

2-3

ÉDITORIAL

Zone euro : les multiples facettes de la proportionnalité en politique économique

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

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.

ZONE EURO: LES MULTIPLES FACETTES DE LA PROPORTIONNALITÉ EN POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Dans son jugement rendu le 5 mai, la Cour constitutionnelle allemande demande au Conseil des gouverneurs de la BCE de démontrer que les objectifs de politique monétaire de son programme d'achat de titres du secteur public ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets de politique économique et budgétaire de ce programme. Dans la plupart des cas, les politiques monétaire, économique et budgétaire se renforcent mutuellement. Pour évaluer l'adéquation de la politique monétaire, il convient de tenir compte de l'orientation des politiques économique et budgétaire des pays. La nécessité d'une bonne transmission à toutes les juridictions, ainsi que la probabilité et l'ampleur des risques de perte extrême (*tail risks*), dus à des mesures de politique économique insuffisantes, doivent également être prises en compte.

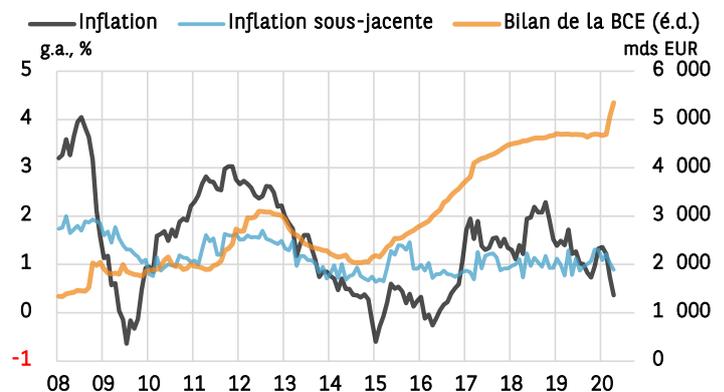
Hasard du calendrier, le 5 mai dernier la Cour constitutionnelle allemande rendait son jugement sur le programme d'achat de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme* ou PSPP) par la Banque centrale européenne (BCE)¹, et le lendemain la Commission européenne publiait ses prévisions de printemps. Les huit juges constitutionnels allemands ont conclu que la revue du PSPP de la BCE, engagée en 2018 par la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), « *n'était pas compréhensible* ». Ils ont considéré que, dans son évaluation de la proportionnalité du PSPP, la CJUE avait complètement ignoré les effets de politique économique résultant du programme².

Cet arrêt reflète l'opinion selon laquelle l'accomplissement du mandat de stabilisation des prix pourrait avoir des effets de politique économique et budgétaire indésirables, notamment en créant un environnement assurant un financement bon marché à des entreprises au bilan fragile et à des pays lourdement endettés. À cet égard, la politique monétaire est jugée disproportionnée quand elle ignore les effets économiques et budgétaires de son action visant à atteindre l'objectif d'inflation (en dessous mais proche de 2%). En réalité, les politiques monétaire, économique et budgétaire peuvent difficilement être dissociées. La plupart du temps, elles sont davantage complémentaires qu'antagonistes. Plus la politique monétaire est accommodante, plus l'impact d'une expansion budgétaire est important car celle-ci ne risque pas de se heurter à une hausse des taux d'intérêt. L'inaction en matière d'ajustement structurel — point souligné par Mario Draghi, en qualité de président de la BCE, lors des conférences de presse de son mandat — alourdit le fardeau de la politique monétaire. De même,

une relance budgétaire insuffisante en phase de repli conjoncturel en fait peser toute la charge sur cette dernière. En d'autres termes, la proportionnalité de la politique monétaire doit être évaluée en tenant compte de l'orientation de la politique économique et budgétaire des pays.

L'autre facteur à prendre en compte est le risque de développements non linéaires. C'est un sujet de préoccupation pour toute banque centrale souhaitant préserver sa crédibilité en matière de ciblage de l'inflation : le fait de jeter l'éponge pourrait entraîner une déflation aux conséquences économiques dommageables.

