

“ L'ÉTAT DU MARCHÉ DU TRAVAIL OCCUPE UNE PLACE CENTRALE DANS L'ANALYSE DU CYCLE CONJONCTUREL D'UN PAYS. IL REFLÈTE, EN EFFET, LA SANTÉ DES ENTREPRISES ET DÉTERMINE LE REVENU ET LA CONFIANCE DES MÉNAGES. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Etats-Unis : créations d'emplois et taux de chômage

---

## 6

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 8

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques de la Chine

---

## 9

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 10

### CALENDRIER

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

---

## 11

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ÉTATS-UNIS : CRÉATIONS D'EMPLOIS ET TAUX DE CHÔMAGE

L'état du marché du travail occupe une place centrale dans l'analyse du cycle économique d'un pays. Aux États-Unis, d'après les données historiques, le pourcentage de mois, sur les douze derniers mois, au cours desquels moins de 200 000 emplois non agricoles ont été créés, augmente avant une récession. Aujourd'hui, cet indicateur s'établit à 0 %. Malgré de nombreux signaux erronés, une hausse significative de ce pourcentage doit inciter à la vigilance et à un examen plus approfondi des autres données pour évaluer le risque de récession. Une autre approche consiste à établir le lien entre les statistiques mensuelles d'emploi et le taux de chômage. Cependant, au vu des dernières données sur les créations d'emplois, une hausse rapide du taux de chômage, d'une ampleur suffisante pour déclencher un signal de récession, semble improbable. Autrement dit, le ralentissement de la croissance des salaires et, de manière plus générale, la dérive de l'inflation sous-jacente, pourraient prendre plus de temps que prévu, obligeant la Réserve fédérale à maintenir plus longtemps des taux directeurs élevés. Ce n'est pas exactement ce que les marchés financiers intègrent dans les cours.

L'état du marché du travail occupe une place centrale dans l'analyse du cycle conjoncturel d'un pays. Il reflète, en effet, la santé des entreprises – créent-elles des emplois ou en suppriment-elles ? – et détermine le revenu et la confiance des ménages. Il est scruté encore de plus près en période de retournement du cycle économique.

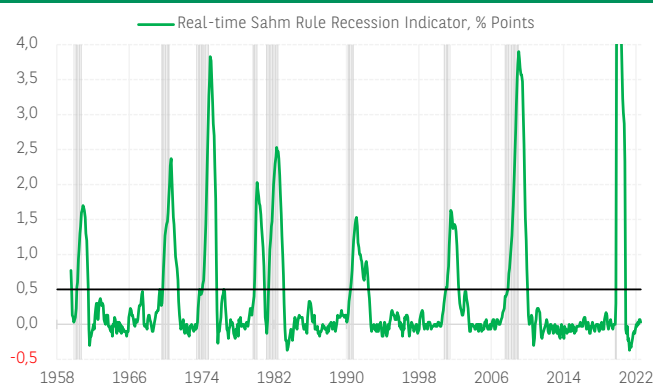
Aux États-Unis, sur les six indicateurs que le comité de datation des cycles économiques du Bureau national de la recherche économique (*National Bureau of Economic Research*, NBER) utilise pour déterminer les dates des pics et des creux du cycle, deux ont trait au marché du travail : l'emploi non agricole et l'emploi tel que mesuré par l'enquête auprès des ménages<sup>1</sup>.

Selon la règle dite « Sahn », l'économie américaine entre en récession lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage national (U3) augmente d'au moins un demi-point de pourcentage par rapport à son niveau le plus bas des douze derniers mois<sup>2</sup>. Comme le montre le graphique 1, l'évolution récente de cet indicateur est préoccupante car il s'est redressé, mais elle rassure aussi dans la mesure où l'indicateur reste en deçà du seuil critique. À en juger par ces différents indices, le rythme des créations de postes dans les prochains mois occupera une place particulièrement importante dans l'évaluation du risque de récession, soit directement – dans le jeu d'indicateurs du NBER – soit indirectement, par leur influence sur le taux de chômage.

Établir un lien entre les statistiques d'emploi mensuelles et la probabilité d'une entrée en récession n'est pas toujours simple. Nous proposons deux approches. La première examine la fréquence de la faiblesse des créations d'emplois selon le raisonnement suivant : un seul mauvais chiffre peut être considéré comme exceptionnel, mais plusieurs peuvent alimenter les craintes de récession.

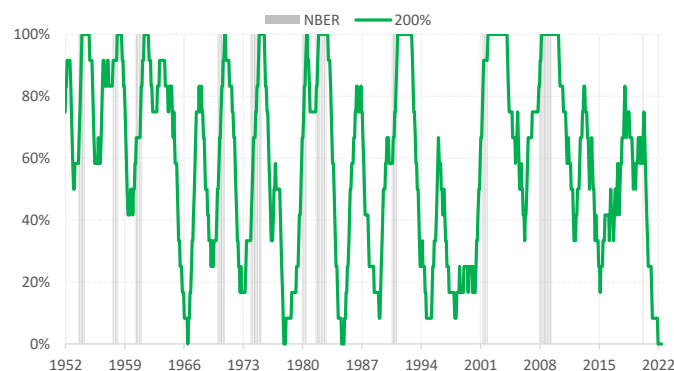
Le graphique 2 présente le pourcentage de mois, au cours des douze mois précédents, pendant lesquels moins de 200 000 nouveaux emplois non agricoles ont été créés<sup>3</sup>. D'après les données historiques, cette fréquence augmente en cours des périodes précédant les récessions mais on observe aussi des signaux erronés, c'est-à-dire des hausses significatives de l'indicateur qui n'ont pas été suivies d'une récession. Ce fut notamment le cas en 1986, en 1996, en 2013 et en 2018.

