

2

ÉDITORIAL

L'incidence variable de l'incertitude des prévisions

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5-6

BAROMÈTRE

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

7

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

8-9

CALENDRIER

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

10

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

L'INCIDENCE VARIABLE DE L'INCERTITUDE DES PRÉVISIONS

La publication par la BCE de différents scénarios illustre l'ampleur de l'incertitude qui entoure les prévisions des variables macroéconomiques. Les entreprises peuvent ainsi reporter leurs investissements dans l'attente d'une meilleure visibilité. Compréhensible au niveau microéconomique, un tel attentisme peut freiner la croissance et conforter la conviction des dirigeants d'entreprises que leur prudence était justifiée. La forte augmentation de la dispersion des prévisions de résultats traduit un degré d'incertitude considérable à l'échelle de chaque société. Or, cela n'a pas empêché la poursuite du rebond du marché actions américain. Quels que soient les facteurs expliquant ces différentes réactions face à l'incertitude, de telles dissensions ne peuvent durer indéfiniment. À un moment donné, les entreprises devront renoncer à la prudence ou les investisseurs abandonner leur optimisme.

La pandémie de Covid-19 a non seulement entraîné une baisse massive de la demande et de l'activité, mais aussi une montée en flèche de l'incertitude des prévisions. Ce phénomène, classique dans un contexte de récession, est dû à la difficulté d'anticiper la vigueur et la rapidité de la reprise. Des facteurs psychologiques tels que la confiance et les « esprits animaux » jouent un rôle important, mais ils sont difficiles à prévoir. Lors de la précédente récession, les prévisions du consensus relatives à la croissance du PIB réel aux États-Unis en 2009 s'établissaient à -1,3 %, avec une fourchette comprise entre -2,5 % et 0,3 %¹. L'actuel consensus Bloomberg pour 2020 s'inscrit à -5,9 %, avec une fourchette allant de -10,5 % à -2,5 %. Pour l'année prochaine, les chiffres sont respectivement de 4,1 %, 0,5 % et de 11,4 %. Les fourchettes de prévisions sont aujourd'hui cinq fois plus larges qu'à la fin de 2008. Cela en dit long sur l'incertitude entourant la gravité de la récession et sur le potentiel de rebond. Ces écarts rendent l'exercice de prévision particulièrement difficile.

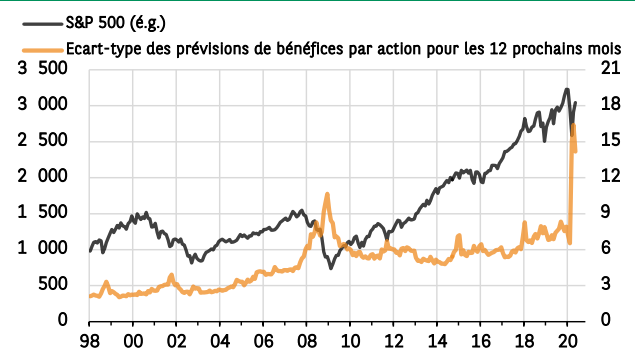
L'incertitude macroéconomique a tendance à aller de pair avec l'incertitude microéconomique. Le graphique permet de visualiser cette dernière. Il montre la dispersion des prévisions de bénéfices par action pour les douze prochains mois. Cette mesure de l'incertitude a fortement augmenté et atteint aujourd'hui un niveau deux fois supérieur à celui de 2008. Ce mouvement anormalement élevé n'est pas surprenant compte tenu de la nature et de l'ampleur de la crise actuelle. Ce qui est peut-être plus frappant, c'est l'évolution du marché actions américain. Auparavant, une hausse soudaine de l'incertitude entourant les perspectives de résultats s'accompagnait d'un repli des cours des actions. Or, ces trois derniers mois, nous avons assisté à une baisse, plutôt de courte durée, des performances de ces dernières, suivie d'un rebond significatif, alors même que l'incertitude concernant les perspectives de résultats reste très élevée. Face à une visibilité réduite sur les résultats, les opérateurs du marché ont probablement raccourci leur horizon d'investissement et cessé de se demander comment les bénéfices allaient évoluer. Le soutien des politiques monétaires et budgétaires, ainsi que l'écart entre le rendement des dividendes et celui des obligations incitent alors à acheter des actions sur le court terme ; d'autant plus que des coûts de transaction faibles

permettent de clôturer facilement les positions dans le cas où la situation n'évoluerait pas comme prévu.

