

2-3

ÉDITORIAL

"Comment stimuler les dépenses de consommation ? Chèque vs baisse de la TVA"

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

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

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.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COMMENT STIMULER LES DÉPENSES DE CONSOMMATION? CHÈQUE VS BAISSE DE LA TVA

Face aux sombres perspectives du marché de l'emploi, des mesures s'imposent pour stimuler les dépenses de consommation et ainsi soutenir la reprise économique. Il existe un large éventail d'instruments : chèques, baisse du taux de la TVA, réduction de l'impôt sur le revenu, crédit d'impôt, impôt sur le revenu négatif. Parmi ces outils, les chèques offrent de nombreux avantages, notamment la possibilité de cibler un groupe de personnes, les bénéficiaires finaux, le type de dépenses et la zone géographique. Les coûts administratifs sont néanmoins conséquents.

Les données d'enquête tout comme celles sur l'activité et les dépenses s'améliorent dans les pays en de déconfinement. Dans le même temps, la fréquence des restructurations d'entreprises et les licenciements augmentent, dressant un sombre tableau pour l'emploi. Compte tenu du poids de la consommation des ménages dans le PIB¹, il est essentiel de stimuler leurs dépenses pour soutenir la reprise. Plusieurs pays ont déjà pris des mesures dans ce sens, comme la baisse temporaire de la TVA et l'aide pour l'achat de véhicules électriques en Allemagne ou, en France, le bonus écologique pour l'acquisition de voitures propres. De manière générale, un vaste éventail de mesures, au-delà de celles déjà citées, peuvent stimuler les dépenses, telles que les chèques, la baisse de l'impôt sur le revenu, le crédit d'impôt², l'impôt sur le revenu négatif³ etc.

Le choix dépend de différents facteurs. Le premier est la facilité et la vitesse de mise en œuvre. Les baisses d'impôts, le crédit d'impôt et l'impôt sur le revenu négatif figurent, à cet égard, en très bonne place tandis que la distribution de chèques prend plus de temps et est complexe sur le plan administratif. Le deuxième est la rapidité avec laquelle les ménages concernés disposent de ce pouvoir d'achat supplémentaire. La baisse de la TVA, une fois le décret adopté, peut être mise en place rapidement. La remise de chèques prend plus de temps car elle dépend de l'efficacité du système de distribution, tandis qu'une réduction de l'impôt sur le revenu tarde à se traduire par une hausse du pouvoir d'achat.

Un troisième et important facteur réside dans la possibilité de cibler les bénéficiaires. Au lieu de choisir une aide profitant à tout le monde, les gouvernements peuvent préférer viser les ménages à bas revenus ou les personnes ayant perdu leur emploi. Un tel ciblage peut se fonder sur des critères éthiques – aider les ménages les plus démunis – mais aussi sur des considérations économiques, ces groupes cibles pouvant présenter une propension marginale plus élevée à consommer le revenu supplémentaire ainsi obtenu. L'impact serait alors plus important sur l'économie en général. Les mesures visant la distribution de chèques ou l'impôt sur le revenu peuvent très bien permettre ce type de ciblage, mais pas les baisses de TVA.

1 En 2019, la consommation privée représentait 53,5 % du PIB dans la zone euro, 53,7 % en France, 52,2 % en Allemagne et 68,0 % aux États-Unis (données basées sur des sources nationales).

2 Un crédit d'impôt est un montant pouvant être déduit de l'impôt sur le revenu exigible.

3 Dans un système d'impôt sur le revenu négatif, les contribuables percevant un revenu inférieur à un certain seuil reçoivent un transfert de la part de l'État au lieu de payer un impôt sur le revenu.

Quatrièmement, les chèques et les réductions de TVA permettent parfaitement de cibler certains postes de dépenses, une possibilité totalement exclue pour les autres mesures. Les gouvernements peuvent vouloir donner la priorité à certains biens et services dans le but de faire d'une pierre, deux coups – ex : les primes à l'achat d'une voiture électrique ont, certes, un impact économique, mais elles servent également les objectifs des politiques de transition écologique -, de favoriser certains secteurs, qui souffrent de la morosité de la demande et d'un chômage élevé, ou de cibler des activités à forte valeur ajoutée nationale et à faible contenu en importation.

Cinquièmement, les chèques peuvent aussi être destinés uniquement aux habitants de certaines régions, villes ou collectivités rurales.

CHÈQUE VS BAISSE DE LA TVA

	Chèques	Baisse temporaire de la TVA	Baisse de l'impôt sur le revenu	Crédit d'impôt	Impôt sur le revenu négatif
Rapidité de mise en œuvre	faible	élevée	élevée	élevée	élevée
Rapidité de disponibilité des fonds	moyenne	élevée	faible	élevée	faible
Possibilité de cibler les bénéficiaires	élevée	aucune possibilité	élevée	élevée	élevée
Possibilité de cibler des postes de dépenses	élevée	élevée	aucune possibilité	aucune possibilité	aucune possibilité
Possibilité de cibler des zones géographiques	mesure pouvant être facilement appliquée au plan régional, local	difficile	possible	possible	possible
Estimation des coûts	précise sur le coût maximal	imprécise	imprécise	précise	imprécise
Bénéficiaires directs	consommateurs	consommateurs et producteurs	consommateurs	consommateurs	consommateurs

SOURCE : BNP PARIBAS

Un programme de chèques d'aide offre de nombreux avantages, notamment la possibilité de cibler un groupe de personnes, les bénéficiaires finaux, le type de dépenses et la zone géographique.