ZONE EURO : INFLATION ET BILAN DE LA BCE



SOURCES : EUROSTAT, BCE, BNP PARIBAS

¹ Source : Bundesverfassungsgericht, ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences, Communiqué de presse n° 32/2020 du 5 mai 2020

² En conséquence, « la Bundesbank ne peut plus participer ni à la mise en œuvre ni à l'exécution des décisions en cause de la BCE, sauf adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE d'une nouvelle décision démontrant de manière compréhensible et justifiée que les objectifs de politique monétaire poursuivis par le PSPP ne sont pas disproportionnés par rapport aux effets de politique économique et budgétaire résultant du programme. »



Pour évaluer la proportionnalité de la politique monétaire, visant à atteindre l'objectif d'inflation, il faut prendre en considération l'orientation des politiques économiques et budgétaires, la nécessité d'une transmission appropriée à toutes les juridictions ainsi que la probabilité et l'ampleur des risques de perte extrême (*tail risks*) dus à des mesures de politiques publiques insuffisantes.

Autre exemple, le maintien d'un fonctionnement fluide du marché, y compris pour les obligations d'État. C'est le principal objectif du programme d'achat d'urgence contre la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*³ ou PEPP). La relation entre action publique et risque a été clairement soulignée par Christine Lagarde, présidente de la BCE, lors de sa conférence de presse de la semaine dernière : « Dans la mesure où certaines limites que la BCE s'est imposées pourraient entraver l'action qu'elle est tenue de mener pour remplir son mandat, le Conseil des gouverneurs envisagera de les réviser dans la mesure nécessaire pour rendre son action proportionnée aux risques auxquels nous sommes confrontés »⁴.

Après la publication de l'arrêt rendu par la Cour de Karlsruhe, les *spreads* des obligations d'État italiennes se sont légèrement élargis face aux obligations allemandes, mais, dans l'ensemble, la réaction des marchés est restée limitée. Les investisseurs ont sans doute considéré que, au vu des innombrables conférences de presse, comptes rendus de réunion, discours et documents de travail, la BCE pourra aisément démontrer que son PSPP n'est pas disproportionné. En réaction, la banque centrale a publié un communiqué de presse dans lequel elle a pris note du jugement, ajoutant qu'elle reste pleinement attachée à son mandat pour faire en sorte « que les mesures de politique monétaire prises pour atteindre l'objectif de maintien de la stabilité des prix soient transmises à toutes les parties de l'économie et à toutes les juridictions de la zone euro ». L'accent mis sur « toutes les juridictions » n'est pas choisi au hasard. C'est pour la BCE une manière subtile de rappeler que l'étendue du périmètre géographique de son mandat est un autre facteur à prendre en considération pour déterminer ce qui est proportionné et ce qui ne l'est pas.

Alors que le jugement de la Cour constitutionnelle allemande pourrait laisser craindre une restriction possible de l'interprétation du mandat de la BCE, et ainsi limiter l'efficacité de la politique monétaire, la Commission européenne souligne, dans ses prévisions économiques du printemps 2020, le risque de révision à la baisse de ses évaluations déjà sombres des perspectives économiques. Elle insiste sur la nécessité de faire plus et d'agir collectivement. D'après elle, un retour des préoccupations liées à la soutenabilité de la dette n'est pas à écarter — ce qui confirme la nécessité du PEPP — et elle souligne aussi l'importance d'une coordination suffisante des réponses des politiques publiques au niveau national. La réponse commune de l'UE pourrait être trop limitée « ou inadéquate pour compenser l'insuffisance des politiques publiques dans les États membres de la zone euro qui sont également les plus durement frappés ». Ce dernier point nous amène à un autre aspect de la proportionnalité : au sein d'une union monétaire, la politique budgétaire dans un pays donné, ou au niveau de l'ensemble de l'union, remplit la condition de proportionnalité dès lors qu'elle tient compte, dans son élaboration, de la nécessité d'une compensation suffisante de l'absence de marge de manœuvre des politiques publiques dans certains États membres.

En conclusion, pour évaluer la proportionnalité de la politique monétaire, visant à atteindre l'objectif d'inflation, en zone euro, il faut prendre en considération l'orientation des politiques économiques et budgétaires, la nécessité d'une transmission appropriée à toutes les juridictions, ainsi que la probabilité et l'ampleur des risques de perte extrême (*tail risks*) dus à des mesures de politiques publiques insuffisantes. Il semble également utile de soumettre la politique budgétaire à une telle évaluation dans le contexte d'une union monétaire.