La réaction des conseils d'administration est assez différente. Devant des perspectives troubles, les entreprises seront réticentes à investir, préférant attendre une meilleure visibilité pour accroître les capacités. Contrairement aux investissements financiers, la formation de capital est difficile à interrompre une fois le projet lancé ; aussi, confrontées à des coûts de transaction élevés, les entreprises auront-elles tendance à se montrer attentistes. Compréhensible au niveau microéconomique, une telle prudence, si elle est largement adoptée, a un coût macroéconomique certain en termes de ralentissement de la croissance, ce qui peut, à son tour, conforter les dirigeants d'entreprise dans leur conviction que « mieux vaut prévenir que guérir ». Cependant, cette profonde différence d'attitude entre les marchés financiers et les entreprises face aux mêmes sources d'incertitude ne peut durer indéfiniment. Soit la croissance repart, donnant le sentiment d'une meilleure visibilité et amenant les entreprises à renouer avec leurs « esprits animaux », soit elle continue de stagner et les marchés se mettent à douter des perspectives de résultats, à moins que la Fed ne vienne de nouveau à la rescousse.

William De Vijlder

ÉTATS-UNIS: INCERTITUDE DES BÉNÉFICES ET MARCHÉ D'ACTIONS



SOURCES : STANDARD AND POOR'S, IBES, DATASTREAM, BNP PARIBAS

1 Source : *Consensus Forecasts*, décembre 2008. En 2009, la croissance du PIB réel est en fait ressortie à -2,5 %.



Une profonde différence d'attitude entre les marchés financiers et les entreprises face aux mêmes sources d'incertitude ne peut durer indéfiniment. Soit la croissance repart et les entreprises renouent avec leurs esprits animaux, soit elle continue de stagner et les investisseurs jettent l'éponge, à moins que la Fed ne vienne de nouveau à la rescousse.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 29-5-20 au 3-6-20

↗ CAC 40	4 695	▶ 5 022	+7.0 %	
↗ S&P 500	3 044	▶ 3 123	+2.6 %	
↘ Volatilité (VIX)	27.5	▶ 25.7	-1.9 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	0.34	▶ 0.33	-1.7 pb	
↗ OAT 10a (%)	-0.06	▶ 0.03	+8.7 pb	
↗ Bund 10a (%)	-0.45	▶ -0.35	+10.0 pb	
↗ US Tr. 10a (%)	0.63	▶ 0.76	+12.8 pb	
↗ Euro vs dollar	1.11	▶ 1.12	+0.9 %	
↘ Or (once, \$)	1 732	▶ 1 696	-2.0 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	35.4	▶ 39.9	+12.6 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 20	+bas 20	
\$ FED	0.25	1.75 le 01/01	0.25 le 16/03	
Libor 3m	0.33	1.91 le 01/01	0.33 le 03/06	
Libor 12m	0.62	2.00 le 01/01	0.62 le 03/06	
£ Bque Angl	0.10	0.75 le 01/01	0.10 le 19/03	
Libor 3m	0.24	0.80 le 08/01	0.21 le 01/06	
Libor 12m	0.57	0.98 le 01/01	0.52 le 11/03	

Au 3-6-20

Rendements (%)

		+haut 20	+bas 20	
€ Moy. 5-7a	0.02	0.72 le 18/03	-0.28 le 04/03	
Bund 2a	-0.62	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03	
Bund 10a	-0.35	-0.17 le 19/03	-0.84 le 09/03	
OAT 10a	0.03	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03	
Corp. BBB	1.54	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02	
\$ Treas. 2a	0.20	1.59 le 08/01	0.13 le 07/05	
Treas. 10a	0.76	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03	
High Yield	6.70	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02	
£ Gilt. 2a	0.01	0.61 le 08/01	-0.02 le 02/06	
Gilt. 10a	0.22	0.83 le 01/01	0.13 le 29/05	

Au 3-6-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.12	1.14 le 09/03	1.07 le 20/03	-0.0%
GBP	0.89	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+5.1%
CHF	1.08	1.09 le 01/01	1.05 le 14/05	-0.7%
JPY	122.10	122.70 le 16/01	114.51 le 06/05	+0.1%
AUD	1.62	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+1.3%
CNY	7.98	7.98 le 03/06	7.55 le 19/02	+2.0%
BRL	5.64	6.42 le 13/05	4.51 le 02/01	+24.9%
RUB	77.02	87.95 le 30/03	67.75 le 10/01	+10.5%
INR	84.67	84.67 le 03/06	77.21 le 17/02	+5.7%

