

# ECOWEEK

numéro 23.30  
24 juillet 2023

“

L'INDICE DE LA CROISSANCE DES SALAIRES ET CELUI DES PRIX DES INTRANTS DU PMI, HISTORIQUEMENT PERTINENTS POUR EXPLIQUER L'INFLATION DES SERVICES, DEVRONT SENSIBLEMENT RECULER POUR QUE CETTE DERNIÈRE CONVERGE VERS 2,0 %, UN PROCESSUS QUI PRENDRA DU TEMPS.

”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture. Le cas des services

---

# 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

---

# 9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

# 11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ZONE EURO : L'INFLATION À TRAVERS LE PRISME DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE – LE CAS DES SERVICES

La dernière enquête trimestrielle de la Commission européenne relative aux facteurs qui limitent la production le montre : les sociétés de services sont peu nombreuses à faire état d'une demande insuffisante. Le poids du facteur financier est en hausse mais il reste inférieur à la moyenne, tandis que les facteurs liés à l'offre se maintiennent à des niveaux exceptionnellement élevés. On pourrait s'attendre a priori à ce qu'une demande forte, combinée à des restrictions de l'offre, influence le comportement des entreprises en matière de fixation des prix. Or, une analyse de régression montre que ces facteurs n'expliquent qu'une infime partie des fluctuations de l'inflation dans les services. La croissance des salaires et l'indice PMI des prix des intrants sont, à cet égard, bien plus pertinents. Or, leur repli devra être significatif pour permettre à l'inflation dans les services de s'approcher des 2,0 %, un processus qui prendra du temps.

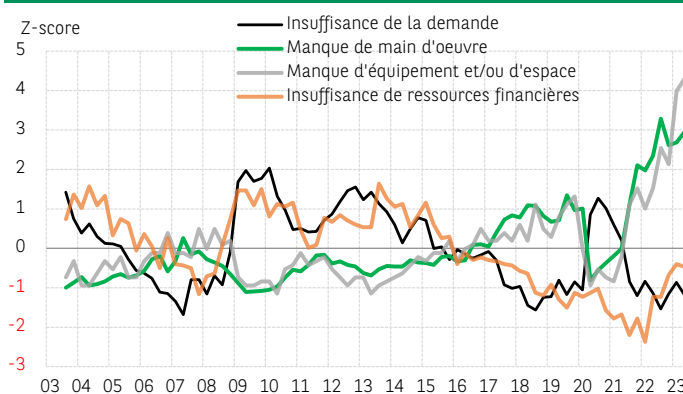
L'enquête trimestrielle de la Commission européenne sur les facteurs limitant la production des entreprises — demande insuffisante, goulets d'étranglement du marché du travail, pénurie de matériaux et/ou d'équipements, contraintes financières — apporte un éclairage intéressant sur les moteurs de l'inflation dans la zone euro. Dans le précédent numéro d'EcoWeek, ces données ont permis d'analyser les évolutions dans l'industrie<sup>1</sup>. Nous concluons que si les facteurs liés à la demande et à l'offre permettaient d'expliquer la hausse annuelle des prix à la production, une grande partie de la variation de cette hausse restait inexpliquée. Cela étant, le rythme de la désinflation pourrait être lent car les facteurs liés à l'offre limitant la production restent bien supérieurs à leur moyenne de long terme, tandis que le facteur lié à la demande est proche de la normale.

Que nous apprend cette enquête sur le secteur des services ? Le graphique 1 présente les résultats exprimés en z-score pour tenir compte des différences de volatilité entre les différentes séries. Peu de sociétés de services citent une demande insuffisante comme facteur limitant leur production. Le resserrement de la politique monétaire, qui a commencé l'année dernière, explique que davantage d'entreprises mentionnent les facteurs financiers comme constituant une contrainte pesant sur la production, mais le résultat global reste inférieur à la moyenne de long terme. Les facteurs liés à l'offre — difficultés de recrutement, problèmes en termes d'espace et d'équipement — se maintiennent en revanche à des niveaux exceptionnellement élevés. A priori, on pourrait s'attendre à ce qu'une demande forte, conjuguée à des restrictions de l'offre, influence le comportement des entreprises en matière de fixation des prix et alimente la hausse des prix dans le secteur des services.

Les régressions univariées du tableau 1 font ressortir une relation significative entre la hausse des prix dans le secteur des services et les facteurs liés à la demande et à l'offre influant sur les niveaux de production dans ce secteur. Cependant, la très grande faiblesse des coefficients  $R^2$  montre qu'une grande partie des fluctuations de l'inflation reste inexpliquée. Dans une régression multivariée, le coefficient  $R^2$  s'améliore mais reste bas (tableau 2). De plus, l'inflation exceptionnellement élevée en 2022 influence les résultats de la régression. Lorsqu'on se limite aux données jusqu'à fin 2021 (deuxième partie du tableau 2), les variables de la demande et de la main-d'œuvre sont

<sup>1</sup> Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture – le cas de l'industrie, EcoWeek, BNP Paribas, 17 juillet 2023.

