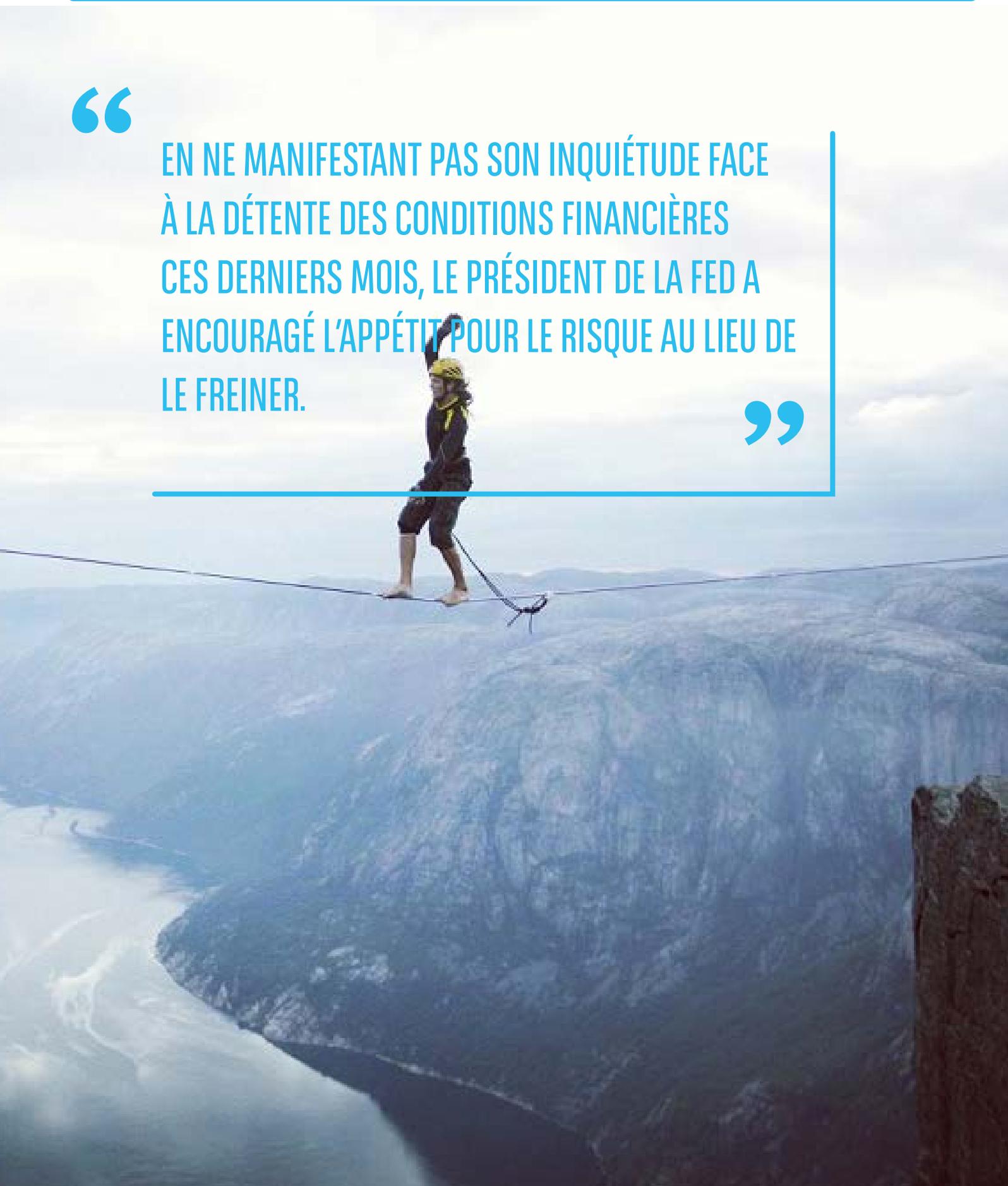


“

EN NE MANIFESTANT PAS SON INQUIÉTUDE FACE À LA DÉTENTE DES CONDITIONS FINANCIÈRES CES DERNIERS MOIS, LE PRÉSIDENT DE LA FED A ENCOURAGÉ L'APPÉTIT POUR LE RISQUE AU LIEU DE LE FREINER.