### ÉTATS-UNIS : INDICATEUR SAHM DE RÉCESSION EN TEMPS RÉEL



GRAPHIQUE 1 SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, NBER, BNP PARIBAS

### ÉTATS-UNIS : % DE MOIS (SUR LES 12 MOIS PASSÉS) PENDANT LESQUELS MOINS DE 200K EMPLOIS NON AGRICOLES ONT ÉTÉ CRÉÉS



GRAPHIQUE 2 SOURCES : REFINITIV, BLS, NBER, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Les autres indicateurs sont les suivants : le revenu personnel réel moins les transferts, les dépenses réelles de consommation des ménages, les ventes de gros et de détail corrigées des variations de prix, la production industrielle. Source : NBER.

<sup>2</sup> Source : FRED, Banque de la Réserve fédérale de St Louis.

<sup>3</sup> Ce seuil a été choisi parce qu'il est proche du chiffre enregistré en décembre (223 000 emplois créés hors secteur agricole). Les graphiques présentant des seuils inférieurs sont disponibles auprès de l'auteur sur demande.



Le tableau 1, qui porte spécifiquement sur les périodes de douze mois précédant une récession, fait ressortir une grande diversité de situations. Ainsi, la récession qui a commencé en novembre 1973 a été précédée d'un faible pourcentage de mois avec des créations d'emplois inférieures à 200 000. En revanche, ce pourcentage était élevé avant celle qui a débuté en décembre 2007.

Concernant la situation actuelle, où il n'y pas eu moins de 200 000 créations d'emplois dans les douze derniers mois, il convient de garder à l'esprit les périodes (de douze mois) antérieures aux récessions de janvier 1980 et de mars 2001 : le pourcentage de créations d'emplois inférieures au seuil de 200 000 a commencé à progresser régulièrement à partir d'un niveau très bas, et l'économie est finalement entrée en récession.

Pour conclure sur ce point, cet indicateur doit être utilisé avec précaution compte tenu de la diversité des situations observées par le passé. Il faut néanmoins se montrer vigilant face à une hausse significative de sa valeur, qui nécessite un examen plus approfondi des autres données pour évaluer le risque de récession.

L'autre approche consiste à établir un lien entre les créations d'emplois mensuelles et le taux de chômage, l'idée étant qu'une hausse durable de ce dernier serait, d'après la règle dite « Sahm », le signe d'une récession. Le tableau 2 montre la situation au regard de l'emploi de la population américaine en âge de travailler.

Selon les données du Bureau du recensement des États-Unis (*US Census Bureau*), la population « civile non institutionnelle »<sup>4</sup> devrait augmenter de 0,51% entre décembre 2022 et décembre 2023<sup>5</sup>.

Dans l'hypothèse d'un taux d'activité constant de 62,3 %, la population active s'élèverait à 165 812 millions de personnes (*tableau 3*). Une augmentation du taux de chômage de 0,5 point de pourcentage, à 4,0% en décembre 2023, correspondrait à un niveau d'emploi de 159 180 millions, soit une baisse de 63 000 emplois par rapport à décembre 2022.

Il convient de rappeler que le niveau d'emploi utilisé pour calculer le taux de chômage se fonde sur l'enquête auprès des ménages, tandis que les chiffres sur l'emploi non agricole sont basés sur une autre enquête réalisée auprès des entreprises<sup>6</sup>. Les variations mensuelles entre les deux séries sur l'emploi sont fortement corrélées même si, sur le court terme, il peut y avoir des différences notables. Sur la base d'une régression linéaire, une diminution de 63 000 emplois enregistrée dans l'enquête auprès des ménages devrait correspondre à une baisse du niveau des créations d'emplois non agricoles de 21 000.

Deux conclusions majeures peuvent être tirées de cette analyse. Premièrement, au vu des dernières données sur les créations d'emplois – 223 000 nouveaux emplois en décembre –, une augmentation rapide du taux de chômage, d'une ampleur suffisante pour déclencher un signal de récession d'après la règle dite « Sahm », semble improbable. Cela supposerait un ralentissement significatif de l'activité avec un impact très négatif sur les statistiques mensuelles d'emploi<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> Population civile non institutionnelle : personnes âgées d'au moins 16 ans, résidant dans les 50 États et le District de Columbia, qui ne sont pas pensionnaires d'établissements (prisons, hôpitaux psychiatriques, maisons de retraite) ni en service actif dans les forces armées (source : ministère américain du Travail).

<sup>5</sup> Source : Monthly Population Estimates for the United States: April 1, 2020 to December 1, 2023 (NA-EST2022-POP) (source : U.S. Census Bureau).

