

2-3

ÉDITORIAL

L'endettement élevé des entreprises :
un frein à la reprise

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données
économiques d'un pays et de l'écart par
rapport au consensus.

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques
et financières.

9-10

CALENDRIER

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

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

L'ENDETTEMENT ÉLEVÉ DES ENTREPRISES : UN FREIN À LA REPRISE

L'une des conséquences les plus durables de cette crise est l'augmentation forcée de l'endettement des entreprises. Si celui-ci reste durablement très élevé, il risque d'agir comme un frein à la reprise. D'après la recherche économique, les sociétés les plus endettées réduisent davantage leurs investissements que les autres, ce qui limite l'efficacité de l'assouplissement monétaire. Ces entreprises lourdement endettées vont subir une perte durable de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrentes mieux capitalisées. Une politique économique visant leur recapitalisation devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance économique.

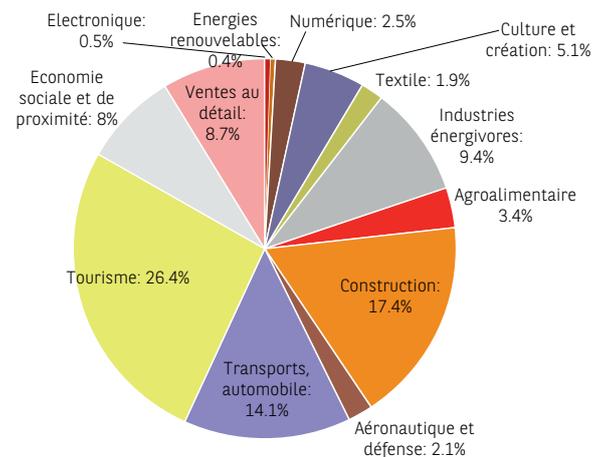
Pendant le confinement dû à la pandémie de Covid-19, de nombreuses entreprises ont subi un effet de ciseau négatif : la chute de leur chiffre d'affaires a été nettement plus importante que la baisse des charges. Elles n'ont eu d'autre choix que de réduire leurs coûts, y compris en se séparant de leur personnel, de puiser dans leurs réserves de liquidités et de tirer sur leurs lignes de crédit. Autrement dit, l'une des conséquences les plus durables de cette crise est l'augmentation forcée de l'endettement des entreprises. Pour nombre d'entre elles, ce phénomène se poursuivra très probablement en dépit de l'assouplissement progressif des mesures de confinement.

En conjuguant l'analyse des données au niveau de l'entreprise et ses dernières projections macroéconomiques, la Commission européenne conclut que « l'encours total des pertes des entreprises pourrait excéder EUR 720 mds d'ici à la fin de l'année et grimper à plus de EUR 1 200 mds dans le scénario de stress »¹. Ainsi, de nombreuses sociétés, dont les fonds propres finiraient par s'avérer insuffisants, devront être recapitalisées afin de leur permettre de réduire leur dette ou, dans un deuxième temps, de recourir à des emprunts supplémentaires sans entraîner une envolée du ratio d'endettement. Le montant des « fonds propres manquants », difficile à évaluer, dépend de deux amortisseurs : les réserves de liquidités initiales et les autres actifs liquides pouvant être mobilisés pour couvrir (une partie) des pertes. Selon la Commission européenne, après épuisement de ces amortisseurs, entre 25 % et 35 % des entreprises de l'UE connaîtraient une pénurie de liquidité allant de EUR 350 à EUR 500 mds. Cela pourrait concerner de 180 000 à 260 000 sociétés employant entre 25 et 35 millions de personnes². Si la difficulté à couvrir la pénurie de liquidité, par le biais à la fois de la recapitalisation et des emprunts supplémentaires, s'aggravait, le problème pourrait s'étendre aux ménages, confrontés à la hausse du chômage.

Certes, la couverture des besoins financiers éviterait une spirale négative - des pertes conduisant à des licenciements, à une baisse de

la consommation et à des pertes accrues - néanmoins un endettement durablement très élevé des entreprises risque d'agir comme un frein sur la croissance³. L'un des principaux canaux de transmission est l'investissement. Les entreprises fortement endettées pourraient avoir du mal à obtenir des prêts pour financer des projets d'investissement, être confrontées à des coûts d'emprunt plus élevés ou encore à un durcissement des clauses de prêt (*covenants*). Les dirigeants pourraient aussi se montrer plus prudents afin d'éviter, qu'en cas d'investissements ne répondant pas à leurs attentes, la santé de leur entreprise soit menacée.

RÉPARTITION SECTORIELLE DE LA BAISSÉ ESTIMÉE DES FONDS PROPRES



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

1 Identifying Europe's recovery needs, Commission européenne, document de travail, SWD(2020) 98 final, Bruxelles, 27 mai 2020

2 Dans le scénario défavorable, la pénurie de liquidité pourrait s'établir entre EUR 650 mds et 900 mds et concerner de 35 % à 50 % des entreprises.

3 Pour une synthèse intéressante de la littérature, voir Neeltje van Horen, Covid-19 Briefing : Corporate Balance Sheets, BankUnderground, Banque d'Angleterre, 9 juin 2020

Une politique économique visant à recapitaliser les entreprises devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance, dès lors qu'elle réduit le risque de défaut à court terme, mais aussi, en particulier, qu'elle leur donne une bouffée d'oxygène leur permettant d'investir.