”



# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Les banques centrales, les marchés et l'économie pris à contre-pied à trois reprises

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : impulsion du crédit

---

## 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.

---

## 12

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## LES BANQUES CENTRALES, LES MARCHÉS ET L'ÉCONOMIE PRIS À CONTRE-PIED À TROIS REPRISES

Aux États-Unis, les conditions financières se sont assouplies ces derniers mois, réduisant ainsi l'efficacité du resserrement monétaire de la Réserve fédérale. Pour autant, Jerome Powell n'a pas semblé trop s'en inquiéter si bien que les marchés ont rebondi et que les conditions financières ont poursuivi leur détente malgré le discours ferme du FOMC. Dans la zone euro, le nouveau relèvement des taux par la BCE et l'engagement de cette dernière en faveur d'une nouvelle hausse en mars ont fait nettement reculer les rendements obligataires, les marchés anticipant le pic cyclique des taux directeurs. Ces évolutions traduisent la crainte de ne pas avoir investi dans la bonne catégorie d'actifs quand les banques centrales changeront leurs discours. Au vu de l'expérience passée, on peut s'attendre à ce que les marchés obligataires et actions montent lorsqu'ils considéreront que le cycle de resserrement sera (presque) terminé. Comme on l'a vu avec le très bon rapport sur le marché du travail américain, ce positionnement présente toutefois aussi le risque d'être pris à contre-pied par les données avec, à la clé, une forte volatilité.

Les marchés financiers sont l'un des principaux canaux de la transmission monétaire. Les variations des taux directeurs ou les anticipations en la matière influencent le niveau des rendements des emprunts d'État, les *spreads* des obligations d'entreprise, les marchés actions et le taux de change. Ce sont autant d'éléments qui, réunis, illustrent les conditions financières auxquelles sont confrontés les emprunteurs et les investisseurs dont les décisions ont un impact sur l'économie réelle.

C'est la raison pour laquelle les banques centrales et les investisseurs accordent une attention particulière à l'évolution de ces conditions financières. Aux États-Unis, ces dernières se sont assouplies au cours des derniers mois (*graphiques 2-5*) malgré les relèvements de taux agressifs opérés par la Réserve fédérale. Les rendements des *Treasuries*, ceux des obligations d'entreprises et les écarts de taux entre ces dernières et les emprunts d'État ont diminué, les marchés actions ont connu une embellie et le dollar s'est déprécié.

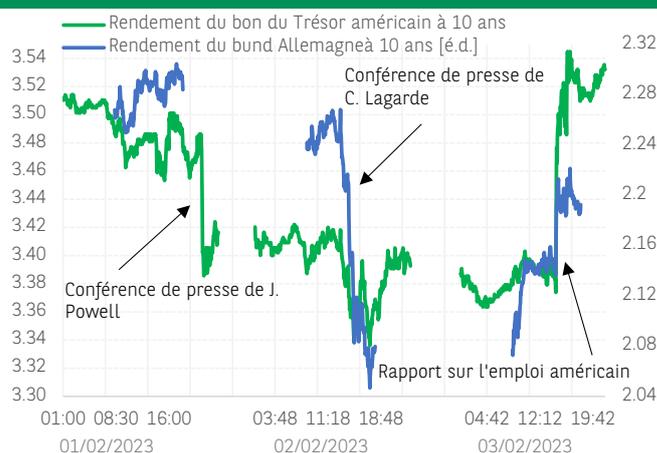
Une telle détente des conditions financières réduit l'efficacité des hausses de taux directeurs, ce qui a aiguïté la curiosité des observateurs de la politique monétaire américaine à propos de savoir si Jerome Powell allait s'exprimer sur la question lors de sa dernière conférence de presse. C'est ce qu'il a fait en répondant à la question d'un journaliste<sup>1</sup>. Mais en déclarant que la Fed n'accordait pas une importance particulière aux mouvements de court terme, il a donné l'impression de ne pas être trop inquiet à cet égard. Sans surprise, les marchés ont rebondi et les conditions financières ont poursuivi leur assouplissement (*graphique 1*). Ce n'est pas exactement ce que la Réserve fédérale avait espéré d'après le ton ferme de son discours.

Le défi est le même pour la BCE, qui doit faire face aux fluctuations des conditions financières et essayer, par sa communication, de les influencer, mais, comme la Réserve fédérale, elle a été prise à contre-pied par les marchés financiers. Même si, après la réunion du 2 février dernier, la déclaration de politique monétaire ainsi que la conférence de presse ont reflété la détermination de la banque centrale à continuer à relever les taux directeurs, les rendements obligataires se sont fortement détendus en réaction à cette annonce : « nous entendons relever de nouveau les taux d'intérêt de 50 points de base lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et évaluerons alors la trajectoire future de notre politique monétaire<sup>2</sup> ».

<sup>1</sup>La question a été posée par Chris Rugaber d'Associated Press : « Comme vous le savez, les conditions financières se sont détendues depuis l'automne dernier, avec la baisse des rendements obligataires, qui a entraîné dans son sillage celle des taux hypothécaires et le marché actions s'est inscrit en forte hausse en janvier. Est-ce que cela vient compliquer la lutte que vous menez contre l'inflation ? Et pourriez-vous envisager un relèvement plus important des taux que celui auquel vous auriez autrement procédé pour compenser l'augmentation — ou la détente des conditions financières ? » Source : Transcription de la conférence de presse de J. Powell, 1er février 2023, Réserve fédérale.

