

2-3

ÉDITORIAL

Le rôle important de la politique monétaire face aux conséquences économiques du coronavirus

3-4

REVUE DES MARCHÉS

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

5

BAROMÈTRE

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

6

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

7-8

CALENDRIER

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

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

LE RÔLE IMPORTANT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE FACE AUX CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DU CORONAVIRUS

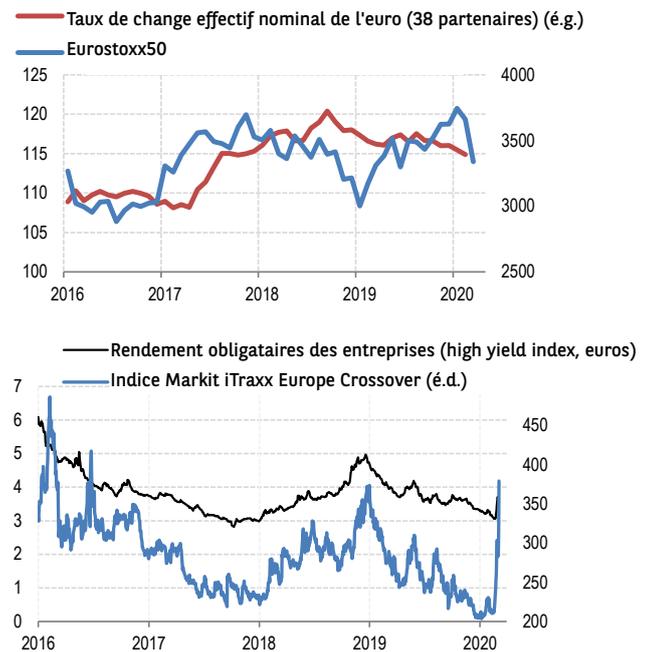
La Réserve fédérale américaine a créé la surprise, cette semaine, en abaissant ses taux directeurs de 50 points de base, exceptionnellement entre deux réunions de politique monétaire. De par la nature même du choc, la politique monétaire n'est pas, a priori, l'instrument le plus approprié. La chute de la demande et la disruption de l'offre ne sont pas liées au niveau des taux d'intérêt. Toutefois, la politique monétaire a un rôle important à jouer dans l'environnement actuel afin d'éviter une détérioration des conditions financières et monétaires. Il s'agit là d'une mesure défensive, l'autre possibilité étant de courir le risque que le resserrement de ces conditions exerce un frein supplémentaire sur l'activité. Il semble qu'une telle approche ait joué un rôle dans la décision du FOMC. Elle devrait fortement influencer la BCE lors de sa réunion de la semaine prochaine.

Dans plusieurs déclarations officielles publiées cette semaine, de nombreux hauts responsables se sont dits disposés à agir pour contrer les conséquences économiques de l'épidémie de coronavirus. Haruhiko Kuroda, gouverneur de la Banque du Japon, a ainsi précisé que « la BOJ entendait suivre de près l'évolution de la situation et œuvrer à stabiliser les marchés en offrant suffisamment de liquidités par le biais d'opérations de marché et d'achats d'actifs »¹. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a, quant à elle, indiqué que la Banque « [se tenait] prête à prendre les mesures appropriées et ciblées qui seraient nécessaires et proportionnées aux risques sous-jacents ». À l'occasion de la conférence téléphonique des ministres des Finances et des gouverneurs des Banques centrales du G7, les participants ont réaffirmé que tous les outils nécessaires seraient utilisés pour assurer une croissance forte et durable, et pour la protéger contre les chocs baissiers. La Réserve fédérale, confrontée à l'accumulation de données empiriques relatives à l'impact de l'épidémie sur les entreprises américaines, a décidé de passer à l'action et, de manière assez inhabituelle, de baisser les taux directeurs de 50 points de base sans attendre sa prochaine réunion de politique monétaire.

Compte tenu de la nature même d'une épidémie, la politique monétaire n'est pas, a priori, l'outil le plus approprié pour faire face à ses conséquences. Quel intérêt présente une baisse des taux lorsque les personnes ne peuvent se rendre à leur travail ou que les chaînes de valeur des entreprises sont perturbées ? Jerome Powell l'a, lui-même, reconnu dans sa conférence de presse : « Une baisse des taux n'infléchira pas le cours de l'infection et ne résoudra pas les problèmes liés à la rupture des chaînes d'approvisionnement. Nous en sommes bien conscients. Nous ne pensons pas avoir toutes les réponses, mais nous sommes convaincus que notre action donnera une impulsion significative à l'économie. »² Le scepticisme à l'égard de l'efficacité de la politique monétaire au stade actuel se fonde également sur l'observation selon laquelle les taux d'intérêt sont déjà très bas et la liquidité abondante, comme en témoignent les réserves excédentaires du système bancaire dans de nombreux pays. De plus, le canal du signal — selon lequel une baisse des taux aujourd'hui signifie qu'ils resteront bas pendant une longue période — est censé être plutôt faible. Aux États-Unis, les marchés obligataires intègrent dans les cours plusieurs autres baisses des taux. Dans la zone euro, la forward guidance, dépendant de la situation économique, a intégré le maintien d'un environnement très accommodant pour les années à venir. Le resserrement des taux n'est donc pas la préoccupation du moment.