On peut cependant soutenir des arguments opposés. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, la quête de rendement amènera les investisseurs à devenir de moins en moins exigeants en investissant dans des prêts à clauses allégées (covenant-lite). Les dirigeants de sociétés très endettées pourraient opter pour le «tout ou rien» et choisir des investissements plus risqués dès lors que leur rémunération dépend de la performance boursière de l'action de leur entreprise. Lorsque l'effet net est théoriquement ambigu, la recherche empirique peut apporter une réponse. La Banque d'Angleterre a ainsi constaté que, pendant la crise financière mondiale et la phase de reprise qui a suivi, les entreprises britanniques ayant une solide trésorerie ont investi nettement plus que celles qui manquaient de liquidités : «*Un niveau élevé de liquidités au bilan confère aux entreprises, lors du retournement du cycle du crédit, un avantage compétitif qui dure bien au-delà des années de crise*»⁴. La recherche récente⁵, basée sur des données recueillies au niveau des entreprises, montre que, pendant la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les sociétés ayant un endettement plus élevé ont davantage réduit leurs investissements que les autres, en particulier dans les pays périphériques. Cet effet négatif, qui a persisté les quatre années qui suivirent la crise, explique environ 40 % de la baisse observée de l'investissement des entreprises.

Plusieurs conclusions peuvent être tirées. Premièrement, les chocs économiques peuvent entraîner une «récession du bilan» des entreprises, celles-ci préférant, lorsqu'elles sont très endettées, renforcer leur structure financière au lieu d'investir. Un degré élevé d'incertitude entourant les perspectives est susceptible de conforter cette attitude. Deuxièmement, un tel comportement réduit l'efficacité de l'assouplissement monétaire. Ironiquement, ce pourrait être là le résultat de la politique monétaire accommodante de ces dernières années qui a eu pour effet d'inciter les entreprises à accroître leur endettement. Troisièmement, les entreprises lourdement endettées vont subir une perte durable de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrentes mieux capitalisées. Quatrièmement, ce constat vaut également pour les entreprises à court de liquidités. Cinquièmement, «*peut-être faudra-t-il que les politiques favorables à la croissance, qui ciblent plus directement les conditions financières des entreprises, contribuent à réduire le surendettement et à stimuler l'économie réelle*»⁶.

En d'autres termes, une politique économique visant à recapitaliser les entreprises devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance, dès lors qu'elle réduit le risque de défaut à court terme, mais aussi, en particulier, qu'elle leur donne une bouffée d'oxygène leur permettant d'investir. Enfin, les différences internationales en termes de position initiale et de réaction des politiques publiques peuvent avoir des effets durables sur la compétitivité des pays. Tous ces points pèsent dans la balance dans l'environnement actuel.

William De Vijlder

CONSENSUS DE CROISSANCE DE L'EBITDA* EN % POUR LES 12 PROCHAINS MOIS POUR LES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

4 Source : *All you need is cash: corporate cash holdings and investment after the financial crisis*, Banque d'Angleterre, document de travail n° 843, janvier 2020.

5 Source : *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*, Sebnem Kalemli-Özcan, Luc Laeven et David Moreno, janvier 2020

6 Source : Sebnem Kalemli-Özcan et al. (2020)



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 5-6-20 au 11-6-20

↘ CAC 40	5 198	▶ 4 816	-7.4 %	
↘ S&P 500	3 194	▶ 3 002	-6.0 %	
↗ Volatilité (VIX)	24.5	▶ 40.8	+16.3 pb	
↗ Libor \$ 3m (%)	0.31	▶ 0.32	+0.6 pb	
↘ OAT 10a (%)	0.05	▶ -0.07	-11.0 pb	
↘ Bund 10a (%)	-0.27	▶ -0.42	-14.7 pb	
↘ US Tr. 10a (%)	0.91	▶ 0.65	-25.3 pb	
↗ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.14	+0.6 %	
↗ Or (once, \$)	1 681	▶ 1 742	+3.6 %	
↘ Pétrole (Brent, \$)	42.3	▶ 38.7	-8.6 %	

Taux d'intérêt (%)

\$ FED	0.25		
Libor 3m	0.32		
Libor 12m	0.65		
£ Bque Angl	0.10		
Libor 3m	0.20		
Libor 12m	0.56		

Au 11-6-20

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

+haut 20

+bas 20

Rendements (%)

+haut 20

+bas 20

€ Moy. 5-7a	0.01	0.72	le 18/03	-0.28	le 04/03				
Bund 2a	-0.63	-0.58	le 14/01	-1.00	le 09/03				
Bund 10a	-0.42	-0.17	le 19/03	-0.84	le 09/03				
OAT 10a	-0.07	0.28	le 18/03	-0.42	le 09/03				
Corp. BBB	1.34	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02				
\$ Treas. 2a	0.21	1.59	le 08/01	0.13	le 07/05				
Treas. 10a	0.65	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03				
High Yield	6.79	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02				
£ Gilt. 2a	-0.06	0.61	le 08/01	-0.06	le 11/06				
Gilt. 10a	0.14	0.83	le 01/01	0.13	le 29/05				