Au 3-6-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	39.9	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-39.9%	-39.8%
Or (once)	1 696	1 746 le 20/05	1 475 le 19/03	+11.6%	+11.6%
Métaux, LME	2 532	2 894 le 20/01	2 232 le 23/03	-11.0%	-10.9%
Cuivre (tonne)	5 499	6 270 le 14/01	4 625 le 23/03	-10.6%	-10.5%
CRB Aliments	303	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-10.5%	-10.5%
Blé (tonne)	196	2.4 le 21/01	190 le 19/05	-14.6%	-14.6%
Mais (tonne)	121	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-18.9%	-18.9%

Au 3-6-20

Variations

INDICES ACTIONS

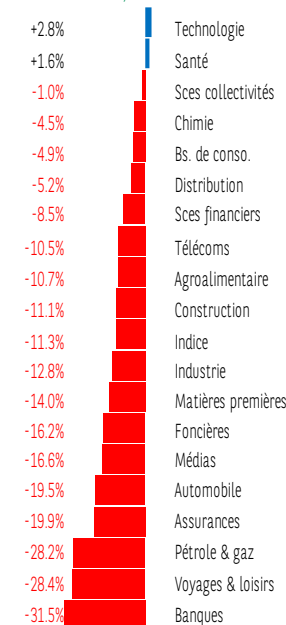
	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 223	2 435 le 12/02	1 602 le 23/03	-5.8%
Amérique du Nord				
S&P500	3 123	3 386 le 19/02	2 237 le 23/03	-3.3%
Europe				
EuroStoxx50	3 270	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-12.7%
CAC 40	5 022	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-16.0%
DAX 30	12 487	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-5.7%
IBEX 35	7 626	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-20.1%
FTSE100	6 382	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-15.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	921	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-8.6%
Nikkei	22 614	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-4.4%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	988	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-11.4%
Chine	85	90 le 13/01	69 le 19/03	-0.6%
Inde	476	609 le 17/01	353 le 23/03	-14.8%
Brésil	1 532	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-19.3%
Russie	661	857 le 20/01	419 le 18/03	-10.1%

Au 3-6-20

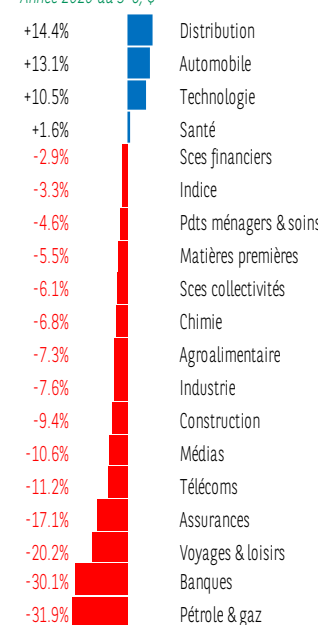
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 3-6, €



Année 2020 au 3-6, \$

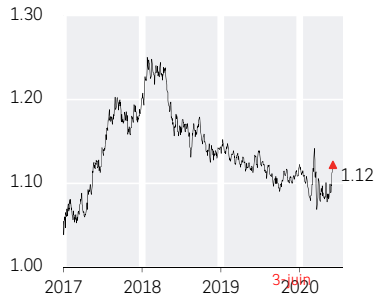


SOURCE : THOMSON REUTERS

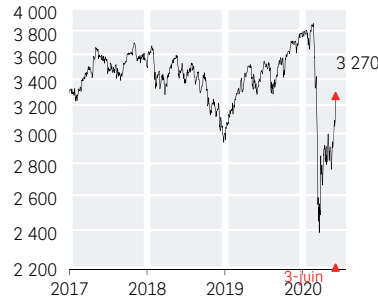


REVUE DES MARCHÉS

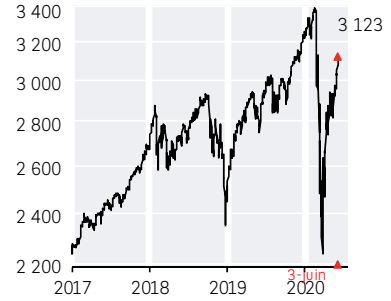
EURO-DOLLAR



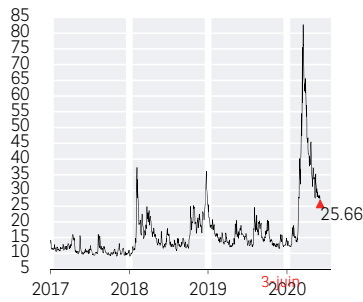
EUROSTOXX50



S&P500



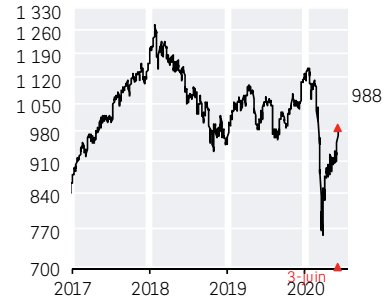
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