La logique serait alors fondée sur un effet multiplicateur plus important dans les régions confrontées à une récession plus sévère ; les autorités régionales ou locales pourraient introduire également un tel programme. Ainsi, des mesures visant l'impôt sur le revenu peuvent aussi être mises en place au niveau régional. Sixièmement, concernant les chèques, le coût de l'initiative est connu à l'avance⁴ contrairement aux autres mesures pour lesquelles les estimations seront très imprécises et dépendront de plusieurs hypothèses. Vient enfin une question cruciale du bénéficiaire direct⁵. Pour la plupart des autres instruments, il s'agit des ménages mais dans le cas des baisses de TVA, les producteurs et les commerçants peuvent être tentés de s'octroyer une partie de cet avantage en ne répercutant pas entièrement la baisse des taxes indirectes sur les prix.

Ainsi, et dans la mesure où l'objectif est de stimuler les dépenses, les chèques offrent de nombreux avantages, notamment parce qu'ils se prêtent à des mesures ciblées, dont le coût maximal est connu dès le départ. Néanmoins, le coût administratif est important. Les crédits d'impôt ont également beaucoup d'atouts pour répondre à cet objectif.

S'agissant en particulier des chèques et des baisses de TVA – mesures visant directement à influencer la consommation – la principale question qui se pose, naturellement, est celle de leur efficacité macroéconomique, en termes d'impact sur la consommation et le PIB. La condition essentielle tient à leur caractère temporaire qui crée une incitation à accroître rapidement les dépenses, ce qui serait beaucoup moins probable en cas de réduction permanente de la TVA ou de chèques sans échéance précise. Comme pour toute augmentation de la demande intérieure, l'effet multiplicateur dépendra de la déperdition due aux importations (*import leakage*) – dans quelle mesure l'accroissement de la demande nationale entraîne une hausse des importations – mais l'existence d'effets de substitution constitue un facteur-clé. Les ménages peuvent décider de maintenir leur niveau de dépenses, mais de répartir autrement les moyens de financement entre baisse de l'impôt sur le revenu, chèques ou le gain de pouvoir d'achat découlant de la réduction de la TVA. Il peut également y avoir un effet de substitution intertemporel, la hausse de la consommation actuelle se faisant au détriment de la consommation future.

Devant autant d'influences contradictoires, il convient de se reporter aux travaux de recherche empirique pour avoir une vision plus claire. Une étude portant sur un programme temporaire de chèques, menée en mars 1999 au Japon, fait ressortir un impact positif sur les dépenses en biens semi-durables, sans aucune baisse de la consommation enregistrée après la fin du programme⁶. D'autre part, un programme de chèques à l'échelle nationale à Taiwan en 2009 « *semble ne pas avoir permis de stimuler l'économie* »⁷. Une autre étude a montré que la réduction de la TVA dans la restauration, en 2009, en France, a eu un effet limité sur les consommateurs, alors qu'une hausse significative des taux de TVA avait eu un impact plus important sur les prix⁸.

4 Il s'agit ici du coût maximal. En réalité, certaines personnes pourraient ne pas utiliser les chèques, ce qui baisserait le coût du programme.

5 Une mesure a des bénéficiaires directs – ceux qui bénéficient du chèque, de la baisse d'impôts, etc. – et des bénéficiaires indirects, qui profitent de la hausse des dépenses des bénéficiaires directs.

6 *Did Japan's shopping coupon program increase spending?* Chang-Tai Hsieh, Satoshi Shimizutani, Masahiro Hori, *Journal of Public Economics*, 2010, pp. 523-529. Les biens semi-durables concernent les vêtements, les chaussures, les articles de sport, les jeux vidéo, les ordinateurs, les logiciels et les livres. Le programme visait les familles avec enfants en bas âge ainsi que les personnes âgées. Les chèques devaient être dépensés au plan local.

7 *Did the Consumption Voucher Scheme Stimulate the Economy? Evidence from Smooth Time-Varying Cointegration Analysis*, Feng-Li Lin et Wen-Yi Chen, *Sustainability*, 2020

8 *Qui a bénéficié de la baisse de la TVA dans la restauration en 2009 ?* Youssef Benzarty et Dorian Carloni, *Institut Politiques Publiques*, note n° 32, 2018

En conclusion, et après comparaison des différentes mesures visant à encourager les dépenses des ménages, un programme de chèques d'aide offre de nombreux avantages, notamment la possibilité d'ajuster le groupe cible, les bénéficiaires finaux, le type de dépense et la dimension régionale.