Au 11-6-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.14	1.14 le 09/03	1.07 le 20/03	+1.4%
GBP	0.90	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+6.2%
CHF	1.07	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.7%
JPY	121.37	124.16 le 05/06	114.51 le 06/05	-0.5%
AUD	1.65	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+3.3%
CNY	8.05	8.08 le 04/06	7.55 le 19/02	+2.9%
BRL	5.66	6.42 le 13/05	4.51 le 02/01	+25.4%
RUB	79.06	87.95 le 30/03	67.75 le 10/01	+13.4%
INR	86.26	86.26 le 11/06	77.21 le 17/02	+7.7%

Au 11-6-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	38.7	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-41.6%	-42.4%
Or (once)	1 742	1 746 le 20/05	1 475 le 19/03	+14.6%	+13.0%
Métaux, LMEX	2 607	2 894 le 20/01	2 232 le 23/03	-8.3%	-9.6%
Cuivre (tonne)	5 742	6 270 le 14/01	4 625 le 23/03	-6.6%	-7.9%
CRB Aliments	301	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-11.2%	-12.4%
Blé (tonne)	191	2.4 le 21/01	190 le 19/05	-16.7%	-17.8%
Maïs (tonne)	124	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-17.4%	-18.5%

Au 11-6-20

Variations

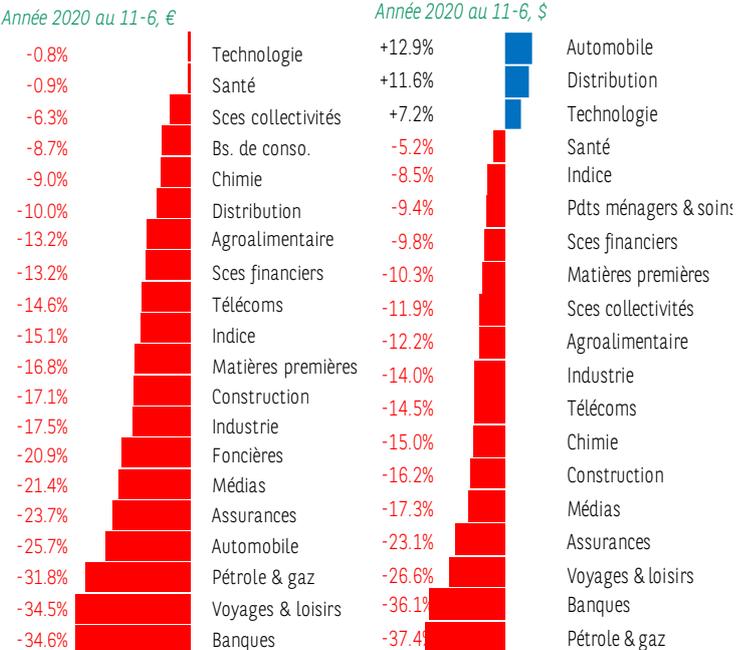
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 154	2 435 le 12/02	1 602 le 23/03	-8.7%
Amérique du Nord				
S&P500	3 002	3 386 le 19/02	2 237 le 23/03	-7.1%
Europe				
EuroStoxx50	3 145	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-16.0%
CAC 40	4 816	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-19.4%
DAX 30	11 970	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-9.7%
IBEX 35	7 278	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-23.8%
FTSE100	6 077	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-19.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	919	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-8.7%
Nikkei	22 473	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-5.0%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	994	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-10.9%
Chine	85	90 le 13/01	69 le 19/03	-0.6%
Inde	471	609 le 17/01	353 le 23/03	-15.5%
Brésil	1 574	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-18.0%
Russie	629	857 le 20/01	419 le 18/03	-13.6%

Au 11-6-20

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCE : THOMSON REUTERS

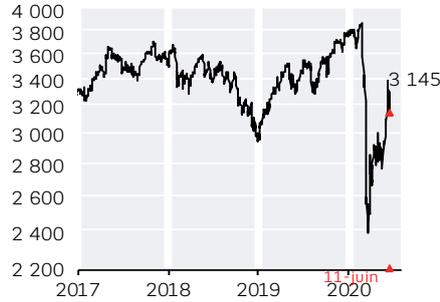


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



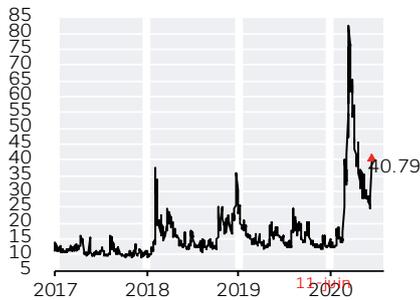
EUROSTOXX50



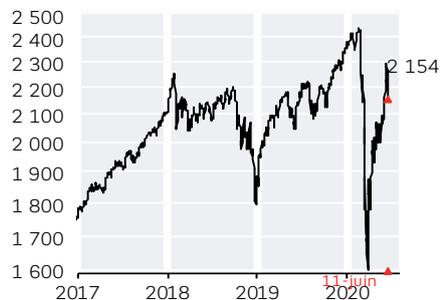
S&P500



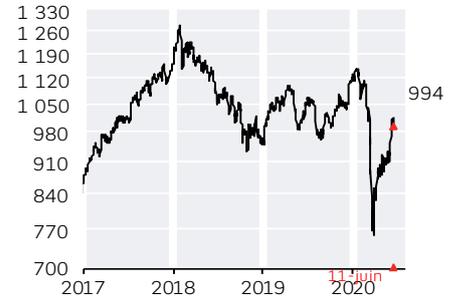
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



