

2-3

ÉDITORIAL

La Covid-19 et l'environnement

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

Zone euro : la demande de crédit des entreprises reste soutenue, celle des ménages continue de ralentir; *Italie* : l'activité rebondit mais l'emploi continue de chuter ; *Royaume-Uni* : des chiffres encore décevants

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-11

CALENDRIER

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

12

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

LA COVID-19 ET L'ENVIRONNEMENT

Du fait des externalités de l'activité économique, le confinement a eu un impact considérable, non seulement sur l'économie, mais aussi sur l'environnement. Dans un monde déconfiné, la question est de savoir si la pandémie aura une influence sur l'environnement dans les années à venir, et comment. La Covid-19 pourrait induire une plus grande préoccupation pour la santé et, notamment, pour l'impact de l'environnement sur celle-ci. Les comportements pourraient ainsi changer du point de vue de la mobilité comme de la consommation. La pandémie pourrait aussi stimuler la part des investissements durables et, par ricochet, la stratégie des entreprises. Les modifications des chaînes de valeur mondiales peuvent aussi avoir un impact sur l'environnement. En matière de politique budgétaire, une opportunité se fait jour : relancer à court terme l'économie par des investissements qui contribueront à atteindre les objectifs liés au changement climatique et à la sauvegarde de l'environnement.

La pandémie de Covid-19 et l'environnement entretiennent de multiples relations, directes et indirectes. Le confinement a eu un impact profond sur l'activité économique et, par voie de conséquence, sur l'environnement. Ce phénomène nous renvoie au cortège d'externalités environnementales qui entourent les décisions de production et d'investissement. Les émissions sonores ont diminué¹ et la qualité de l'air s'est améliorée². L'inverse aussi peut être vrai, l'exposition à la pollution de l'air étant susceptible d'influencer la vitesse de contagion et le taux de mortalité³.

Avec la levée partielle des mesures de confinement dans un grand nombre de pays, les préoccupations ont évolué. La question est maintenant de savoir si, et le cas échéant, comment, l'expérience de la pandémie aura une influence sur l'environnement dans les années qui viennent. Cela dépendra à la fois des états d'esprit, des comportements et des politiques. S'agissant des états d'esprit, la Covid-19 pourrait induire une plus grande préoccupation pour la santé et pour l'impact de l'environnement sur celle-ci. Pourraient s'ensuivre des changements des comportements, notamment du point de vue de la mobilité (déplacements, distance du lieu de travail, moyens de transport) et de la consommation (approvisionnement en circuit court).

D'un autre côté, en l'absence de vaccin, on peut craindre une dégradation de l'empreinte environnementale, si les achats de fruits et légumes sous emballage plastique venaient à être privilégiés par exemple. On peut également anticiper un impact sur la destination de l'épargne, qui pourrait s'orienter davantage vers les investissements durables. Par ricochet, ceci pourrait influencer le comportement des entreprises. Une étude récente portant sur 6 000 groupes cotés dans 56 pays montre qu'au premier trimestre de cette année, en pleine pandémie, le cours de bourse des entreprises les plus avancées en matière de RSE (responsabilité sociétale des entreprises) a considérablement mieux résisté que celui de leurs homologues à faible score RSE⁴.

1 Le 9 avril 2020, l'Institut de géologie British Geological Survey s'est fait l'écho de rapports de scientifiques ayant remarqué une diminution du bruit sismique ambiant pendant le confinement. Selon le communiqué intitulé *Scientists report drop in Earth's movement amid coronavirus lockdown*, le niveau moyen de bruit enregistré en journée par les sismographes au Royaume-Uni au cours des deux semaines qui ont suivi le confinement était inférieur de 10 % à 15 % au niveau observé en début d'année.

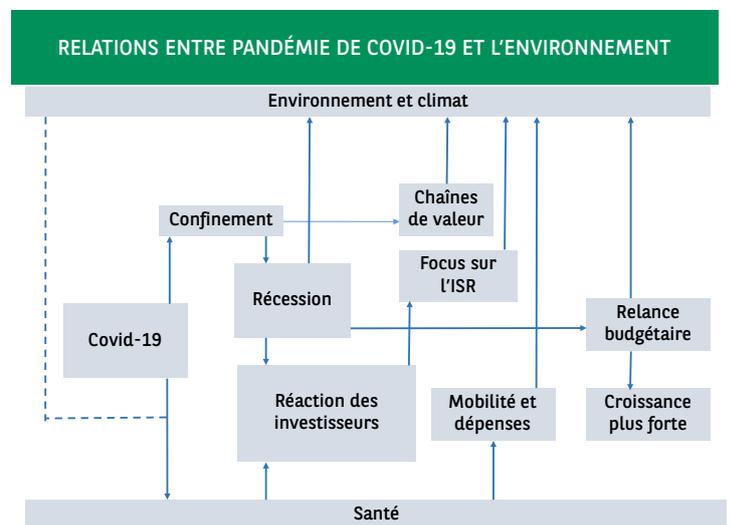
2 *Le confinement a-t-il amélioré la qualité de l'air ? Observations dans 44 agglomérations du nord de la Chine (Does lockdown reduce air pollution? Evidence from 44 cities in northern China)*, Rui Bao et Achend Zhang, *Science of the Total Environment*, <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2020.139052>.

3 *The deadly link between COVID-19 and air pollution*, Forum économique mondiale, 15 avril 2020. L'article fait état d'une étude italienne montrant un lien entre le taux de contagion et la pollution de l'air dans le nord de l'Italie, tandis qu'une étude de Harvard met en évidence la corrélation entre la pollution de l'air et le nombre de décès imputables à la COVID-19 aux États-Unis.