Quoi qu'il en soit, la politique monétaire a un rôle important à jouer dans l'environnement actuel pour éviter une détérioration des conditions financières et monétaires. Ces conditions dépendent, en effet, du niveau des taux directeurs, mais aussi des spreads des obligations d'entreprises, de la facilité d'accès aux financements, du taux de change, etc. En règle générale, lorsque les marchés financiers craignent une dégradation significative de l'environnement économique à terme, les

CONDITIONS FINANCIÈRES EN ZONE EURO



SOURCES : DATASTREAM, BLOOMBERG, BNP PARIBAS

rendements des obligations d'État reculent et les spreads des obligations d'entreprises se creusent. Les rendements de ces dernières finissent alors par augmenter considérablement. L'accès au financement bancaire peut aussi devenir plus difficile lorsque la valeur des actifs utilisés en garantie diminue³. Les conditions financières se resserrent,

¹ Source : BOJ reassurance on coronavirus bolsters speculation of global policy action, Reuters, 2 mars 2020

² Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, Compte rendu de la conférence de presse de J. Powell, président de la Réserve fédérale, 3 mars 2020

³ Une étude récente menée par la Banque d'Angleterre souligne le rôle clé de l'immobilier qui, au Royaume-Uni, est fréquemment utilisé à titre de garantie pour les prêts des entreprises. Ces actifs fournis en garantie comprennent également des biens résidentiels, détenus



surtout si la monnaie s'apprécie suite aux baisses de taux opérées par d'autres banques centrales.

Essayer de stabiliser les conditions financières et monétaires s'inscrit dans une approche défensive, l'autre possibilité étant de courir le risque qu'un resserrement de ces conditions agisse comme un frein supplémentaire sur l'activité, venant s'ajouter aux effets directs de l'épidémie sur la demande, l'offre et la confiance. Il semble que cette approche ait joué un rôle déterminant dans l'analyse du FOMC. « Plus particulièrement, [la baisse des taux] aura pour effet de soutenir des conditions financières accommodantes et d'éviter le resserrement de ces dernières, susceptible de peser sur l'activité, en contribuant à stimuler la confiance des ménages et des entreprises. C'est ainsi que l'on peut voir les banques centrales du monde entier apporter les réponses jugées par elles appropriées dans le contexte institutionnel qui leur est propre » fait remarquer Jerome Powel dans son discours.

Cette analyse revêt une importance particulière dans la perspective de la réunion de la BCE du 12 mars prochain, même s'il convient de souligner que le raffermissement récent de l'euro par rapport au dollar fait suite à une longue dépréciation et que l'élargissement des spreads des obligations d'entreprises, d'après l'indice CDS Crossover, a été assez limité au vu des données historiques. De plus, les liquidités restent abondantes dans le système bancaire, garantissant la fluidité de l'offre de crédit. Il n'y a pas, à ce jour, de resserrement des conditions financières et monétaires qui restent très accommodantes. Mais, au lieu d'attendre de voir comment les conditions de financement évoluent, une action préventive semble être l'option privilégiée : compte tenu de la décision de la Fed cette semaine, et du fait que la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs aura lieu le 30 avril, autant dire des siècles

par les dirigeants des sociétés. Source : Bank of England, Bank Underground, How does politique monétaire affect firms, 5 mars 2020

dans le contexte actuel de nervosité, la question qui se pose concernant la réunion de la semaine prochaine n'est pas tant de savoir si des mesures seront prises, mais sur quoi elles porteront.

Ne s'agissant pas d'une question de niveau du taux de rémunération des dépôts ou des rendements des emprunts d'État et les banques disposant d'amples liquidités, des mesures visant spécifiquement à influencer les conditions financières basées sur le marché semblent se justifier. Cela pourrait passer par un accroissement du programme de rachat d'actifs et, en particulier, des titres d'entreprises, ou tout au moins, par l'affirmation selon laquelle la banque centrale est prête à utiliser résolument cet instrument si les conditions l'exigent. Les grandes entreprises seraient clairement les principales bénéficiaires de cette mesure. C'est pourquoi des prêts ciblés (TLRO) pourraient être envisagés à destination des PME cette fois.