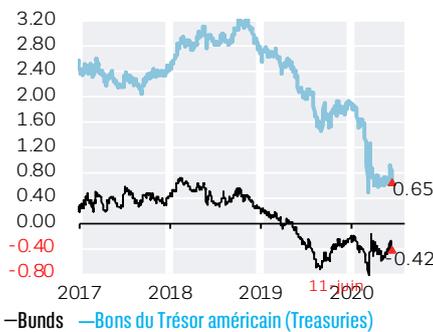
MSCI MONDE (USD)



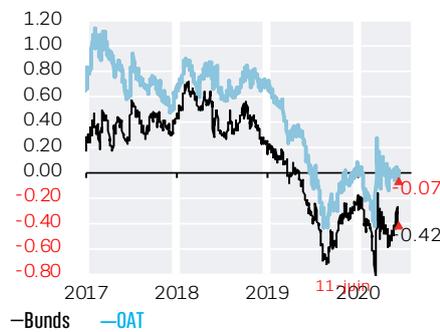
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

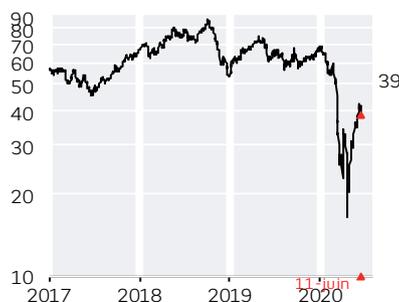


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

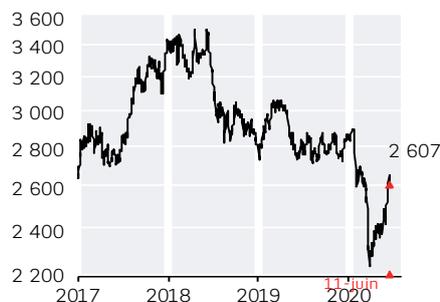
Année 2020 au 11-6, €

1.86%	Grèce	227 pb
1.47%	Italie	188 pb
0.56%	Espagne	97 pb
-0.01%	Belgique	40 pb
-0.07%	France	35 pb
-0.17%	Finlande	24 pb
-0.18%	Irlande	23 pb
-0.18%	Autriche	23 pb
-0.29%	P-Bas	12 pb
-0.42%	Allemagne	

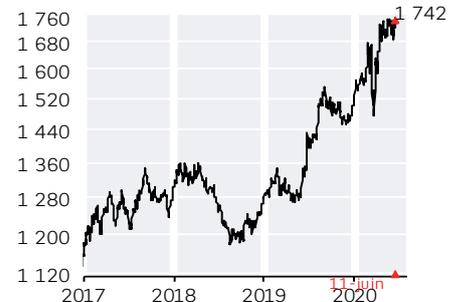
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



BAROMÈTRE

6

ÉTATS-UNIS : REPLI GÉNÉRALISÉ

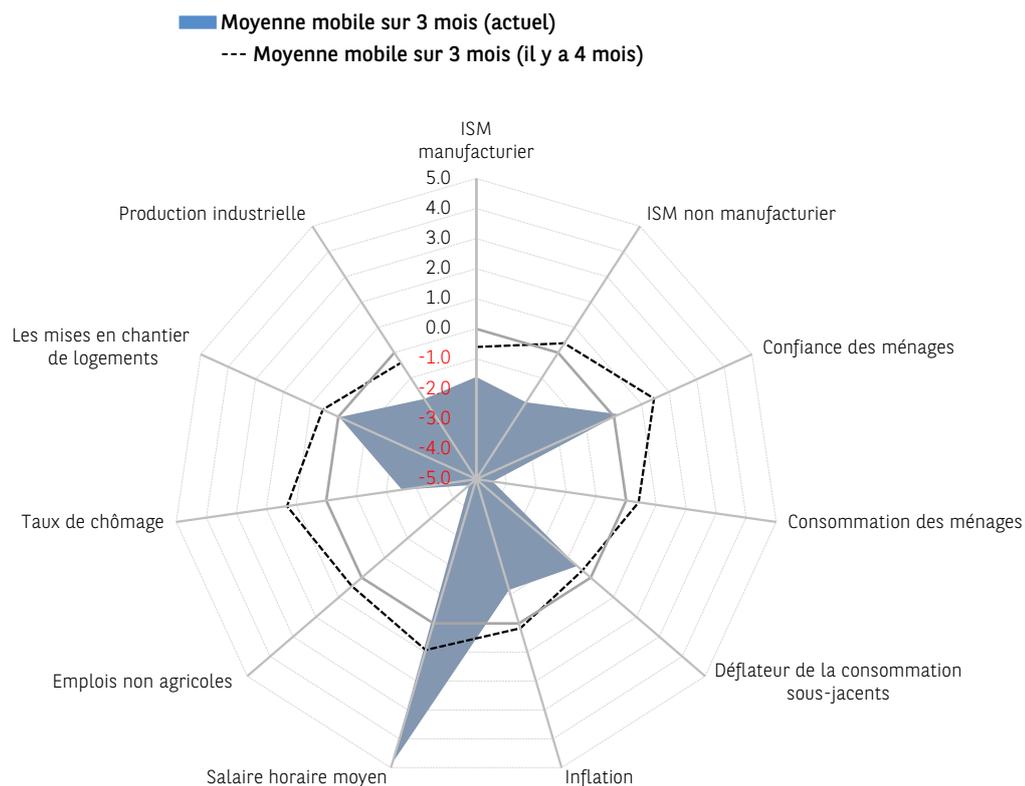
Il n'y a pas eu d'exception. Comme attendu, le baromètre de l'activité américaine, qui couvre tout ou partie des données disponibles jusqu'au mois de mai 2020, témoigne de la pire récession jamais traversée par les États-Unis depuis 1946.