William De Vijlder

3 Le jugement de la Cour constitutionnelle allemande ne concerne pas le programme d'achat d'urgence contre la pandémie (PEPP). La Cour dit explicitement que sa décision « ne concerne pas les mesures d'aide financière prises par la BCE dans le contexte actuel de crise du coronavirus. »

4 Source : BCE, Conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 30 avril 2020

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 1-5-20 au 6-5-20

▼ CAC 40	4 572	▶ 4 433	-3.0 %
↗ S&P 500	2 831	▶ 2 848	+0.6 %
▼ Volatilité (VIX)	37.2	▶ 34.1	-3.1 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	0.54	▶ 0.45	-9.3 pb
↗ OAT 10a (%)	-0.08	▶ 0.03	+10.6 pb
↗ Bund 10a (%)	-0.59	▶ -0.50	+8.3 pb
↗ US Tr. 10a (%)	0.64	▶ 0.71	+7.3 pb
▼ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.08	-1.9 %
▼ Or (once, \$)	1 692	▶ 1 687	-0.3 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	26.5	▶ 29.8	+12.5 %

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	0.45	1.91 le 01/01	0.45 le 06/05
Libor 12m	0.80	2.00 le 01/01	0.74 le 09/03
£ Bque Angl	0.10	0.75 le 01/01	0.10 le 19/03
Libor 3m	0.40	0.80 le 08/01	0.38 le 11/03
Libor 12m	0.75	0.98 le 01/01	0.52 le 11/03

Au 6-5-20

Rendements (%)

		+haut 20	+bas 20
€ Moy. 5-7a	0.10	0.72 le 18/03	-0.28 le 04/03
Bund 2a	-0.75	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03
Bund 10a	-0.50	-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	1.74	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02
\$ Treas. 2a	0.18	1.59 le 08/01	0.18 le 04/05
Treas. 10a	0.71	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03
High Yield	8.19	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02
£ Gilt. 2a	0.06	0.61 le 08/01	0.00 le 23/03
Gilt. 10a	0.19	0.83 le 01/01	0.17 le 09/03

Au 6-5-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.08	1.14 le 09/03	1.07 le 20/03	-3.8%
GBP	0.87	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+3.1%
CHF	1.05	1.09 le 01/01	1.05 le 16/04	-3.2%
JPY	114.51	122.70 le 16/01	114.51 le 06/05	-6.1%
AUD	1.68	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+5.2%
CNY	7.66	7.94 le 09/03	7.55 le 19/02	-2.0%
BRL	6.13	6.15 le 24/04	4.51 le 02/01	+35.7%
RUB	80.49	87.95 le 30/03	67.75 le 10/01	+15.5%
INR	81.80	84.60 le 09/03	77.21 le 17/02	+2.1%

Au 6-5-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	29.8	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-55.0%	-53.3%
Or (once)	1 687	1 738 le 23/04	1 475 le 19/03	+10.9%	+15.3%
Métaux, LMEX	2 393	2 894 le 20/01	2 232 le 23/03	-15.8%	-12.5%
Cuivre (tonne)	5 168	6 270 le 14/01	4 625 le 23/03	-16.0%	-12.6%
CRB Aliments	281	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-16.9%	-13.6%
Blé (tonne)	198	2.4 le 21/01	195 le 16/03	-13.5%	-10.1%
Maïs (tonne)	115	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-22.9%	-19.8%

Au 6-5-20

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 008	2 435 le 12/02	1 602 le 23/03	-14.9%
Amérique du Nord				
S&P500	2 848	3 386 le 19/02	2 237 le 23/03	-11.8%
Europe				
EuroStoxx50	2 844	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-24.1%
CAC 40	4 433	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-25.8%
DAX 30	10 606	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-19.9%
IBEX 35	6 672	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-30.1%
FTSE100	5 854	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-22.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	837	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-16.9%
Nikkei	19 619	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-17.1%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	899	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-19.4%
Chine	80	90 le 13/01	69 le 19/03	-6.5%
Inde	441	609 le 17/01	353 le 23/03	-20.9%
Brésil	1 158	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-31.2%
Russie	563	857 le 20/01	419 le 18/03	-17.8%