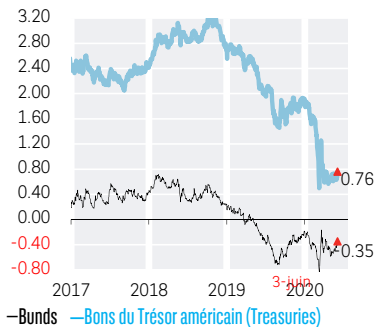
MSCI MONDE (USD)



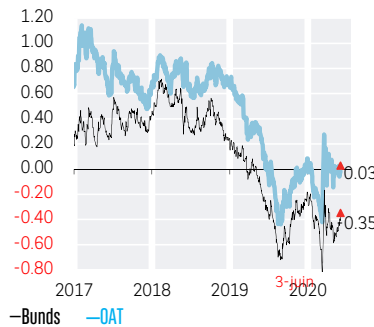
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

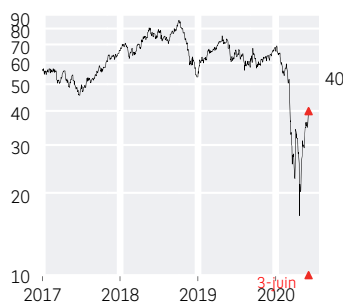


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

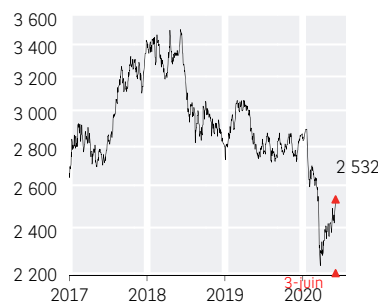
Année 2020 au 3-6, €

2.08%	Grèce	242 pb
1.55%	Italie	190 pb
0.55%	Espagne	89 pb
0.07%	Belgique	41 pb
0.03%	France	37 pb
-0.06%	Finlande	28 pb
-0.08%	Irlande	27 pb
-0.09%	Autriche	25 pb
-0.21%	P-Bas	13 pb
-0.35%	Allemagne	

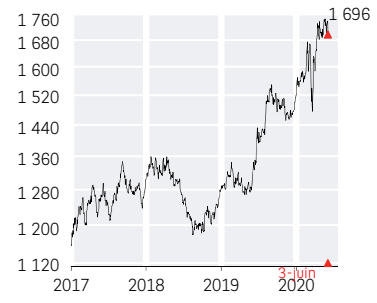
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



BAROMÈTRE

LES INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS ONT DÉPASSÉ LEUR CREUX MAIS LE NIVEAU RESTE BAS

Comme prévu, l'assouplissement progressif des mesures de confinement a conduit, au mois de mai, à une amélioration des PMI manufacturiers dans tous les pays, à l'exception des Pays-Bas et du Japon.

L'ampleur du rebond varie néanmoins considérablement d'un pays à l'autre et il faut être prudent dans l'interprétation de l'indice du Danemark qui, comme le montrent les données historiques, connaît à certains moments de fortes variations. Le PMI de la Chine a repassé la barre de 50, mais tout juste.

Dans l'ensemble, les niveaux restent bas à très bas, même s'il devrait y avoir une amélioration dans les prochains mois. La situation demeure très sombre pour les nouvelles commandes à l'exportation. Les chiffres sur l'emploi dans l'industrie manufacturière se sont quelque peu améliorés, l'Allemagne faisant figure d'exception notoire, mais les niveaux restent bien inférieurs à ceux atteints il y a à peine quelques

mois. Cela n'est pas de bon augure pour les perspectives du marché du travail. Après une chute sévère en mars et en avril, les PMI des services ont fortement rebondi en mai. En Chine, et il convient de le souligner, cet indice est de nouveau nettement au-dessus du seuil de 50. Enfin, s'agissant des pays de la zone euro, l'on ne peut qu'être frappé de constater que tous les indices se situent dans le bas de la fourchette.