William De Vijlder



La politique monétaire a un rôle important à jouer dans l'environnement actuel si l'on veut éviter une détérioration des conditions financières. À défaut, un resserrement de ces conditions pourrait constituer un frein supplémentaire pour l'activité, venant s'ajouter aux effets directs de l'épidémie. Cette analyse a, à l'évidence, été déterminante dans la décision du FOMC et on peut s'attendre à ce que la BCE adopte ce même point de vue.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 28-2-20 au 5-3-20

↗ CAC 40	5 310	↗ 5 361	+1.0 %
↗ S&P 500	2 954	↗ 3 024	+2.4 %
↘ Volatilité (VIX)	40.1	↘ 39.6	-0.5 pb
↘ Euribor 3m (%)	-0.42	↘ -0.47	-4.5 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	1.46	↘ 1.00	-46.2 pb
↘ OAT 10a (%)	-0.33	↘ -0.39	-6.0 pb
↘ Bund 10a (%)	-0.61	↘ -0.68	-6.5 pb
↘ US Tr. 10a (%)	1.15	↘ 0.93	-22.6 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	↗ 1.12	+1.9 %
↗ Or (once, \$)	1 587	↗ 1 660	+4.6 %
↗ Pétrole (Brent,	50.5	↗ 51.3	+1.6 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 20	+bas 20
€ BCE	0.00	0.00 le 01/01	0.00 le 01/01
Eonia	-0.46	-0.45 le 01/01	-0.46 le 02/03
Euribor 3m	-0.47	-0.38 le 02/01	-0.47 le 05/03
Euribor 12r	-0.36	-0.24 le 03/01	-0.36 le 03/03
\$ FED	1.25	1.75 le 01/01	1.25 le 04/03
Libor 3m	1.00	1.91 le 01/01	1.00 le 04/03
Libor 12m	0.97	2.00 le 01/01	0.97 le 04/03
£ Bque Angl	0.75	0.75 le 01/01	0.75 le 01/01
Libor 3m	0.50	0.80 le 08/01	0.50 le 04/03
Libor 12m	0.59	0.98 le 01/01	0.59 le 04/03

Au 5-3-20

Rendements (%)

		+haut 20	+bas 20
€ Moy. 5-7z	-0.25	0.10 le 02/01	-0.28 le 04/03
Bund 2a	-0.85	-0.58 le 14/01	-0.85 le 05/03
Bund 10a	-0.68	-0.19 le 01/01	-0.68 le 05/03
OAT 10a	-0.39	0.08 le 01/01	-0.39 le 05/03
Corp. BBB	0.75	0.91 le 13/01	0.65 le 20/02
\$ Treas. 2a	0.58	1.59 le 08/01	0.58 le 05/03
Treas. 10z	0.93	1.91 le 01/01	0.93 le 05/03
High Yield	5.89	6.04 le 28/02	5.44 le 21/02
£ Gilt. 2a	0.16	0.61 le 08/01	0.16 le 05/03
Gilt. 10a	0.31	0.83 le 01/01	0.31 le 05/03

Au 5-3-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.12	1.12 le 01/01	1.08 le 19/02	-0.3%
GBP	0.87	0.87 le 02/03	0.83 le 18/02	+2.2%
CHF	1.06	1.09 le 01/01	1.06 le 25/02	-2.2%
JPY	119.35	122.70 le 16/01	118.48 le 28/02	-2.2%
AUD	1.69	1.71 le 02/03	1.60 le 01/01	+6.1%
CNY	7.77	7.82 le 01/01	7.55 le 19/02	-0.7%
BRL	5.20	5.20 le 05/03	4.51 le 02/01	+15.2%
RUB	74.96	74.96 le 05/03	67.75 le 10/01	+7.5%
INR	82.02	82.02 le 05/03	77.21 le 17/02	+2.4%

Au 5-3-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	51.3	69.1 le 06/01	50.5 le 28/02	-22.6%	-22.3%
Or (once)	1 660	1 674 le 24/02	1 521 le 01/01	+9.2%	+9.5%
Métaux, LME x 2	636	2 894 le 20/01	2 593 le 03/02	-7.3%	-7.0%
Cuivre (tonne)	5 655	6 270 le 14/01	5 504 le 03/02	-8.0%	-7.7%
CRB Aliments	331	341.5 le 21/01	326 le 28/02	-2.3%	-2.0%
Blé (tonne)	204	2.4 le 21/01	204 le 04/03	-10.9%	-10.6%
Maïs (tonne)	149	1.5 le 23/01	143 le 27/02	-0.3%	+0.1%