### SERVICES DANS LA ZONE EURO : FACTEURS LIMITANT LA PRODUCTION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

### INFLATION DES PRIX DANS LES SERVICES DE LA ZONE EURO : RÉGRESSIONS UNIVARIÉES

| Période observée     | T3-2003 au T1-2023                          |        |                         |
|----------------------|---------------------------------------------|--------|-------------------------|
| Variable dépendante  | inflation des prix dans les services (g.a.) |        |                         |
| Variable explicative | Demande                                     | Emploi | Equipement et/ou espace |
| R carré              | 0,10                                        | 0,14   | 0,26                    |
| coefficient          | 0,000                                       | 0,000  | 0,005                   |
| statistique t        | -2,91                                       | 3,58   | 5,20                    |

TABLEAU 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

significatives, mais lorsqu'on utilise l'ensemble des données (première partie du tableau 2), seul le facteur lié aux équipements et/ou à l'espace est important.



L'indice de la croissance des salaires et celui des prix des intrants du PMI, historiquement pertinents pour expliquer l'inflation des services, devront sensiblement reculer pour que cette dernière converge vers 2,0 %, un processus qui prendra du temps.



## INFLATION DES PRIX DANS LES SERVICES DE LA ZE : RÉGRESSIONS MULTIVARIÉES

| Période observée | T3-2003 au T1-2023 |         |                         |         | T3-2003 au T4-2021     |         |         |                         |         |
|------------------|--------------------|---------|-------------------------|---------|------------------------|---------|---------|-------------------------|---------|
|                  | Demande            | Emploi  | Equipement et/ou espace | R carré | Variables explicatives | Demande | Emploi  | Equipement et/ou espace | R carré |
| R carré          |                    |         |                         |         | 0,29                   |         |         |                         |         |
| coefficient      | 0,00004            | -0,0004 | 0,0076                  |         | coefficient            | -0,0005 | -0,0010 | 0,0023                  |         |
| statistique t    | 0,25               | -1,67   | 3,85                    |         | statistique t          | -3,64   | -4,63   | 1,20                    |         |

TABLEAU 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Comme nous l'avons indiqué, la faiblesse du coefficient  $R^2$  montre qu'une grande partie des variations de l'inflation reste inexpliquée.

D'autres variables doivent, par conséquent, être prises en compte. Les salaires semblent tout désignés car leur coût est plus important pour les sociétés de services que pour les entreprises industrielles<sup>2</sup> ; les coûts des intrants jouent également un rôle. On peut les représenter en utilisant l'indice des prix des intrants du PMI (S&P Global).

L'utilisation de ces deux variables donne des résultats intéressants (tableau 3) : toutes deux sont statistiquement significatives et le  $R^2$  est de 0,46. C'est mieux que les résultats obtenus dans le tableau 2 basés sur l'enquête de la Commission européenne. Le graphique 2 présente l'inflation observée et estimée dans le secteur des services ainsi que les résidus de régression. La valeur de ces derniers a tendance à être faible dans les périodes sans chocs, mais elle est élevée pendant la crise financière mondiale, la pandémie de Covid-19 et en 2022 notamment. L'équation peut également être utilisée pour effectuer une analyse de scénario (tableau 4). Pour que l'inflation revienne à 2,0 % dans le secteur des services, et en supposant que l'indice des prix des intrants du PMI recule à 50,0 — il s'est établi à 61,3 en juin -, la croissance des salaires devrait baisser à 3,4 % contre 5,1 % en décembre 2022 (dernières données disponibles).

Au vu de la fourchette historique des salaires et des prix des intrants, un tel objectif est tout à fait atteignable, mais compte tenu des écarts respectifs constatés avec les dernières données, cela prendra probablement du temps.

William De Vijlder

<sup>2</sup> D'après une étude réalisée par la BCE, « les coûts de main-d'œuvre représentent environ 40 % de la structure des coûts dans les services et environ 20 % dans l'industrie hors énergie et construction en 2008 et en 2016 ». Source : Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution de l'écart entre la hausse des prix des services et celle des prix des biens ? Bulletin économique de la BCE, numéro 5 / 2019.