<sup>2</sup> Source : BCE, Conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE et de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 2 février 2023.

### RÉACTION INTRAJOURNALIÈRE DES RENDEMENTS À 10 ANS



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

À l'évidence, les marchés y ont vu la probabilité de plus en plus forte d'un ralentissement du rythme de hausses des taux, si tant est qu'il y en ait, au-delà de la réunion de mars — comme aux États-Unis — et le fait que le taux final — le pic cyclique des taux directeurs — n'était plus très loin.

Troisième contre-pied : la publication des données sur le marché du travail en janvier aux États-Unis. La vigueur du rapport a pris les marchés financiers totalement au dépourvu. Les créations d'emplois se sont élevées à 517 000 — contre 187 000 selon les prévisions du consensus —, le taux de chômage a reculé à 3,4 % (consensus : 3,6 %), les heures hebdomadaires travaillées ont augmenté à 34,7 (consensus : 34,4) et le taux d'activité a progressé à 62,4 % (consensus : 62,3 %). De plus, un autre rapport a également dépassé les prévisions : l'indice ISM des services a bondi à 55,2, bien au-delà de 50,4, selon les prévisions du consensus. Résultat, le rendement de l'obligation d'État américaine à 10 ans a gagné environ 15 points de base.

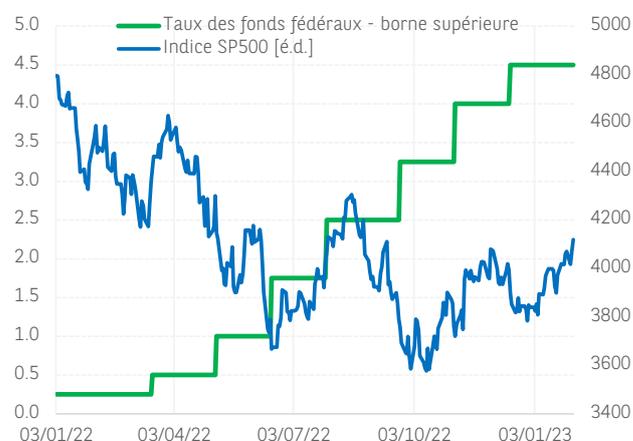
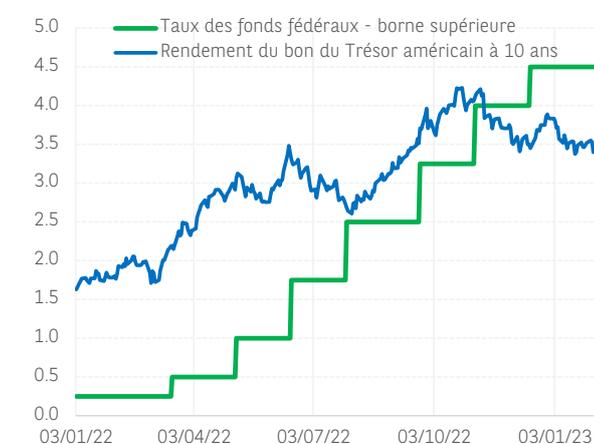


Deux leçons peuvent être tirées des évolutions récentes. Premièrement, les investisseurs craignent de «rater le train», autrement dit, de ne pas avoir suffisamment investi dans la classe d'actifs de leur choix lorsque les banques centrales modifieront leurs indications prospectives. Or, au vu de l'expérience passée, on peut s'attendre à ce que les marchés obligataires et actions montent lorsque les banques centrales considéreront que le cycle de resserrement sera (presque) terminé.

Deuxièmement, malgré le ralentissement observé dans certains secteurs, l'économie américaine résiste dans l'ensemble et fait montre d'une capacité à surprendre favorablement. De là à une volatilité accrue des marchés, il n'y a qu'un pas.

**William De Vijlder**

### CONDITIONS FINANCIÈRES ET POLITIQUE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE



GRAPHIQUES 2-5

SOURCES : REFINITIV, FED DE ST-LOUIS, BNP PARIBAS



En ne manifestant pas son inquiétude face à la détente des conditions financières ces derniers mois, le président de la Fed a encouragé l'appétit pour le risque au lieu de le freiner.