Au 5-3-20

Variations

INDICES ACTIONS

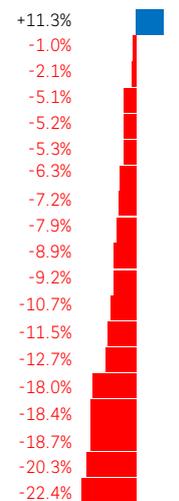
	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 192	2 435 le 12/02	2 141 le 28/02	-7.0%
Amérique du Nord				
S&P500	3 024	3 386 le 19/02	2 954 le 28/02	-6.4%
Europe				
EuroStoxx50	3 364	3 865 le 19/02	3 329 le 28/02	-10.2%
CAC 40	5 361	6 111 le 19/02	5 310 le 28/02	-10.3%
DAX 30	11 945	13 789 le 19/02	11 858 le 02/03	-9.8%
IBEX 35	8 683	10 084 le 19/02	8 683 le 05/03	-9.1%
FTSE100	6 705	7 675 le 17/01	6 581 le 28/02	-11.1%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	920	1 034 le 20/01	909 le 04/03	-8.7%
Nikkei	21 329	24 084 le 20/01	21 083 le 03/03	-9.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 039	1 147 le 17/01	1 006 le 28/02	-6.8%
Chine	86	90 le 13/01	81 le 31/01	+0.3%
Inde	542	609 le 17/01	537 le 02/03	-5.9%
Brésil	1 817	2 429 le 02/01	1 817 le 05/03	-11.5%
Russie	678	857 le 20/01	666 le 02/03	-10.2%

Au 5-3-20

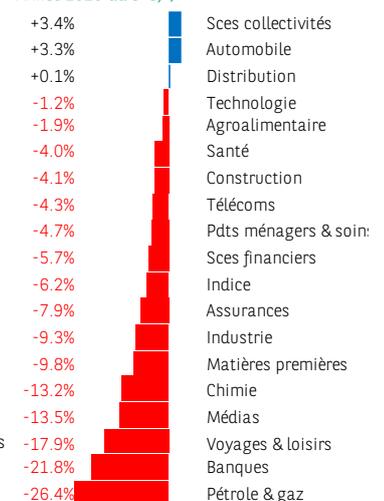
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 5-3, €



Année 2020 au 5-3, \$



SOURCE : THOMSON REUTERS



REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



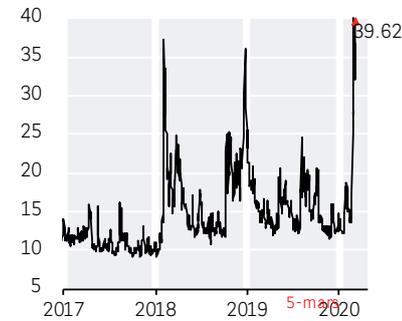
EUROSTOXX50



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 5-3, €

1.73%	Grèce	240 pb
1.07%	Italie	174 pb
0.22%	Espagne	89 pb
0.20%	Portugal	87 pb
-0.28%	Belgique	39 pb
-0.39%	France	29 pb
-0.39%	Irlande	28 pb
-0.42%	Finlande	26 pb
-0.44%	Autriche	24 pb
-0.54%	P-Bas	13 pb
-0.68%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



BAROMÈTRE

INDICES PMI : À L'EXCEPTION DE LA CHINE ET DE HONG KONG, PEU D'IMPACT JUSQU'ICI DU CORONAVIRUS

En début de mois, les indices des directeurs d'achats sont parmi les premiers à fournir des informations pour le mois précédent. Ils étaient tout particulièrement attendus en raison de l'épidémie de coronavirus. Le tableau du secteur manufacturier est extrêmement mitigé avec une baisse marquée de l'indice mondial due à l'effondrement des indices chinois et hongkongais, tandis que l'indice de la zone euro est de nouveau remonté, porté par l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Espagne et la Grèce. L'indice de l'Italie reste stable et celui de la France régresse.

Aux États-Unis, l'indice PMI Markit et l'indice ISM baissent. Ainsi, à l'exception de la Chine et de Hong-Kong, les données ne traduisent pas encore l'impact de l'épidémie de coronavirus sur l'économie mais ce n'est qu'une question de temps. Cela s'applique aussi aux indices PMI pour les services en forte baisse en Chine et à Hong-Kong. Celui du Japon s'est considérablement affaibli, contribuant à la baisse de l'indice mondial. L'indice de la zone euro est stable, tandis qu'aux États-Unis l'indice Markit baisse et l'indice ISM non manufacturier s'améliore.