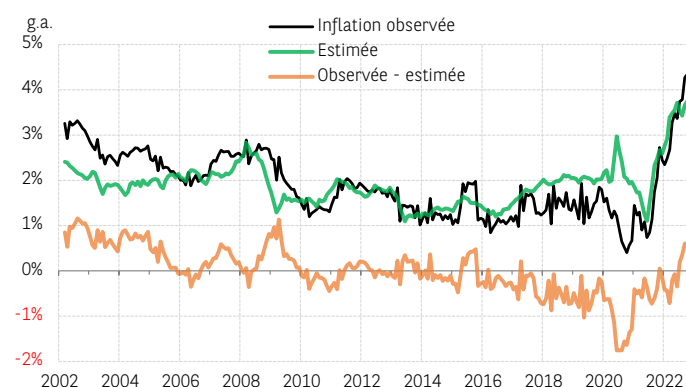
## ZONE EURO : INFLATION, CROISSANCE DES SALAIRES ET PMI PRIX DES INTRANTS DANS LES SERVICES

| Période observée       | mars 2002 - décembre 2022                   |                       |                |
|------------------------|---------------------------------------------|-----------------------|----------------|
| Variable dépendante    | Inflation des prix dans les services (g.a.) |                       |                |
| Variables explicatives | Croissance des salaires (g.a.)              | PMI prix des intrants | R <sup>2</sup> |
| R carré                | 0,46                                        |                       |                |
| coefficient            | 0,0038                                      | 0,0005                |                |
| statistique t          | 8,88                                        | 7,63                  |                |

TABLEAU 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

## ZONE EURO : INFLATION DES PRIX DES SERVICES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

## ZONE EURO : SALAIRES, PRIX DES INTRANTS ET INFLATION ESTIMÉE DANS LES SERVICES

|  | croissance des salaires (g.a.) | PMI : prix des intrants |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--|--------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|  |                                | 61,3                    | 60   | 58   | 56   | 54   | 52   | 50   | 48   | 46   | 44   |
|  | 5,14                           | 3,2%                    | 3,1% | 3,0% | 2,9% | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% |
|  | 5                              | 3,1%                    | 3,1% | 3,0% | 2,9% | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% |
|  | 4,75                           | 3,0%                    | 3,0% | 2,9% | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% |
|  | 4,5                            | 2,9%                    | 2,9% | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% |
|  | 4,25                           | 2,8%                    | 2,8% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% |
|  | 4                              | 2,7%                    | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 1,9% |
|  | 3,75                           | 2,7%                    | 2,6% | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% |
|  | 3,5                            | 2,6%                    | 2,5% | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,7% |
|  | 3,25                           | 2,5%                    | 2,4% | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,7% | 1,6% |
|  | 3                              | 2,4%                    | 2,3% | 2,2% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,5% |

TABLEAU 4

SOURCE : BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 14-7-23 au 21-7-23

|                       |       |   |       |         | Taux d'intérêt (%) |
|-----------------------|-------|---|-------|---------|--------------------|
| ↗ CAC 40              | 7 375 | ↘ | 7 433 | +0.8 %  | € BCE 4.00         |
| ↗ S&P 500             | 4 505 | ↘ | 4 536 | +0.7 %  | Eonia -0.51        |
| ↗ Volatilité (VIX)    | 13.3  | ↘ | 13.6  | +0.3 pb | Euribor 3m 3.72    |
| ↗ Euribor 3m (%)      | 3.66  | ↘ | 3.72  | +6.1 pb | Euribor 12m 4.16   |
| ↗ Libor \$ 3m (%)     | 5.57  | ↘ | 5.61  | +4.1 pb | \$ FED 5.25        |
| ↘ OAT 10a (%)         | 2.99  | ↘ | 2.95  | -4.4 pb | Libor 3m 5.61      |
| ↘ Bund 10a (%)        | 2.48  | ↘ | 2.43  | -4.9 pb | Libor 12m 6.04     |
| ↗ US Tr. 10a (%)      | 3.82  | ↘ | 3.84  | +1.5 pb | £ Bque Angl 5.00   |
| ↘ Euro vs dollar      | 1.12  | ↘ | 1.11  | -1.1 %  | Libor 3m 5.50      |
| ↗ Or (once, \$)       | 1 959 | ↘ | 1 961 | +0.1 %  | Libor 12m 0.81     |
| ↗ Pétrole (Brent, \$) | 79.9  | ↘ | 81.1  | +1.5 %  | Au 21-7-23         |