William De Vijlder

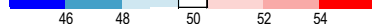
INDICE PMI MANUFACTURIER (MONDE)

MONDE	Marchés développés														Marchés émergents																				
	A. Nord		Europe							Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique				Asie											
	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM	
juil-19	49.3	50.2	50.4	46.5	47.0	49.8	49.7	43.2	54.6	48.7	48.5	50.7	48.2	45.2	48.0	51.3	48.4	49.4	49.8	49.9	49.8	43.1	47.4	49.3	46.7	50.3	47.7	56.6	50.2	55.1	49.9	43.8	52.5	49.6	52.6
août-19	49.6	49.1	50.3	47.0	47.9	49.4	51.1	43.5	54.9	48.6	48.7	51.6	48.8	47.4	47.4	53.1	48.8	49.3	49.9	52.5	49.0	44.9	48.8	49.1	48.0	49.4	47.8	57.0	46.5	51.6	50.4	40.8	51.4	49.0	51.4
sept-19	49.8	51.0	51.1	45.7	45.1	50.9	50.1	41.7	53.6	48.7	47.8	51.6	47.7	44.9	48.3	54.7	48.9	48.9	49.5	53.4	49.1	44.9	47.8	46.3	50.0	49.5	46.4	57.3	45.1	51.1	51.4	41.5	51.4	49.1	50.5
oct-19	49.8	51.2	51.3	45.9	45.5	50.2	50.7	42.1	53.5	50.7	47.7	50.3	46.8	48.9	49.6	51.6	52.5	48.4	49.6	52.2	50.4	45.0	45.6	47.2	49.0	49.2	48.3	57.8	48.1	51.1	51.7	39.3	50.6	47.7	50.0
nov-19	50.3	51.4	52.6	46.9	46.0	53.0	51.7	44.1	54.1	49.7	47.6	49.6	47.5	48.5	48.9	48.1	51.1	48.9	49.8	52.9	48.0	43.5	46.7	45.6	49.5	47.9	37.0	58.3	47.7	50.3	51.8	38.5	51.2	48.2	51.0
déc-19	50.1	50.4	52.4	46.3	46.0	50.5	50.4	43.7	53.9	49.5	46.2	48.3	47.4	48.8	47.5	48.3	48.7	48.4	50.1	50.2	47.1	43.6	48.0	47.5	49.5	48.2	45.1	56.9	47.1	50.2	51.5	42.1	52.7	49.5	50.8
janv-20	50.3	50.6	51.9	47.9	49.2	50.6	51.1	45.3	54.4	51.4	48.9	49.9	48.5	47.8	50.0	45.4	48.7	48.8	50.3	51.0	49.0	45.2	47.4	47.9	51.3	46.0	44.9	54.3	45.2	49.3	51.1	46.8	53.3	49.3	50.6
févr-20	47.1	51.8	50.7	49.2	50.2	45.9	49.8	48.0	56.2	51.2	48.7	52.9	50.4	49.5	51.7	44.3	53.7	47.8	48.7	52.3	50.0	46.5	48.2	48.2	52.4	47.1	45.4	62.5	44.3	49.1	40.3	33.1	54.5	51.9	49.0
mars-20	47.3	46.1	48.5	44.5	45.8	44.2	43.2	45.4	42.5	45.1	40.3	50.5	45.7	43.7	47.8	53.7	38.0	44.8	45.4	48.4	47.9	41.3	42.4	47.5	48.1	44.2	35.0	42.4	48.1	45.2	50.1	34.9	51.8	45.3	41.9
avr-20	39.6	33.0	36.1	33.4	31.6	37.2	31.5	34.5	29.5	36.0	31.1	41.3	30.8	40.7	32.6	35.8	26.1	41.9	44.7	36.0	35.0	35.1	31.9	31.3	33.4	29.7	30.9	44.4	46.3	44.1	49.4	36.9	27.4	27.5	32.7
mai-20	42.4	40.6	39.8	39.4	40.4	54.0	40.6	36.6	41.1	39.2	45.4	40.5	38.3	42.1	40.7	41.6	38.4	38.3	38.3	39.6	40.6	36.2	40.9	40.7	37.2	48.1	50.2	46.7	50.7	43.9	30.8	28.6	42.7		



INDICE PMI MANUFACTURIER - NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORTATION (MONDE)