William De Vijlder

PMI MANUFACTURIER

	Marchés développés																	Marchés émergents																			
	A. Nord					Europe							Asie-Océanie					AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie											
	MONDE	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. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	ISRAËL	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM	
avr-19	50.4	49.7	52.6	47.9	49.2	57.8	50.0	44.4	56.6	52.5	49.1	52.0	51.8	49.1	53.1	54.8	52.7	50.3	49.8	49.9	50.2	50.0	46.6	49.0	51.8	46.8	50.8	51.9	46.7	56.8	48.0	57.6	50.2	48.4	51.8	50.4	52.5
mai-19	49.8	49.1	50.5	47.7	48.3	48.8	50.6	44.3	54.2	50.4	49.7	52.2	50.1	49.0	49.4	52.7	50.3	49.8	49.9	50.2	50.0	46.6	48.8	49.8	45.3	48.2	50.4	46.3	57.3	48.2	59.4	50.2	46.9	52.7	51.6	52.0	
juin-19	49.4	49.2	50.6	47.6	47.5	44.6	51.9	45.0	52.4	49.8	48.4	50.7	47.9	48.6	48.0	49.4	51.2	49.3	49.6	51.0	49.2	45.3	48.4	48.6	47.9	49.2	52.7	46.3	57.4	49.2	57.7	49.4	47.9	52.1	50.6	52.5	
juil-19	49.3	50.2	50.4	46.5	47.0	49.5	49.7	43.2	54.6	48.7	48.5	50.7	48.2	45.2	48.0	51.3	48.3	49.4	49.8	49.9	49.8	43.1	47.4	49.3	46.7	50.3	52.2	47.7	56.6	50.2	55.1	49.9	43.8	52.5	49.6	52.6	
août-19	49.5	49.1	50.3	47.0	47.9	49.3	51.1	43.5	54.9	48.6	48.7	51.6	48.8	47.4	47.4	53.1	48.7	49.3	49.9	52.5	49.0	44.9	48.8	49.1	48.0	49.4	44.3	47.8	57.0	46.5	51.6	50.4	40.8	51.4	49.0	51.4	
sept-19	49.7	51.0	51.1	45.7	45.1	51.2	50.1	41.7	53.6	48.7	47.8	51.6	47.7	44.9	48.3	54.7	48.8	48.9	49.5	53.4	49.1	44.9	47.8	46.3	50.0	49.5	50.3	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	45.8	50.8	50.7	42.1	53.5	50.7	47.7	50.3	46.8	48.9	49.6	51.6	52.6	48.4	49.6	52.2	50.4	45.0	45.6	47.2	49.0	49.2	51.8	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	53.6	51.7	44.1	54.1	49.7	47.6	49.6	47.5	48.5	48.9	48.1	51.2	48.9	49.8	52.9	48.0	43.5	46.7	45.6	49.5	47.9	52.8	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	46.6	51.1	50.4	43.7	53.9	49.5	46.2	48.3	47.4	48.8	47.5	48.3	49.2	48.4	50.1	50.2	47.1	43.6	48.0	47.5	49.5	48.2	51.8	45.7	56.9	47.1	50.2	51.5	42.1	52.7	49.5	50.8	
janv-20	50.4	50.6	51.9	47.8	49.2	53.1	51.1	45.3	54.4	51.4	48.9	49.9	48.5	47.8	50.0	45.4	49.6	48.8	50.3	51.0	49.0	45.2	47.4	47.9	51.3	46.8	44.9	54.9	45.2	49.3	51.1	46.8	55.3	49.3	50.6		
févr-20	47.2	51.8	50.7	49.2	50.2	49.1	49.8	48.0	56.2	51.2	48.7	52.9	50.4	49.5	51.7	44.3	47.8	48.7	52.3	50.0	46.5	48.2	48.2	52.4	47.1	45.4	52.5	44.3	40.3	33.1	54.8	51.9	49.0				

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

PMI SERVICES

	MONDE	ETATS-UNIS	ZONE EURO	FRANCE	ALLEMAGNE	IRLANDE	ITALIE	ESPAGNE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	JAPON	BRESIL	RUSSIE	LIBAN	CHINE	HONG KONG	INDE
avr-19	52.7	53.0	52.8	50.5	55.7	54.7	50.4	53.1	50.4	47.6	51.8	49.9	52.6	46.7	54.5	48.4	51.0
mai-19	51.6	50.9	52.9	51.5	55.4	57.0	50.0	52.8	51.0	52.3	51.7	47.8	52.0	46.3	52.7	46.9	50.2
juin-19	51.9	51.5	53.6	52.9	55.8	56.9	50.5	53.6	50.2	51.4	51.9	48.2	49.7	46.3	52.0	47.9	49.6
juil-19	52.5	53.0	53.2	52.6	54.5	55.0	51.7	52.9	51.4	44.4	51.8	52.2	50.4	47.7	51.6	43.8	53.8
août-19	51.7	50.7	53.5	53.4	54.8	54.6	50.6	54.3	50.6	52.3	53.3	51.4	52.1	47.8	52.1	40.8	52.4
sept-19	51.4	50.9	51.6	51.1	51.4	53.1	51.4	53.3	49.5	51.8	52.8	51.8	53.6	46.4	51.3	41.5	48.7
oct-19	51.0	50.6	52.2	52.9	51.6	50.6	52.2	52.7	50.0	55.2	49.7	51.2	55.8	48.3	51.1	39.3	49.2
nov-19	51.6	51.6	51.9	52.2	51.7	53.7	50.4	53.2	49.3	53.7	50.3	50.9	55.6	37.0	53.5	38.5	52.7
déc-19	52.0	52.8	52.8	52.4	52.9	55.9	51.1	54.9	50.0	48.7	49.4	51.0	53.1	45.1	52.5	42.1	53.3
janv-20	52.7	53.4	52.5	51.0	54.2	56.9	51.4	52.3	53.9	47.4	51.0	52.7	54.1	44.9	51.8	46.8	55.5
févr-20	47.1	49.4	52.6	52.5	52.5	59.9	52.1	52.1	53.2	47.0	46.8	50.4	52.0	45.4	26.5	33.1	57.5