Conséquence des mesures de protection prises contre l'épidémie de Coronavirus, la consommation des ménages s'est effondrée (-29,1% en avril) ; compte-tenu de son poids dans le PIB (70%), c'est la confirmation que la première économie mondiale, plutôt résistante jusqu'au début du printemps, est entrée pleinement dans la crise. D'après la Réserve fédérale d'Atlanta, le PIB pourrait s'être contracté de 15% (48% en rythme annuel) au deuxième trimestre, une chute comparable à celle attendue en zone euro.

Si le chiffre du chômage, qui est passé de 14,7% à 13,3% de la population active en mai, a pu nourrir l'espoir d'un rebond, il reste élevé dans l'absolu et sujet à caution (sa collecte, incomplète, le sous-estime probablement). La Réserve fédérale, qui réunissait son Conseil de politique monétaire mercredi, l'interprète avec prudence ; elle qualifie par ailleurs « d'extraordinairement incertain » le rythme auquel la reprise pourrait s'opérer aux États-Unis.

Jean-Luc Proutat

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar et le graphique de la surprise sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-cores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -3 et 3 la plupart du temps. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions des 4 mois précédents (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration. Le graphique de droite « Surprise » montre l'écart des indicateurs par rapport au consensus du marché.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ITALIE : UNE REPRISE D'ACTIVITÉ ENCORE TRÈS FRAGILE

La production industrielle et les ventes de détail ont plongé respectivement de 19,1% et 10,5% en variation mensuelle en avril, portant la moyenne sur les trois derniers mois à -42,7% et -28,8%. Les derniers chiffres de l'emploi montrent, par ailleurs, une baisse du taux de chômage en trompe l'œil en avril (6,3%), causée par une contraction record du nombre d'actifs (- 757 975). L'emploi s'est également replié fortement (-274 08). Aucune explication n'a été fournie par l'office statistique italien (Istat) sur cette baisse du nombre d'actifs, bien qu'Istat reconnaisse des difficultés liées aux mesures sanitaires. Il y a de fortes chances que les mesures de confinement, et en particulier l'impossibilité de se rendre aux agences pour l'emploi, aient découragé les recherches d'emploi. Cela s'est répercuté dans la baisse temporaire du nombre d'actifs. Cette tendance devrait s'inverser au cours de l'été.

Les enquêtes avancées confirment une reprise très progressive de l'activité économique depuis mai, en lien avec les mesures de déconfinement. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) s'est amélioré passant de 10,9 en avril à 33,9 le mois dernier, mais il reste

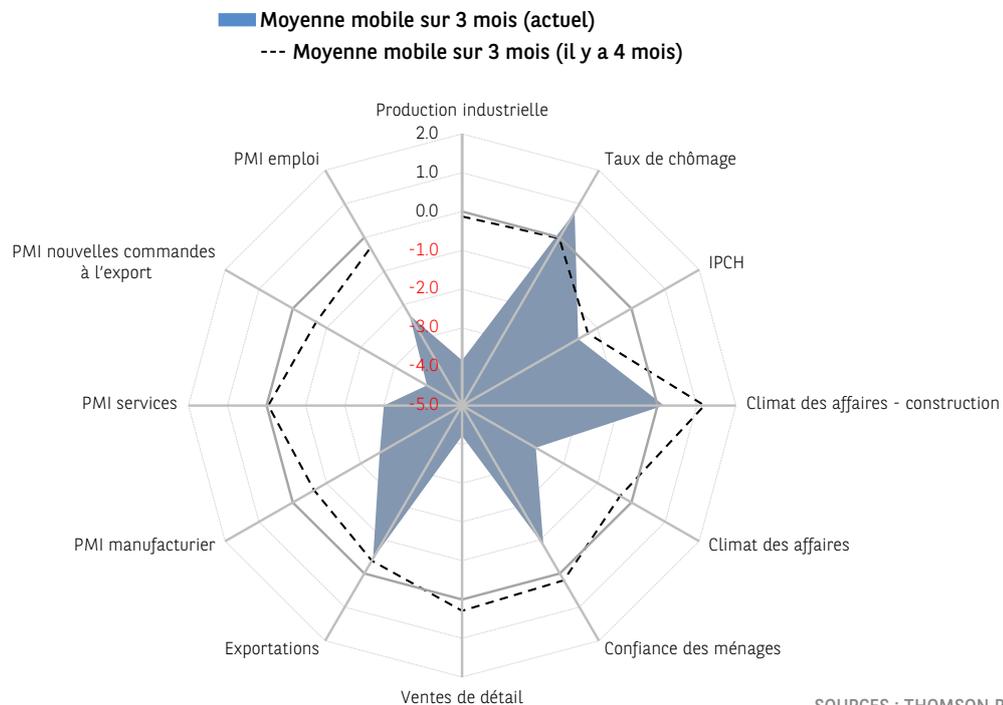
dans une zone indiquant une contraction marquée de l'activité. L'indice PMI pour les services n'a fait qu'évoluer, de 10,8 à 28,9. L'activité économique devrait se redresser dans les prochaines semaines, l'épidémie continuant de régresser dans le pays et en Europe. L'Italie a notamment rouvert ses frontières aux touristes européens depuis le 3 juin.