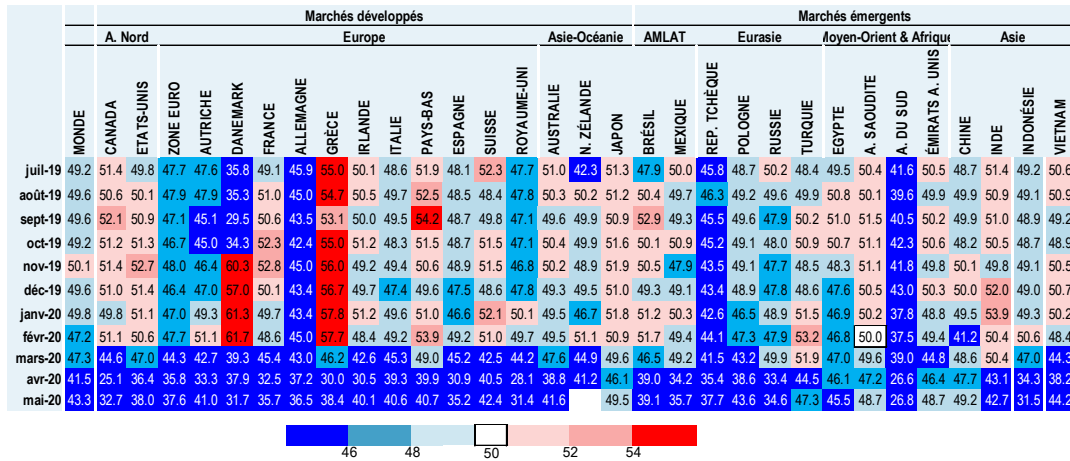
MONDE	Marchés développés														Marchés émergents																		
	A. Nord		Europe							Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique				Asie									
	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHEQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE
juil-19	48.4	48.0	49.2	44.2	46.5	49.0	38.2	53.2	46.7	48.8	49.2	49.3	46.5	54.6	47.6	50.3	47.1	49.8	40.2	47.0	48.3	50.0	52.2	49.3	53.2	49.8	58.7	49.9	40.9	52.1	52.5	51.3	
août-19	47.5	49.4	45.8	45.9	47.3	50.6	40.7	54.1	48.5	49.5	51.0	49.5	43.8	55.7	48.1	49.9	50.3	50.5	38.9	47.6	44.8	49.2	52.5	48.1	52.7	50.6	56.9	48.2	30.4	51.9	47.2	51.9	
sept-19	48.0	50.4	48.4	44.8	43.5	50.0	40.7	52.3	46.0	47.8	49.8	46.5	49.1	49.6	47.7	49.7	48.8	49.7	40.5	45.2	43.8	47.0	51.1	47.8	52.8	48.6	52.9	49.0	34.0	50.3	48.3	51.4	
oct-19	49.0	49.0	50.5	45.8	43.8	50.4	41.8	52.7	49.0	48.1	50.8	48.2	51.6	51.8	47.5	49.4	47.9	50.1	41.2	42.1	40.6	46.7	47.4	47.7	51.5	48.0	49.0	51.1	32.5	51.7	49.2	51.1	
nov-19	49.0	48.4	51.0	46.3	45.5	50.9	44.1	54.2	47.5	46.2	49.5	46.6	46.0	49.8	46.8	49.8	45.0	47.6	41.9	43.8	42.6	49.2	47.2	30.4	52.0	49.8	50.8	51.0	34.8	51.3	50.6	52.1	
déc-19	49.2	48.7	50.6	47.3	46.8	49.9	46.3	55.1	46.5	46.7	46.4	49.1	46.1	54.0	47.0	50.1	40.1	46.4	44.3	45.5	45.5	49.4	42.2	45.1	49.6	46.6	50.4	50.9	36.1	51.5	48.9	49.4	
janv-20	49.5	49.0	49.5	49.5	50.4	50.2	49.6	55.5	50.2	49.0	49.0	48.0	47.7	49.8	49.3	50.3	44.8	48.5	45.1	44.8	46.6	51.4	38.5	43.0	48.9	50.5	51.3	49.4	40.6	54.5	48.7	52.6	
févr-20	34.9	50.5	49.1	47.6	49.3	47.5	46.1	57.7	48.4	48.5	50.8	49.5	49.6	44.5	47.1	48.1	49.2	51.1	44.8	44.1	47.8	52.8	39.4	45.9	50.6	47.7	49.8	36.4	18.6	54.2	49.1	49.2	
mars-20	42.9	44.2	46.2	37.0	36.0	34.7	35.8	34.4	41.7	36.0	45.5	40.9	43.0	44.6	40.0	43.0	46.3	49.0	33.9	35.4	43.1	42.0	33.2	21.3	41.3	39.4	44.3	46.4	17.7	46.9	29.8	37.0	
avr-20	27.1	30.9	24.9	18.9	17.5	15.6	18.8	18.8	25.7	18.2	28.1	17.3	25.2	42.6	33.0	42.5	30.2	30.8	22.7	21.7	22.0	21.2	11.8	17.5	37.8	32.3	35.2	33.7	19.7	10.3	8.5	17.7	
mai-20	32.2	39.2	25.9	28.7	30.2	29.2	24.5	36.1	30.9	35.8	29.6	30.4	33.9	31.1	30.8	31.7	34.2	32.2	29.4	30.5	29.8	34.7	30.9	45.1	20.2	40.2	41.7	36.4	11.8	15.8	34.3		