<sup>6</sup> L'enquête auprès des ménages, réalisée par l'US Census Bureau, se fonde sur un échantillon d'environ 60 000 ménages. Elle permet de recueillir des informations sur la population active, l'emploi et le chômage. L'enquête auprès des entreprises fournit des informations sur l'emploi, la durée du travail et les salaires versés dans le secteur non agricole. Elle se fonde sur un échantillon d'environ 131 000 entreprises et organismes publics. Source : Statistiques du Bureau américain du travail (US Bureau of Labor Statistics), note technique sur la situation de l'emploi.

<sup>7</sup> Considérant qu'un taux de chômage de 3,5 % correspondrait à une réduction du niveau des créations d'emplois non agricoles de 21 000, toute variation positive des statistiques mensuelles d'emploi devrait être compensée ultérieurement par des chiffres négatifs.

## ÉTATS-UNIS : % DE MOIS (SUR LES 12 MOIS PASSÉS) PENDANT LESQUELS MOINS DE 200K EMPLOIS NON AGRICOLES ONT ÉTÉ CRÉÉS

Mois précédant le début de la récession (= mois 0)	DÉBUT DE LA RÉCESSION										
	Juil. 1953	Août 1957	Avril 1960	Déc. 1969	Nov. 1973	Jan. 1980	Juil. 1981	Juil. 1990	Mars 2001	Déc. 2007	Fév. 2020
-12	92%	83%	50%	33%	17%	17%	100%	50%	17%	67%	58%
-11	83%	83%	42%	33%	17%	17%	92%	50%	17%	67%	58%
-10	75%	83%	42%	33%	17%	17%	92%	50%	17%	75%	50%
-9	67%	83%	42%	25%	17%	25%	83%	58%	25%	75%	58%
-8	58%	92%	42%	33%	17%	25%	75%	58%	33%	75%	58%
-7	50%	92%	50%	25%	25%	25%	75%	67%	33%	75%	58%
-6	50%	83%	50%	25%	33%	33%	75%	67%	42%	75%	67%
-5	58%	83%	50%	33%	33%	42%	75%	67%	50%	75%	67%
-4	58%	83%	42%	33%	33%	42%	75%	58%	50%	75%	67%
-3	58%	83%	50%	33%	33%	50%	75%	58%	58%	75%	58%
-2	58%	83%	50%	33%	33%	58%	75%	58%	67%	75%	67%
-1	58%	83%	58%	42%	33%	67%	75%	58%	67%	83%	67%
0	58%	92%	58%	50%	33%	67%	75%	58%	75%	83%	58%

TABLEAU 1

SOURCES : REFINITIV, BLS, NBER, BNP PARIBAS



Deuxièmement, en l'absence de récession, un ralentissement de la croissance des salaires et, de manière plus générale, une décline de l'inflation sous-jacente, pourraient prendre plus de temps que prévu, obligeant la Réserve fédérale à maintenir plus longtemps des taux directeurs élevés. Ce n'est pas exactement ce que les marchés financiers intègrent dans les cours.

William De Vijlder

#### POPULATION AMÉRICAINE : SITUATION AU REGARD DE L'EMPLOI

Nombres en milliers		Déc. 2022
Population civile non institutionnelle	a	264 844
Population civile active	b	164 966
Taux de participation	c=b/a	62,3%
En emploi	d	159 244
Sans emploi	e	5 722
Taux de chômage	f=e/b	3,5%

TABLEAU 2

SOURCE : US BUREAU OF LABOR STATISTICS

#### ÉTATS-UNIS : SIMULATION DU NIVEAU D'EMPLOI POUR UNE AUGMENTATION DONNÉE DU TAUX DE CHÔMAGE

Nombres en milliers		Déc. 2023	Source
Population civile non institutionnelle	a	266 204	US Census
Population civile active	b	165 813	b=c*a
Taux de participation	c	62,3%	hypothèse
En emploi	d	159 180	d=b-e
Sans emploi	e	6 633	e=f*b
Taux de chômage	f	4%	hypothèse

TABLEAU 3

SOURCE : CALCULS BNP PARIBAS



En l'absence de récession, un ralentissement de la croissance des salaires et, de manière plus générale, une décline de l'inflation sous-jacente, pourraient prendre plus de temps que prévu, obligeant la Réserve fédérale à maintenir plus longtemps des taux directeurs élevés. Ce n'est pas exactement ce que les marchés financiers intègrent dans les cours.