Au 6-5-20

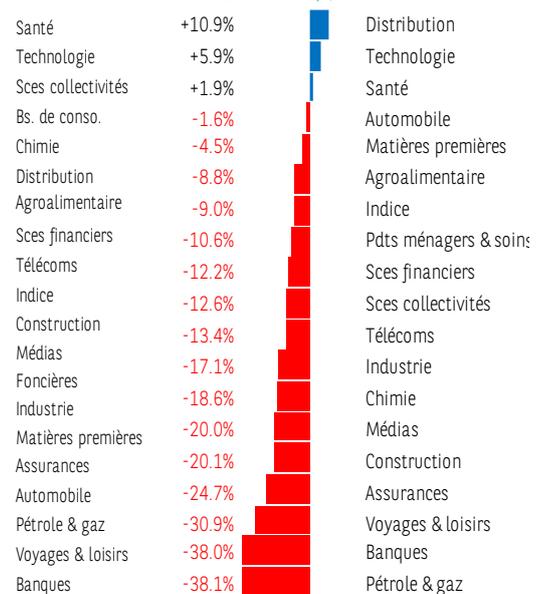
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 6-5, €



Année 2020 au 6-5, \$



SOURCE : THOMSON REUTERS



REVUE DES MARCHÉS

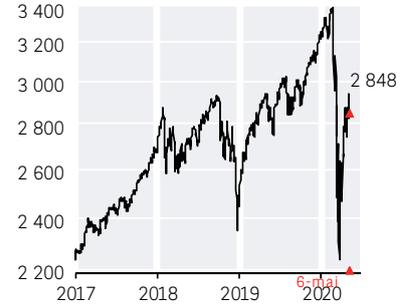
EURO-DOLLAR



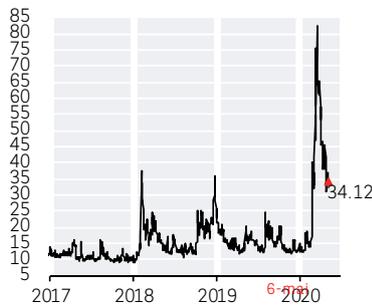
EUROSTOXX50



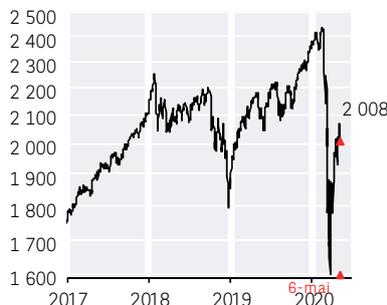
S&P500



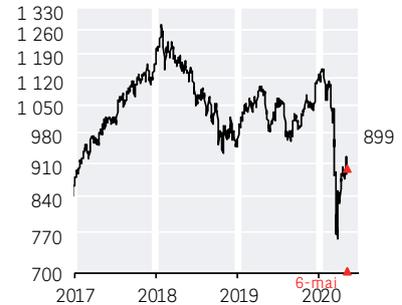
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



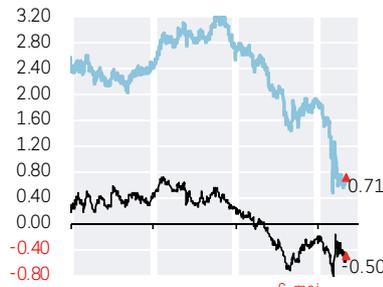
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

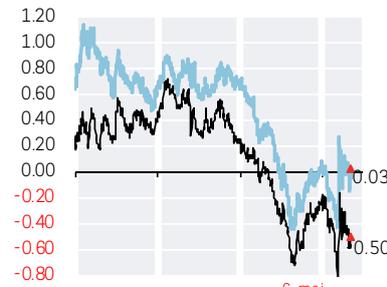


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



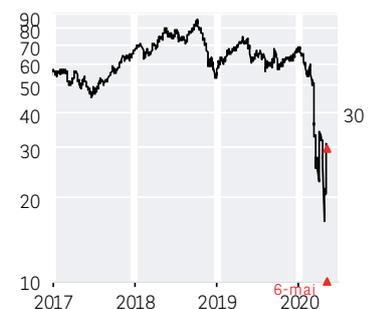
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2020 au 6-5, €