4 La notation RSE recouvre des critères environnementaux, sociétaux et stratégiques.

La réorganisation des chaînes de valeur mondiales est un autre vecteur par lequel les décisions des entreprises dans le sillage de la Covid-19 sont susceptibles d'impacter l'environnement. Suite aux ruptures d'approvisionnement subies dans de nombreux secteurs, les entreprises pourraient décider de diversifier la provenance géographique de leurs achats, avec un impact potentiel sur les émissions de carbone liées au transport.

Si les préoccupations évoluent à la suite de la pandémie, le débat politique et les (intentions de) votes pourraient s'en trouver modifié(e)s. Cela pourrait aussi rebattre les cartes des priorités de l'action publique. C'est clairement ce qui se dégage de la proposition de la Commission européenne de créer un nouvel instrument pour la relance, Next Generation EU, doté de 750 milliards d'euros, soulignant la nécessité



SOURCE : ETUDES ECONOMIQUES BNP PARIBAS

« Pour illustrer l'ampleur estimée, on a comparé deux entreprises similaires en tous autres points issues du même secteur d'industrie et du même pays. L'une se classe à la 25^e place en termes de RSE et l'autre à la 75^e, sur 100 entreprises. Nos estimations permettent de penser que la diminution de rendement moyen de l'action de l'entreprise la mieux notée a été 2 % moindre que celle de l'entreprise la moins bien notée, en réaction à l'augmentation moyenne des cas de COVID-19 deux mois après le début de la pandémie. Toutes autres choses égales par ailleurs, ces estimations semblent montrer que le cours de bourse de l'entreprise la mieux notée du point de vue de la RSE résisterait 19 % mieux que celui de l'entreprise à faible score RSE à l'impact boursier de la COVID-19. » Source : *Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic*, Wenzhi Ding, Ross Levine, Chen Lin et Wensi Xie, NBER Working Paper No. 27055, avril 2020.



de « protéger les vies et les moyens de subsistance, réparer le marché unique et construire une reprise durable et prospère.⁵ » Il s'agit de faire d'une pierre deux coups : stimuler à court terme la reprise dans le sillage de la pandémie par des investissements qui contribueront à la atteindre des objectifs liés au changement climatique. De récentes études permettent de penser que cette ambition est réaliste. Certaines politiques « offrent à la fois des rendements économiques élevés et un impact climatique positif », comme d'investir dans les infrastructures pour la production d'énergie propre, l'efficacité énergétique, l'éducation et la formation, la résilience de l'écosystème et la R&D propre⁶.

William De Vijlder



Du fait des externalités de l'activité économique, le confinement a eu un impact considérable sur l'environnement. Dans un monde déconfiné, la question est de savoir si la pandémie aura une influence sur l'environnement dans les années à venir, et comment. Cela dépendra des états d'esprit, des comportements et des politiques.

⁵ Questions et réponses sur le CFP et Next Generation EU, Bruxelles, 27 mai 2020.

⁶ Will COVID-19 fiscal recovery packages accelerate or retard progress on climate change? (« Les dispositifs de relance après la Covid-19 vont-ils accélérer ou retarder la lutte contre le changement climatique ») Cameron Hepburn, Brian O'Callaghan, Nicholas Stern, Joseph Stiglitz, Dimitri Zenghelis, Oxford Review of Economic Policy, mai 2020. Cet article s'appuie sur une enquête réalisée auprès de 231 économistes de banques centrales, ministères des Finances et autres institutions de pays du G20.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-7-20 au 16-7-20

➔ CAC 40	4 970	▶ 5 085	+2.3 %
➔ S&P 500	3 185	▶ 3 216	+1.0 %
➔ Volatilité (VIX)	27.3	▶ 28.0	+0.7 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.27	▶ 0.27	+0.5 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.20	▶ -0.22	-1.1 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.51	▶ -0.50	+0.6 pb
➔ US Tr. 10a (%)	0.63	▶ 0.61	-2.1 pb
➔ Euro vs dollar	1.13	▶ 1.14	+1.0 %
➔ Or (once, \$)	1 801	▶ 1 806	+0.3 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	43.4	▶ 43.5	+0.2 %

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	0.27	1.91	le 01/01	0.27	le 09/07
Libor 12m	0.48	2.00	le 01/01	0.48	le 15/07
£ Bque Angl	0.10	0.75	le 01/01	0.10	le 19/03
Libor 3m	0.08	0.80	le 08/01	0.08	le 14/07
Libor 12m	0.35	0.98	le 01/01	0.35	le 15/07

Au 16-7-20

Rendements (%)

		+haut 20		+bas 20	
€ Moy. 5-7a	-0.16	0.72	le 18/03	-0.28	le 04/03
Bund 2a	-0.67	-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	-0.22	0.28	le 18/03	-0.42	le 09/03
Corp. BBB	1.19	2.54	le 24/03	0.65	le 20/02
\$ Treas. 2a	0.15	1.59	le 08/01	0.13	le 07/05
Treas. 10a	0.61	1.91	le 01/01	0.50	le 09/03
High Yield	6.38	11.29	le 23/03	5.44	le 21/02
£ Gilt. 2a	-0.10	0.61	le 08/01	-0.11	le 10/07
Gilt. 10a	0.08	0.83	le 01/01	0.08	le 16/07

Au 16-7-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20		+bas 20		2020
USD	1.14	1.14	le 16/07	1.07	le 20/03	+1.8%
GBP	0.91	0.94	le 23/03	0.83	le 18/02	+7.1%
CHF	1.08	1.09	le 05/06	1.05	le 14/05	-0.8%
JPY	122.45	124.16	le 05/06	114.51	le 06/05	+0.4%
AUD	1.63	1.87	le 23/03	1.60	le 01/01	+2.3%
CNY	8.00	8.08	le 04/06	7.55	le 19/02	+2.3%
BRL	6.12	6.42	le 13/05	4.51	le 02/01	+35.6%
RUB	81.34	87.95	le 30/03	67.75	le 10/01	+16.7%
INR	85.95	86.26	le 11/06	77.21	le 17/02	+7.3%