# REVUE DES MARCHÉS

6

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 13-1-23 au 20-1-23

↘ CAC 40	7 024	▶ 6 996	-0.4 %	
↘ S&P 500	3 999	▶ 3 973	-0.7 %	
↗ Volatilité (VIX)	18.4	▶ 19.9	+1.5 pb	
↗ Euribor 3m (%)	2.33	▶ 2.42	+8.9 pb	
↗ Libor \$ 3m (%)	4.79	▶ 4.82	+2.3 pb	
↘ OAT 10a (%)	2.61	▶ 2.61	-0.7 pb	
↗ Bund 10a (%)	2.13	▶ 2.13	+0.8 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	3.51	▶ 3.49	-2.7 pb	
↗ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.08	+0.0 %	
↗ Or (once, \$)	1 911	▶ 1 929	+0.9 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	85.3	▶ 87.7	+2.7 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 23		+bas 23		Rendements (%)		+haut 23		+bas 23	
€ BCE	2.50	2.50	le 02/01	2.50	le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	Bund 2a	2.58	2.69	le 02/01	2.46	le 17/01
Euribor 3m	2.42	2.42	le 20/01	2.16	le 02/01	Bund 10a	2.13	2.44	le 02/01	1.98	le 18/01
Euribor 12m	3.33	3.37	le 11/01	3.30	le 19/01	OAT 10a	2.61	2.99	le 02/01	2.42	le 18/01
\$ FED	4.50	4.50	le 02/01	4.50	le 02/01	Corp. BBB	4.19	4.63	le 02/01	4.05	le 18/01
Libor 3m	4.82	4.83	le 12/01	4.77	le 02/01	\$ Treas. 2a	4.19	4.46	le 05/01	4.08	le 18/01
Libor 12m	5.35	5.56	le 06/01	5.30	le 19/01	Treas. 10a	3.49	3.83	le 02/01	3.38	le 18/01
£ Bque Angl	3.50	3.50	le 02/01	3.50	le 02/01	High Yield	8.26	9.01	le 02/01	8.15	le 18/01
Libor 3m	4.06	4.06	le 20/01	3.87	le 02/01	£ Gilt. 2a	3.46	3.69	le 02/01	3.44	le 12/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	Gilt. 10a	3.38	3.67	le 02/01	3.28	le 19/01

Au 20-1-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23		+bas 23		2023
USD	1.08	1.08	le 18/01	1.05	le 05/01	+1.5%
GBP	0.88	0.89	le 12/01	0.87	le 19/01	-1.3%
CHF	1.00	1.00	le 12/01	0.99	le 04/01	+1.0%
JPY	140.72	142.58	le 11/01	138.02	le 03/01	-0.1%
AUD	1.56	1.57	le 02/01	1.54	le 17/01	-1.0%
CNY	7.34	7.42	le 02/01	7.23	le 05/01	-1.1%
BRL	5.63	5.79	le 04/01	5.52	le 13/01	-0.0%
RUB	74.60	77.91	le 02/01	73.32	le 12/01	-4.2%
INR	87.87	88.47	le 09/01	86.85	le 05/01	-0.5%

Au 20-1-23 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23		+bas 23		2023	2023(€)
Pétrole, Brent	87.7	87.7	le 20/01	78.0	le 04/01	+3.2%	+1.7%
Or (once)	1 929	1 929	le 20/01	1 824	le 02/01	+6.2%	+4.7%
Métaux, LME	4 349	4 349	le 20/01	3 905	le 05/01	+9.2%	+7.6%
Cuivre (tonne)	9 308	9 326	le 18/01	8 236	le 04/01	+11.3%	+9.6%
Blé (tonne)	276	2.9	le 02/01	272	le 10/01	-3.3%	-4.8%
Mais (tonne)	262	2.7	le 17/01	251	le 04/01	+0.8%	-0.7%

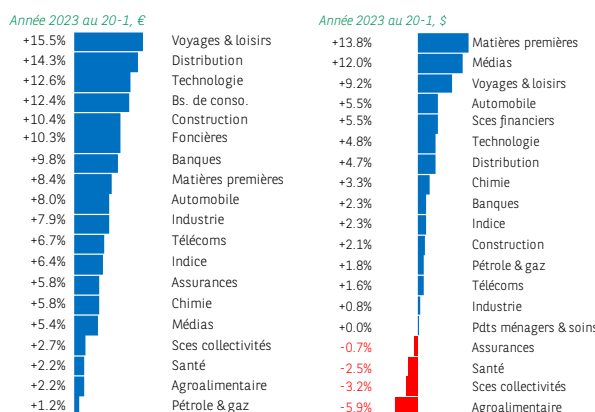
Au 20-1-23 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23		+bas 23		2023
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 725	2 736	le 17/01	2 595	le 05/01	+4.7%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	3 973	3 999	le 13/01	3 808	le 05/01	+3.5%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 120	4 174	le 18/01	3 856	le 02/01	+8.6%
CAC 40	6 996	7 083	le 18/01	6 595	le 02/01	+8.1%
DAX 30	15 034	15 187	le 17/01	14 069	le 02/01	+8.0%
IBEX 35	8 918	8 933	le 18/01	8 370	le 02/01	+8.4%
FTSE100	7 771	7 860	le 16/01	7 452	le 02/01	+4.3%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 104	1 105	le 18/01	1 065	le 04/01	+3.4%
Nikkei	26 554	26 791	le 18/01	25 717	le 04/01	+1.8%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 036	1 036	le 20/01	956	le 02/01	+8.4%
Chine	73	73	le 20/01	64	le 02/01	+13.4%
Inde	780	786	le 18/01	761	le 06/01	-0.8%
Brésil	1 507	1 540	le 18/01	1 357	le 04/01	+1.8%