2.77%	Grèce	327 pb
1.99%	Italie	249 pb
0.88%	Portugal	138 pb
0.85%	Espagne	135 pb
0.09%	Belgique	58 pb
0.03%	France	52 pb
-0.05%	Irlande	45 pb
-0.09%	Finlande	41 pb
-0.13%	Autriche	37 pb
-0.29%	P-Bas	21 pb
-0.50%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ESPAGNE : AU PLUS FORT DE LA CRISE

Les indicateurs de l'Espagne se sont considérablement dégradés depuis le mois de mars et le début de la période de confinement, bien en deçà de leurs moyennes historiques. Les données concernant les exportations et la production industrielle ne portent à l'heure actuelle que sur février et vont elles aussi plonger en mars/avril.

Les indices des directeurs d'achat (PMI) – dont les délais de publication sont plus courts – montrent en effet une chute de l'activité historique en avril. L'indice pour le secteur des services plonge à 7,1 tandis que celui du secteur manufacturier tombe à 30,8. Les entreprises rapportaient, en parallèle, une chute sévère des prix de vente en avril : l'indice composite correspondant à cet indicateur était de 36,2, son plus bas niveau depuis mars 2009.

Alors que le PIB réel a déjà enregistré une baisse record de 5,2% t/t au T1, il est clair que la chute au T2 sera encore plus brutale, et avec des conséquences économiques et sociales profondes. Les données ajustées mensuelles de l'agence pour l'emploi espagnole (Servicio Público de Empleo Estatal, SEPE), publiées ce mardi, montrent déjà une hausse

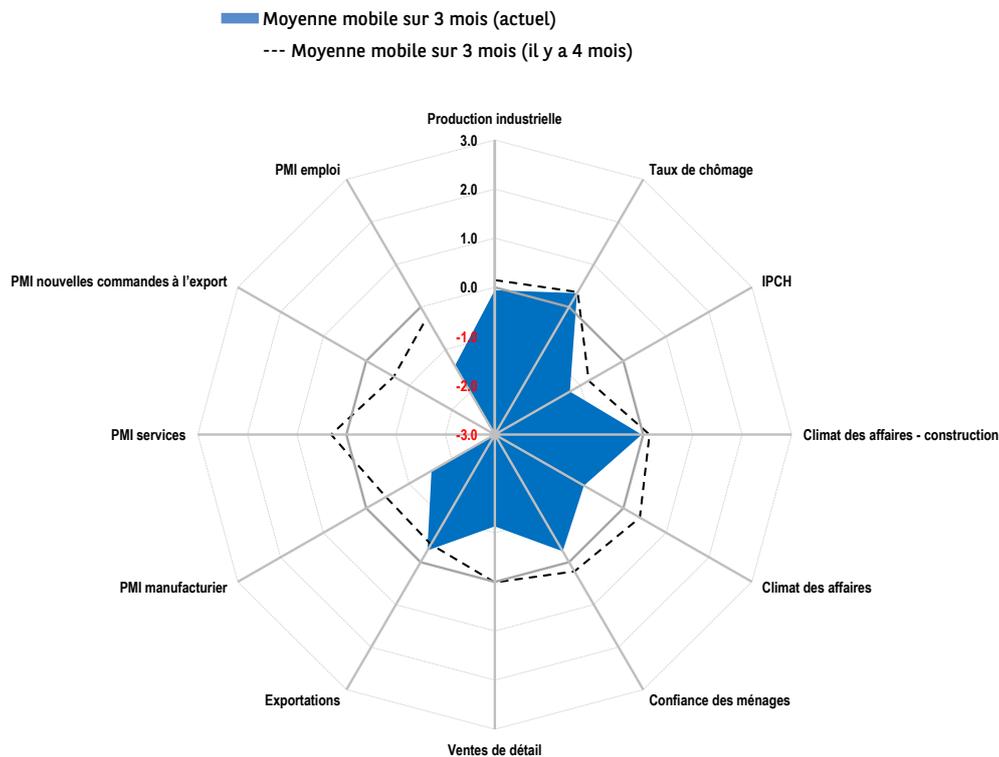
record du nombre de demandeurs d'emploi en mars-avril (+681 210, soit +21,7%), et ce malgré la mise en place du chômage partiel (ERTE) pour près de 3,39 millions de personnes. Les bénéficiaires étant considérés en emploi, il est fort probable que le nombre de demandeurs s'accroisse de nouveau dans les prochains mois avec le retrait progressif des ERTE et de certaines aides aux entreprises.