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

|              |      |    |       |      | Rendements (%) | +haut 23 | +bas 23 |
|--------------|------|----|-------|------|----------------|----------|---------|
| € Moy. 5-7a  | 2.64 | le | 02/01 | 2.64 | le             | 02/01    | 2.64    |
| Bund 2a      | 3.14 | le | 08/03 | 2.39 | le             | 20/03    | 2.39    |
| Bund 10a     | 2.43 | le | 02/03 | 1.98 | le             | 18/01    | 1.98    |
| OAT 10a      | 2.95 | le | 03/03 | 2.42 | le             | 18/01    | 2.42    |
| Corp. BBB    | 4.51 | le | 10/07 | 3.95 | le             | 02/02    | 3.95    |
| \$ Treas. 2a | 4.91 | le | 08/03 | 3.85 | le             | 04/05    | 3.85    |
| Treas. 10a   | 3.84 | le | 02/03 | 3.30 | le             | 06/04    | 3.30    |
| High Yield   | 8.57 | le | 20/03 | 7.94 | le             | 02/02    | 7.94    |
| £ Gilt 2a    | 4.92 | le | 06/07 | 3.15 | le             | 02/02    | 3.15    |
| Gilt 10a     | 4.27 | le | 11/07 | 3.00 | le             | 02/02    | 3.00    |
| Au 21-7-23   |      |    |       |      |                |          |         |

## TAUX DE CHANGE

| 1€ =       |        |   |        |    |       |        |    |       |        |  |  |  |
|------------|--------|---|--------|----|-------|--------|----|-------|--------|--|--|--|
| USD        | 1.11   | ↗ | 1.12   | le | 14/07 | 1.05   | le | 05/01 | +4.1%  |  |  |  |
| GBP        | 0.87   | ↘ | 0.90   | le | 03/02 | 0.85   | le | 11/07 | -2.5%  |  |  |  |
| CHF        | 0.96   | ↘ | 1.00   | le | 24/01 | 0.96   | le | 13/07 | -2.5%  |  |  |  |
| JPY        | 157.54 | ↗ | 157.72 | le | 27/06 | 138.02 | le | 03/01 | +11.9% |  |  |  |
| AUD        | 1.65   | ↗ | 1.67   | le | 26/04 | 1.53   | le | 27/01 | +4.9%  |  |  |  |
| CNY        | 7.98   | ↗ | 8.08   | le | 19/07 | 7.23   | le | 05/01 | +7.5%  |  |  |  |
| BRL        | 5.31   | ↗ | 5.79   | le | 04/01 | 5.20   | le | 23/06 | -5.8%  |  |  |  |
| RUB        | 100.97 | ↗ | 102.40 | le | 19/07 | 73.32  | le | 12/01 | +29.6% |  |  |  |
| INR        | 91.08  | ↗ | 92.37  | le | 14/07 | 86.58  | le | 08/03 | +3.2%  |  |  |  |
| Au 21-7-23 |        |   |        |    |       |        |    |       |        |  |  |  |

## MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$  |       |   |       |    |       |       |    |       |        |        |  |  |
|----------------|-------|---|-------|----|-------|-------|----|-------|--------|--------|--|--|
| Pétrole, Brent | 81.1  | ↗ | 88.2  | le | 23/01 | 71.9  | le | 12/06 | -4.5%  | -8.3%  |  |  |
| Or (once)      | 1 961 | ↗ | 2 047 | le | 04/05 | 1 810 | le | 24/02 | +8.0%  | +3.7%  |  |  |
| Métaux, LMEX   | 3 749 | ↗ | 4 404 | le | 26/01 | 3 564 | le | 24/05 | -5.9%  | -9.6%  |  |  |
| Cuivre (tonne) | 8 423 | ↗ | 9 331 | le | 23/01 | 7 852 | le | 24/05 | +0.7%  | -3.3%  |  |  |
| Blé (tonne)    | 237   | ↘ | 2.9   | le | 13/02 | 216   | le | 30/05 | -16.9% | -20.2% |  |  |
| Maïs (tonne)   | 222   | ↘ | 2.7   | le | 13/02 | 200   | le | 12/07 | -14.5% | -17.9% |  |  |
| Au 21-7-23     |       |   |       |    |       |       |    |       |        |        |  |  |