Au 20-1-23 Variations

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



SOURCE: BLOOMBERG

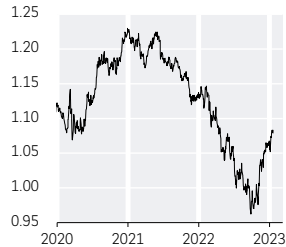


# BNP PARIBAS

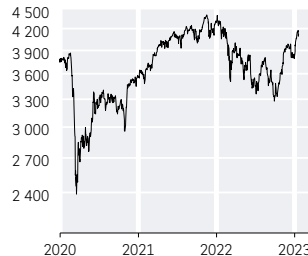
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

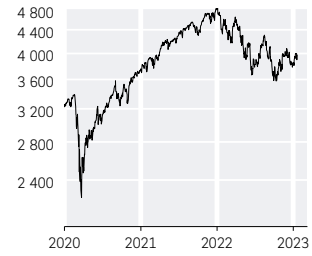
**EURO-DOLLAR**



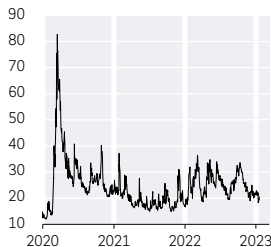
**EUROSTOXX50**



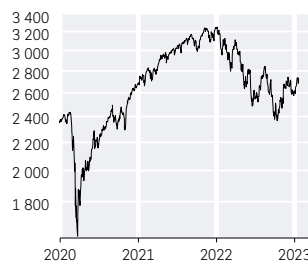
**S&P500**



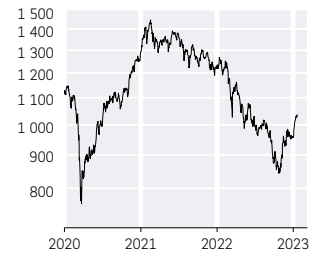
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



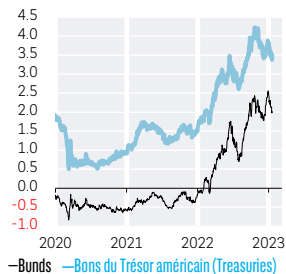
**MSCI MONDE (USD)**



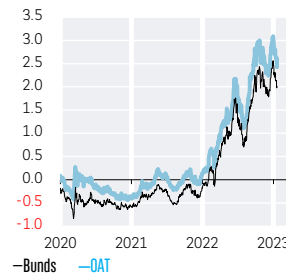
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



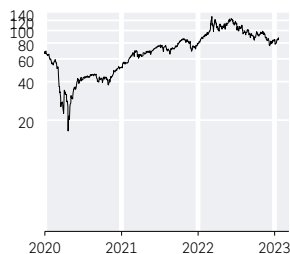
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



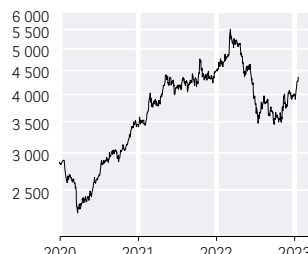
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2023 au 20-1		
4.28%	Grèce	215 pb
3.98%	Italie	184 pb
3.13%	Espagne	100 pb
2.97%	Portugal	83 pb
2.73%	Autriche	59 pb
2.71%	Belgique	57 pb
2.68%	Finlande	54 pb
2.61%	France	47 pb
2.57%	Irlande	43 pb
2.42%	P-Bas	29 pb
2.13%	Allemagne	

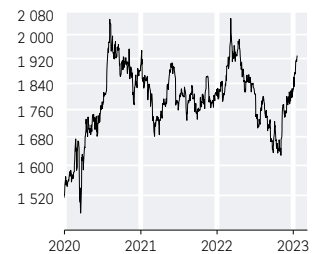
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE: BLOOMBERG

## CHINE : EN ATTENDANT LE REBOND

Au T4 2022, la croissance économique chinoise a ralenti à 2,9% en glissement annuel (g.a.), contre 3,9% au T3. En glissement trimestriel, l'activité a stagné. Notre baromètre ci-dessous illustre l'affaiblissement généralisé de l'activité au cours du dernier trimestre 2022.

La croissance des exportations de marchandises et de la production industrielle s'est fortement dégradée. Les exportations en valeur se sont contractées de -6,6% en g.a. au T4 2022, après une hausse de +10,1% au T3. La croissance industrielle en volume a ralenti à +2,8% en g.a. au T4 2022, contre +4,8% au T3. Le secteur manufacturier a été affecté par le ralentissement de la demande internationale ainsi que par la faiblesse de la demande intérieure – conséquence, en particulier, du recul des ventes automobiles en fin d'année (moindre effet des incitations fiscales), de la crise persistante du secteur de la construction et de l'immobilier, et des nouvelles perturbations dues à l'épidémie de Covid-19.

Jusqu'à début décembre, ces perturbations ont résulté des restrictions à la mobilité imposées dans diverses régions dans le cadre de la politique zéro Covid. Depuis le 7 décembre 2022, l'abandon très soudain et peu préparé de cette politique stricte a plongé le pays dans de nouvelles difficultés. La flambée du nombre de contaminations a entraîné des perturbations dans les usines (absentéisme). Elle a également pesé sur la consommation des ménages et l'activité dans le secteur des services pendant plusieurs semaines. Au T4 2022, la production de services a diminué de -0,9% en g.a. et les volumes de ventes au détail de -4%.