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 27-1-23 au 3-2-23

↗ CAC 40	7 097	↗ 7 234	+1.9 %		
↗ S&P 500	4 071	↗ 4 136	+1.6 %		
↘ Volatilité (VIX)	18.5	↘ 18.3	-0.2 pb		
↗ Euribor 3m (%)	2.49	↗ 2.55	+5.3 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	4.83	↗ 4.83	+0.9 pb		
↘ OAT 10a (%)	2.71	↘ 2.65	-5.6 pb		
↘ Bund 10a (%)	2.20	↘ 2.16	-4.6 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	3.52	↗ 3.53	+1.4 pb		
↗ Euro vs dollar	1.08	↗ 1.09	+0.2 %		
↘ Or (once, \$)	1 928	↘ 1 870	-3.0 %		
↘ Pétrole (Brent, \$)	86.7	↘ 80.0	-7.7 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 23	+bas 23	Rendements (%)	+haut 23	+bas 23
€ BCE	2.50	2.50	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64
Eonia	-0.51	-0.51	Bund 2a	2.57	2.69
Euribor 3m	2.55	2.55	Bund 10a	2.16	2.44
Euribor 12m	3.37	3.45	OAT 10a	2.65	2.99
\$ FED	4.75	4.75	Corp. BBB	4.03	4.63
Libor 3m	4.83	4.83	\$ Treas. 2a	4.31	4.46
Libor 12m	5.25	5.56	Treas. 10a	3.53	3.83
£ Bque Angl	4.00	4.00	High Yield	8.02	9.01
Libor 3m	4.16	4.16	£ Gilt. 2a	3.17	3.69
Libor 12m	0.81	0.81	Gilt. 10a	3.05	3.67

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 23	+bas 23	2023
USD	1.09	1.05	+1.7%
GBP	0.90	0.87	+1.1%
CHF	1.00	0.99	+1.5%
JPY	142.28	138.02	+1.0%
AUD	1.56	1.53	-1.1%
CNY	7.32	7.23	-1.3%
BRL	5.56	5.47	-1.4%
RUB	76.68	73.32	-1.6%
INR	88.86	86.85	+0.6%

Au 3-2-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	80.0	78.0	-5.8%	-7.4%
Or (once)	1 870	1 824	+3.0%	+1.3%
Métaux, LME	4 214	3 905	+5.8%	+4.0%
Cuivre (tonne)	8 951	8 236	+7.0%	+5.2%
Blé (tonne)	282	268	-1.3%	-3.0%
Mais (tonne)	264	251	+1.4%	-0.4%

Au 3-2-23

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 821	2 848	2 595	+8.4%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 136	4 180	3 808	+7.7%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 258	4 258	3 856	+12.2%
CAC 40	7 234	7 234	6 595	+11.7%
DAX 30	15 476	15 509	14 069	+11.2%
IBEX 35	9 226	9 230	8 370	+12.1%
FTSE100	7 902	7 902	7 452	+6.0%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 126	1 130	1 065	+5.4%
Nikkei	27 509	27 509	25 717	+5.4%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 039	1 052	956	+8.6%
Chine	71	75	64	+11.5%
Inde	747	786	738	-4.2%
Brésil	1 480	1 574	1 357	-1.7%

Au 3-2-23

Variations

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

Année 2023 au 3-2, €	Année 2023 au 3-2, \$
+22.6%	+38.0%
+21.7%	+18.5%
+19.7%	+16.8%
+18.5%	+14.7%
+17.2%	+12.9%
+16.4%	+9.9%
+15.3%	+9.9%
+14.1%	+8.3%
+12.3%	+7.7%
+10.5%	+6.5%
+8.4%	+4.6%
+7.8%	+4.2%
+7.2%	+4.0%
+6.4%	+1.7%
+5.7%	-1.0%
+1.9%	-3.5%
+1.2%	-3.5%
+0.1%	-4.9%
-1.1%	-5.8%

SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

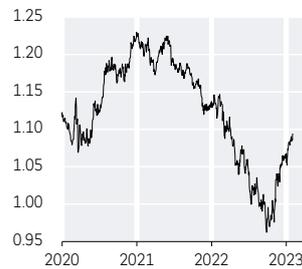


BNP PARIBAS

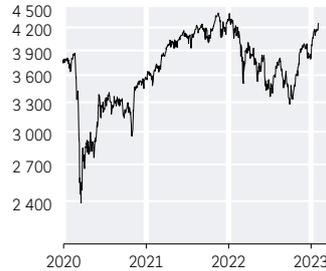
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

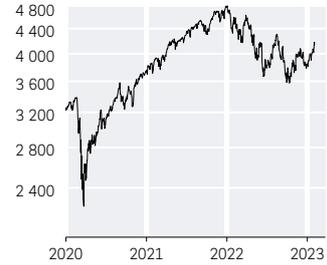
## EURO-DOLLAR



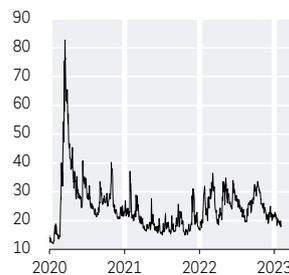
## EUROSTOXX50



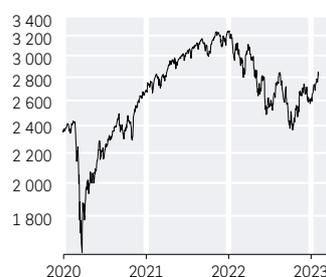
## S&P500



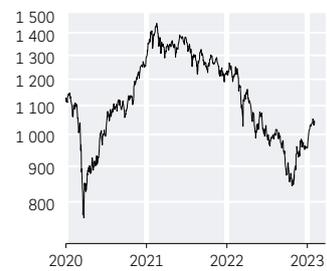
## VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