Variations

## INDICES ACTIONS

|                         | Cours  |   |        |    |       |        |    |       |        |
|-------------------------|--------|---|--------|----|-------|--------|----|-------|--------|
| <b>Monde</b>            |        |   |        |    |       |        |    |       |        |
| MSCI Monde              | 3 029  | ↗ | 3 048  | le | 19/07 | 2 595  | le | 05/01 | +16.4% |
| <b>Amérique du Nord</b> |        |   |        |    |       |        |    |       |        |
| S&P500                  | 4 536  | ↗ | 4 566  | le | 19/07 | 3 808  | le | 05/01 | +18.1% |
| <b>Europe</b>           |        |   |        |    |       |        |    |       |        |
| EuroStoxx50             | 4 391  | ↗ | 4 409  | le | 21/04 | 3 856  | le | 02/01 | +15.8% |
| CAC 40                  | 7 433  | ↗ | 7 577  | le | 21/04 | 6 595  | le | 02/01 | +14.8% |
| DAX 30                  | 16 177 | ↗ | 16 358 | le | 16/06 | 14 069 | le | 02/01 | +16.2% |
| IBEX 35                 | 9 572  | ↗ | 9 645  | le | 03/07 | 8 370  | le | 02/01 | +16.3% |
| FTSE100                 | 7 664  | ↗ | 8 014  | le | 20/02 | 7 257  | le | 07/07 | +2.8%  |
| <b>Asie Pacifique</b>   |        |   |        |    |       |        |    |       |        |
| MSCI, loc.              | 1 211  | ↗ | 1 231  | le | 03/07 | 1 065  | le | 04/01 | +13.3% |
| Nikkei                  | 32 304 | ↗ | 33 753 | le | 03/07 | 25 717 | le | 04/01 | +23.8% |
| <b>Emergents</b>        |        |   |        |    |       |        |    |       |        |
| MSCI Emergents (\$)     | 1 015  | ↗ | 1 052  | le | 26/01 | 941    | le | 16/03 | +6.1%  |
| Chine                   | 61     | ↘ | 75     | le | 27/01 | 58     | le | 31/05 | -4.1%  |
| Inde                    | 826    | ↗ | 835    | le | 20/07 | 703    | le | 16/03 | +6.1%  |
| Brésil                  | 1 684  | ↗ | 1 691  | le | 21/06 | 1 296  | le | 23/03 | +4.4%  |
| Au 21-7-23              |        |   |        |    |       |        |    |       |        |

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

|                       | Année 2023 au 21-7, € |  | Année 2023 au 21-7, \$ |
|-----------------------|-----------------------|--|------------------------|
| Distribution          | +28.9%                |  | +68.2%                 |
| Voyages & loisirs     | +23.3%                |  | +42.5%                 |
| Bs. de conso.         | +22.2%                |  | +24.8%                 |
| Technologie           | +22.0%                |  | +19.7%                 |
| Automobile            | +20.8%                |  | +18.4%                 |
| Construction          | +18.4%                |  | +13.6%                 |
| Industrie             | +15.8%                |  | +9.2%                  |
| Banques               | +15.2%                |  | +7.7%                  |
| Médias                | +10.2%                |  | +6.7%                  |
| Indice                | +9.5%                 |  | +3.3%                  |
| Scs collectivités     | +8.0%                 |  | +2.6%                  |
| Santé                 | +6.8%                 |  | +1.1%                  |
| Chimie                | +6.1%                 |  | +0.8%                  |
| Télécoms              | +2.7%                 |  | -2.2%                  |
| Assurances            | +2.2%                 |  | -3.7%                  |
| Agroalimentaire       | +0.1%                 |  | -6.2%                  |
| Pétrole & gaz         | -1.5%                 |  | -7.0%                  |
| Foncières             | -2.0%                 |  | -7.5%                  |
| Matières premières    | -12.0%                |  | -16.6%                 |
| Automobile            |                       |  |                        |
| Technologie           |                       |  |                        |
| Voyages & loisirs     |                       |  |                        |
| Construction          |                       |  |                        |
| Distribution          |                       |  |                        |
| Indice                |                       |  |                        |
| Médias                |                       |  |                        |
| Scs financiers        |                       |  |                        |
| Industrie             |                       |  |                        |
| Chimie                |                       |  |                        |
| Matières premières    |                       |  |                        |
| Assurances            |                       |  |                        |
| Pdts ménagers & soins |                       |  |                        |
| Agroalimentaire       |                       |  |                        |
| Santé                 |                       |  |                        |
| Banques               |                       |  |                        |
| Scs collectivités     |                       |  |                        |
| Pétrole & gaz         |                       |  |                        |
| Télécoms              |                       |  |                        |

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

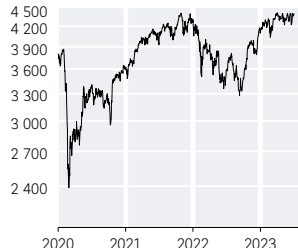


# REVUE DES MARCHÉS

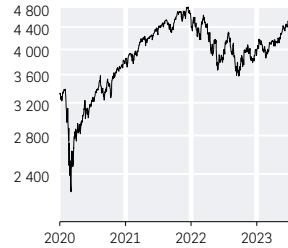
**EURO-DOLLAR**



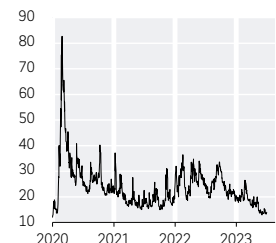
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