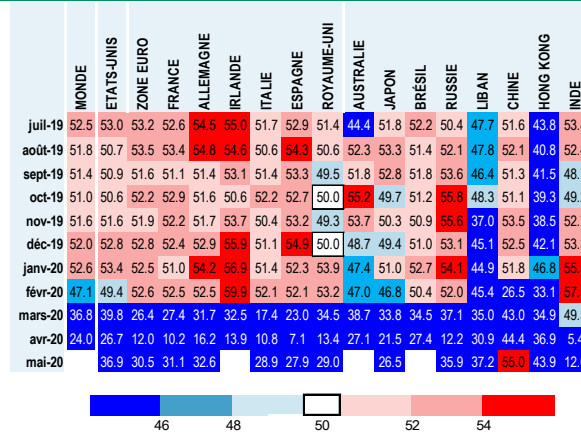
SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



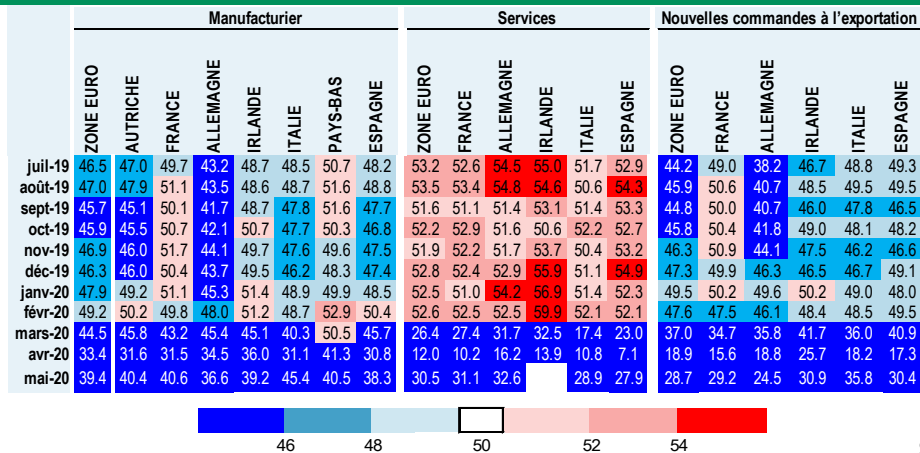
INDICE PMI MANUFACTURIER - EMPLOI (MONDE)



INDICE PMI SERVICES (MONDE)



INCIDES PMI DE LA ZONE EURO



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

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 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															
E-Unis (borne supérieure)															
Fed Funds	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25						
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