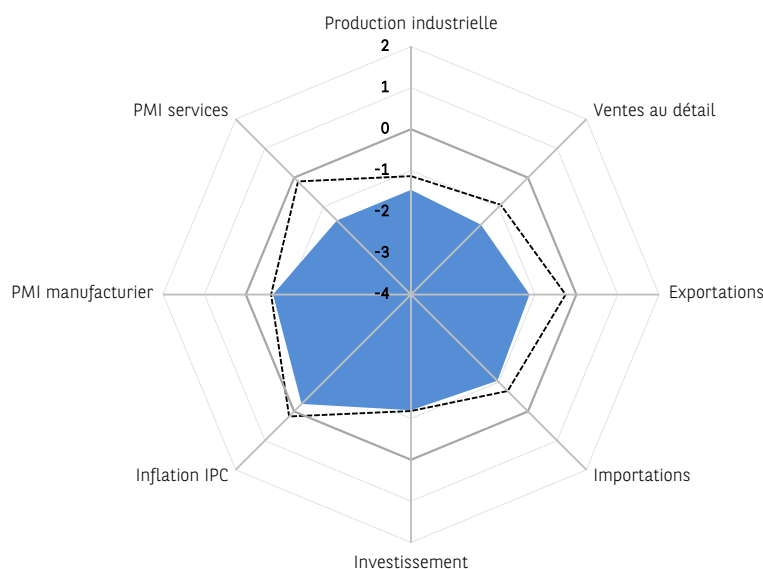
Du côté des composantes de la demande, les données pour l'ensemble de l'année 2022 montrent que l'activité économique chinoise a d'abord été tirée par l'investissement. Sa contribution à la croissance du PIB a atteint 1,5 point de pourcentage (pp), surtout grâce à l'investissement public. La contribution de la consommation est moins élevée (seulement 1 pp) et celle des exportations nettes a été positive à hauteur de 0,5 pp. La croissance du PIB réel a ainsi atteint 3% en 2022.

La vague épidémique et les turbulences qu'elle engendre semblent pouvoir se réduire à partir de février 2023. Ceci suppose que l'épidémie reste sous contrôle pendant la période du Nouvel An chinois des prochains jours, y compris dans les zones rurales les moins pourvues en hôpitaux et équipements médicaux.

L'activité tirée par la demande intérieure devrait alors rebondir, notamment soutenue par un effet de rattrapage post-Covid. Les autorités envisagent également de renforcer encore les politiques de soutien budgétaire et monétaire, en particulier dans le secteur immobilier. Avec ces mesures, et en supposant une évolution favorable de la situation sanitaire, le secteur immobilier devrait au mieux se stabiliser au cours de l'année 2023. En revanche, la performance des exportations devrait rester fortement pénalisée par le ralentissement de la croissance mondiale.

**Christine Peltier**

### CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

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





# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

Le redressement de l'économie chinoise depuis sa contraction au T2 2022 a été lent et déséquilibré. La production industrielle a tiré la croissance, mais elle 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 3,4% en 2022 et 0,2% en 2023. L'inflation resterait en effet élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% cette année 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<sup>e</sup> trimestre (+0,2% t/t, après déjà +0,5% t/t au 2<sup>e</sup> 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<sup>e</sup> trimestre, au même titre que l'inflation qui devrait de nouveau s'accroître (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<sup>er</sup> 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 cette année. Nous tablons sur un taux maximum de 3,25% 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

Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.00	5.25	5.25	5.25	3.25
	Treas. 10a	4.30	4.00	3.75	3.50	3.25
	Zone euro	Taux de dépôt	3.00	3.25	3.25	3.25
Zone euro	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
	BONO 10 ans	4.05	3.90	3.75	3.55	2.90
Royaume-Uni	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	0.90	0.95	0.95	0.90	0.90
<b>Taux de change</b>						
Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
USD	EUR / USD	1.01	1.00	1.03	1.06	1.10
	USD / JPY	140	138	133	128	120
	GBP / USD	1.09	1.08	1.11	1.14	1.18
EUR	EUR / GBP	0.93	0.93	0.95	0.95	0.95
	EUR / JPY	141	138	137	136	132
<b>Pétrole</b>						
Fin de période	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024	
Pétrole	USD/baril	95	93	95	92	95