William De Vijlder



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 26-6-20 au 2-7-20

➔ CAC 40	4 910	▶ 5 049	+2,8
➔ S&P 500	3 009	▶ 3 130	+4,0
➔ Volatilité (VIX)	34,7	▶ 27,7	-7,1
➔ Libor \$ 3m (%)	0,31	▶ 0,30	-0,9
➔ OAT 10a (%)	-0,19	▶ -0,17	+2,0
➔ Bund 10a (%)	-0,51	▶ -0,46	+4,7
➔ US Tr. 10a (%)	0,64	▶ 0,67	+3,3
➔ Euro vs dollar	1,12	▶ 1,12	+0,2
➔ Or (once, \$)	1 761	▶ 1 776	+0,9
➔ Pétrole (Brent, \$)	41,1	▶ 43,2	+5,2

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 20		+bas 20		Rendements (%)		+haut 20		+bas 20	
\$ FED	0,25	1,75	le 01/01	0,25	le 16/03	€ Moy. 5-7a	-0,12	0,72	le 18/03	-0,28	le 04/03
Libor 3m	0,30	1,91	le 01/01	0,28	le 24/06	Bund 2a	-0,67	-0,58	le 14/01	-1,00	le 09/03
Libor 12m	0,53	2,00	le 01/01	0,53	le 01/07	Bund 10a	-0,46	-0,17	le 19/03	-0,84	le 09/03
£ Bque Angl	0,10	0,75	le 01/01	0,10	le 19/03	OAT 10a	-0,17	0,28	le 18/03	-0,42	le 09/03
Libor 3m	0,15	0,80	le 08/01	0,13	le 29/06	Corp. BBB	1,32	2,54	le 24/03	0,65	le 20/02
Libor 12m	0,43	0,98	le 01/01	0,43	le 01/07	\$ Treas. 2a	0,16	1,59	le 08/01	0,13	le 07/05
<i>Au 2-7-20</i>						Treas. 10a	0,67	1,91	le 01/01	0,50	le 09/03
						High Yield	6,63	11,29	le 23/03	5,44	le 21/02
						£ Gilt. 2a	-0,09	0,61	le 08/01	-0,09	le 02/07
						Gilt. 10a	0,14	0,83	le 01/01	0,11	le 25/06
<i>Au 2-7-20</i>											

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20		+bas 20		2020	
USD	1,12	1,14	le 09/03	1,07	le 20/03	+0,0%
GBP	0,90	0,94	le 23/03	0,83	le 18/02	+6,3%
CHF	1,06	1,09	le 05/06	1,05	le 14/05	-2,3%
JPY	120,85	124,16	le 05/06	114,51	le 06/05	-0,9%
AUD	1,63	1,87	le 23/03	1,60	le 01/01	+1,8%
CNY	7,93	8,08	le 04/06	7,55	le 19/02	+1,5%
BRL	5,99	6,42	le 13/05	4,51	le 02/01	+32,8%
RUB	79,09	87,95	le 30/03	67,75	le 10/01	+13,4%
INR	84,23	86,26	le 11/06	77,21	le 17/02	+5,1%
<i>Au 2-7-20</i>						<i>Variations</i>

MATIÈRES PREMIÈRES

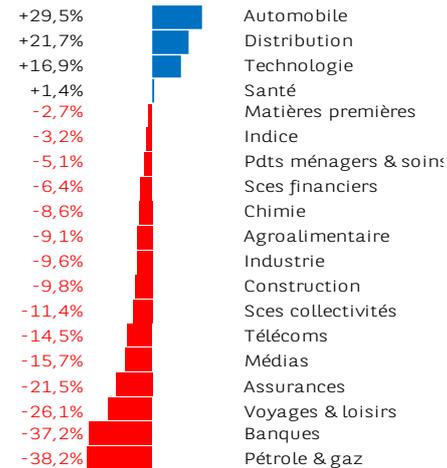
Prix spot, \$	+haut 20		+bas 20		2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	43,2	69,1	le 06/01	16,5	le 21/04	-34,9%	-34,9%
Or (once)	1 776	1 784	le 30/06	1 475	le 19/03	+16,8%	+16,8%
Métaux, LME	2 699	2 894	le 20/01	2 232	le 23/03	-5,1%	-5,1%
Cuivre (tonne)	6 071	6 270	le 14/01	4 625	le 23/03	-1,3%	-1,3%
CRB Aliments	290	341,5	le 21/01	272	le 27/04	-14,3%	-14,4%
Blé (tonne)	184	2,4	le 21/01	178	le 26/06	-19,7%	-19,8%
Maïs (tonne)	130	1,5	le 23/01	113	le 28/04	-13,2%	-13,2%
<i>Au 2-7-20</i>						<i>Variations</i>	

