

## 2-3

### ÉDITORIAL

La croissance en zone euro : sprint ou marathon ?

## 4-5

### REVUE DES MARCHÉS

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

## 6-7

### BAROMÈTRES

États-unis : début de déconfinement  
Japon : redressement timide

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

## 9-10

### CALENDRIER

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

## 11

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

## LA CROISSANCE EN ZONE EURO : SPRINT OU MARATHON ?

La récession de 2020 est unique en son genre et, sur la période récente, par son ampleur. La reprise qui suivra sera tout aussi exceptionnelle. Dans un premier temps, elle devrait être particulièrement vigoureuse, tirée par l'assouplissement des mesures de confinement. En 2021, la croissance devrait être tirée par la demande. La baisse de la demande induite par le confinement a créé une épargne forcée. Si les ménages venaient à la dépenser, la consommation augmenterait considérablement. Toutefois, une détérioration significative des perspectives d'emploi signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle pervers.

La récession de 2020 est unique en son genre et, sur la période récente, par son ampleur. La plupart des prévisionnistes s'accordent à penser que la reprise qui suivra sera tout aussi unique.

Dans un premier temps, elle devrait être particulièrement vigoureuse. Rien d'étonnant à cela, puisqu'elle est tirée par l'assouplissement des mesures de confinement. Les contraintes pesant sur la production et la consommation ont été en grande partie levées. Les données mensuelles séquentielles de la production bénéficient d'importants effets de base, lorsqu'on compare le trimestre avec le précédent. Il s'ensuit qu'après une performance stellaire au troisième trimestre, le quatrième trimestre devrait profiter de cet effet de report. Si la majorité des entreprises retrouveront un rythme normal, des mesures de confinement ciblées avec un impact négatif sur la demande devraient perdurer jusqu'en 2021.

L'année prochaine, la croissance devrait essentiellement être tirée par la demande mais pourrait aussi bénéficier de l'assouplissement des restrictions. Dans ses prévisions économiques de l'été 2020, la Commission européenne anticipe une croissance trimestrielle soutenue dans la zone euro en 2021. Il en va de même du consensus, même s'il est moins optimiste que la Commission (cf. graphique 1). Cela explique en grande partie pourquoi la croissance reste très au-dessus de son potentiel<sup>1</sup>, du jamais vu depuis ces vingt dernières années. Toutefois, au quatrième trimestre 2021 le PIB devrait toujours être très inférieur à ce qu'il aurait été sans le coronavirus.

Depuis la fin des années 90, le taux de croissance trimestriel n'a atteint ou dépassé 0,9 % qu'en de rares occasions. Hormis en 1999, ces épisodes isolés ont été éphémères, comme un sprint, un trimestre de croissance très dynamique suivant et précédant une performance plus atone (cf. graphique 2). Selon les prévisions de la Commission et de nombreuses autres institutions, il semble que nous nous acheminions vers plusieurs trimestres d'une croissance particulièrement dynamique, comme un marathon, mais à un rythme soutenu. Mais par quels composants du PIB sera-t-elle tirée ?

<sup>1</sup> Selon les estimations de la Commission européenne, celui-ci se situe légèrement en deçà de 1,5 % (source : Prévisions économiques de l'automne 2019 de la Commission européenne, p.35).

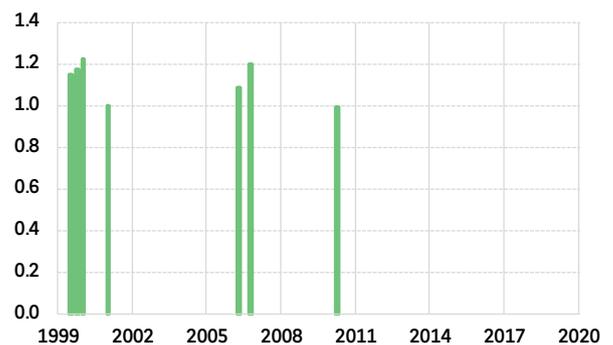
Depuis 1999, les trimestres de croissance vigoureuse (disons égale ou supérieure à 0,6 %) ont eu principalement pour moteurs la consommation (36 %) et l'investissement (28 %). La contribution des exportations nettes s'établit à 14 %, celle des variations de stocks à 12 % et celle des dépenses publiques, à 10 %. Le graphique 3 met en évidence la croissance moyenne des composants du PIB, ainsi que leur niveau le plus dynamique au cours d'un trimestre donné.