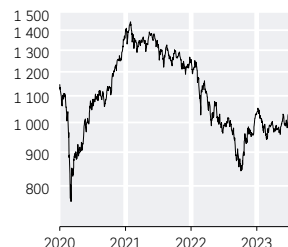
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



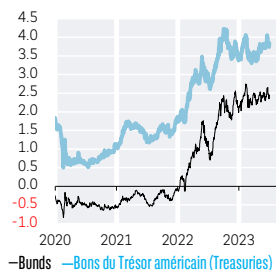
**MSCI MONDE (USD)**



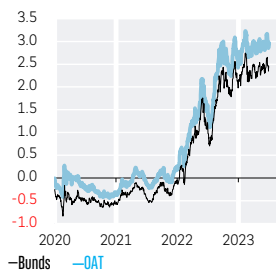
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

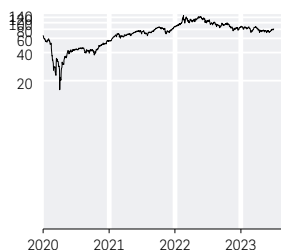


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

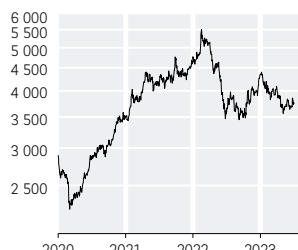
Année 2023 au 21-7

|       |           |        |
|-------|-----------|--------|
| 4.96% | Grèce     | 253 pb |
| 3.93% | Italie    | 150 pb |
| 3.40% | Espagne   | 97 pb  |
| 3.10% | Belgique  | 67 pb  |
| 3.09% | Portugal  | 66 pb  |
| 3.07% | Autriche  | 64 pb  |
| 2.98% | Finlande  | 55 pb  |
| 2.95% | France    | 52 pb  |
| 2.84% | Irlande   | 40 pb  |
| 2.79% | P-Bas     | 35 pb  |
| 2.43% | Allemagne |        |

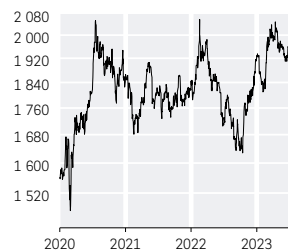
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LME, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## COMMERCE INTERNATIONAL : UN (FRAGILE) RETOUR À LA NORMALE

Après plusieurs mois d'amélioration, les perturbations des chaînes de production mondiales semblent avoir atteint un point bas, mais quelques signes de « détérioration » émergent à nouveau. L'indicateur synthétique de la Réserve fédérale de New York (FRNY ; *graphique 3*), qui mesure ces tensions, est remonté légèrement en juin, pour la première fois en 2023, tout comme l'indice PMI relatif aux délais d'approvisionnement de marchandises (indice intégré dans l'indicateur agrégé de la FRNY). De même, le fret maritime évolue peu depuis quelques semaines : l'indice Freightos (*graphique 5*) est resté stable entre la mi-juin et la mi-juillet après une nouvelle décade très importante, à hauteur de 40%, au cours de la première moitié de l'année 2023. Un repli s'observe notamment dans les coûts du transport de pétrole brut : ils avaient fortement augmenté l'hiver dernier, en raison de l'accroissement de la demande en énergie, et se sont nettement repliés depuis (*graphique 4*).

En parallèle, le plafonnement du volume des exportations mondiales est en adéquation avec une demande internationale fragile. Celle-ci ne décroche pas pour autant, même si certains indicateurs avancés se sont détériorés dernièrement. Selon le CPB, les exportations mondiales ont progressé de 0,6% entre janvier et avril 2023<sup>1</sup> mais elles sont restées stables par rapport à leur niveau observé douze mois auparavant (*graphique 1*). Cependant, les nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan ont baissé bien plus significativement (-24,9% en glissement annuel), atteignant leur plus bas niveau depuis trois ans. La chute des derniers mois est quasi-généralisée à l'ensemble des produits et des régions d'exportation, et notamment l'Europe où la baisse, en glissement annuel, atteint 44,2%. Du jamais-vu.

Escalade du conflit en Ukraine, sécheresse record affectant certaines voies maritimes (canal de Panama, Rhin) ou encore émergence de mouvements sociaux en réponse au renchérissement du coût de la vie : les sources de perturbations du commerce mondial restent multiples et actives. La menace d'une grève, qui pèse sur une partie du transport postal aux États-Unis, constitue à ce sujet l'un des risques de tension majeurs, qu'il conviendra de surveiller au cours des prochaines semaines. Cette grève, si elle se matérialisait, pourrait avoir des répercussions non négligeables sur l'activité économique américaine<sup>2</sup>.