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 20		+bas 20		2020
Monde						
MSCI Monde	2 228	2 435	le 12/02	1 602	le 23/03	-5,5%
Amérique du Nord						
S&P500	3 130	3 386	le 19/02	2 237	le 23/03	-3,1%
Europe						
EuroStoxx50	3 320	3 865	le 19/02	2 386	le 18/03	-11,3%
CAC 40	5 049	6 111	le 19/02	3 755	le 18/03	-15,5%
DAX 30	12 608	13 789	le 19/02	8 442	le 18/03	-4,8%
IBEX 35	7 499	10 084	le 19/02	6 107	le 16/03	-21,5%
FTSE100	6 240	7 675	le 17/01	4 994	le 23/03	-17,3%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	908	1 034	le 20/01	743	le 23/03	-9,9%
Nikkei	22 146	24 084	le 20/01	16 553	le 19/03	-6,4%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 023	1 147	le 17/01	758	le 23/03	-8,2%
Chine	90	90	le 02/07	69	le 19/03	+6,1%
Inde	503	609	le 17/01	353	le 23/03	-10,6%
Brésil	1 495	2 429	le 02/01	1 036	le 23/03	-16,4%
Russie	621	857	le 20/01	419	le 18/03	-13,7%
<i>Au 2-7-20</i>						<i>Variations</i>

PERFORMANCE PAR SECTEUR (S&P500)

Année 2020 au 2-7, \$



SOURCE : THOMSON REUTERS

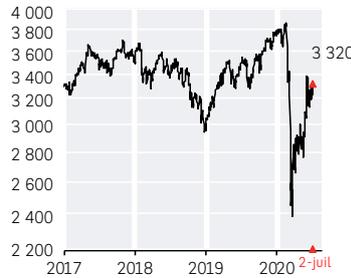


REVUE DES MARCHÉS

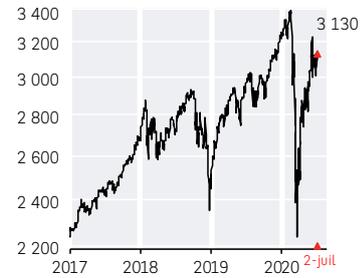
EURO-DOLLAR



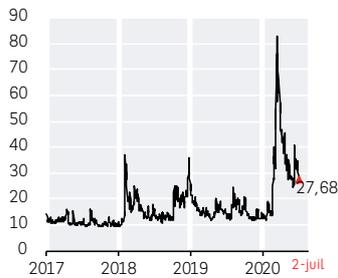
EUROSTOXX50



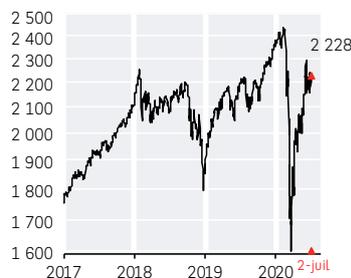
S&P500



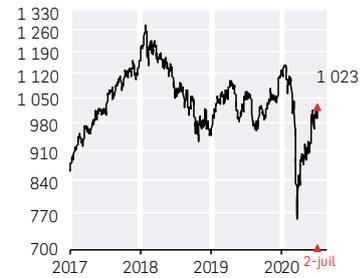
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

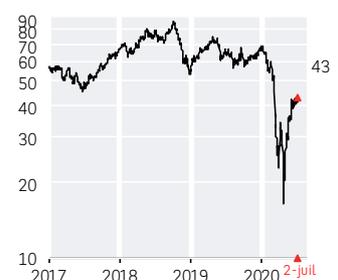


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

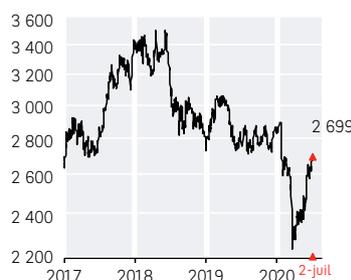
Année 2020 au 2-7, €

1,67%	Grèce	213 pb
1,18%	Italie	164 pb
0,46%	Portugal	92 pb
0,39%	Espagne	85 pb
-0,12%	Belgique	34 pb
-0,17%	France	29 pb
-0,23%	Finlande	23 pb
-0,26%	Autriche	20 pb
-0,30%	Irlande	16 pb
-0,36%	P-Bas	10 pb
-0,46%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ZONE EURO : UN REBOND, MAIS LA ROUTE EST ENCORE LONGUE

Le pire est-il derrière nous ? À court terme, c'est le message que semblent envoyer les dernières informations économiques conjoncturelles des mois de mai et juin dont nous disposons. Après avoir atteint des niveaux historiquement faibles au mois d'avril, les indicateurs d'activité ont enregistré un rebond en mai et, dans une ampleur plus importante encore, au mois de juin. Ce rebond était attendu, malgré les règles sanitaires toujours en place, compte tenu de la fin de la période de confinement dans les États membres de la zone euro. Toutefois, la situation économique reste détériorée par rapport à une situation normale (sans pandémie).