Néanmoins, l'OCDE prévoit, dans son rapport publié cette semaine, une baisse du PIB italien en 2020 de 11,3% dans son scénario le plus optimiste (une seule vague) et de 14,0% dans son scénario le plus pessimiste (apparition d'une deuxième vague). Le rebond économique en 2020 s'établirait respectivement à 7,7% et 5,3%.

Note : Les données de la Commission européenne sur le climat des affaires et la confiance des ménages, ne sont pas disponibles pour le mois d'avril en Italie. La moyenne est donc calculée uniquement sur les mois de mars et mai.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar et le graphique de la surprise sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-cores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -3 et 3 la plupart du temps. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions des 4 mois précédents (pointillés) : un élargissement de la zone bleue indique une amélioration. Le graphique de droite « Surprise » montre l'écart des indicateurs par rapport au consensus du marché.

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

• L'économie est de plus en plus impactée par la propagation du coronavirus et les inquiétudes se renforcent concernant la hausse du taux de chômage, qui pèse sur les dépenses de consommation. C'est ce qui explique les mesures très importantes prises par la Réserve fédérale et celles annoncées par l'Administration américaine. En outre, l'Administration prépare une nouvelle série de mesures. À l'évidence, les perspectives à court terme dépendent de la manière dont l'épidémie va évoluer. Une fois le pic passé, les mesures adoptées jusqu'à présent seront déterminantes pour soutenir la reprise de la demande et de l'activité.

CHINE

• L'activité s'est effondrée en février, premier mois du confinement, et le PIB réel s'est contracté de 6,8% en g.a. au T1 2020. Depuis le mois de mars, l'activité se redresse progressivement, avec une reprise plus rapide du côté de l'offre et dans l'industrie que du côté de la demande et dans les services. Les autorités ont multiplié les mesures de relance monétaire et budgétaire. L'assouplissement des conditions de crédit devrait rester prudent, contraint par la dette déjà excessive de l'économie. En revanche, la marge de manœuvre budgétaire reste confortable et l'investissement public devrait se renforcer. Les risques baissiers sur notre prévision 2020 sont élevés. En particulier, le secteur manufacturier chinois est très vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et aux mesures protectionnistes américaines.

ZONE EURO

• L'impact massif de l'épidémie de coronavirus se fait de plus en plus sentir sur les données relatives à l'activité et à la demande, suite aux mesures de confinement adoptées, mais aussi sur celles concernant la confiance et les anticipations des entreprises. Le premier semestre sera significativement affecté, l'importance de l'impact étant, toutefois, fonction du moment où l'épidémie sera maîtrisée. D'après les enseignements que l'on peut tirer de l'expérience chinoise, le second semestre devrait enregistrer une amélioration, portée par les mesures de soutien massives adoptées. Les prévisions dépendent entièrement du scénario pris pour hypothèse.

FRANCE

• Le choc récessif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement est massif. Après une chute de 5,3% t/t du PIB au T1 2020, l'INSEE avance le chiffre de -20% t/t pour le T2. À la faveur de la première phase de déconfinement, le climat des affaires de mai esquisse néanmoins un début de mieux. On s'attend à ce qu'il prenne de l'ampleur, mais progressivement à mesure qu'il gagnera l'ensemble des secteurs d'activité. Tous ne sont pas logés à la même enseigne en termes de dynamique de redémarrage et de retour à la normal. Nos nouvelles prévisions de croissance incluent un creux plus marqué suivi d'une reprise qui l'est moins. Après avoir été paré à l'urgence, le soutien apporté à l'économie évolue. Si des mesures sectorielles ont déjà été égrenées (tourisme, automobile), le plan de relance global, en cours d'élaboration, est annoncé pour septembre.

TAUX & CHANGES

• Aux États-Unis, la Réserve fédérale a pris, sur plusieurs réunions, toute une panoplie de mesures en vue d'injecter des liquidités dans le système financier et de faciliter le financement des entreprises. Le taux des Fed funds a été abaissé à la borne zéro et le programme d'assouplissement quantitatif («QE») a été relancé. Il faut s'attendre à des mesures supplémentaires en cas d'aggravation de la situation économique et de la liquidité. Les rendements des *Treasuries* ont d'abord nettement baissé, traduisant un mouvement de fuite vers les valeurs refuges, tout en affichant une forte volatilité. Plus récemment les rendements ont augmenté, portés par la reprise d'activité attendue avec l'assouplissement du confinement et la hausse de l'offre d'obligations. Une tendance qui devrait durer.