Au 16-7-20 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20		+bas 20		2020	2020(€)
Pétrole, Brent	43.5	69.1	le 06/01	16.5	le 21/04	-34.4%	-35.6%
Or (once)	1 806	1 812	le 08/07	1 475	le 19/03	+18.7%	+16.6%
Métaux, LME	2 844	2 894	le 13/07	2 232	le 23/03	+0.0%	-1.8%
Cuivre (tonne)	6 438	6 580	le 13/07	4 625	le 23/03	+4.7%	+2.8%
CRB Aliments	295	341.5	le 21/01	272	le 27/04	-12.2%	-14.4%
Blé (tonne)	201	2.4	le 21/01	178	le 26/06	-12.9%	-13.8%
Mais (tonne)	125	1.5	le 23/01	113	le 28/04	-16.6%	-18.1%

Au 16-7-20 Variations

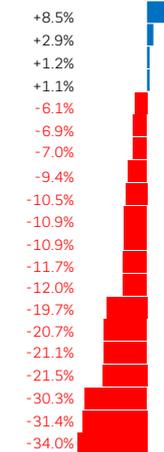
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20		+bas 20		2020
Monde						
MSCI Monde	2 289	2 435	le 12/02	1 602	le 23/03	-3.0%
Amérique du Nord						
S&P500	3 216	3 386	le 19/02	2 237	le 23/03	-0.5%
Europe						
EuroStoxx50	3 365	3 865	le 19/02	2 386	le 18/03	-10.1%
CAC 40	5 085	6 111	le 19/02	3 755	le 18/03	-14.9%
DAX 30	12 875	13 789	le 19/02	8 442	le 18/03	-2.8%
IBEX 35	7 475	10 084	le 19/02	6 107	le 16/03	-21.7%
FTSE100	6 251	7 675	le 17/01	4 994	le 23/03	-17.1%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	919	1 034	le 20/01	743	le 23/03	-8.7%
Nikkei	22 770	24 084	le 20/01	16 553	le 19/03	-3.7%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 046	1 147	le 17/01	758	le 23/03	-6.2%
Chine	93	100	le 09/07	69	le 19/03	+8.9%
Inde	514	609	le 17/01	353	le 23/03	-8.4%
Brésil	1 554	2 429	le 02/01	1 036	le 23/03	-12.8%
Russie	601	857	le 20/01	419	le 18/03	-15.7%

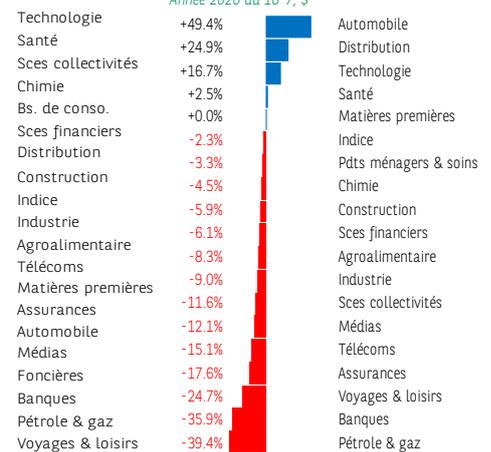
Au 16-7-20 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 16-7, €



Année 2020 au 16-7, \$

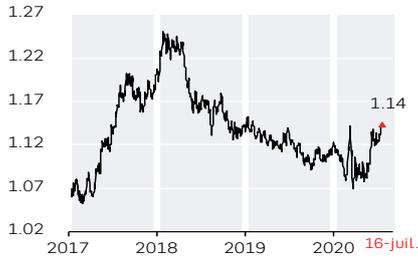


SOURCE : THOMSON REUTERS

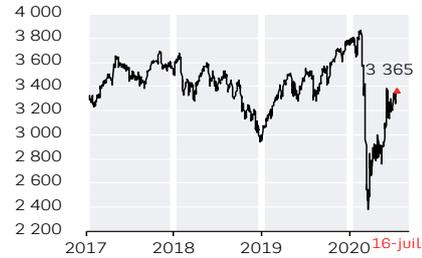


REVUE DES MARCHÉS

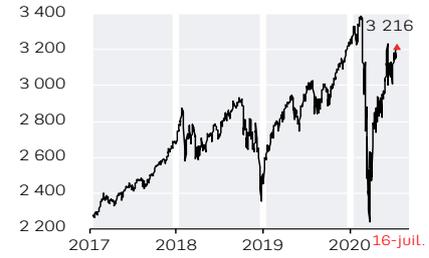
EURO-DOLLAR



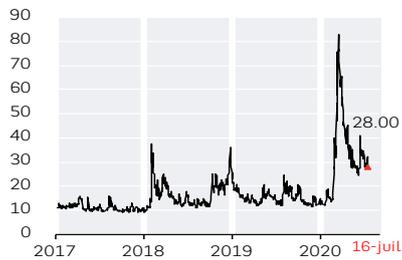
EUROSTOXX50



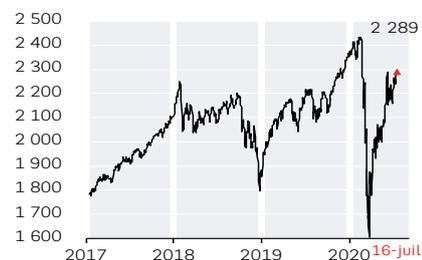
S&P500



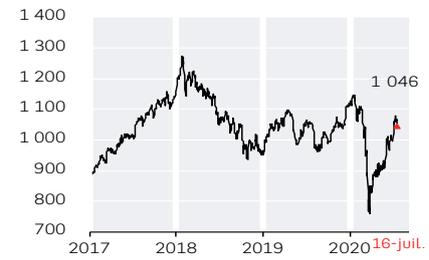
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