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# CALENDRIER ACTUALISÉ

10

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, la publication de diverses données relatives au mois de décembre a été source de soulagement. La croissance annuelle de la production industrielle a ralenti par rapport à novembre, mais moins que prévu. La contraction des ventes au détail a été plus faible que le mois précédent. Le consensus s'attendait à une baisse beaucoup plus importante. Le taux de chômage a diminué, ce qui constitue une autre surprise favorable. Enfin, le PIB du 4e trimestre s'est maintenu, alors que les analystes s'attendaient à une baisse. Dans la zone euro, la composante « attentes » de l'enquête ZEW a bondi en janvier. Les chiffres définitifs de l'inflation (g.a.) se sont révélés conformes à l'estimation préliminaire. En Allemagne, la composante « attentes » de l'enquête ZEW est également en forte hausse, dépassant largement les prévisions du consensus. Au Royaume-Uni, les ventes au détail et la confiance des consommateurs ont déçu. Aux États-Unis, les ventes au détail (m/m) se sont contractées davantage en décembre que le mois précédent et plus que prévu. Les mises en chantier sont en moindre baisse que prévu, mais le chiffre des permis de construire a déçu par rapport aux prévisions du consensus, même s'il a diminué beaucoup moins qu'en novembre. Les demandes initiales d'assurance chômage ont également diminué. L'indice du marché de l'habitation du NAHB s'est légèrement amélioré.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
16/01/2023	Chine	Prix des logements neufs m/m	Dec	--	-0,25%	-0,25%
17/01/2023	Chine	Production industrielle g.a.	Dec	0,1%	1,3%	2,2%
17/01/2023	Chine	Ventes au détail g.a.	Dec	-9,0%	-1,8%	-5,9%
17/01/2023	Chine	Investissement cumul annuel, g.a.	Dec	5,0%	5,1%	5,3%
17/01/2023	Chine	Investissement immobilier cumul annuel, g.a.	Dec	-10,5%	-10,0%	-9,8%
17/01/2023	Chine	Ventes de résidences cumul annuel, g.a.	Dec	--	-28,3%	-28,4%
17/01/2023	Chine	Taux de chômage	Dec	5,8%	5,5%	5,7%
17/01/2023	Chine	PIB t/t	4Q	-1,1%	0,0%	3,9%
17/01/2023	Royaume-Uni	Évolution de l'emploi (3m/3m)	Nov	0k	27k	27k
17/01/2023	Allemagne	Attentes (enquête ZEW)	Jan	-15,0	16,9	-23,3
17/01/2023	Allemagne	Situation actuelle (enquête ZEW)	Jan	-57,0	-58,6	-61,4
17/01/2023	Zone euro	Attentes (enquête ZEW)	Jan	--	16,7	-23,6
18/01/2023	Royaume-Uni	IPCH g.a.	Dec	9,2%	9,2%	9,3%
18/01/2023	Zone euro	Nouvelles immatriculations de véhicules (EU27)	Dec	--	12,8%	16,3%
18/01/2023	Royaume-Uni	Prix des logements m/m	Nov	10,3%	10,3%	12,4%
18/01/2023	Zone euro	IPC m/m	Dec	-0,3%	-0,4%	-0,3%
18/01/2023	Zone euro	IPC y/y	Dec	9,2%	9,2%	9,2%
18/01/2023	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Dec	5,2%	5,2%	5,2%
18/01/2023	États-Unis	Progression des ventes de détail	Dec	-0,9%	-1,1%	-1,0%
18/01/2023	États-Unis	Ventes au détail hors auto et gaz	Dec	0,0%	-0,7%	-0,5%
18/01/2023	États-Unis	Demande finale IPP g.a.	Dec	-0,1%	-0,5%	0,2%
18/01/2023	États-Unis	IPP hors alimentation et énergie m/m	Dec	0,1%	0,1%	0,2%
18/01/2023	États-Unis	Indice NAHB du marché du logement	Jan	31,0	35,0	31,0
18/01/2023	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale				
18/01/2023	Japon	Cible de rendement à 10 ans (BoJ)	Jan	0,0%	0,0%	0,0%
19/01/2023	États-Unis	Permis de construire m/m	Dec	1,0%	-1,6%	-10,6%
19/01/2023	États-Unis	Mises en chantier m/m	Dec	-4,8%	-1,4%	-1,8%
19/01/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Jan	214k	190k	205k
20/01/2023	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Dec	3,1%	3,0%	2,8%
20/01/2023	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Jan	-40,0	-45,0	-42,0
20/01/2023	Royaume-Uni	Ventes au détail hors auto et carburants m/m	Dec	0,4%	-1,1%	-0,3%
20/01/2023	France	Ventes au détail g.a.	Dec	--	-5,0%	-3,9%

