décembre à 6,5% a/a en 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 (BoJ) a réhaussé 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 des 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 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 ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5,7	2,1	0,3	-0,2	4,7	8,1	4,2	2,4
Japon	1,7	1,2	0,9	0,3	-0,2	2,5	2,2	1,2
Royaume-Uni	7,4	4,4	-0,9	0,8	2,6	9,0	6,8	2,1
Zone euro	5,3	3,2	-0,5	1,3	2,6	8,4	5,0	2,3
Allemagne	2,6	1,8	-1,0	1,1	3,2	8,6	5,0	2,1
France	6,8	2,5	0,0	1,0	2,1	5,9	5,8	2,9
Italie	6,6	3,8	-0,4	1,1	1,9	8,7	6,8	2,1
Espagne	5,1	4,6	0,0	1,3	3,0	8,3	2,1	1,5
Chine	8,1	2,6	5,1	5,3	0,9	2,0	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	1,2	8,3	9,4	4,8	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
Fin de période	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
E-Unités	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
Fin de période	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
Fin de période	Pétrole					
	USD/baril	95	93	95	92	95

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

12

DERNIERS INDICATEURS

En Chine, l'inflation des prix à la consommation a augmenté légèrement en décembre, atteignant 1,8% ; la baisse des prix à la production a été plus faible qu'auparavant, mais néanmoins plus marquée que prévu. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé à 6,5% en novembre. Au Japon, l'évaluation de la situation actuelle par Eco Watchers s'est détériorée, mais les perspectives se sont améliorées et ont surpris positivement. Au Royaume-Uni, l'estimation de novembre du PIB mensuel a surpris avec une légère hausse (0,1%). Aux États-Unis, le moral des petites entreprises a baissé en décembre. Au cours du même mois, l'inflation mensuelle a été légèrement négative (-0,1 %), mais l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,3%. Les deux chiffres étaient conformes aux attentes. Les demandes d'allocation de chômage ont été stables, ce qui a surpris positivement. Le sentiment de l'Université du Michigan a été meilleur qu'attendu. Les attentes ont encore augmenté et l'évaluation des conditions actuelles s'est améliorée davantage. Les anticipations d'inflation sur un an ont baissé mais les anticipations à long terme ont augmenté.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
09/01/2023	Zone euro	Taux de chômage	Nov.	6.5%	6.5%
10/01/2023	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Déc.	2.7%	2.4%
10/01/2023	États-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Déc.	89.8	91.9
12/01/2023	Chine	IPP g.a.	Déc.	-0.7%	-1.3%
12/01/2023	Chine	IPC g.a.	Déc.	1.8%	1.6%
12/01/2023	Japon	Conjoncture (EcoWatchers)	Déc.	47.9	48.1
12/01/2023	Japon	Perspectives (EcoWatchers)	Déc.	47.0	45.1
12/01/2023	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
12/01/2023	États-Unis	IPC m/m	Déc.	-0.1%	0.1%
12/01/2023	États-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Déc.	0.3%	0.2%
12/01/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	205k	206k
13/01/2023	Royaume-Uni	PIB mensuel m/m	Nov.	0.1%	0.5%
13/01/2023	France	IPC harmonisé m/m	Déc.	-0.1%	-0.1%
13/01/2023	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	64.6	59.7
13/01/2023	États-Unis	Université du Michigan (conjoncture)	Janv.	68.6	59.4
13/01/2023	États-Unis	Université du Michigan (attentes)	Janv.	62.0	59.9
13/01/2023	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 1 an)	Janv.	4.0%	4.4%
13/01/2023	États-Unis	Université du Michigan (inflation à 5 ans)	Janv.	3.0%	2.9%
13/01/2023	Chine	Exportations g.a.	Déc.	-9.9%	-8.9%
13/01/2023	Chine	Importations g.a.	Déc.	-7.5%	-10.6%