La période de déconfinement qui débutera réellement lundi prochain (la phase 1 commence au niveau national le 11 mai) sera très progressive et étalée sur un minimum de huit semaines. La reprise économique restera donc atone au moins jusqu'à cet été et pourrait perdurer, en raison notamment du risque d'une baisse d'activité prolongée dans des secteurs clés du pays, le tourisme en tête.

Le gouvernement, dans son plan de stabilité envoyé le 1er mai à la Commission européenne, table désormais sur une chute du PIB réel de 9,2% et sur un accroissement du déficit public à 10,3% du PIB en 2020.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-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.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

ÉTATS-UNIS

• L'économie est de plus en plus impactée par la propagation du coronavirus et les inquiétudes se renforcent concernant une hausse du taux de chômage, qui pèserait 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. 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'épidémie de coronavirus a constitué un très sévère choc de demande et d'offre. L'activité économique s'est effondrée sur les deux premiers mois de l'année (production industrielle : -14% en glissement annuel, exportations : -18%, ou ventes au détail : -24%), et nous avons révisé fortement à la baisse notre prévision de croissance pour 2020. La reprise de l'activité a déjà commencé, mais devrait rester très graduelle dans les prochains mois. Depuis le début de l'épidémie, la banque centrale et le gouvernement ont nettement multiplié les mesures de soutien visant à aider les entreprises et à stimuler la demande interne. En revanche, l'ampleur du redressement à court terme sera limitée par les répercussions de la crise sanitaire et économique qui s'étend dans le reste du monde.

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

• Une contraction importante du PIB est désormais attendue au 1er semestre 2020 suite à la propagation de l'épidémie de Covid-19 et aux mesures de confinement mises en place. Si le choc récessif devrait être temporaire, le profil de la reprise qui devrait s'ensuivre reste incertain. Les mesures budgétaires et financières de soutien annoncées par le gouvernement et celles, sur le front monétaire, de la BCE visent, d'une part, à limiter autant que possible le choc et, d'autre part, à mettre en place les conditions d'un retour à la normale le plus rapide possible. C'est ce sur quoi nous tablons mais les risques sont à la baisse. L'inflation devrait également être impactée négativement, notamment sous l'effet de la chute des prix du pétrole.

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 nettement baissé, traduisant un mouvement de fuite vers les valeurs refuges, mais tout en affichant une forte volatilité. Compte tenu de la nature temporaire de l'épidémie de coronavirus et des mesures de relance budgétaire, les rendements devraient finir par remonter, mais le moment précis où cela se concrétisera reste totalement incertain.

• Dans la zone euro, la BCE a pris des mesures considérables pour injecter des liquidités. Elle a, en effet, décidé de lancer 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. Les préoccupations grandissantes entourant l'impact économique mondial du coronavirus ont entraîné de fortes chutes des marchés actions et déclenché une demande de liquidité, en particulier en dollars. Dans ce contexte, le dollar a joué le rôle de monnaie refuge et s'est apprécié.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB **			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019 e	2020 e	2021 e
États-Unis	2.3	-5.7	4.9	1.6	1.2	2.2
Japon	0.7	-4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2
Royaume-Uni	1.4	-6.7	8.9	1.8	0.7	1.7
Zone euro	1.2	-8.3	8.0	1.2	0.2	1.2
Allemagne	0.6	-6.4	6.7	1.4	0.5	1.4
France	1.3	-7.1	7.0	1.3	0.3	1.3
Italie	0.2	-12.1	10.2	0.6	-	-
Chine	6.1	2.5	8.1	2.9	3.1	2.0
Inde*	6.1	2.7	5.2	4.7	3.5	4.0
Brésil	1.1	-4.0	4.0	3.7	3.6	3.5
Russie	1.3	-4.5	3.8	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 23/04/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2018	2019	2020e
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e			
E-Unis Fed Funds (borne supérieure)	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25
Treas. 10a	1.67	1.92	0.67	0.80	1.00	1.25	2.69	1.92	1.25
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	0.25	-0.19	-0.20
OAT 10a	-0.28	0.08	-0.05	-0.15	0.00	0.05	0.71	0.08	0.05
BTP 10 ans	0.83	1.32	1.55	1.30	1.20	1.10	2.77	1.32	1.10
BONO 10 ans	0.15	0.47	0.68	0.50	0.50	0.50	1.42	0.47	0.50
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.75	0.75	0.10
Gilt 10a	0.40	0.83	0.31	0.55	0.85	0.90	1.27	0.83	0.90
Japon Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.05	-0.10
JGB 10a	-0.22	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	0.00	-0.02	0.05