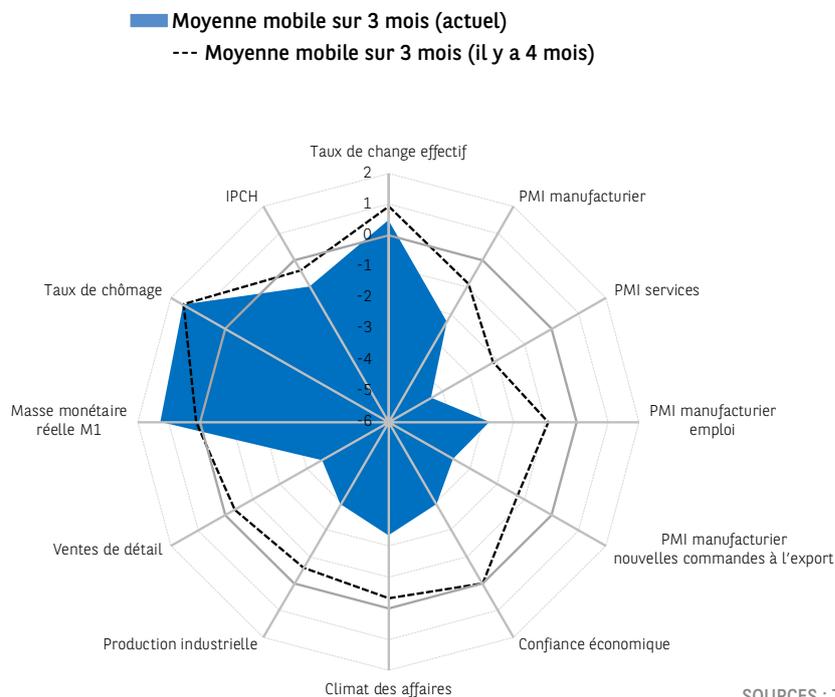
L'indice des directeurs d'achat (PMI) a rebondi en juin. L'indice composite s'est établi à 47,5 (après 31,9 en mai et 13,6 en avril). Le niveau d'activité reste donc très détérioré. Le signal envoyé par l'indice de sentiment économique (ESI) est similaire. Après le creux d'avril (64,8), l'ESI s'est redressé pour atteindre 75,7 en juin. Il reste nettement en-deçà de sa moyenne de long terme (normalisée à 100). Les données dures des ventes au détail et de la production industrielle restent très inférieures à leurs niveaux d'il y a 3 mois. Toutefois, les dernières données disponibles sont celles d'avril. À cette date, la

production manufacturière avait, par exemple, enregistré un repli de près de 30% sur un an. Un début de redressement est attendu en mai puis en juin.

L'agrégat monétaire M1 a progressé vivement sur les trois derniers mois. Empiriquement, la croissance réelle de l'agrégat monétaire M1 est un bon indicateur avancé de l'activité en zone euro. L'agrégat M1 a ainsi progressé de +12,5% (en glissement annuel, en termes nominaux) en mai 2020, après 11,9% en avril et +8,8% en moyenne au T1 2020. Cette dynamique explique en partie l'accélération marquée de l'agrégat monétaire le plus large, M3, depuis le début de l'année 2020. Le crédit aux administrations publiques explique, quant à lui, une large part de cette hausse, sous l'influence notamment de l'intensification des rachats de titres souverains par l'Eurosystème. En dépit de cette forte croissance de la masse monétaire, l'inflation totale recule en mai pour le 5^e mois consécutif, à +0,1%, sous l'effet notamment de la faiblesse des prix de l'énergie. La composante sous-jacente a baissé à 0,8% en juin.

Louis Boisset

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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 -6 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 indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

BAROMÈTRE

LE CLIMAT DES AFFAIRES POURSUIT SON AMÉLIORATION

Avec un nombre accru de pays allégeant voire supprimant les mesures de confinement, l'indice des directeurs d'achat s'est encore amélioré en juin. Le PMI manufacturier mondial s'établit même désormais au-dessus de son niveau de février. Des augmentations considérables ont été relevées aux Etats-Unis, en France, Irlande, Espagne, Turquie, Indonésie et Vietnam. Le Brésil et l'Inde connaissent également une très forte amélioration, qui semble en contradiction avec la situation sanitaire de ces pays.

L'évaluation des commandes à l'exportation s'est également améliorée, en moindre mesure, toutefois, que l'indice manufacturier. En Irlande et en Turquie, le rebond est particulièrement fort et l'indice est à nouveau supérieur à 50.