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

ÉTATS-UNIS

• Bien que l'impact du coronavirus devrait être limité, les exportations représentant une part peu importante du PIB, des éléments indiquent un impact négatif pour des raisons de demande (voyages, tourisme) et d'offre (retards d'approvisionnement dans le secteur manufacturier). Au-delà des conséquences temporaires de l'épidémie, la croissance devrait rester modérée et portée par les dépenses des ménages (consommation et logement). Le tableau est plus mitigé concernant l'investissement des entreprises. Les conditions financières et monétaires accommodantes devraient rester le principal facteur de croissance mais les perspectives à court terme dépendent de l'évolution de l'épidémie.

CHINE

• L'épidémie de coronavirus constitue un important choc de demande et d'offre, qui nous a conduit à réviser fortement à la baisse notre prévision de croissance pour 2020 (-1,2 p.p.). Le choc devrait être temporaire et l'activité reprend déjà graduellement. Néanmoins, les perspectives sont dégradées. Malgré la trêve actuelle dans le conflit commercial sino-américain, les exportations chinoises vers les Etats-Unis restent lourdement taxées. En outre, le rééquilibrage des sources de la croissance, qui doit passer par l'expansion de la consommation des ménages et le désendettement des entreprises, devrait rester lent et difficile. La banque centrale et le gouvernement ont nettement multiplié les mesures de soutien depuis le début de l'épidémie.

ZONE EURO

• Après quelques signes de stabilisation de l'activité dans le secteur manufacturier fin 2019, le 1^{er} semestre 2020 devrait être assombri par la propagation mondiale de l'épidémie de Coronavirus. Dans ce contexte et compte tenu de la baisse des prix de l'énergie, l'inflation totale devrait rester nettement sous la cible de 2%. Malgré la légère hausse de sa composante « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) ces derniers mois et la résilience du marché du travail, les pressions inflationnistes demeureraient très contenues. La Banque centrale européenne devrait maintenir sa politique très accommodante et va probablement décider de nouvelles mesures d'assouplissement.

FRANCE

• Alors qu'un rebond technique marqué pouvait être anticipé après la contraction surprise du PIB au T4 2019 (1^{ère} estimation), les perspectives de croissance du début d'année sont assombries par l'impact de l'épidémie de Coronavirus. Les grandes lignes sous-jacentes de notre scénario restent inchangées. L'économie ralentit mais devrait rester assez résiliente. La consommation des ménages devrait être soutenue par les baisses d'impôts et la hausse de l'emploi. L'investissement des entreprises devrait perdre de son dynamisme et les exportations rester peu dynamiques étant donné la faiblesse de la croissance mondiale. L'inflation sous-jacente reste très modérée.

TAUX & CHANGES

• Aux Etats-Unis, la décision de la Fed de baisser les taux entre deux réunions est inhabituelle et montre son inquiétude concernant les perspectives de croissance du fait de l'épidémie de coronavirus. Elle devrait les baisser de nouveau cette année. Le rendement des Treasuries a fortement chuté, ce qui reflète les attentes d'un assouplissement et l'insé-

curité actuelle. Compte tenu du caractère temporaire de l'épidémie, les taux longs devraient finir par remonter mais le timing est hautement incertain.

• Dans la zone euro, la forward guidance, dépendant de la situation économique, et la léthargie du processus d'inflation indiquent qu'un environnement très accommodant restera en place pour longtemps. En raison de l'épidémie, davantage d'assouplissement est à attendre prochainement. Le mouvement des rendements obligataires sera largement influencé par l'évolution des rendements américains et, à court terme, par l'évolution de l'épidémie. Les écarts souverains dans la zone euro devraient rester réduits. L'aversion au risque a bondi en raison des craintes de l'impact mondial de l'épidémie, bénéficiant à l'euro. La perspective d'autres baisses de taux de la Fed a aussi joué. À long terme, l'euro devrait se renforcer lorsque l'activité sera revenue à la normale.