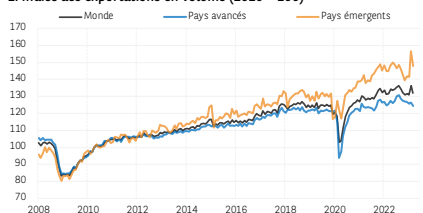
Guillaume Derrien

<sup>1</sup> Les données pour le mois de mai seront dévoilées le 25 juillet.

<sup>2</sup> Voir *UPS strike would cause 'massive harm' to US Economy*, Bloomberg, 18 juillet 2023

### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

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



Source: CPB, BNP Paribas

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



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



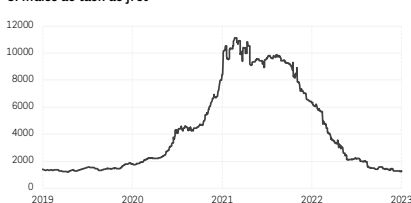
Source: Réserve Fédérale de New York

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)



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

Après un second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est légèrement tassée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,5% t/t), sous l'effet essentiellement de la contribution très négative des variations de stocks. Les effets du resserrement monétaire sur l'activité et l'emploi étant encore limités au 2<sup>e</sup> trimestre, nous avons rehaussé nos prévisions de croissance à court terme (2<sup>e</sup> trimestre un peu plus positif, 3<sup>e</sup> trimestre un peu moins négatif), sans abandonner toutefois l'anticipation d'une entrée en récession au 3<sup>e</sup> trimestre, sous l'effet du resserrement monétaire. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. Ainsi, l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La lenteur de la désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au printemps 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

## CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique se renforce en 2023. L'abandon de la politique zéro Covid a entraîné un rebond de la demande privée et du secteur des services depuis fin janvier, la consommation des ménages bénéficiant d'effets de rattrapage importants. Cependant, le rebond post-Covid s'essouffle avec une étonnante rapidité. Les ménages restent prudents, notamment inquiets du redressement incertain du marché du travail. La crise du secteur immobilier se poursuit. De plus, les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par la faiblesse de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. Le gouvernement et la banque centrale devraient accroître leur soutien à la croissance de façon mesurée. En particulier, la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

## ZONE EURO

La zone euro a basculé en récession technique au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au 4<sup>e</sup> trimestre 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. Si un rebond technique est anticipé au 2<sup>e</sup> trimestre, la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire ferait ensuite rechuter la croissance. À la stagnation attendue pendant trois trimestres succéderait une reprise limitée. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

## FRANCE

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

## TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin mais nous nous attendons à une dernière hausse des taux en juillet compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail à ce stade. La lenteur de la désinflation plaide en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024, et ce malgré l'entrée en récession anticipée de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint ; ils devraient baisser sur fond de recul progressif de l'inflation et dans la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

La BCE a, en revanche, augmenté de nouveau ses taux directeurs en juin et, bien que l'inflation montre des signes encourageants de décrue, cela ne suffit pas pour mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00% au 3<sup>e</sup> trimestre. Autre volet du resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens devraient avoir atteint leur pic et refluer dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation en zone euro et du repli des rendements aux États-Unis.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé, en décembre 2022, 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, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter cette année ses taux directeurs mais une remontée est attendue en 2024.

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

## CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

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

Source : BNP Paribas (e. Estimations, prévisions)

\* Mise à jour de la croissance : le 30 juin 2023 Italie et Espagne, le 8 juin 2023 Japon, le 2 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 28 mai 2023 Allemagne, le 21 juillet Chine.

\*\* Mise à jour de l'inflation : le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 13 juin 2023 Brésil, le 12 juillet 2023 États-Unis, Zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne, le 21 juillet 2023 Chine, le 30 juin 2023 Japon.

\*\*\* année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

## TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

### Taux d'intérêt, %

| Fin de période                | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| E-UNIS                        |         |         |         |         |
| Fed Funds (borne supérieure)* | 5.25    | 5.50    | 5.50    | 3.75    |
| Treas. 10a **                 | 3.90    | 3.90    | 3.85    | 3.55    |
| Zone euro                     |         |         |         |         |
| Taux de dépôt *               | 3.50    | 4.00    | 4.00    | 3.00    |
| Bund 10a **                   | 2.60    | 2.45    | 2.20    | 2.00    |
| OAT 10a                       | 3.15    | 3.00    | 2.72    | 2.50    |
| BTP 10 ans                    | 4.60    | 4.70    | 4.45    | 3.80    |
| BONO 10 ans                   | 3.60    | 3.55    | 3.30    | 2.90    |
| Royaume-Uni                   |         |         |         |         |
| Taux BoE*                     | 5.00    | 5.75    | 5.75    | 4.00    |
| Gilt 10a **                   | 4.50    | 4.40    | 4.25    | 3.80    |
| Japon                         |         |         |         |         |
| Taux BoJ                      | -0.10   | -0.10   | -0.10   | 0.10    |
| JGB 10a **                    | 0.45    | 0.50    | 0.65    | 0.80    |