### PRÉVISIONS TRIMESTRIELLES DE LA CROISSANCE EN ZONE EURO

PIB réel de la zone euro (croissance trimestrielle en %, non annualisée)						
	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
Commission européenne	8,8	3,4	1,6	1,2	1,0	0,8
Consensus Bloomberg	8,7	2,8	1,4	1,0	0,6	0,5

GRAPHIQUE 1 SOURCES : PRÉVISIONS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE, BLOOMBERG

### ZONE EURO : CROISSANCE TRIMESTRIELLE DU PIB RÉEL > 0,9%



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Une détérioration significative des perspectives du marché du travail signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle vicieux.



Si l'on exclut les *stimuli* budgétaires (on ignore encore quelle forme prendra la relance budgétaire l'année prochaine), quels arguments peut-on avancer en appui de ces prévisions ? L'ampleur de la récession peut-être ? Cet argument nous laisse au milieu du gué. Après un rebond fulgurant, les moteurs traditionnels de la consommation et de l'investissement devraient prendre le relais.

Cependant, les récessions profondes peuvent imprimer durablement leur marque sur les ménages et les entreprises, les uns et les autres pâtissant respectivement de taux élevés de chômage et d'endettement, les incitant à dépenser moins. En outre, tant qu'on n'aura pas trouvé de vaccin, la distanciation physique (volontaire) pourra peser sur certains types de dépenses de consommation, tandis que les entreprises pourront préférer différer leurs investissements importants. En revanche, la spécificité de la récession, née du confinement imposé pour endiguer la progression du virus, milite en faveur d'un rôle accru de la consommation privée. La baisse de la demande induite par le confinement a créé une épargne forcée : les ménages ont été contraints d'économiser davantage parce qu'ils n'étaient pas en mesure de se rendre dans les magasins (les ventes en ligne ont augmenté certes, mais pas au point de compenser ce manque à gagner). Ce surcroît d'épargne pourrait être une manne pour la consommation. En France, l'OFCE a calculé qu'en 8 semaines de confinement, l'épargne forcée aurait atteint EUR 55 mds<sup>2</sup>. Cela correspond à 4,4 % de la dépense de consommation finale des ménages.

Si les ménages venaient à dépenser cette épargne, il est clair que la consommation augmenterait considérablement<sup>3</sup>. Oui, mais. Traditionnellement, la hausse du chômage tend à induire la constitution d'une épargne de précaution, car les revenus deviennent plus incertains. Il semblerait par conséquent que le marché du travail détienne la clé de la viguer de la croissance pour les prochains trimestres. Une détérioration significative de ses perspectives signifierait que l'épargne forcée accumulée pendant le confinement se transmuterait en épargne de précaution, avec pour cortège une croissance décevante et un cercle vicieux pour les entreprises et leurs décisions d'investissement et d'embauche. C'est pourquoi, malgré des chiffres de croissance dynamiques à court terme, le soutien de la politique économique restera indispensable pour préserver les perspectives de l'emploi.

**William De Vijlder**

### CROISSANCE DU PIB RÉEL ET SES COMPOSANTES\*

	PIB t/t	Consommation privée t/t	Dépenses publiques t/t	Investissement fixe t/t	Exportations nettes	Variation des stocks
Moyenne	0,52	0,38	0,38	0,75	0,05	0,03
Maximum	1,22	1,03	1,28	7,92	1,59	0,50

\*Trimestres de croissance du PIB positive. Pour les exportations nettes et les variations de stocks : contribution à la croissance du PIB.

GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

<sup>2</sup> Source : OFCE Policy brief 66, 20 April 2020

<sup>3</sup> Un calcul sommaire permet d'illustrer ce phénomène. Au cours des trimestres de croissance dynamique du PIB (au moins 0,6 % par rapport au trimestre précédent), la consommation augmente en moyenne de 0,7 % en rythme non annualisé. Après annualisation et en utilisant comme base les chiffres de la consommation de 2019, cela correspond à EUR 35 mds. Dans l'hypothèse où les EUR 55 mds d'épargne forcée seraient dépensés au cours d'une année, la consommation augmenterait au total d'environ 7 %. La consommation représentant 54 % du PIB de la France, la croissance du PIB réel avoisinerait 3,8 % sur un an.



# REVUE DES MARCHÉS

## OVERVIEW

Week 3-4 20 to 9-4-20

➔ CAC 40	4 155	▶ 4 507	+8.5 %
➔ S&P 500	2 489	▶ 2 790	+12.1 %
➔ Volatility (VIX)	46.8	▶ 41.7	-5.1 pb
➔ Libor \$ 3M (%)	1.39	▶ 1.31	-7.6 bp
➔ OAT 10y (%)	0.02	▶ 0.07	+4.3 bp
➔ Bund 10y (%)	-0.44	▶ -0.35	+9.1 bp
➔ US Tr. 10y (%)	0.59	▶ 0.72	+13.4 bp
➔ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.09	+1.3 %
➔ Gold (ounce, \$)	1 619	▶ 1 682	+3.9 %
➔ Oil (Brent, \$)	34.2	▶ 31.7	-7.3 %

### Interest Rates

	highest 20	lowest 20
\$ FED	0.25	1.75 at 01/01
Libor 3M	1.31	1.91 at 01/01
Libor 12M	1.05	2.00 at 01/01
£ BoE	0.10	0.75 at 01/01
Libor 3M	0.68	0.80 at 08/01
Libor 12M	0.84	0.98 at 01/01

At 9-4-20

### Yield (%)

	highest 20	lowest 20
€ AVG 5-7y	0.29	0.72 at 18/03
Bund 2y	-0.63	-0.58 at 14/01
Bund 10y	-0.35	-0.17 at 19/03
OAT 10y	0.07	0.28 at 18/03
Corp. BBB	2.21	2.54 at 24/03
\$ Treas. 2y	0.22	1.59 at 08/01
Treas. 10y	0.72	1.91 at 01/01
High Yield	8.80	11.29 at 23/03
£ gilt. 2y	0.06	0.61 at 08/01
gilt. 10y	0.27	0.83 at 01/01

At 9-4-20

## EXCHANGE RATES

1€ =	highest 20	lowest 20	2020
USD	1.09	1.14 at 09/03	1.07 at 20/03 -2.6%
GBP	0.88	0.94 at 23/03	0.83 at 18/02 +3.5%
CHF	1.06	1.09 at 01/01	1.05 at 19/03 -2.8%
JPY	118.69	122.70 at 16/01	117.01 at 01/04 -2.7%
AUD	1.73	1.87 at 23/03	1.60 at 01/01 +8.6%
CNY	7.72	7.94 at 09/03	7.55 at 19/02 -1.3%
BRL	5.53	5.72 at 03/04	4.51 at 02/01 +22.4%
RUB	80.18	87.95 at 30/03	67.75 at 10/01 +15.0%
INR	83.45	84.60 at 09/03	77.21 at 17/02 +4.2%