8

DERNIERS INDICATEURS

En termes de données, la semaine a été dominée par les indices des directeurs des achats. Comme expliqué en détail dans le Baromètre, une amélioration générale est à constater du fait de l'assouplissement des mesures de confinement. Les niveaux restent toutefois bas par rapport aux moyennes historiques et reflètent une contraction continue de l'activité quoiqu'à un rythme plus lent qu'en avril. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a jugé bon d'accroître l'assouplissement de sa politique monétaire en augmentant le *pandemic emergency purchase programme* de 600 milliards d'euros et en le prolongeant jusqu'en juin de l'année prochaine. Aux Etats-Unis, fait rassurant, les demandes initiales d'assurance chômage ont poursuivi leur baisse. Le rapport sur le marché de l'emploi a créé une immense surprise en révélant la création de 2 500 000 emplois alors que le consensus Bloomberg anticipait la perte de 7 500 000 emplois. De même, le taux de chômage est passé de 14,7% à 13,3% alors que les prévisions le situaient à 19%. Même si le confinement brouille quelque peu les données, ce report laisse néanmoins entrevoir que la réouverture de l'économie américaine a, clairement, déjà une influence positive.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISE	PRÉCÉDENT
01/06/2020	Chine continentale	PMI manufacturier (Caixin)	Mai	50,7	49,4
01/06/2020	Espagne	PMI manufacturier	Mai	38,3	30,8
01/06/2020	Italie	PMI manufacturier (Markit/IHS)	Mai	45,4	31,1
01/06/2020	Royaume-Uni	PMI Manufacturier (Markit/CIPS)	Mai	40,7	32,6
01/06/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Mai	39,8	36,1
01/06/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (ISM)	Mai	43,1	41,5
02/06/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Mai	40,6	31,5
02/06/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Mai	36,6	34,5
02/06/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Mai	39,4	33,4
03/06/2020	Chine continentale	PMI des services (Caixin)	Mai	55	44,4
03/06/2020	Espagne	PMI des services	Mai	27,9	7,1
03/06/2020	Italie	PMI des services (Markit/IHS)	Mai	28,9	10,8
03/06/2020	Royaume-Uni	PMI des services (Markit/CIPS)	Mai	29	13,4
03/06/2020	Zone euro	Taux de chômage	Avril	7,3	7,1
03/06/2020	Etats-Unis	PMI Composite (Markit)	Mai	37	27
03/06/2020	Etats-Unis	PMI des services (Markit)	Mai	37,5	26,7
03/06/2020	Etats-Unis	PMI non manufacturier (ISM)	Mai	45,4	41,8
04/06/2020	France	PMI Composite (Markit)	Mai	31,1	10,2
04/06/2020	France	PMI Composite (Markit)	Mai	32,1	11,1
04/06/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Mai	32,6	16,2
04/06/2020	Allemagne	PMI Composite (Markit)	Mai	32,3	17,4
04/06/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Mai	30,5	12
04/06/2020	Zone euro	PMI Composite (Markit)	Mai	31,9	13,6
04/06/2020	Zone euro	Ventes de détail m/m	Avril	-11,7	-11,1
04/06/2020	Zone euro	Taux de dépôt de l'ECB	Juin	-0,5	-0,5
04/06/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	25 mai, w/e	1877K	2126K
05/06/2020	Etats-Unis	Masse salariale non-agricole	Mai	2509K	-20687K
05/06/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Mai	13,3	14,7

SOURCE : THOMSON REUTERS



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

9

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du FOMC suivie de la conférence de presse de Jerome Powell constituera l'événement majeur de la semaine à venir. Nous connaissons les chiffres de l'inflation pour quelques pays (Chine, États-Unis, France) et ceux de la production industrielle pour l'Allemagne, la France et la zone euro. La Banque de France publiera son indice du climat des affaires dans l'industrie tandis que paraîtront aux États-Unis l'indice de l'optimisme des petites entreprises pour mai et le sentiment de l'Université du Michigan pour juin.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
08/06/2020	Japon	PIB annualisé t/t	T1	-2,1%	-3,4%
08/06/2020	Allemagne	Production industrielle g.a. (WDA)	Avril		-11,6%
08/06/2020	Japon	Enquête sur les perspectives (Eco Watchers)	Mai		16,6
09/06/2020	France	Balance commerciale	Avril		-3.343e+09
09/06/2020	Zone euro	Emploi g.a.	T1		-0,2%
09/06/2020	Zone euro	PIB t/t	T1		-3,8%
09/06/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Mai		90,9
10/06/2020	Japon	Commandes de machines g.a.	Avril	-19,2%	-0,7%
10/06/2020	Chine	IPP g.a.	Mai	-3,2%	-3,1%
10/06/2020	Chine	IPC g.a.	Mai	2,6%	3,3%
10/06/2020	France	Production industrielle m/m	Avril		-16,2%
10/06/2020	Zone euro	Perspectives économiques de l'OCDE			
10/06/2020	Etats-Unis	Demandes de crédit immobilier (MBA)	Juin		-3,9%
10/06/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie g.a.	Mai	1,3%	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	3.2e+12	3.09e+12
11/06/2020	France	Emplois du secteur privé t/t	T1		-2,3%
11/06/2020	France	Climat du secteur industriel de la Banque de France	Mai		48
11/06/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Mai	0,5%	0,6%
11/06/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin		--
12/06/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Mai		0,2%
12/06/2020	Zone euro	Production industrielle g.a. (WDA)	Avril		-12,9%
12/06/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juin	75	72,3

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

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	20 mai 2020
Espagne, zone euro et Chine dans l'EcoTV de mai	EcoTV	18 mai 2020
Etats-Unis : Pandémie de COVID-19 et marchés actions américains	EcoWeek	15 mai 2020
Etats-Unis : la chute s'accélère	EcoWeek	15 mai 2020
Face à la crise du coronavirus, quelle place pour une « relance verte » ?	EcoTV Week	15 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
France : forte hausse des anticipations d'inflation des ménages en avril, un signal à relativiser	Graphique de la semaine	6 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