• Nous prévoyons que la Banque du Japon s'abstiendra de tout nouvel assouplissement monétaire, malgré l'environnement économique morose.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019 e	2020 e	2021 e	2019 e	2020 e	2021 e
Avancés	1.6	1.3	1.5	1.4	1.5	NA
États-Unis	2.3	1.6	1.8	1.8	2.2	NA
Japon	1.0	0.2	0.5	0.5	0.6	NA
Royaume-Uni	1.4	1.0	1.5	1.8	1.5	NA
Zone euro	1.2	0.7	1.5	1.2	0.9	1.1
Allemagne	0.6	0.1	1.5	1.4	1.1	1.4
France	1.2	1.0	1.3	1.3	1.0	1.1
Italie	0.2	0.0	0.7	0.6	0.5	0.5
Espagne	2.0	1.6	1.6	0.8	0.8	1.0
Emergents						
Chine	6.1	4.5	NA	2.9	3.2	NA
Inde*	5.8	5.5	NA	4.3	4.5	NA
Brésil	1.0	1.5	NA	3.7	3.4	NA
Russie	1.1	1.6	NA	4.5	3.7	NA

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
*ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2019		2020				2018	2019	2020e
	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période									
Fed Funds									
E-Unis "borne supérieure"	2.00	1.75	0.75	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25
Treas. 10a	1.67	1.92	0.92				2.69	1.92	
Z. euro									
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.50	-0.50	-0.60
Bund 10a	-0.57	-0.19	-0.67				0.25	-0.19	
OAT 10a	-0.28	0.08	-0.38				0.71	0.08	
R-Uni									
Taux BoE	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.50
Gilt 10a	0.40	0.83	-0.31				1.27	0.83	
Japon									
Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.05	-0.10
JGB 10a	-0.22	-0.02	-0.11				0.00	-0.02	
Taux de change									
Fin de période									
USD									
EUR / USD	1.09	1.12	1.11	1.12	1.13	1.14	1.14	1.12	1.14
USD / JPY	108	109	109	108	106	105	110	109	96
GBP / USD	1.23	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.27	1.32	1.39
USD / CHF	1.00	0.97	0.99	0.99	0.99	1.00	0.99	0.97	1.00
EUR									
EUR / GBP	0.89	0.83	0.83	0.83	0.83	0.82	0.90	0.83	0.82
EUR / CHF	1.09	1.09	1.11	1.12	1.12	1.14	1.13	1.09	1.14
EUR / JPY	118	122	112	111	108	109	125	122	109

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

8

DERNIERS INDICATEURS

Comme attendu, les indices PMI pour février en Chine ont accusé une baisse considérable, en particulier dans les services, ce qui explique le déclin de l'indice composite. Dans le reste du monde, les indices PMI manufacturiers, tout comme les indices composites se sont plus ou moins maintenus. Aux Etats-Unis, l'ISM non-manufacturier a même progressé. Cela signifie que l'impact de l'épidémie et de sa propagation internationale n'a pas encore été répercuté dans les données économiques. La Réserve fédérale a agi de manière préventive en réduisant le taux des fonds fédéraux de 50 points de base avant la date prévue pour la réunion ordinaire de son comité monétaire. À noter que les données empiriques issues du Livre Beige auront sans doute aussi joué un rôle dans sa décision. L'OCDE a revu à la baisse ses prévisions de croissance. Enfin, les créations d'emplois aux Etats-Unis ont été particulièrement importantes, dépassant largement les prévisions du consensus des économistes.

DATE	PAYS	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
02/03/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Fév.	47,8	47,6
02/03/2020	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Fév.	40,3	51,1
02/03/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Fév.	49,8	49,7
02/03/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Fév.	48,0	47,8
02/03/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Fév.	49,2	49,1
02/03/2020	Royaume-Uni	PMI manufacturier (Markit)	Fév.	51,7	51,9
02/03/2020	États-Unis	ISM manufacturier	Fév.	50,1	50,9
03/03/2020	Zone euro	IPC y/y	Fév.	1,2%	1,1%
03/03/2020	Zone euro	Taux de chômage	Janv.	7,4%	7,4%
04/03/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Fév.	47,0	47,0
04/03/2020	Chine	PMI composite (Caixin)	Fév.	27,5	51,9
04/03/2020	France	PMI composite (Markit)	Fév.	52,0	51,9
04/03/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Fév.	50,7	51,1
04/03/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Fév.	51,6	51,6
04/03/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Fév.	53,0	53,3
04/03/2020	Zone euro	Vente de détail (y/y)	Janv.	1,7%	1,3%
04/03/2020	États-Unis	ISM non manufacturier	Fév.	57,3	55,5
04/03/2020	États-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale		100,9	
05/03/2020	Zone euro	Perspectives économiques intermédiaires de l'OCDE		2,3%	
06/03/2020	États-Unis	Changement dans les emplois non agricoles	Fév.	273 000	225 000
06/03/2020	États-Unis	Taux de chômage	Fév.	3,5%	3,6%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