At 9-4-20 Change

## COMMODITIES

Spot price, \$	highest 20	lowest 20	2020	2020(€)
Oil, Brent	31.7	69.1 at 06/01	22.6 at 31/03	-52.1% -50.9%
Gold (ounce)	1 682	1 682 at 09/04	1 475 at 19/03	+10.6% +13.5%
Metals, LMEX	2 341	2 894 at 20/01	2 232 at 23/03	-17.7% -15.5%
Copper (ton)	4 993	6 270 at 14/01	4 625 at 23/03	-18.8% -16.7%
CRB Foods	292	341.5 at 21/01	292 at 09/04	-13.7% -11.5%
wheat (ton)	210	2.4 at 21/01	195 at 16/03	-8.2% -5.8%
Corn (ton)	125	1.5 at 23/01	123 at 06/04	-1.7% -14.4%

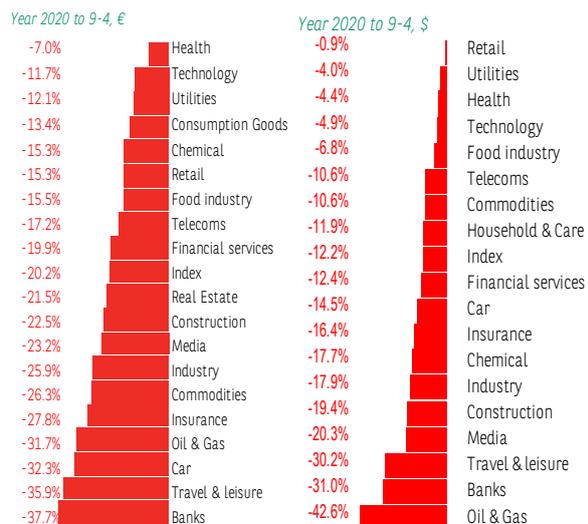
At 9-4-20 Change

## EQUITY INDICES

Index	highest 20	lowest 20	2020
<b>World</b>			
MSCI World	1 971	2 435 at 12/02	1 602 at 23/03 -16.4%
<b>North America</b>			
S&P500	2 790	3 386 at 19/02	2 237 at 23/03 -13.6%
<b>Europe</b>			
EuroStoxx50	2 893	3 865 at 19/02	2 386 at 18/03 -22.8%
CAC 40	4 507	6 111 at 19/02	3 755 at 18/03 -2.5%
DAX 30	10 565	13 789 at 19/02	8 442 at 18/03 -20.3%
IBEX 35	7 071	10 084 at 19/02	6 107 at 16/03 -2.6%
FTSE100	5 843	7 675 at 17/01	4 994 at 23/03 -2.3%
<b>Asia</b>			
MSCI, loc.	835	1 034 at 20/01	743 at 23/03 -1.7%
Nikkei	19 346	24 084 at 20/01	16 553 at 19/03 -18.2%
<b>Emerging</b>			
MSCI Emerging (\$)	888	1 147 at 17/01	758 at 23/03 -2.0%
China	78	90 at 13/01	69 at 19/03 -8.1%
India	429	609 at 17/01	353 at 23/03 -22.5%
Brazil	1 285	2 429 at 02/01	1 036 at 23/03 -32.0%
Russia	594	857 at 20/01	419 at 18/03 -14.5%

At 9-4-20 Change

## PERFORMANCE BY SECTOR (S&P500)

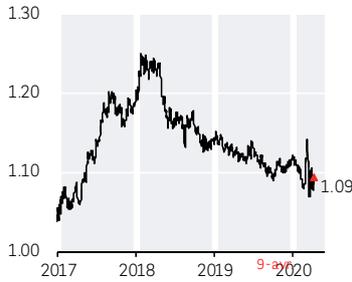


SOURCE : THOMSON REUTERS



# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



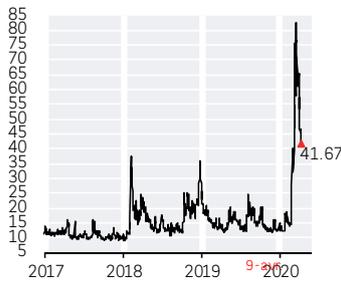
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