## MSCI MONDE (USD)



## MSCI ÉMERGENTS (USD)



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

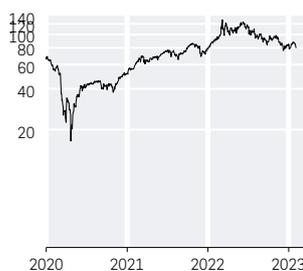


## RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

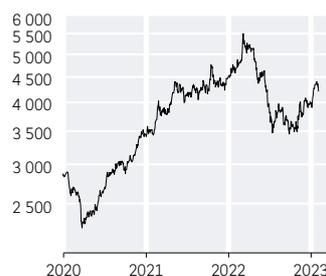
Année 2023 au 3-2

3.99%	Grèce	183 pb
3.88%	Italie	171 pb
3.12%	Espagne	95 pb
2.97%	Portugal	81 pb
2.83%	Autriche	67 pb
2.75%	Finlande	59 pb
2.74%	Belgique	57 pb
2.65%	France	49 pb
2.60%	Irlande	44 pb
2.45%	P-Bas	29 pb
2.16%	Allemagne	

## PÉTROLE (BRENT, USD)



## MÉTAUX (LMEX, USD)



## OR (ONCE, USD)



SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## IMPULSION DU CRÉDIT : LE CRÉDIT BANCAIRE RATTRAPÉ PAR LA HAUSSE DES TAUX

Le relèvement des taux de la Banque centrale européenne, entamé en juillet 2022, commence à avoir raison de la vitalité du crédit bancaire au secteur privé dans la zone euro.

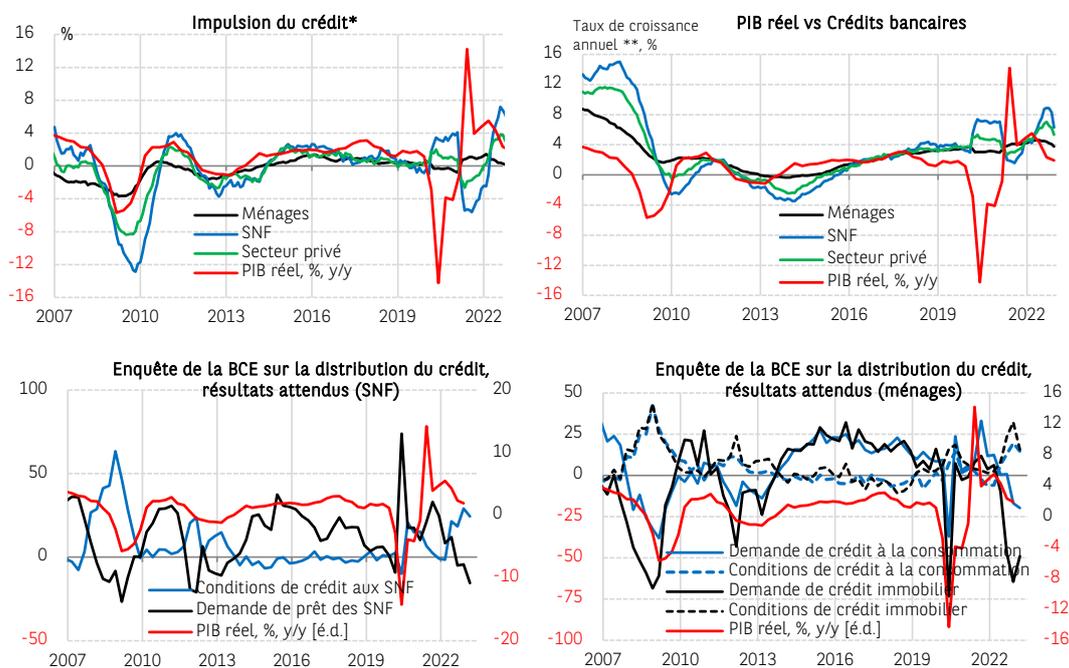
Les encours de prêts au secteur privé ont décéléré entre septembre (+7,0% en g.a.) et décembre 2022 (+5,3%). Leur croissance encore soutenue dissimule une très forte baisse de l'impulsion du crédit entre septembre et décembre 2022, d'une ampleur inédite depuis le printemps 2009. Cette baisse est particulièrement forte pour les sociétés non financières (SNF) mais l'impulsion demeure positive (+1,9 en décembre 2022) ; elle est plus modérée concernant les prêts aux ménages, pour lesquels l'impulsion est désormais négative (-0,1).