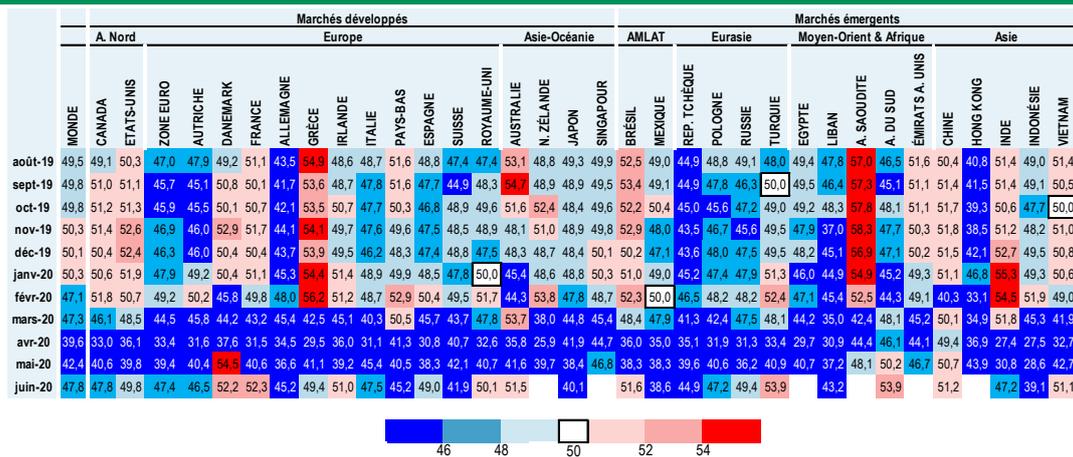
En ce qui concerne le secteur des services, la tendance à la hausse se poursuit dans la zone euro, mais, à l'inverse du secteur manufacturier, il reste toujours en-dessous de son niveau de février. Le rebond en France depuis le creux d'avril a été spectaculaire. Il en va de même pour l'Espagne. En Chine, le sentiment du secteur des services est maintenant particulièrement fort, atteignant le niveau le plus élevé pour la période couverte par la carte thermique.

Le PMI de l'emploi dans l'industrie manufacturière est un indicateur qu'il est important de surveiller compte tenu de sa corrélation avec l'évolution observée de l'emploi et les dépenses des ménages. Bien que cette série se soit améliorée en juin, la progression est plus lente que pour le PMI global du secteur manufacturier. Dans plusieurs pays, il stagne (l'Italie en est un exemple) voire diminue, comme au Japon.

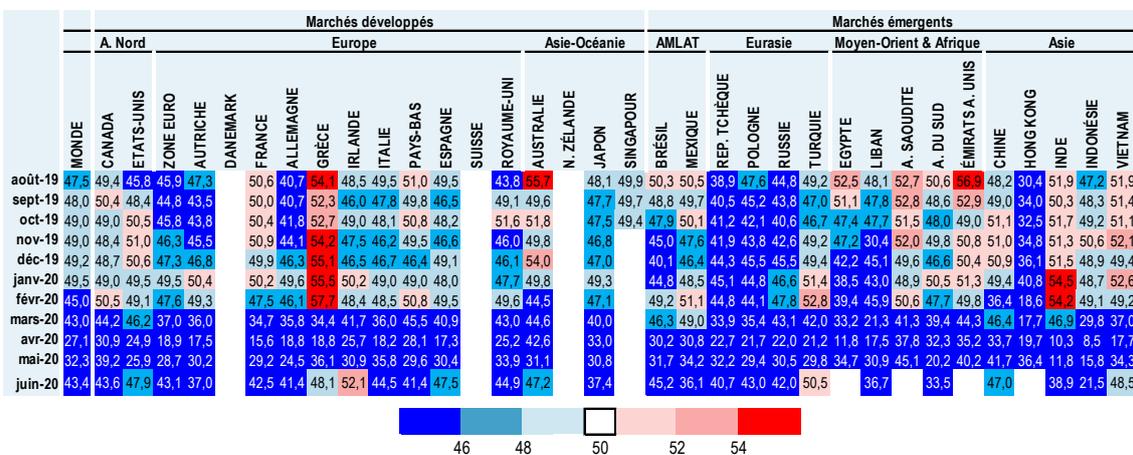
Ce constat n'évolue pas lorsqu'on examine l'indice composite de l'emploi, qui couvre à la fois l'industrie manufacturière et les services. Pour conclure, lorsqu'on examine l'amélioration générale en cours pour les indices PMI, il est important de garder à l'esprit que les niveaux d'activité demeurent bien inférieurs à ceux enregistrés avant la pandémie.

William De Vijlder

INDICE PMI MANUFACTURIER (MONDE)



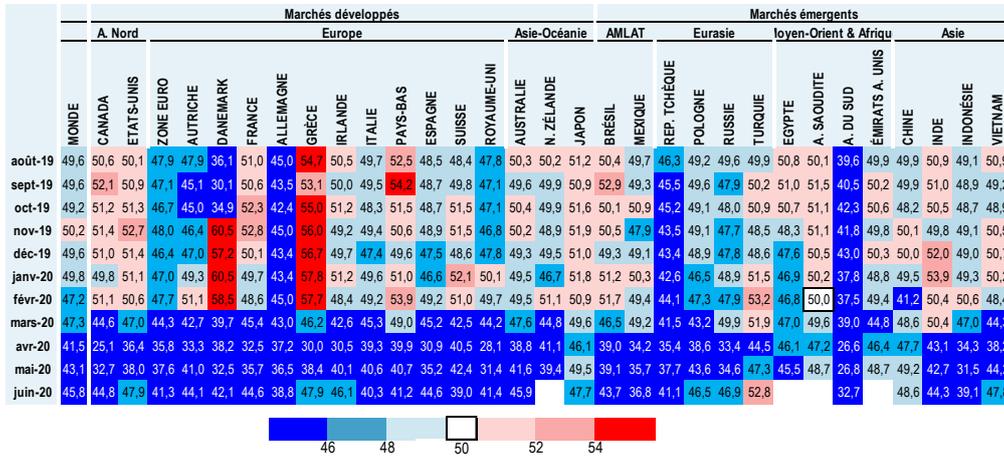
INDICE PMI MANUFACTURIER - NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORTATION (MONDE)