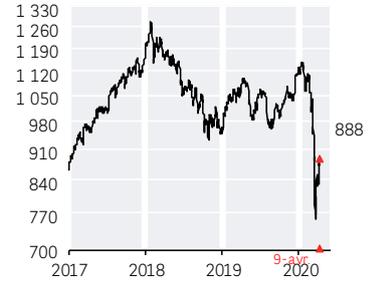
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



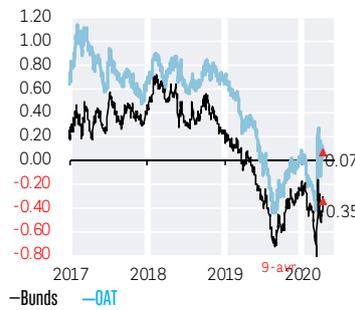
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2020 au 9-4, €

2.31%	Grèce	265 pb
1.61%	Italie	195 pb
0.83%	Portugal	117 pb
0.19%	Belgique	53 pb
0.08%	Finlande	42 pb
0.07%	Irlande	41 pb
0.07%	France	41 pb
0.06%	Autriche	40 pb
-0.14%	P-Bas	20 pb
-0.35%	Allemagne	

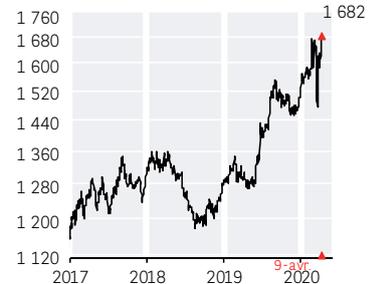
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE : THOMSON REUTERS



## BAROMÈTRE

6

## ÉTATS-UNIS : DÉBUT DE DÉCONFINEMENT

Le baromètre de l'activité aux États-Unis présenté cette semaine intègre les premières statistiques du mois de juin, nettement meilleures.

C'est notamment le cas des indices du climat des affaires calculés par l'ISM (*Institute for Supply Management*), repassés au-dessus de la barre des 50 dans l'ensemble des secteurs (commerce de détail, construction, activités manufacturières).

Les données « dures » (emploi, consommation, production industrielle, etc.) disponibles jusqu'au mois de mai sont encore loin de dépeindre une situation normale, mais elles devraient s'améliorer.

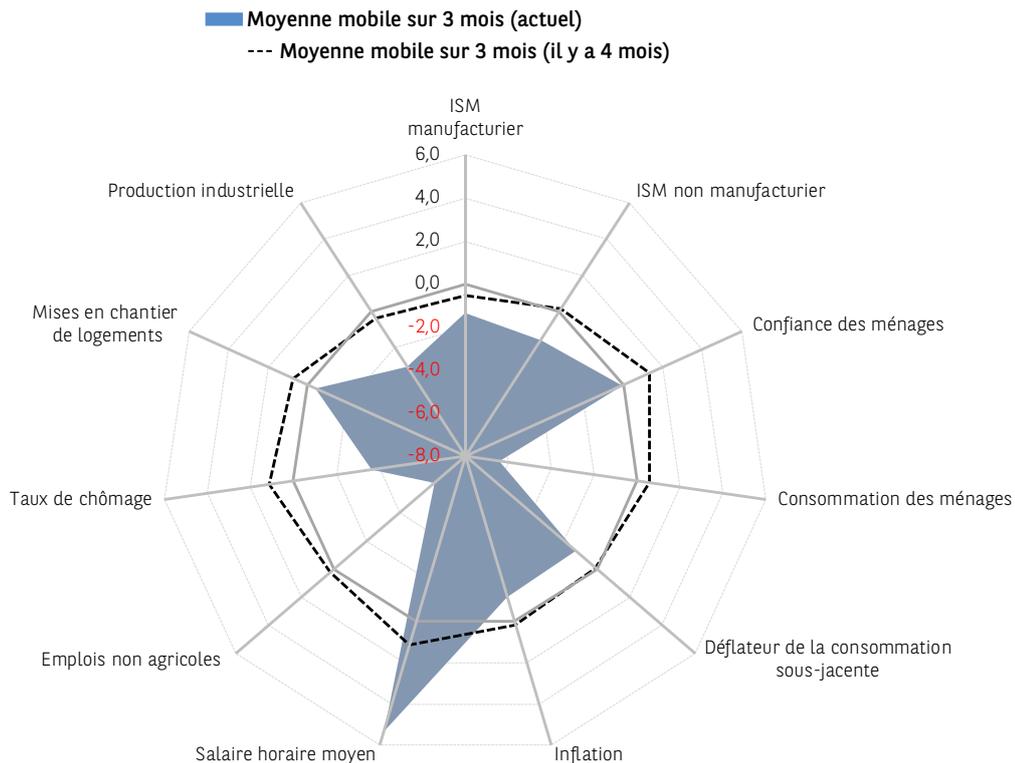
Les estimations concernant le déficit de production se font, au demeurant, moins sévères. Pour le deuxième trimestre, la Réserve fédérale d'Atlanta envisage désormais une chute du PIB de 35% en rythme annuel, ce qui reste un record, mais s'établit tout de même loin des 55% de perte d'activité initialement annoncés.