Mise à jour le 20/03/2020

Taux de change Fin de période	2019		2020				2018	2019	2020e
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e			
USD EUR / USD	1.09	1.12	1.10	1.12	1.15	1.17	1.14	1.12	1.17
USD / JPY	108	109	108	104	102	100	110	109	100
GBP / USD	1.23	1.32	1.24	1.27	1.32	1.34	1.27	1.32	1.34
USD / CHF	1.00	0.97	0.97	0.95	0.94	0.92	0.99	0.97	0.92
EUR EUR / GBP	0.89	0.83	0.89	0.88	0.87	0.87	0.90	0.83	0.87
EUR / CHF	1.09	1.09	1.06	1.06	1.08	1.08	1.13	1.09	1.08
EUR / JPY	118	122	118	117	117	117	125	122	117

Mise à jour le 09/04/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

8

DERNIERS INDICATEURS

Les indices PMI publiés cette semaine illustrent les différentes étapes de la pandémie. Alors qu'en Chine, l'indice manufacturier Caixin n'a baissé que très légèrement en avril par rapport à mars, en Europe et aux États-Unis la baisse vertigineuse enregistrée dans les indices manufacturiers, et plus encore dans ceux des services, témoigne de l'ampleur de l'impact du confinement en avril. De plus, en mars, les ventes au détail dans la zone euro et la production industrielle en Allemagne et en France ont plongé comparativement au mois précédent. En Chine, la légère amélioration de l'indice Caixin des services rassure, mais son niveau reste bas. Ceci, conjugué à la baisse considérable des importations, nous rappelle les défis auxquels l'économie post-confinement se trouve confrontée.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
04/05/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Avril	49,4	50,1
04/05/2020	Espagne	PMI manufacturier	Avril	30,8	45,7
04/05/2020	Italie	PMI manufacturier (Markit/IHS)	Avril	31,1	40,3
04/05/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Avril	31,5	43,2
04/05/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Avril	34,5	45,4
04/05/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Avril	33,4	44,5
05/05/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Avril	27	40,9
06/05/2020	Espagne	PMI des services	Avril	7,1	23
06/05/2020	Italie	PMI des services (Markit/IHS)	Avril	10,8	17,4
06/05/2020	France	PMI des services (Markit)	Avril	10,2	27,4
06/05/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Avril	16,2	31,7
06/05/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Avril	12	26,4
06/05/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Avril	13,6	29,7
06/05/2020	Zone euro	Ventes au détail	Mars	-11,2	0,6
07/05/2020	Allemagne	Production industrielle m/m	Mars	-9,2	0,3
07/05/2020	Chine	PMI des services (Caixin)	Avril	44,4	43
07/05/2020	France	Production industrielle m/m	Mars	-16,2	0,8
07/05/2020	Royaume-Uni	Taux de la Banque d'Angleterre	Mai	0,1	0,1
07/05/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	2 Mai	3 169K	3 846K
07/05/2020	Chine	Exportations g.a.	Avril	3,5	-6,6
07/05/2020	Chine	Importations g.a.	Avril	-14,2	-1
08/05/2020	Etats-Unis	Emplois non agricoles	Avril		-701 000
08/05/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Avril		4,4