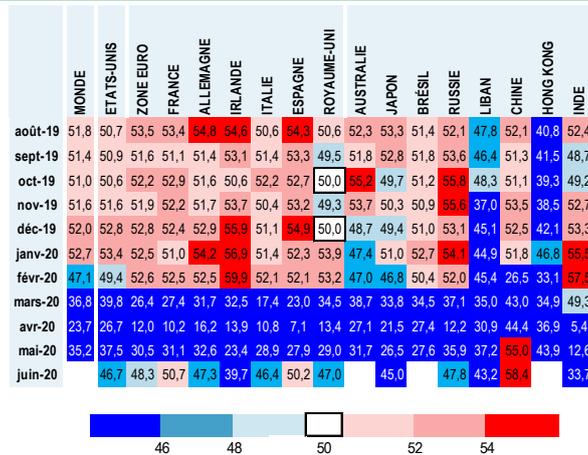
SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



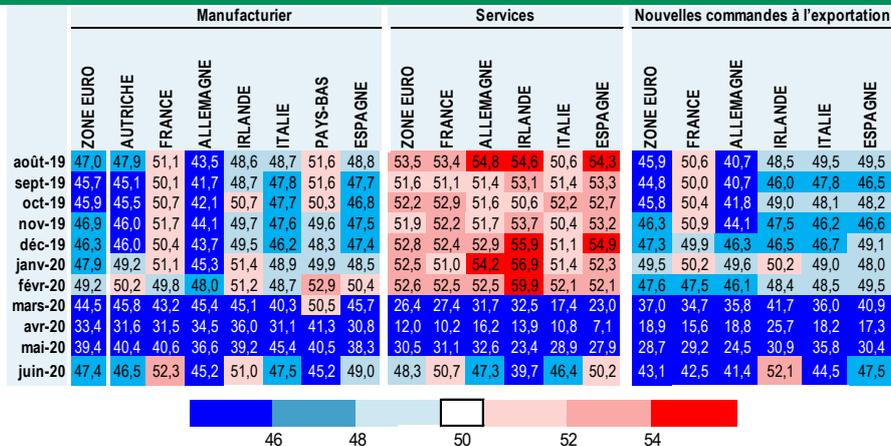
INDICE PMI MANUFACTURIER - EMPLOI (MONDE)



INDICE PMI SERVICES (MONDE)



INCIDENCES PMI DE LA ZONE EURO



SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



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

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2019	2020e	2021e
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e			
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	1.25	1.92	1.25	1.50
Z. euro Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10a	-0.57	-0.19	0.46	-0.50	-0.30	-0.20	-0.19	-0.20	0.00
OAT 10a	-0.28	0.08	-0.05	-0.15	0.00	0.05	0.08	0.05	0.20
BTP 10 ans	0.83	1.32	1.55	1.30	1.20	1.10	1.32	1.10	1.10
BONO 10 ans	0.15	0.47	0.68	0.50	0.50	0.50	0.47	0.50	0.60
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.75	0.10	0.10
Gilt 10a	0.40	0.83	0.31	0.55	0.85	0.90	0.83	0.90	1.10
Japon Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.05	-0.10	-0.10
IGR 10a	-0.22	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	-0.02	0.05	0.15