Par effet de base (le deuxième trimestre se termine mieux qu'il a commencé), le chiffre de croissance économique sera très élevé au troisième trimestre.

Mais ensuite ? Notre baromètre n'intègre pas les données concernant l'évolution de l'épidémie de Covid-19 aux États-Unis. Or, elles sont mauvaises.

Jean-Luc Proutat

## 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 -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.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## JAPON : REDRESSEMENT TIMIDE

Comme la plupart des économies, le Japon a été sensiblement affecté par la crise sanitaire de la Covid-19 au 1<sup>er</sup> semestre 2020. Le rebond de l'économie nipponne dépendra en partie de la reprise de la consommation privée, en souffrance depuis la fin de l'année 2019. Les ventes au détail ont chuté en mai pour le troisième mois consécutif et dans une ampleur importante. Elles ont reculé de 12,3% (en glissement annuel, g.a.) après -13,9% en avril et -4,7% en mars.

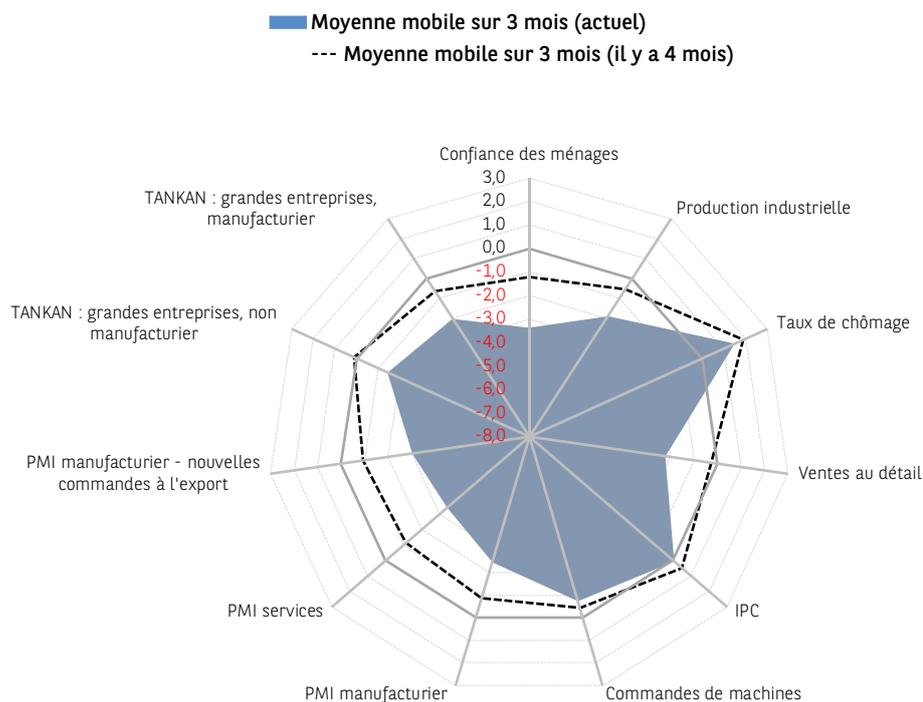
Ces dynamiques sont à mettre en regard du très net repli de la confiance des consommateurs ces trois derniers mois. Après avoir atteint un point bas historique en avril (à 21,6), celle-ci s'est légèrement redressée en mai (24) puis en juin (28,4), se maintenant ainsi à un niveau faible. L'augmentation récente du taux de chômage pourrait à ce titre être une nouvelle source d'inquiétude. Structurellement faible au Japon, le taux de chômage a augmenté à 2,9% de la population active en mai après 2,4% en janvier.