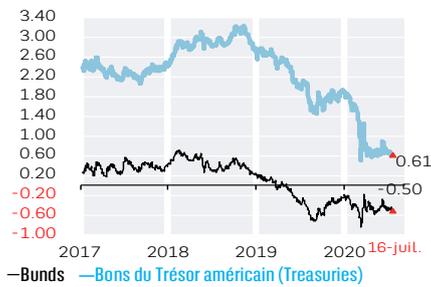
MSCI MONDE (USD)



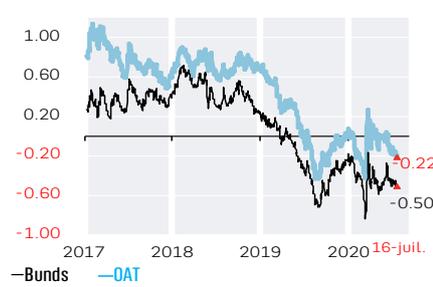
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

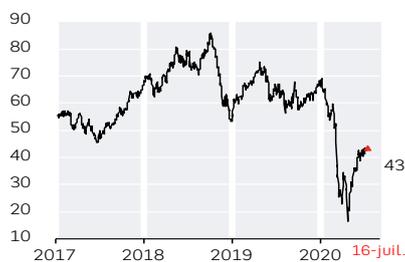


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

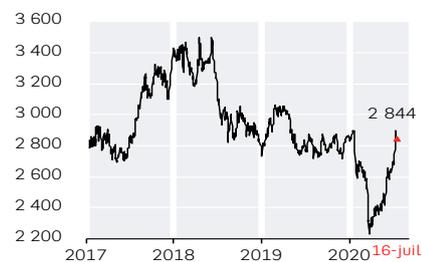
Année 2020 au 16-7, €

1.68%	Grèce	217 pb
1.15%	Italie	165 pb
0.43%	Portugal	93 pb
0.34%	Espagne	83 pb
-0.17%	Belgique	32 pb
-0.22%	France	28 pb
-0.29%	Finlande	21 pb
-0.31%	Autriche	19 pb
-0.36%	Irlande	14 pb
-0.40%	P-Bas	9 pb
-0.50%	Allemagne	

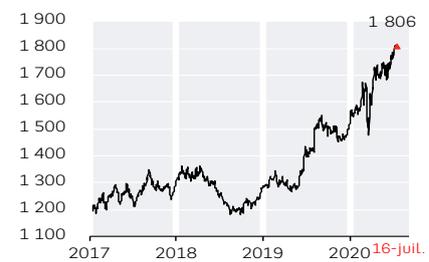
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ZONE EURO : LA DEMANDE DE CREDIT DES ENTREPRISES RESTE SOUTENUE, CELLE DES MÉNAGES CONTINUE DE RALENTIR

L'impulsion du crédit bancaire s'est légèrement redressée en mai 2020 dans la zone euro (+1,9%, après +1,5% en avril et +1,7% en mars) alors que son PIB pourrait avoir enregistré un recul historique au deuxième trimestre (-13,5% t/t contre -3,6% t/t au premier trimestre 2020), l'activité ayant été durement pénalisée par les mesures nationales de confinement.

Partant d'un taux de croissance annuel à la fois dynamique et relativement stable depuis l'été 2018 (+3,5% en moyenne), les encours de crédit bancaire au secteur privé accélèrent très sensiblement depuis mars (+5,3% en mai après +4,9% en avril et +5,0% en mars). La forte croissance des crédits aux sociétés non financières s'est poursuivie en mai (+7,4% après +5,5% en mars) et a compensé le ralentissement des prêts aux ménages (+3,0%, après +3,4%). Confrontées à la chute de leurs chiffres d'affaires, un grand nombre d'entreprises ont continué, au cours du deuxième trimestre 2020, de tirer sur des lignes de crédit autorisées et souscrit de nouveaux emprunts bancaires (bénéficiant le plus souvent de garanties publiques introduites en réponse à la crise du coronavirus) afin de payer leurs charges courantes, voire de se constituer une trésorerie de précaution.