MISE A JOUR : 20/03/2020

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

MISE A JOUR : 12/05/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

Les données économiques parues cette semaine montrent que l'environnement cyclique poursuit son amélioration. Même si les données recueillies par la Commission européenne sur la confiance dans la zone euro ont été inférieures aux attentes, elles se sont nettement améliorées par rapport à mai. Les indices PMI pour la Chine continuent à se redresser, à un moindre degré, toutefois, pour le secteur manufacturier. Les PMI manufacturiers pour la France, l'Allemagne et la zone euro n'ont pas beaucoup évolué par rapport à mai. On note la nette amélioration de certains indicateurs aux Etats-Unis : confiance des consommateurs, ISM manufacturier (très au-dessus des attentes). Le rapport sur le marché du travail s'est révélé meilleur que prévu mais il convient de ne pas tirer de conclusions hâtives compte tenu de la grande dispersion des prévisions.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
29/06/2020	Zone euro	Climat économique	Juin	75,7	67,5
29/06/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Juin	-21,7	-27,5
29/06/2020	Zone euro	Confiance du secteur des services	Juin	-35,6	-43,6
29/06/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	-14,7	-14,7
30/06/2020	Chine	PMI Composite	Juin	54,2	53,4
30/06/2020	Chine	PMI Manufacturier	Juin	50,9	50,6
30/06/2020	Chine	PMI Non-manufacturier	Juin	54,4	53,6
30/06/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Juin	0,1%	0,4%
30/06/2020	France	Dépense des ménages m/m	Mai	36,6%	-19,1%
30/06/2020	Zone euro	IPC estimé g.a.	Juin	0,3%	0,1%
30/06/2020	Zone euro	IPC g.a.	Juin	0,8%	0,9%
30/06/2020	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Juin	98,1	85,9
01/07/2020	Japon	Confiance des grands industriels (Tankan)	T2	-34	-8,0
01/07/2020	Japon	Confiance des grandes entreprises (hors industrie / Tankan)	T2	-17	--
01/07/2020	Japon	PMI Manufacturier (Iibun Bank)	Juin	40,1	37,8
01/07/2020	Chine	PMI Manufacturier (Caixin)	Juin	51,2	50,7
01/07/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Juin	28,4	24,0
01/07/2020	France	PMI Manufacturier (France)	Juin	52,3	52,1
01/07/2020	Allemagne	PMI Manufacturier (Markit/BME)	Juin	45,2	44,6
01/07/2020	Zone euro	PMI Manufacturier (Markit)	Juin	47,4	46,9
01/07/2020	Royaume-Uni	PMI Manufacturier (Markit)	Juin	50,1	50,1
01/07/2020	Etats-Unis	ISM Manufacturier	Juin	52,6	43,1
01/07/2020	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	10 juin		--
02/07/2020	Zone euro	Taux de chômage	Mai	7,4%	7,3%
02/07/2020	Etats-Unis	Evolution des emplois non agricoles	Juin	4,800k	2,699k
02/07/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Juin	11,1%	13,3%
03/07/2020	Japon	PMI Composite (Iibun Bank)	Juin	40,8	37,9
03/07/2020	Chine	PMI Composite (Caixin)	Juin	55,7	54,5
03/07/2020	France	PMI des Services (Markit)	Juin	50,7	50,3
03/07/2020	France	PMI Composite (Markit)	Juin	51,7	51,3
03/07/2020	Allemagne	PMI des Services (Markit)	Juin	47,3	45,8
03/07/2020	Allemagne	PMI Composite (Markit/BME)	Juin	47,0	45,8
03/07/2020	Zone euro	PMI des Services (Markit)	Juin	48,3	47,3
03/07/2020	Zone euro	PMI Composite (Markit)	Juin	48,5	47,5
03/07/2020	Royaume-Uni	PMI Composite (Markit / CIPS)	Juin	47,7	47,6

SOURCE : BLOOMBERG



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER PRÉVISIONNEL

11

INDICATEURS À SUIVRE

Le calendrier de la semaine prochaine ne sera pas chargé en termes de publication de données. Pour les Etats-Unis, paraîtront les indices ISM non-manufacturier et PMI composite. Nous connaissons également le chiffre des demandes initiales d'assurance chômage et les prix à la production. A noter que la Banque de France publiera son indice de confiance des industriels. Au Japon, paraîtra l'enquête *Eco Watchers*, qui nous donnera le point de vue des économistes sur la situation actuelle et à venir.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
06/07/2020	Zone euro	Ventes au détail m/m	Mai	--	-11,7%
06/07/2020	Etats-Unis	PMI Composite (Markit)	Juin	--	46,8
06/07/2020	Etats-Unis	Indice ISM Non-manufacturier	Juin	49,1	45,4
07/07/2020	Japon	Indicateur économique avancé	Mai	--	77,7
07/07/2020	Allemagne	Production industrielle g.a. (WDA)	Mai	--	-25,3%
08/07/2020	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Juin	--	15,5
08/07/2020	Japon	Enquête sur les perspectives économiques (Eco Watchers)	Juin	--	36,5
08/07/2020	France	Sentiment de la Banque de France	Juin	62	83
09/07/2020	Japon	Commande de machines	Mai	--	-12,0%
09/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	04-juil	--	--
10/07/2020	France	Production industrielle g.a.	Mai	--	-34,2%
10/07/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et energie g.a.	Juin	--	0,3%
10/07/2020	Chine	Financement agrégé	Juin	--	3.19e+12

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

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
Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires	EcoFlash	24 juin 2020
Etats-Unis : L'octroi de prêts garantis s'essouffle	Graphique de la semaine	24 juin 2020
Royaume-Uni : chute du PIB record en avril	EcoWeek	19 juin 2020
Chine : le redressement de l'activité ne fait pas de doute, mais va-t-il se poursuivre ?	EcoWeek	19 juin 2020
Union Européenne : l'ombre portée du chômage	EcoWeek	19 juin 2020
Espagne: les énergies renouvelables, une source de croissance à exploiter	EcoTV Week	19 juin 2020
Le marché de bureaux à Paris : une histoire de rendement	EcoTV	17 juin 2020
L'indice DESI, une feuille de route pour l'Union européenne	Graphique de la semaine	17 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	17 juin 2020
Le petit atlas de l'économie française	Petit Atlas	16 juin 2020
Union Européenne : l'endettement élevé des entreprises : un frein pendant la reprise	EcoWeek	12 juin 2020
Italie : une reprise d'activité encore très fragile	EcoWeek	12 juin 2020
Europe du Sud : forte augmentation du coût du risque	EcoTV Week	12 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