Par ailleurs, l'inflation fléchit et la composante sous-jacente est même entrée en territoire négatif en avril et en mai (-0,2% en glissement annuel).

Du côté de l'indicateur des directeurs d'achat (*Purchasing Managers Index*, PMI), le tableau demeure également sombre. Le PMI du secteur des services, après avoir chuté de manière marquée en avril, s'est redressé en mai et surtout en juin. Il reste toutefois en deçà de 50 (limite séparant la zone d'expansion et de récession), l'activité demeurant dégradée. Dans le secteur manufacturier, le rebond reste timide. Même constat du côté de l'indicateur Tankan de la Banque du Japon (cet indicateur est trimestriel), qui s'est sensiblement dégradé. Depuis le début de l'année, la chute est brutale dans le secteur manufacturier, l'indice ayant atteint -34 au T2 2020 après -8 au T1 2020 (sur le champ des grandes entreprises), comme non manufacturier (-17 au T2 2020 après 8 au T1).

**Louis Boisset**

### 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 -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 par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## 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 &amp; 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<sup>er</sup> 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	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	T3	T4	T1
Fed Funds (borne supérieure)	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25	0,25
E-Unis 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	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	T3	T4	T1
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	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	T3	T4	T1
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)



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## CALENDRIER ACTUALISÉ

9

## DERNIERS INDICATEURS

Peu de données économiques cette semaine mais quelques bonnes nouvelles principalement liées à l'assouplissement des mesures de confinement. Les ventes au détail dans la zone euro ont fortement augmenté par rapport à avril, dépassant les attentes. Aux Etats-Unis, l'ISM non-manufacturier a enregistré un bond considérable, également au-dessus des attentes (le consensus s'était établi sur un indice de 50,2). Bien que l'indicateur avancé au Japon ait à peine évolué en mai, les résultats de l'enquête EcoWatchers ont connu une nette amélioration, au-delà des prévisions. Aux Etats-Unis, les demandes initiales à l'assurance chômage continuent à chuter dans des proportions plus élevées qu'attendu. La production industrielle française a bondi de 19,6% en mai par rapport au moins précédent après avoir baissé de 20,6% en avril par rapport à mars. La performance de mai a été meilleure que prévu.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
06/07/2020	Zone euro	Ventes au détail m/m	Mai	17,8%	-12,1%
06/07/2020	Etats-Unis	PMI Composite (Markit)	Juin	47,9	46,8
06/07/2020	Etats-Unis	Indice ISM Non-manufacturier	Juin	57,1	45,4
07/07/2020	Japon	Indicateur économique avancé	Mai	79,3	77,7
07/07/2020	Allemagne	Production industrielle g.a. (WDA)	Mai	-19,3%	-25,0%
08/07/2020	Japon	Enquête sur la situation actuelle (Eco Watchers)	Juin	38,8	15,5
08/07/2020	Japon	Enquête sur les perspectives économiques (Eco Watchers)	Juin	44,0	36,5
08/07/2020	France	Sentiment de la Banque de France	Juin	89	83
09/07/2020	Japon	Commande de machines	Mai	1,7%	-12,0%
09/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	04-juil	1 314k	1 413k
10/07/2020	France	Production industrielle g.a.	Mai	-23,4%	-35,0%
10/07/2020	Etats-Unis	IPP hors alimentation et energie g.a.	Juin	0,1%	0,3%
10/07/2020	Chine	Financement agrégé	Juin	3.43e+12	3.19e+12