SOURCE: BLOOMBERG


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER PRÉVISIONNEL

13

INDICATEURS À SUIVRE

La Chine va publier plusieurs données pour le mois de décembre (production industrielle, ventes au détail, taux de chômage, investissement) ainsi que la croissance du PIB au quatrième trimestre 2022. Au Royaume-Uni, nous aurons les chiffres du marché du travail, de l'inflation, des ventes au détail et de la confiance des consommateurs. L'enquête ZEW sera publiée pour l'Allemagne et la zone euro. Pour cette dernière, nous connaissons également les chiffres définitifs de l'inflation. Aux États-Unis, nous disposerons de données sur l'inflation des prix à la production, les ventes au détail et le marché du logement. La Réserve fédérale publiera son Livre beige. Enfin, les marchés attendent avec impatience les conclusions de la réunion de la Banque du Japon qui pourrait annoncer un changement d'orientation en raison de la récente hausse de l'inflation.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
16/01/2023	Chine	Prix des logements neufs m/m	Dec	--	-0.25%
17/01/2023	Chine	Production industrielle g.a.	Dec	0.3%	2.2%
17/01/2023	Chine	Ventes au détail g.a.	Dec	-8.0%	-5.9%
17/01/2023	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Dec	5.0%	5.3%
17/01/2023	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Dec	-9.9%	-9.8%
17/01/2023	Chine	Ventes de résidences cumul annuel, g.a.	Dec	--	-28.4%
17/01/2023	Chine	Taux de chômage	Dec	5.8%	5.7%
17/01/2023	Chine	PIB t/t	4Q	-1.0%	3.9%
17/01/2023	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi (3m/3m)	Nov	--	27k
17/01/2023	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Jan	-17.5	-23.3
17/01/2023	Allemagne	Situation actuelle (enquête ZEW)	Jan	-56.4	-61.4
17/01/2023	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Jan	--	-23.6
18/01/2023	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Dec	--	9.3%
18/01/2023	Zone euro	Nouvelles immatriculations de véhicules (EU27)	Dec	--	16.3%
18/01/2023	Royaume-Uni	Prix des logements m/m	Nov	--	12.6%
18/01/2023	Zone euro	IPC m/m	Dec F	-0.3%	-0.3%
18/01/2023	Zone euro	IPC y/y	Dec F	9.2%	9.2%
18/01/2023	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Dec F	5.2%	5.2%
18/01/2023	États-Unis	Progression des ventes de détail	Dec	-0.8%	-0.6%
18/01/2023	États-Unis	Ventes au détail hors auto et gaz	Dec	-0.1%	-0.2%
18/01/2023	États-Unis	Demande finale IPP g.a.	Dec	0.0%	0.3%
18/01/2023	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Dec	0.1%	0.4%
18/01/2023	États-Unis	Indice NAHB du marché du logement	Jan	31	31
18/01/2023	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale			
18/01/2023	Japon	Cible de rendement à 10 ans (BoJ)	janv-18	--	0.000%
19/01/2023	États-Unis	Permis de construire m/m	Dec	1.4%	-11.2%
19/01/2023	États-Unis	Mises en chantier m/m	Dec	-5.4%	-0.5%
19/01/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	janv-14	--	205k
20/01/2023	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Dec	3.1%	2.8%
20/01/2023	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Jan	--	-42
20/01/2023	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto et carburants m/m	Dec	--	-0.3%
20/01/2023	France	Ventes au détail g.a.	Dec	--	-3.1%

SOURCE: BLOOMBERG


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

14

Échanges commerciaux entre la Chine et l'Allemagne : une dépendance croissante	EcoFlash	12 janvier 2022
2023, année électrique	EcoTVWeek	12 janvier 2022
L'économie croate renforcée par l'adoption de l'euro	Graphique de la Semaine	11 janvier 2022
Zone euro : un début d'année sur une note d'optimisme	EcoWeek	9 janvier 2022
Perspectives économiques 2023 : trois "certitudes", beaucoup d'incertitudes	EcoTVWeek	6 janvier 2022
2023 : une année de transition mais vers quoi ?	EcoWeek	2 janvier 2022
PIB et carbone, le couple reste uni	Graphique de la Semaine	4 janvier 2022
Trois « certitudes » et beaucoup d'incertitudes	EcoPerspectives	16 décembre 2022
France : près d'un tiers des crédits à l'habitat restent garantis par hypothèque	Graphique de la Semaine	21 décembre 2022
BCE : un discours ferme et des projections qui interpellent	EcoWeek	19 décembre 2022
Vers une désinflation aux États-Unis : oui, mais lentement	EcoTVWeek	16 décembre 2022
Petit Atlas de l'économie française de décembre 2022	Petit Atlas de l'économie	15 décembre 2022
France : des goulots d'étranglement historiquement élevé dans le bâtiment	Graphique de la Semaine	14 décembre 2022
Union européenne : la transition énergétique va-t-elle entraîner une hausse des taux d'intérêt ?	EcoWeek	12 décembre 2022
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



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

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

ECOFASH

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

ECOWEEK

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

ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

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

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



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 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.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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

Copyright couverture : Arthimedes/Shutterstock



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change