SOURCE: BLOOMBERG


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Cette semaine, plusieurs enquêtes couvrant le mois de janvier seront publiées : PMI « flash » dans plusieurs pays, confiance des consommateurs (zone euro, France, Allemagne), confiance des entreprises en France, enquête IFO en Allemagne. Aux États-Unis, l'attention se portera sur la croissance du PIB au 4e trimestre et sur l'enquête de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
01/23/2023	États-Unis	Indicateur avancé	Déc.	-0.7%	-1.0%
01/23/2023	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	-20.0	-22.2
01/24/2023	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Janv.	--	48.9
01/24/2023	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Janv.	--	51.1
01/24/2023	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Feb	-33.0	-37.8
01/24/2023	France	Climat des affaires	Janv.	103	102
01/24/2023	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	49.7	49.2
01/24/2023	France	PMI des services (S&P Global)	Janv.	49.7	49.5
01/24/2023	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	48.0	47.1
01/24/2023	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Janv.	49.7	49.2
01/24/2023	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	48.5	47.8
01/24/2023	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Janv.	50.2	49.8
01/24/2023	Royaume-Uni	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	45.7	45.3
01/24/2023	Royaume-Uni	PMI des services (S&P Global/CIPS)	Janv.	49.7	49.9
01/24/2023	Royaume-Uni	Optimisme des entreprises (CBI)	Janv.	--	-48
01/24/2023	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	46.5	46.2
01/24/2023	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Janv.	46.0	44.7
01/25/2023	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Janv.	90.1	88.6
01/25/2023	Allemagne	Situation actuelle (IFO)	Janv.	95.0	94.4
01/25/2023	Allemagne	Attentes (IFO)	Janv.	85.0	83.2
01/25/2023	France	Demandeurs d'emploi (global)	4Q	--	2946.1k
01/26/2023	États-Unis	PIB annualisé t/t	4Q	2.6%	3.2%
01/26/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	--	190k
01/26/2023	États-Unis	Commandes de biens d'équipements civils hors aéronautique	Déc.	-0.2%	0.1%
01/26/2023	États-Unis	Ventes de logements neufs	Déc.	-4.1%	5.8%
01/27/2023	France	Confiance des consommateurs	Janv.	83	82
01/27/2023	États-Unis	Revenus personnels	Déc.	0.2%	0.4%
01/27/2023	États-Unis	Dépenses personnelles	Déc.	-0.1%	0.1%
01/27/2023	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Déc.	0.3%	0.2%
01/27/2023	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Janv.	64.6	64.6
01/27/2023	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Janv.	--	68.6
01/27/2023	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Janv.	--	62.0
01/27/2023	États-Unis	Inflation à un an (Université du Michigan)	Janv.	--	4.0%
01/27/2023	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Janv.	--	3.0%

SOURCE: BLOOMBERG


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">Échanges commerciaux entre la Chine et l'Allemagne : une dépendance croissante</a>	EcoFlash	12 janvier 2022
<a href="#">2023, année électrique</a>	EcoTVWeek	12 janvier 2022
<a href="#">L'économie croate renforcée par l'adoption de l'euro</a>	Graphique de la Semaine	11 janvier 2022
<a href="#">Zone euro : un début d'année sur une note d'optimisme</a>	EcoWeek	9 janvier 2022
<a href="#">Perspectives économiques 2023 : trois "certitudes", beaucoup d'incertitudes</a>	EcoTVWeek	6 janvier 2022
<a href="#">2023 : une année de transition mais vers quoi ?</a>	EcoWeek	2 janvier 2022
<a href="#">PIB et carbone, le couple reste uni</a>	Graphique de la Semaine	4 janvier 2022
<a href="#">Trois « certitudes » et beaucoup d'incertitudes</a>	EcoPerspectives	16 décembre 2022
<a href="#">France : près d'un tiers des crédits à l'habitat restent garantis par hypothèque</a>	Graphique de la Semaine	21 décembre 2022
<a href="#">BCE : un discours ferme et des projections qui interpellent</a>	EcoWeek	19 décembre 2022
<a href="#">Vers une désinflation aux États-Unis : oui, mais lentement</a>	EcoTVWeek	16 décembre 2022
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française de décembre 2022</a>	Petit Atlas de l'économie	15 décembre 2022
<a href="#">France : des goulots d'étranglement historiquement élevé dans le bâtiment</a>	Graphique de la Semaine	14 décembre 2022
<a href="#">Union européenne : la transition énergétique va-t-elle entraîner une hausse des taux d'intérêt ?</a>	EcoWeek	12 décembre 2022
<a href="#">Malaisie : un nouveau premier ministre mais l'instabilité politique demeure</a>	EcoTVWeek	9 décembre 2022
<a href="#">Turquie : consommation à crédit</a>	Graphique de la Semaine	7 décembre 2022
<a href="#">La rétention de main-d'œuvre : une source de résilience en période de récession</a>	EcoWeek	5 décembre 2022
<a href="#">États-unis : L'élargissement de la dette fédérale américaine nécessitera de mobiliser plus de capitaux étrangers</a>	EcoTVWeek	2 décembre 2022
<a href="#">France : un budget 2023 soumis à une incertitude modérée</a>	EcoFlash	2 décembre 2022
<a href="#">Royaume-Uni : Le Brexit fait chuter le commerce extérieur du Royaume-Uni</a>	EcoFlash	1 décembre 2022
<a href="#">États-Unis: la fin du pouvoir de négociation ?</a>	Graphique de la Semaine	30 novembre 2022
<a href="#">États-Unis : La fiabilité des prévisions du PIB réel en période de récession interpelle</a>	EcoWeek	28 novembre 2022
<a href="#">L'Allemagne peut-elle échapper à une récession ?</a>	EcoTVWeek	25 novembre 2022



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31      [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42      [felix.berte@bnpparibas.com](mailto:felix.berte@bnpparibas.com)

Stéphane Colliac  
France

+33 1 42 98 26 77      [stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89      [guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54      [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54      [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77      [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11      [marianne.mueller@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27      [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04      [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51      [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

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

+33 1 42 98 33 00      [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26      [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32      [cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com](mailto:cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com)

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84      [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59      [mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com](mailto:mickaëlle.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

## ECOPERPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFASH

Un indicateur, un événement 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

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.

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 : Benoît Daoust



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change