9

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE constituera le point marquant de la semaine prochaine : la BCE suivra-t-elle l'exemple de la Réserve fédérale en assouplissant sa politique en réponse au coronavirus et, dans l'affirmative, quelles seront les mesures annoncées ? Le gouvernement britannique dévoilera son budget 2020. Là encore, l'attention se portera particulièrement sur les mesures qui pourraient être prises en réaction à l'épidémie. A noter, cette semaine, la publication des chiffres de la production industrielle pour plusieurs pays et l'enquête Eco Watchers au Japon. Pour les Etats-Unis, nous connaissons la confiance des petites entreprises et le sentiment de l'Université du Michigan.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
09/03/2020	Japon	PIB annualisé t/t	T4	-6,7%	-6,3%
09/03/2020	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Févr.	--	41,9
09/03/2020	Allemagne	Exportation m/m	Janv.	--	0,1%
09/03/2020	Allemagne	Production industrielle (WDA) .g.a.	Janv.	--	-6,8%
09/03/2020	France	Climat des affaires dans l'industrie (Banque de France)	Févr.	--	96
10/03/2020	Japon	Commande de machines-outil g.a.	Févr.	--	-35,6%
10/03/2020	France	Emplois dans le secteur privé g.a.	T4	--	0,2%
10/03/2020	France	Production industrielle g.a.	Janv.	--	-3,0%
10/03/2020	Zone euro	Emploi g.a.	T4	--	1,00%
10/03/2020	Etats-Unis	Confiance des petites entreprises (NFIB)	Févr.	103,4	104,3
10/03/2020	Zone euro	PIB g.a.	T4	--	0,10%
11/03/2020	Royaume-Uni	Production industrielle	Janv.	--	-1,8%
11/03/2020	Royaume-Uni	Budget 2020			
11/03/2020	Etats-Unis	IPC hors agro-alimentaire et énergie	Févr.	2,3%	2,3%
12/03/2020	Zone euro	Production industrielle g.a.	Janv.	--	-4,1%
12/03/2020	Etats-Unis	IPP hors agroalimentaire et énergie g.a.	Févr.	--	1,7%
12/03/2020	Zone euro	Taux de facilité de dépôt (BCE)	Mars	--	-0,5%
13/03/2020	Allemagne	IPC harmonisé g.a.	Févr.	--	1,7%
13/03/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Févr.	--	1,6%
13/03/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Mars	--	101
13/03/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan (inflation 5-10 ans)	Mars	--	2,3%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

Le coronavirus : quel rôle peut jouer la politique économique ?	EcoTV Week	6 mars 2020
Espagne, le poids des services dans l'économie s'accroît	Graphique de la semaine	4 mars 2020
Coronavirus : propagation internationale et risques de perte extrême (<i>tail risk</i>)	EcoWeek	28 février 2020
Les résultats remarquables du marché du travail en 2019	EcoFlash	28 février 2020
Japon : une année 2020 qui s'annonce compliquée	EcoTV Week	28 février 2020
Chine : la banque centrale vient en aide aux entreprises touchées par le coronavirus	Graphique de la semaine	26 février 2020
Japon : La consommation des ménages en souffrance	EcoFlash	25 février 2020
Indonésie : une croissance solide mais insuffisante	EcoTV Week	21 février 2020
Revue stratégique de la Réserve fédérale : vers une fourchette d'inflation cible ?	EcoWeek	21 février 2020
Le taux de facilité de dépôt coûte encore EUR 1,5 md aux banques françaises	Graphique de la semaine	18 février 2020
Coronavirus : évaluer les conséquences économiques	EcoWeek	14 février 2020
Retraites : travailler plus longtemps pour une pension en baisse	Graphique de la semaine	12 février 2020
BCE, Fed : Les banques centrales revoient leurs stratégies	EcoTV	11 février 2020
Le coronavirus et le profil de la croissance en 2020 : V.U ou L	EcoWeek	7 février 2020
Conséquences économiques du coronavirus : comment sera la reprise ?	EcoTV Week	7 février 2020
Mexique : la croissance restera faible en 2020	Graphique de la semaine	5 février 2020
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	4 février 2020
Zone euro : retour sur 2019, perspectives 2020 et risques potentiels	EcoTV Week	24 janvier 2020
EcoPerspectives daté du T1 2020	EcoPerspectives	23 janvier 2020
Espagne : la population active se redresse mais vieillit	Graphique de la semaine	22 janvier 2020
Accord commercial entre Washington et Pékin : peu de raisons de se réjouir	EcoWeek	17 janvier 2020
Accord commercial États-Unis - Chine : retour au calme, pour l'instant	EcoTV Week	17 janvier 2020
Mozambique : crise de la dette malgré les restructurations	Graphique de la semaine	15 janvier 2020
Eco TV - Janvier 2020	Eco TV	10 janvier 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