### Taux de change

| Fin de période | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| USD            |         |         |         |         |
| EUR / USD      | 1.10    | 1.10    | 1.12    | 1.18    |
| USD / JPY      | 133     | 133     | 130     | 123     |
| GBP / USD      | 1.24    | 1.25    | 1.27    | 1.34    |
| EUR            |         |         |         |         |
| EUR / GBP      | 0.89    | 0.88    | 0.88    | 0.88    |
| EUR / JPY      | 146     | 146     | 146     | 145     |

### Pétrole

| Fin de période | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| Pétrole        |         |         |         |         |
| USD/baril      | 85      | 83      | 90      | 95      |

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strategy, Commodities Desk Strategy)

\* Taux de dépôt : mis à jour le 15 juin 2023, Fed funds : 2 juin 2023, Taux BoE : 22 juin 2023

\*\* Bund 10a : mise à jour le 3 mai ; Gilt 10a : 15 juin, JGB 10 ans : le 22 juin 2023, Treas. à 10 ans : le 5 juin 2023



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

|                                                                                                                   |                         |                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-----------------|
| <a href="#">Les Caraïbes : des ennuis au paradis</a>                                                              | EcoTVWeek               | 21 juillet 2023 |
| <a href="#">Baromètre de l'OCDE - juillet 2023</a>                                                                | EcoPulse                | 20 juillet 2023 |
| <a href="#">États-Unis : Les fonds monétaires réallouent leurs avoirs, hors du dispositif ON RRP</a>              | Graphique de la Semaine | 19 juillet 2023 |
| <a href="#">Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture<br/>Le cas de l'industrie</a> | EcoWeek                 | 18 juillet 2023 |
| <a href="#">Le Chili, leader de la transition énergétique ?</a>                                                   | EcoTVWeek               | 14 juillet 2023 |
| <a href="#">Reprise par l'investissement dans les pays émergents : quelques raisons d'espérer</a>                 | EcoEmerging             | 12 juillet 2023 |
| <a href="#">France : les voyages forment les GES</a>                                                              | Graphique de la Semaine | 12 juillet 2023 |
| <a href="#">Zone euro : la tentation des voyages</a>                                                              | EcoWeek                 | 10 juillet 2023 |
| <a href="#">Japon : après l'inflation des prix, place à celle des salaires ?</a>                                  | EcoBrief                | 7 juillet 2023  |
| <a href="#">Banques centrales : Sintra, une conférence qui donne à réfléchir</a>                                  | EcoTVWeek               | 7 juillet 2023  |
| <a href="#">Baromètre de l'inflation de juillet 2023</a>                                                          | EcoCharts               | 6 juillet 2023  |
| <a href="#">Pacte vert : où en est l'Europe de ses engagements climatiques ?</a>                                  | En ECO dans le texte    | 5 juillet 2023  |
| <a href="#">Espagne : décrue sensible du chômage</a>                                                              | Graphique de la Semaine | 5 juillet 2023  |
| <a href="#">OCDE : un retournement conjoncturel limité, à la baisse comme à la hausse</a>                         | EcoPerspectives         | 4 juillet 2023  |
| <a href="#">Réserve fédérale américaine : les « dots », point d'ancrage des taux d'intérêt</a>                    | EcoWeek                 | 3 juillet 2023  |
| <a href="#">Perspectives comparées de récession aux États-Unis et dans la zone euro</a>                           | EcoTVWeek               | 30 juin 2023    |
| <a href="#">Sri Lanka, Pakistan et Bangladesh : des économies fragilisées et très vulnérables aux chocs</a>       | EcoConjoncture          | 28 juin 2023    |
| <a href="#">Mexique : la Banque centrale fait une pause</a>                                                       | Graphique de la Semaine | 28 juin 2023    |
| <a href="#">Banques centrales : comment éviter la hausse de trop ?</a>                                            | EcoWeek                 | 26 juin 2023    |
| <a href="#">OCDE : baromètre de juin 2023</a>                                                                     | EcoPulse                | 23 juin 2023    |
| <a href="#">Un cycle économique lent</a>                                                                          | EcoTVWeek               | 22 juin 2023    |



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

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

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

Stéphane Colliac  
France, Allemagne

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

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

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

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+33 1 58 16 73 32      jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54      laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54      celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77      thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11      marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32      cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84      johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18      lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59      mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription et tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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 Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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:



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change