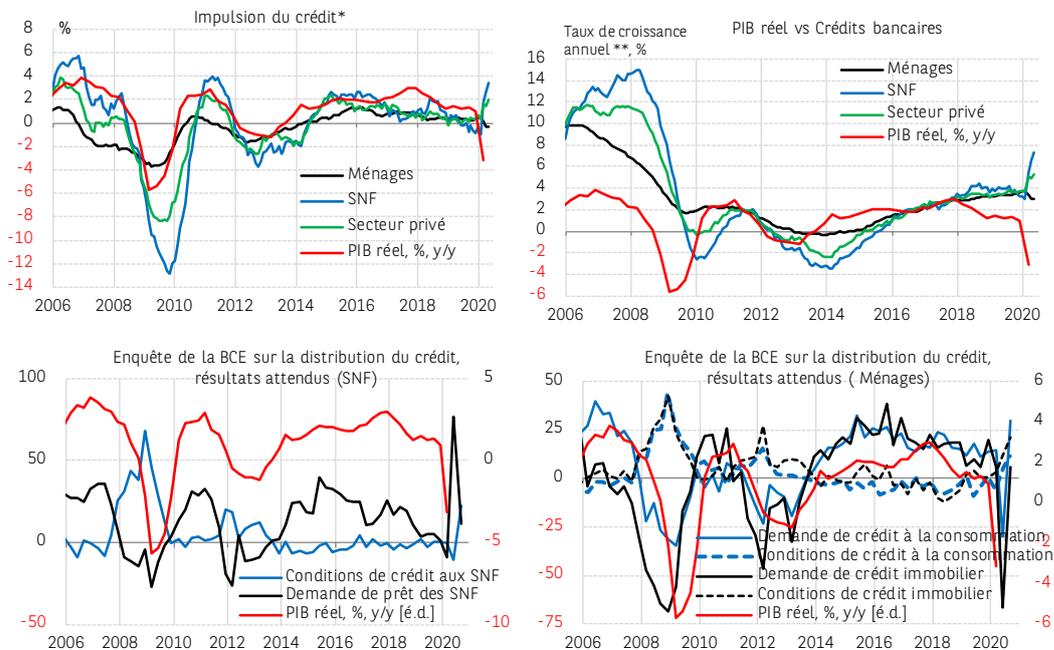
Au regard de la récente enquête menée par la BCE, la demande de crédit des ménages s'est en revanche nettement tassée dans tous les grands pays de la zone, tant sur le segment des prêts à l'habitat (bien

que dans une moindre mesure qu'au deuxième semestre 2008) que sur celui des crédits à la consommation (à son niveau le plus faible depuis le lancement de l'enquête en 2003). L'effondrement du moral des ménages, consécutif à la détérioration du marché du travail, et le recul de la demande de biens durables ont notamment pesé. Enfin, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont été assouplies en Espagne, en France et en Italie alors qu'elles étaient légèrement durcies en Allemagne (où peu d'entreprises ont eu recours aux prêts garantis). Concernant les ménages, les critères d'octroi ont été sensiblement resserrés en Espagne, légèrement durcis en Allemagne et en France et sont demeurés inchangés en Italie.

Les banques interrogées anticipent, en moyenne et pour le troisième trimestre 2020, une modération de la demande de crédits des entreprises mais un net rebond de celle des ménages (à la faveur d'un relâchement des mesures de confinement). Confrontées à un contexte économique dégradé et incertain, elles prévoient, en outre, un durcissement des conditions d'octroi pour les ménages comme pour les entreprises (d'autant que les offres de prêts garantis devraient s'interrompre dans certains pays).

Céline Choulet

IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE ZEURO



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

SOURCE : ENQUÊTE BCE, BLS, CALCULS BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ITALIE : L'ACTIVITÉ REBONDIT MAIS L'EMPLOI CONTINUE DE CHUTER

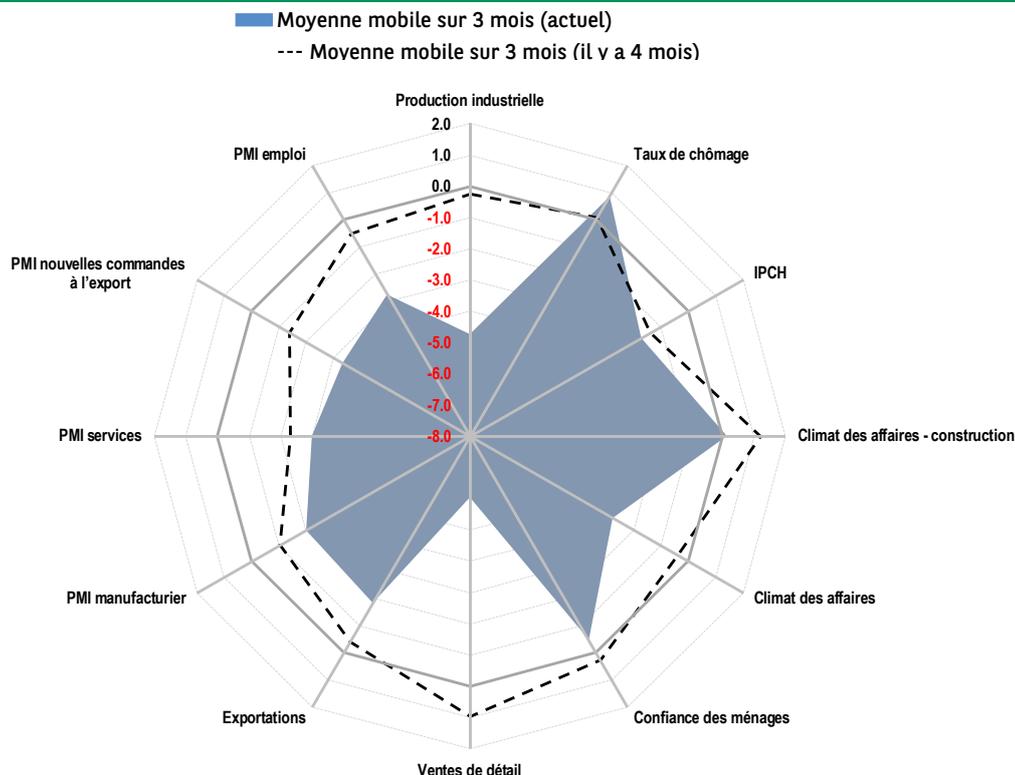
L'Italie a connu un rebond d'activité mécanique en mai, comme la plupart des pays ayant procédé à un déconfinement. Ceci se traduira par une amélioration progressive de notre baromètre au cours de l'été, ce dernier restant pour l'heure très dégradé. En effet, même si les ventes de détail en volume ont enregistré une hausse mensuelle de 25,4% en mai, la moyenne mobile sur 3 mois a encore baissé, atteignant un nouveau point bas. La tendance est similaire du côté de la production industrielle. Les indicateurs de confiance avancés restent également mitigés en juin. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) était en hausse notable (+13,7 points), mais il continue d'indiquer une contraction d'activité. L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne se situait encore en juin à un niveau proche des points bas observés lors de la crise financière de 2008/09. La reprise de la croissance au cours de l'été sera soutenue par un redressement de la demande extérieure, qui pourrait être néanmoins très poussive et dépendre de l'évolution de l'épidémie en Europe. Les exportations restaient en mai environ 27% en dessous de leur niveau de février. Le marché du travail va se détériorer dans les prochains mois. Le taux