• Dans la zone euro, la BCE a pris des mesures considérables pour injecter des liquidités. Elle a, en effet, décidé de lancer, puis d'augmenter, un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), d'élargir la gamme des actifs éligibles dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) aux papiers commerciaux non financiers et d'assouplir les normes de garantie moyennant l'ajustement des principaux paramètres de risques du dispositif de garanties. D'autres décisions pourraient être prises si les circonstances l'exigent. Ces mesures devraient également permettre de contenir les spreads souverains. Les rendements des obligations évolueront dans une très large mesure en fonction de leurs homologues américains et, par conséquent, sur le court terme, en fonction des nouvelles sur l'épidémie.

- La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé, mais elle a décidé de doubler les rachats de fonds négociés en Bourse (ETF) et les rachats de fonds communs immobiliers japonais (J-REITS). Elle a aussi augmenté son objectif de rachats d'obligations d'entreprises.
- La récente tendance à la baisse du dollar devrait se maintenir en raison de la couverture de change et de l'idée que l'action de la BCE permettra d'éviter la fragmentation du marché et de soutenir l'économie.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB **			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2.3	-6.6	5.8	1.6	1.2	2.2
Japon	0.7	-5.0	2.1	0.5	-0.2	-0.2
Royaume-Uni	1.4	-8.8	5.4	1.8	0.7	1.7
Zone euro	1.2	-9.2	5.8	1.2	0.2	1.2
Allemagne	0.6	-6.0	5.3	1.4	0.5	1.4
France	1.3	-11.1	5.9	1.3	0.3	1.3
Italie	0.2	-12.1	6.1	0.6	-	-
Espagne	2.0	-12.5	6.3	0.7	-0.2	1.3
Chine	6.1	2.5	8.1	2.9	3.1	2.0
Inde*	6.1	2.7	5.2	3.0	3.8	3.5
Brésil	1.1	-7.0	4.0	3.7	2.5	3.0
Russie	1.3	-6.5	3.5	4.3	3.3	3.5

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
*ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 01/06/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2019		2020				2019			2020e			2021e		
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e
Fin de période															
Fed Funds	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25						
E-Unis (borne supérieure)															
Treas. 10a	1.67	1.92	0.67	0.80	1.00	1.25	1.92	1.25	1.50						
Z. euro															
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50						
Bund 10a	-0.57	-0.19	-0.46	-0.50	-0.30	-0.20	-0.19	-0.20	0.00						
OAT 10a	-0.28	0.08	-0.05	-0.15	0.00	0.05	0.08	0.05	0.20						
BTP 10 ans	0.83	1.32	1.55	1.30	1.20	1.10	1.32	1.10	1.10						
BONO 10 ans	0.15	0.47	0.68	0.50	0.50	0.50	0.47	0.50	0.60						
R-Uni															
Taux BoE	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.75	0.10	0.10						
Gilt 10a	0.40	0.83	0.31	0.55	0.85	0.90	0.83	0.90	1.10						
Japon															
Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.05	-0.10	-0.10						
JGB 10a	-0.22	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	-0.02	0.05	0.15						

MISE À JOUR : 20/03/2020

Taux de change	2019		2020				2019			2020e			2021e		
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e
Fin de période															
USD															
EUR / USD	1.09	1.12	1.10	1.09	1.10	1.12	1.12	1.12	1.17						
USD / JPY	108	109	108	104	102	100	109	100	95						
GBP / USD	1.23	1.32	1.24	1.24	1.26	1.29	1.32	1.29	1.38						
USD / CHF	1.00	0.97	0.97	0.97	0.96	0.96	0.97	0.96	0.92						
EUR															
EUR / GBP	0.89	0.83	0.89	0.88	0.87	0.87	0.83	0.87	0.85						
EUR / CHF	1.09	1.09	1.06	1.06	1.06	1.07	1.09	1.07	1.08						
EUR / JPY	118	122	118	113	112	112	122	112	111						

MISE À JOUR : 12/05/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

La chute considérable des commandes de machines en avril au Japon rappelle la gravité de la récession même si en mai l'optimisme des analystes sur la situation de l'économie était à la hausse. Dans la zone euro, les estimations révisées montrent que la croissance au 1^{er} trimestre est moins mauvaise que prévu. Aux États-Unis, la confiance des petites entreprises s'est un peu améliorée mais le message du FOMC est resté très prudent : le président du Conseil des gouverneurs, Jerome Powell, soulignant qu'il ne songe même pas à entamer une réflexion sur la nécessité de remonter les taux. En France, l'indice du sentiment des industriels de la Banque de France s'est considérablement amélioré en mai, témoignant des effets de l'assouplissement du confinement.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
08/06/2020	Japon	PIB annualisé t/t	T1	-2,2%	-3,4%
08/06/2020	Allemagne	Production industrielle g.a. (WDA)	Avril	-25,3%	-11,3%
08/06/2020	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Mai	36,5	16,6
09/06/2020	France	Balance commerciale	Avril	-5 021 m	-3 223 m
09/06/2020	Zone euro	Emploi g.a.	T1	-0,2%	-0,2%
09/06/2020	Zone euro	PIB t/t	T1	-3,6%	-3,8%
09/06/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Mai	94,4	90,9
10/06/2020	Japon	Commandes de machines g.a.	Avril	-17,7%	-0,7%
10/06/2020	Chine	IPP g.a.	Mai	-3,7%	-3,1%
10/06/2020	Chine	IPC g.a.	Mai	2,4%	3,3%
10/06/2020	France	Production industrielle m/m	Avril	-20,1%	-16,2%
10/06/2020	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE			
10/06/2020	Etats-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Juin	9,3%	-3,9%
10/06/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Mai	1,2%	1,4%
10/06/2020	Etats-Unis	Décision de taux du FOMC	Juin	0,25%	0,25%
10/06/2020	Chine	Financement agrégé CNY	Mai	3 190,0 mds	3 094,1 mds
11/06/2020	France	Emplois du secteur privé t/t	T1	-2,5%	-2,3%
11/06/2020	France	Climat du secteur industriel de la Banque de France	Mai	83	50
11/06/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Mai	0,3%	0,6%
11/06/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	1 542k	1 897k
12/06/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Mai	0,4%	0,2%
12/06/2020	Zone euro	Production industrielle g.a. (WDA)	Avril	-28,0%	-13,5%
12/06/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juin	78,9	72,3