Les banques interrogées par la BCE entre le 12 décembre 2022 et le 10 janvier 2023 dans le cadre de sa *Bank Lending Survey* (BLS), publiée le 31 janvier, font état d'un resserrement des critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts au quatrième trimestre 2022. Pour les entreprises, le resserrement est même le plus prononcé depuis la crise des dettes souveraines (2011). La demande de financements recule sous l'influence de la hausse des coûts d'emprunt et de la baisse de l'investissement. Concernant les ménages, les critères ont également été sensiblement resserrés au quatrième trimestre, mais un peu moins que ce qui était anticipé dans la précédente BLS. Ces évolutions, de même que le tassement de la demande, valent quel que soit l'objet du prêt (habitat, consommation). Le renchérissement du crédit, la faiblesse de la confiance des ménages et la détérioration des perspectives des marchés de l'immobilier en constituent les principaux facteurs explicatifs.

Pour le premier trimestre 2023, les banques interrogées anticipent une poursuite du recul de la demande de financement émanant tant des ménages que des entreprises, et prévoient un nouveau resserrement des critères d'octroi, du même ordre que celui rapporté au quatrième trimestre 2022.

Laurent Quignon

### IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



\* L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM

\*\* corrigés des titrisations

SOURCES : BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, BLS, CALCULS BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a continué de croître au T4, même si elle a légèrement ralenti par rapport au T3. Les déterminants de la croissance, que sont la consommation des ménages et le stockage des entreprises, sont fragiles ce qui laisse à penser que l'économie devrait continuer de ralentir. 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> semestre 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 semestre 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	0,7	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	3,4	0,2	1,3	2,6	8,4	5,0	2,4
Allemagne	2,6	1,9	-0,2	1,2	3,2	8,6	4,6	2,1
France	6,8	2,5	0,0	1,0	2,1	5,9	5,8	2,9
Italie	6,6	3,9	0,2	1,2	1,9	8,7	6,7	2,3
Espagne	5,1	5,3	0,6	1,4	3,0	8,3	1,8	1,7
Chine	8,1	3,0	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	2.00
	Bund 10a	2.75	2.65	2.50	2.30	2.00
	OAT 10a	3.45	3.30	3.10	2.90	2.50
	BTP 10 ans	5.25	5.05	4.80	4.60	3.80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	4.05	3.90	3.75	3.55	2.90
	Taux BoE	4.25	4.25	4.25	4.25	3.50
Japon	Gilt 10a	4.00	3.75	3.60	3.35	3.15
	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

9

## DERNIERS INDICATEURS

En Chine, les PMI manufacturiers se sont révélés meilleurs en janvier qu'au mois précédent, mais l'amélioration a été encore plus marquée dans les services. Dans la zone euro, l'indice de confiance économique de la Commission européenne s'est amélioré en janvier. Le sentiment dans l'industrie et les services a enregistré une hausse supérieure aux attentes. La croissance du PIB au quatrième trimestre a également surpris favorablement en augmentant de 0,1 % par rapport au troisième trimestre. Le consensus s'attendait à une légère contraction. L'inflation globale a diminué sur une base annuelle et a même été négative sur une base mensuelle. L'inflation sous-jacente est toutefois restée stable. La BCE a relevé son taux directeur de 50 pb et entend faire de même lors de sa réunion de mars. L'inflation mensuelle des prix à la production a augmenté de façon inattendue en décembre. En France, les dépenses de consommation ont, contre toute attente, diminué en décembre. La croissance du PIB a été meilleure que prévu au quatrième trimestre (+0,1% contre 0%). En Allemagne, cependant, le PIB a diminué (-0,2%), alors que les prévisions tablaient sur un *statu quo*. Au Japon, la confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée en janvier. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a relevé de nouveau son taux directeur de 50 points de base. La Réserve fédérale a, d'autre part, réduit son rythme de resserrement monétaire en optant pour un relèvement de 25 pb. La tonalité du message reste cependant ferme. L'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* a fléchi en janvier. Les personnes interrogées se veulent plus optimistes quant à la situation actuelle, mais plus pessimistes quant aux perspectives. L'ISM manufacturier a enregistré une baisse plus importante que prévu et, à 47,4, est maintenant bien en dessous de 50. Enfin, la semaine s'est terminée sur une note très positive avec les chiffres impressionnants du rapport sur le marché du travail. Les créations d'emplois en janvier ont largement dépassé les prévisions du consensus -en plus d'une révision à la hausse des chiffres de décembre-, le taux de chômage a diminué pour se fixer à 3,4%, les heures hebdomadaires travaillées ont augmenté ainsi que le taux d'activité. En outre, l'indice ISM des services a bondi à 55,2, dépassant largement les attentes. L'économie américaine reste étonnamment résiliente.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
30/01/2023	Zone euro	Confiance des consommateurs	Janv.	--	-20,9	-20,9
30/01/2023	Zone euro	Confiance économique	Janv.	97,0	99,9	97,1
30/01/2023	Zone euro	Confiance industrielle	Janv.	-0,9	1,3	-0,6
30/01/2023	Zone euro	Confiance du secteur des services	Janv.	8,5	10,7	7,7
31/01/2023	Chine	PMI manufacturier	Janv.	50,1	50,1	47,0
31/01/2023	Chine	PMI non manufacturier	Janv.	52,0	54,4	41,6
31/01/2023	Japon	Confiance des consommateurs	Janv.	30,5	31,0	30,3
31/01/2023	France	Dépense de consommation m/m	Déc.	0,3%	-1,3%	0,6%
31/01/2023	France	PIB t/t	T4	0,0%	0,1%	0,2%
31/01/2023	Allemagne	PIB t/t	T4	0,0%	-0,2%	0,5%
31/01/2023	Zone euro	PIB t/t	T4	-0,1%	0,1%	0,3%
31/01/2023	États-Unis	Coût de l'emploi	T4	1,1%	1,0%	1,2%
31/01/2023	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conf.Board)	Janv.	109,0	107,1	109,0
31/01/2023	États-Unis	Situation actuelle (Conf. Board)	Janv.	--	150,9	147,4
31/01/2023	États-Unis	Attentes (Conf.Board)	Janv.	--	77,8	83,4
01/02/2023	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Janv.	--	48,9	48,9
01/02/2023	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Janv.	49,8	49,2	49,0
01/02/2023	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	50,8	50,5	50,8



DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
01/02/2023	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Janv.	47.0	47.3	47.0
01/02/2023	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	48.8	48.8	48.8
01/02/2023	Royaume Uni	PMI manufacturier (S&P Global/CIPS)	Janv.	46.7	47.0	46.7
01/02/2023	Zone euro	IPC estimé g.a.	Janv.	8.9%	8.5%	9.2%
01/02/2023	Zone euro	Taux de chômage	Janv.	6.5%	6.6%	6.6%
01/02/2023	Zone euro	IPC m/m	Janv.	0.1%	-0.4%	-0.4%
01/02/2023	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Janv.	5.1%	5.2%	5.2%
01/02/2023	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Janv.	46.8	46.9	46.8
01/02/2023	États-Unis	ISM manufacturier	Janv.	48.0	47.4	48.4
01/02/2023	États-Unis	Opportunités d'emploi (JOLTS)	Déc.	10300k	11012k	10440k
01/02/2023	États-Unis	Décision du FOMC concernant le taux (borne supérieure)	Févr.	4.75%	4.75%	4.50%
02/02/2023	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Févr.	4.0%	4.0%	3.5%
02/02/2023	Zone euro	Taux de facilité des dépôt (BCE)	Févr.	2.5%	2.5%	2.0%
02/02/2023	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Janv.	195k	183k	186k
03/02/2023	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Janv.	--	52.3	52.4
03/02/2023	Chine	PMI des services (Caixin China)	Janv.	51.0	52.9	48.0
03/02/2023	France	PMI des services (S&P Global)	Janv.	49.2	49.4	49.2
03/02/2023	Allemagne	PMI des services (S&P Global)	Janv.	50.4	50.7	50.4
03/02/2023	Zone euro	PMI des services (S&P Global)	Janv.	50.7	50.8	50.7
03/02/2023	Zone euro	Enquête des prévisionnistes professionnels de la BCE				
03/02/2023	Royaume Uni	PMI des services (S&P Global/CIPS)	Janv.	48.0	48.7	48.0
03/02/2023	Zone euro	IPP m/m	Déc.	-0.5%	1.1	-0.9%
03/02/2023	États-Unis	Évolution de l'emploi non agricole	Janv.	185k	517k	260k
03/02/2023	États-Unis	Taux de chômage	Janv.	3.6%	3.4%	3.5%
03/02/2023	États-Unis	Salaires horaires moyen m/m	Janv.	0.3%	0.3%	0.4%
03/02/2023	États-Unis	Heures hebdomadaires travaillées	Janv.	34.3	34.7	34.4
03/02/2023	États-Unis	Taux d'activité	Janv.	62.3%	62.4%	62.3%
03/02/2023	États-Unis	PMI des services (S&P Global)	Janv.	46.6	46.8	44.7
03/02/2023	États-Unis	ISM des services	Janv.	50.4	55.2	49.2