de chômage a rebondi en mai, passant de 6,6% à 7,8% en raison de la réouverture des agences pour l'emploi et donc des inscriptions, d'où une augmentation des demandeurs d'emploi dans la population active. Le taux de chômage devrait continuer de croître dans les semaines à venir, indépendamment de la poursuite du dispositif de chômage partiel. En effet, la baisse de l'emploi s'est poursuivie en mai (-83 970, soit -0,4%), atteignant ainsi son niveau le plus bas depuis août 2016. Ainsi, c'est une chute record de 538 380 emplois (-2,3%) qui a été enregistrée depuis mars.

Cette détérioration du marché du travail va évidemment peser encore davantage sur les finances publiques italiennes, un phénomène qui risque de s'aggraver à long terme avec l'évolution démographique du pays. Selon un rapport récent d'Istat, le nombre de naissances a atteint, en 2019, un point bas historique (un record depuis 1918) et la population italienne a baissé de 551 000 en cinq ans. Le nombre de retraités aurait, par ailleurs, dépassé le nombre de salariés ces derniers mois.

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-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



BAROMÈTRE

8

ROYAUME-UNI : DES CHIFFRES ENCORE DÉCEVANTS

Après une chute de plus de 25% entre mars et avril, le PIB du Royaume-Uni a augmenté de 1,8% en mai. Si les mesures de restrictions n'ont commencé à être assouplies qu'en juin, ce timide rebond a tout de même déçu. Aucun des prévisionnistes sondés par Reuters n'anticipait un chiffre aussi bas, et le consensus s'attendait à un rebond de 5,5%. Ceci s'explique par la pauvre performance du secteur des services. Alors que les indices de production industrielle et des services avaient tous deux baissé d'environ 25% entre mars et avril, le premier a augmenté de 6,0% en mai tandis que le second ne progressait que de 0,9%. Néanmoins, cette amélioration va certainement s'accroître suite à la réouverture de la plupart des commerces non essentiels le 15 juin et du secteur du tourisme et de l'hébergement le 4 juillet.

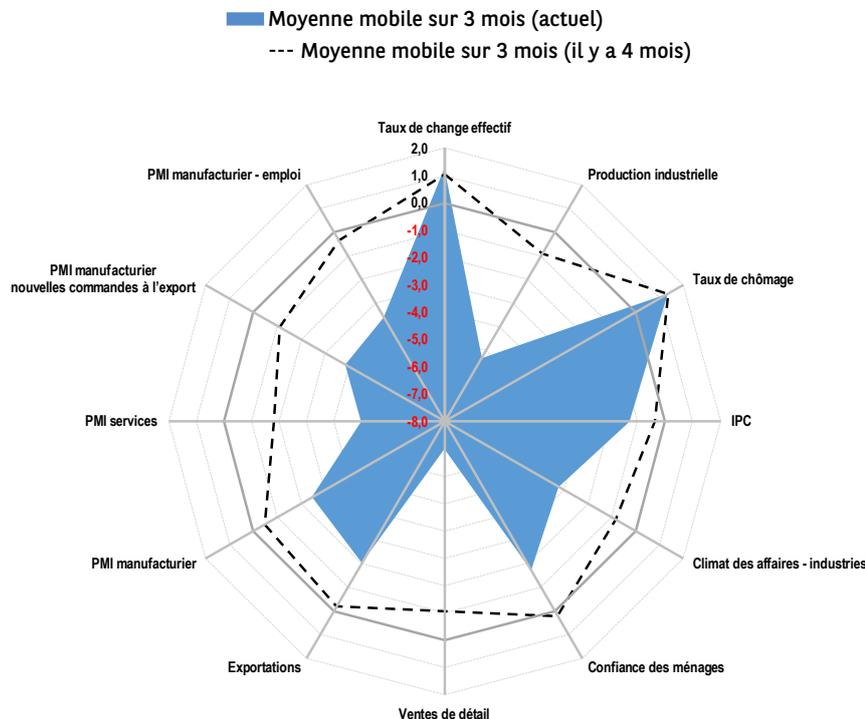
Il convient toutefois d'être prudent. Les indices des directeurs d'achat (PMI) ont une nouvelle fois progressé en juin, mais ils sont encore loin de niveaux suggérant un fort rebond de l'activité. L'indice du secteur manufacturier ne s'est établi que marginalement au-dessus de la barre des 50 – qui marque la limite entre amélioration et détérioration des conditions – et celui du secteur des services est, à 47,1, toujours en-dessous de celle-ci. Les indices de confiance des ménages et des

entreprises se sont redressés le mois dernier, mais ils restent loin de leur niveau d'avant la crise.