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

Un certain nombre de données permettront d'évaluer la situation économique en Chine pour le mois de mai. Nous connaissons pour les États-Unis, les chiffres du marché de l'immobilier (permis de construire, mises en chantiers, indice NAHB) ainsi que ceux de la production industrielle et des ventes au détail. Les perspectives économiques de la Fed de Philadelphie pour juin sont attendues avec impatience. En termes de données européennes, le calendrier est plutôt léger : immatriculation de véhicules, inflation, enquête ZEW. Enfin, des réunions sont prévues à la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
15/06/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Mai	-2,8%	-4,9%
15/06/2020	Chine	Vente au détail g.a.	Mai	-11,9%	-16,2%
15/06/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Mai	-0,8%	-3,3%
15/06/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Mai	-6,0%	-10,3%
15/06/2020	Etats-Unis	Indice Manufacturier (Empire)	Juin	-32,5	-48,5
16/06/2020	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Juin	--	51
16/06/2020	Zone euro	Prévisions enquête ZEW	Juin	--	46
16/06/2020	Etats-Unis	Vente au détail	Mai	--	-15,3%
16/06/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Mai	2,8%	-11,2%
16/06/2020	Etats-Unis	Marché immobilier (indice NAHB)	Juin	43	37
16/06/2020	Japon	Politique des taux de la Banque du Japon	Juin	--	-0,100%
17/06/2020	Japon	Exportations g.a.	Mai	--	-21,9%
17/06/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculations (EU27)	Mai	--	-76,3%
17/06/2020	Zone euro	IPC g.a.	Mai	--	0,9%
17/06/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Mai	14,9%	-20,8%
17/06/2020	Etats-Unis	Mises en chantiers m/m	Mai	23,5%	-30,2%
18/06/2020	United Kingdom	Taux de la Banque d'Angleterre	Juin	--	0.100%
18/06/2020	Etats-Unis	Perspectives commerciales de la Fed de Philadelphie	Jun	-27,5	-43,1
18/06/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	--	--
19/06/2020	Japon	IPC hors produits frais et énergie g.a.	Mai	--	0,2%
19/06/2020	United Kingdom	Ventes de détail hors automobiles et énergie m/m	Mai	--	-15,2%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

Europe du Sud : forte augmentation du coût du risque	EcoTV Week	12 juin 2020
Inde : très forte hausse du chômage en mai	Graphique de la semaine	10 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	10 juin 2020
Espagne : L'espoir d'une relance verte	EcoFlash	9 juin 2020
Global : L'incidence variable de l'incertitude des prévisions	EcoWeek	5 juin 2020
Global : Les indices des directeurs d'achats ont dépassé leur creux mais le niveau reste bas	EcoWeek	5 juin 2020
Turquie : pas la pire crise que le pays ait connue	EcoTV Week	5 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	3 juin 2020
Zone Euro : La masse monétaire enregistre sa plus forte croissance depuis 2009	Graphique de la semaine	3 juin 2020
Zone Euro : Les premiers signes d'un redressement timide	EcoWeek	29 mai 2020
Union Européenne : Une proposition ambitieuse et des négociations difficiles en perspective	EcoWeek	29 mai 2020
France : timide éclaircie conjoncturelle en mai	EcoTV Week	29 mai 2020
Covid-19, chômage, capital humain et bilan des ménages	Podcast	28 mai 2020
Zone euro : La confiance au point bas ?	Graphique de la semaine	27 mai 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	27 mai 2020
Double choc économique dans le Golfe : risques et perspectives	EcoTV Week	25 mai 2020
La Chine, encore affaiblie par le virus	EcoWeek	22 mai 2020
La récession Covid-19 : cette fois, c'est vraiment différent !	EcoWeek	22 mai 2020
Zone euro : à chaque pays, sa reprise économique	EcoFlash	20 mai 2020
Les pays d'Europe centrale ne devraient pas échapper à une récession en 2020	Graphique de la semaine	20 mai 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	13 mai 2020
Royaume-Uni : encours cible du programme d'achat d'actifs maintenu, légère détente du taux du Gilt 10 ans	Graphique de la semaine	13 mai 2020
Espagne : au plus fort de la crise	EcoWeek	7 mai 2020
Zone euro : les multiples facettes de la proportionnalité en politique économique	EcoWeek	7 mai 2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe Centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

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

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 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 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 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 - www.economic-research.bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change