SOURCE : THOMSON REUTERS



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

9

INDICATEURS À SUIVRE

D'importantes données statistiques relatives à la Chine paraîtront la semaine prochaine. Cela nous permettra d'évaluer la situation post-confinement du pays : évolution du crédit, investissement urbain, production industrielle, ventes au détail, inflation. Le Royaume-Uni et l'Allemagne publieront une estimation de l'évolution de leur PIB au 1^{er} trimestre. L'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie feront paraître les chiffres de l'inflation. Aux États-Unis, ce seront les chiffres de l'inflation, des ventes au détail, de la production industrielle et des postes à pourvoir qui seront connus. Nous connaissons également le sentiment de la Fed de New-York et de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
11/05/2020	Chine continentale	Croissance de l'encours	Avril		12,7
12/05/2020	Chine continentale	IPP g.a.	Avril		-1,5
12/05/2020	Chine continentale	IPC g.a.	Avril		4,3
12/05/2020	Etats-Unis	IPC g.a. (NSA)	Avril	1,7	2,1
13/05/2020	Royaume-Uni	PIB préliminaire t/t	T1		0
13/05/2020	Zone euro	Production industrielle g.a.	Mars		-1,9
13/05/2020	United States	IPP hors alimentation et énergie g.a.	Avril	1,1	1,4
14/05/2020	Allemagne	IPCH g.a.	Avril		0,8
14/05/2020	Espagne	IPCH g.a.	Avril		-0,6
14/05/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Mai		
15/05/2020	Chine continentale	Investissement urbain (cumul annuel) g.a.	Avril		-16,1
15/05/2020	Chine continentale	Production industrielle g.a.	Avril		-1,1
15/05/2020	Chine continentale	Ventes au détail g.a.	Avril		-15,8
15/05/2020	Allemagne	PIB Flash t/t	T1		0
15/05/2020	France	IPC g.a.	Avril		0,5
15/05/2020	Italie	IPC g.a.	Avril		0,1
15/05/2020	Zone euro	PIB Flash estimation t/t	T1		-3,8
15/05/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier de la Fed de New York	Mai	-69	-78,2
15/05/2020	Etats-Unis	Contrôle des ventes au détail	Avril		1,7
15/05/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Avril	-9,9	-5,4
15/05/2020	Etats-Unis	Utilisation de la capacité (SA)	Avril	67,4	72,7
15/05/2020	Etats-Unis	Postes à pourvoir (JOLTS)	Mars		6 882 000
15/05/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mai	72,2	71,8

SOURCE : THOMSON REUTERS



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

France : Forte hausse des anticipations d'inflation des ménages en avril, un signal à relativiser	Graphique de la semaine	6 mai 2020
Baisse du PIB en zone euro : le pire n'est pas encore passé	EcoTV Week	6 mai 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	6 mai 2020
Union européenne : vers un système de retraite plus austère	Conjoncture	5 mai 2020
La Fed, prêteur en dernier ressort global	Conjoncture	5 mai 2020
France : les chiffres du choc, le choc des chiffres	EcoTV Week	30 avril 2020
Zone Euro : Impulsion du crédit : le coronavirus entraîne une hausse inédite de la demande de financement des entreprises mais pèse sur celle des ménages	EcoWeek	30 avril 2020
Expansion de la taille du bilan des banques centrales : y a-t-il une limite ?	EcoWeek	30 avril 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	29 avril 2020
Vers une poursuite de la dépréciation graduelle de la livre égyptienne à court terme	Graphique de la semaine	29 avril 2020
Un biais désinflationniste à court et moyen terme ?	EcoFlash	27 avril 2020
La réponse de l'UE aux conséquences économiques de la pandémie : un certain progrès	EcoWeek	24 avril 2020
Notre baromètre d'activité résiste	EcoWeek	24 avril 2020
Eco TV - Avril 2020	Eco TV	24 avril 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	22 avril 2020
Les premiers effets des mesures de politique monétaire sur les bilans bancaires	Graphique de la semaine	22 avril 2020
L'envolée phénoménale de l'incertitude exerce un frein supplémentaire sur l'activité économique	EcoWeek	17 avril 2020
Covid-19 : les aspects liés à l'offre soumis à des tests de résistance grandeur nature	EcoWeek	17 avril 2020
Choc du Covid-19 : une hausse marquée de l'inflation est-elle à prévoir ?	EcoTV Week	17 avril 2020
EcoEmerging du 2^e trimestre 2020	EcoEmerging	16 avril 2020
Capacités hospitalières et vieillissement de la population	Graphique de la semaine	15 avril 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	15 avril 2020
Etats-Unis : premiers signes de décrochage	EcoWeek	10 avril 2020
Après l'accord de l'Eurogroupe, le plus difficile reste à faire	EcoWeek	10 avril 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