Il est vrai que le taux de chômage est resté à 3,9% en mai. Néanmoins, cette stabilité s'explique par l'augmentation du nombre de personnes sans emploi qui n'en cherchent pas un, celles-ci n'étant pas comptabilisées comme étant au chômage. De plus, le programme de chômage partiel maintient ceux qui en bénéficient dans la catégorie des personnes occupant un emploi. Cependant, celui-ci va être retiré progressivement à partir d'août et mis à l'arrêt en octobre. L'*Office for Budget Responsibility* – qui fournit des prévisions indépendantes pour le Trésor – prévoit ainsi un pic du chômage à 11,9% en fin d'année. C'est certainement avec cela en tête que le chancelier a dévoilé le 8 juillet un plan de soutien de l'emploi de GBP 30 mds. Andrew Haldane, économiste en chef à la Banque d'Angleterre, envisage deux voies possibles pour l'économie au second semestre : un scénario de risque à la baisse, où une forte augmentation du chômage entraînerait une réduction des dépenses ; et un scénario de risque à la hausse, où une augmentation des dépenses limiterait la hausse du chômage.

Hubert de Barochez

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-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

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 paré à l'urgence, le soutien apporté à l'économie évolue. Si des mesures sectorielles ont déjà été égrenées (tourisme, automobile), le plan de relance global, en cours d'élaboration, est annoncé pour septembre.

TAUX & CHANGES

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

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

- La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé, mais elle a décidé de doubler les rachats de fonds négociés en Bourse (ETF) et les rachats de fonds communs immobiliers japonais (I-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	-4.9	4.8	1.8	0.8	1.5
Japon	0.7	-4.8	2.1	0.5	-0.3	-0.7
Royaume-Uni	1.4	-9.1	5.3	1.8	0.8	1.3
Zone euro	1.2	-9.0	5.8	1.2	0.1	0.9
Allemagne	0.6	-5.6	5.3	1.4	0.4	1.5
France	1.3	-11.1	5.9	1.3	0.5	1.0
Italie	0.3	-12.1	6.1	0.6	-0.2	0.5
Espagne	2.0	-12.5	6.3	0.7	-0.4	0.6
Chine	6.1	2.5	8.1	2.9	2.5	2.3
Inde*	4.2	-4.7	9.5	4.8	2.5	3.5
Brésil	1.1	-7.0	4.0	3.7	2.5	3.0
Russie	1.3	-6.5	3.5	4.3	3.0	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 07/07/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
E-Unis Fed Funds (borne supérieure)	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	0,90	1,92	0,90	1,20
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	-0,40	-0,30	-0,19	-0,30	0,00
OAT 10a	-0,28	0,08	-0,05	-0,15	-0,10	-0,05	0,08	-0,05	0,20
BTP 10 ans	0,83	1,32	1,55	1,30	1,30	1,30	1,32	1,30	1,60
BONO 10 ans	0,15	0,47	0,68	0,50	0,40	0,40	0,47	0,40	0,70
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	0,30	0,40	0,83	0,40	0,80
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	0,05	0,05	-0,02	0,05	0,15

MISE A JOUR : 07/07/2020

Taux de change Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
USD EUR / USD	1,09	1,12	1,10	1,09	1,15	1,17	1,12	1,17	1,22
USD / JPY	108	109	108	104	103	100	109	100	98
GBP / USD	1,23	1,32	1,24	1,24	1,29	1,34	1,32	1,34	1,42
EUR EUR / GBP	0,89	0,83	0,89	0,88	0,89	0,87	0,83	0,87	0,86
EUR / JPY	118	122	118	113	118	117	122	117	120

Pétrole moyenne de la période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
Pétrole USD/baril	62	63	51	33	43	49	64	44	59

MISE A JOUR : 07/07/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

Aux États-Unis, l'optimisme des petites entreprises s'est encore amélioré en juin, dépassant même les attentes. L'Indice manufacturier *Empire State*, la production industrielle et l'indice NAHB du marché de l'immobilier ont suivi la même tendance. Les ventes au détail - selon l'approche du groupe de contrôle employée pour les comptes nationaux - ont augmenté plus vite que prévu. Les perspectives économiques de la Fed de Philadelphie sont en baisse par rapport à juin mais restent meilleures qu'attendu. En revanche, l'indicateur du sentiment de l'université de Michigan a déçu, affichant une baisse tandis que le consensus tablait sur une hausse. Dans la zone euro, la production industrielle accuse toujours un fort recul par rapport à l'année précédente, mais se redresse comparativement aux derniers mois. La BCE a maintenu sa politique. Les données chinoises se sont globalement révélées meilleures que précédemment, dépassant les attentes à l'exception majeure, toutefois, des ventes au détail. Ceci a d'ailleurs provoqué une réaction très négative du marché boursier.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
14/07/2020	Japon	Production industrielle m/m	Mai	--	-8,9%	-8,4%
14/07/2020	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Mai	6,5%	6,0%	-20,2%
14/07/2020	Zone euro	Production industrielle g.a,	Mai	-18,9%	-20,9%	-28,7%
14/07/2020	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Juil,	60,0	59,3	63,4
14/07/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Juin	97,8	100,6	94,4
14/07/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et energie m/m	Juin	0,1%	0,2%	-0,1%
14/07/2020	Chine	Exportations g.a,	Juin	-2,0%	0,5%	-3,3%
14/07/2020	Chine	Importations g.a,	Juin	-9,0%	2,7%	-16,7%
15/07/2020	Royaume-Uni	IPC g.a,	Juin	1,2%	1,4%	1,2%
15/07/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier Empire	Juil,	10,0	17,2	-0,2
15/07/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Jun	4,3%	5,4%	1,4%
15/07/2020	Etats-Unis	Livre beige de la Réserve fédérale				
15/07/2020	Japon	Taux de la Banque du Japon	15 juil,	-0,1%	-0,1%	-0,100%
16/07/2020	Chine	PIB g.a,	T2	2,4%	3,2%	-6,8%
16/07/2020	Chine	Production industrielle g.a,	Juin	-1,5%	-1,3%	-2,8%
16/07/2020	Chine	PIB t/t	T2	9,6%	11,5%	-10,0%
16/07/2020	Chine	Ventes au détail g.a,	Juin	0,5%	-1,8%	-2,8%
16/07/2020	Chine	PIB g.a,	T2	-2,4%	-1,6%	-6,8%
16/07/2020	Chine	Ventes au détail à date	Juin	-11,2%	-11,4%	-13,5%
16/07/2020	Chine	Investissement immobilier g.a,	Juin	1,0%	1,9%	-0,3%
16/07/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Juin	-3,3%	-3,1%	-6,3%
16/07/2020	Chine	Taux de chômage	Juin	5,9%	5,7%	5,9%
16/07/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculations (UE27)	Juin	--	-22,3%	-52,3%
16/07/2020	Zone euro	Principal taux de refinancement de la BCE	16 juil,	0,0%	0,0%	0,000%
16/07/2020	Etats-Unis	Ventes au détail	Juin	4,0%	5,6%	10,1%
16/07/2020	Etats-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Juil,	20,0	24,1	27,5
16/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	11 juil,	1,25e+06	1,3e+06	1,31e+06
16/07/2020	Etats-Unis	Marché immobilier (NAHB)	Juil,	61	72	58
17/07/2020	Zone euro	IPC g.a,	Juil,	0,8%	--	0,8%
17/07/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Juin	6,1%	--	14,1%
17/07/2020	Etats-Unis	Mises en chantier m/m	Juin	21,2%	--	4,3%
17/07/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juil,	79,0	--	78,1