SOURCE: BLOOMBERG



# CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

## INDICATEURS À SUIVRE

Peu de nouvelles données économiques sont attendues cette semaine. Nous connaissons les chiffres des ventes au détail de la zone euro, l'enquête EcoWatchers au Japon, les chiffres du marché du travail et des salaires en France, le PIB du T4 2022 du Royaume-Uni et, aux États-Unis, l'indice de confiance de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
06/02/2023	Allemagne	PMI du bâtiment S&P Global	Janv.	--	41,7
06/02/2023	Royaume-Uni	PMI du bâtiment S&P Global/CIPS	Janv.	--	48,8
06/02/2023	Zone euro	Ventes au détail m/m	Déc.	--	0,8%
08/02/2023	Japon	Évaluation de la situation actuelle (EcoWatchers)	Janv.	--	47,9
08/02/2023	Japon	Perspectives (EcoWatchers)	Janv.	--	47,0
08/02/2023	France	Effectifs du secteur privé t/t	T4	--	0,6%
08/02/2023	États-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Févr.	--	-9,0%
10/02/2023	Chine	IPC g.a.	Janv.	2,3%	1,8%
10/02/2023	Chine	IPP g.a.	Janv.	-0,4%	-0,7%
10/02/2023	Royaume-Uni	PIB t/t	T4	0,0%	-0,3%
10/02/2023	Royaume-Uni	PIB g.a.	T4	--	1,9%
10/02/2023	France	Salaires t/t	T4	--	1,0%
10/02/2023	États-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Févr.	65,0	64,9
10/02/2023	États-Unis	Conjoncture (Université du Michigan)	Févr.	--	68,4
10/02/2023	États-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Févr.	--	62,7
10/02/2023	États-Unis	Inflation à 1 an (Université du Michigan)	Févr.	--	3,9%
10/02/2023	États-Unis	Inflation 5-10 ans (Université du Michigan)	Févr.	--	2,9%

SOURCE: BLOOMBERG



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

<a href="#">Quels effets l'Asie peut-elle espérer d'un rebond de la croissance chinoise ?</a>	EcoTVWeek	3 février 2023
<a href="#">Le marché européen de l'électricité</a>	Podcast- En Éco dans le texte	2 février 2023
<a href="#">Derrière les watts, un grand contraste</a>	Graphique de la Semaine	1er février 2023
<a href="#">Croissance du PIB aux États-Unis : bonne à première vue, plus trouble sous la surface</a>	EcoWeek	30 janvier 2023
<a href="#">France : une « drôle » de récession</a>	EcoTVWeek	27 janvier 2023
<a href="#">Zone euro : la contraction du PIB sera-t-elle à nouveau évitée au T4?</a>	EcoPulse	27 janvier 2023
<a href="#">Numéro de janvier 2023</a>	Le Petit Atlas de l'économie française	26 janvier 2023
<a href="#">Perspectives 2023</a>	EcoTVWeek	26 janvier 2023
<a href="#">États-unis : la fenêtre d'escompte de la Fed désormais plus attractive pour les petites banques</a>	Graphique de la Semaine	25 janvier 2023
<a href="#">Perspectives 2023 : l'espoir de la désinflation, la crainte de la récession</a>	Podcast - En Eco dans le texte	24 janvier 2023
<a href="#">États-unis : créations d'emplois et taux de chômage</a>	EcoWeek	23 janvier 2023
<a href="#">Boucle prix-salaires dans la zone euro : où en est-on ?</a>	EcoTVWeek	20 janvier 2023
<a href="#">Inerties dans les pays émergents</a>	EcoEmerging	18 janvier 2023
<a href="#">France : Le niveau des défaillances d'entreprises reste inférieur à celui d'avant-Covid</a>	Graphique de la Semaine	18 janvier 2023
<a href="#">États-unis : indicateurs avancés, marché du travail et débat autour de la récession</a>	EcoWeek	16 janvier 2023
<a href="#">Échanges commerciaux entre la Chine et l'Allemagne : une dépendance croissante</a>	EcoFlash	13 janvier 2023
<a href="#">2023, année électrique</a>	EcoTVWeek	13 janvier 2023
<a href="#">L'économie croate renforcée par l'adoption de l'euro</a>	Graphique de la Semaine	11 janvier 2023
<a href="#">Zone euro : un début d'année sur une note d'optimisme</a>	EcoWeek	9 janvier 2023
<a href="#">Perspectives économiques 2023 : trois "certitudes", beaucoup d'incertitudes</a>	EcoTVWeek	6 janvier 2023
<a href="#">2023 : une année de transition mais vers quoi ?</a>	EcoWeek	2 janvier 2023
<a href="#">PIB et carbone, le couple reste uni</a>	Graphique de la Semaine	4 janvier 2023
<a href="#">Trois « certitudes » et beaucoup d'incertitudes</a>	EcoPerspectives	16 décembre 2022



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro, 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  
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

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

## ECOFASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOTV

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**  
voir le site des études économiques

**ET**

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**  
voir la page **linkedin** des études économiques

**OU TWITTER**  
voir la page **twitter** des études économiques



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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](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: Shutterstock/Vitalii Nesterchuk



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change