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

La semaine prochaine sera la semaine des PMI : les indices flash des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier, les services et leur composite paraîtront dans un grand nombre de pays. Associés aux données sur la confiance des consommateurs dans la zone euro, en Allemagne et en France, ces indicateurs fourniront une bonne image de l'environnement conjoncturel actuel. Il sera particulièrement intéressant de comparer les chiffres à ceux du mois dernier et aux prévisions du consensus. La BCE publiera son enquête réalisée auprès des prévisionnistes professionnels.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
19/07/2020	Royaume Uni	Optimisme des entreprises (CBI)	Juil.	--	-87,0
20/07/2020	Zone euro	Enquête BCE des prévisionnistes professionnels			
22/07/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Juil.	--	40,1
22/07/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Juil.	--	45,0
22/07/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juil.	--	40,8
23/07/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Aug	--	-9,6
23/07/2020	France	Confiance des entreprises	Juil.	--	78,0
23/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	18 juil.	--	--
23/07/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juil.	--	-14,7
23/07/2020	United States	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Juil.	--	1,0
24/07/2020	Royaume Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil.	--	-27,0
24/07/2020	Royaume Uni	Ventes au détail hors auto et énergie m/m	Juin	--	10,2%
24/07/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	52,3
24/07/2020	France	PMI des services (Markit)	Juil.	--	50,7
24/07/2020	France	PMI composite (Markit)	Juil.	--	51,7
24/07/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juil.	--	45,2
24/07/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Juil.	--	47,3
24/07/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juil.	--	47,0
24/07/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	47,4
24/07/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Juil.	--	48,3
24/07/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juil.	--	48,5
24/07/2020	Royaume Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juil.	--	47,7
24/07/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	--	49,8
24/07/2020	Etats-Unis	PMI des services (Markit)	Juil.	--	47,9
24/07/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Juil.	--	47,9
24/07/2020	Etats-Unis	Vente de logements neufs m/m	Juin	2,8%	16,6%

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

Maroc : vers une récession significative en 2020	EcoTV Week	17 juillet_2020
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	16 juillet_2020
Royaume-Uni : le TFSME plus efficace que le TFS pour faire diminuer les taux des prêts aux entreprises ?	Graphique de la semaine	15 juillet_2020
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	Ecoperspectives	13 juillet_2020
Zone Euro : La croissance en zone euro : sprint ou marathon ?	EcoWeek	10 juillet_2020
Etats-Unis : Début de déconfinement	EcoWeek	10 juillet_2020
Japon : Redressement timide	EcoWeek	10 juillet_2020
Tous contre la récession	EcoTV	10 juillet_2020
Allemagne: les chaînes d'approvisionnement après la Covid-19	EcoFlash	8 juillet 2020
Etats-Unis : rebond économique mais situation épidémique préoccupante	Graphique de la semaine	8 juillet 2020
Global : Le climat des affaires poursuit son amélioration	EcoWeek	3 juillet 2020
Zone Euro : Un rebond, mais la route est encore longue	EcoWeek	3 juillet 2020
Global : Comment stimuler les dépenses de consommation ? Chèque vs baisse de la TVA	EcoWeek	3 juillet 2020
France : Reprise en V ? Pas si vite	EcoTV Week	3 juillet 2020
Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires	EcoFlash	1er juillet 2020
Nouvelle détérioration des perspectives économiques	Graphique de la semaine	1er juillet 2020
Union Européenne : L'Europe centrale devrait rester le poumon industriel de l'Europe	EcoFlash	29 juin 2020
Union Européenne : Le cycle boomerang de l'économie	EcoWeek	26 juin 2020
Allemagne : Les entreprises et les ménages gagnent en confiance	EcoWeek	26 juin 2020
France : franche éclaircie conjoncturelle en juin	EcoWeek	26 juin 2020
Espagne : une reprise semée d'embûches	EcoWeek	26 juin 2020
L'investissement d'impact et le plan de relance européen	EcoTV Week	26 juin 2020
Europe : la politique budgétaire en action	Conjoncture	25 juin 2020
Banques américaines : ratios de levier sous pression	Conjoncture	25 juin 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