SOURCE : BLOOMBERG



## CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

## INDICATEURS À SUIVRE

Une semaine chargée s'annonce, marquée par les réunions de la BCE et de la Banque du Japon. Au programme également, la publication de données sur la production industrielle au Japon, au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et dans la zone euro. En plus de la parution des chiffres de sa production industrielle, la Chine publiera un large éventail de données économiques pour juin et le deuxième trimestre. Nous connaissons les chiffres de l'inflation et des immatriculations de véhicules pour la zone euro. Aux Etats-Unis, paraîtra un ensemble de données relatives au marché de l'immobilier. Des indicateurs tels que les ventes au détail, le sentiment de l'Université du Michigan et les perspectives de la Fed de Philadelphie seront examinés de près pour juger des effets de la pandémie. Le Livre beige de la Réserve fédérale bénéficiera de la même attention.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
14/07/2020	Japon	Production industrielle m/m	Mai	--	-8,4%
14/07/2020	Royaume-Uni	Production industrielle m/m	Mai	--	-20,3%
14/07/2020	Zone euro	Production industrielle g.a.	Mai	--	-28,0%
14/07/2020	Allemagne	Prévisions enquête ZEW	Juil.	--	63,4
14/07/2020	Etats-Unis	Optimisme des petites entreprises (NFIB)	Juin	97,0	94,4
14/07/2020	Etats-Unis	IPC hors alimentation et énergie m/m	Juin	0,1%	-0,1%
14/07/2020	Chine	Exportations g.a.	Juin	-1,4%	-3,3%
14/07/2020	Chine	Importations g.a.	Juin	-8,6%	-16,7%
15/07/2020	Royaume-Uni	IPC g.a.	Juin	--	1,2%
15/07/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier Empire	Juil.	5,5	-0,2
15/07/2020	Etats-Unis	Production industrielle m/m	Jun	4,4%	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.	--	-0,100%
16/07/2020	Chine	PIB g.a.	T2	2,5%	-6,8%
16/07/2020	Chine	Production industrielle g.a.	Juin	-1,5%	-2,8%
16/07/2020	Chine	PIB t/t	T2	9,6%	-9,8%
16/07/2020	Chine	Ventes au détail g.a.	Juin	0,4%	-2,8%
16/07/2020	Chine	PIB g.a.	T2	-2,4%	-6,8%
16/07/2020	Chine	Ventes au détail à date	Juin	-11,0%	-13,5%
16/07/2020	Chine	Investissement immobilier g.a.	Juin	0,6%	-0,3%
16/07/2020	Chine	Immobilisations (hors ménages ruraux)	Juin	-3,4%	-6,3%
16/07/2020	Chine	Taux de chômage	Juin	6,0%	5,9%
16/07/2020	Zone euro	Nouvelles immatriculations (UE27)	Juin	--	-52,3%
16/07/2020	Zone euro	Principal taux de refinancement de la BCE	16 juil.	--	0,000%
16/07/2020	Etats-Unis	Ventes au détail	Juin	--	11,0%
16/07/2020	Etats-Unis	Perspectives économiques de la Fed de Philadelphie	Juil.	17,5	27,5
16/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	11 juil.	--	--
16/07/2020	Etats-Unis	Marché immobilier (NAHB)	Juil.	60	58
17/07/2020	Zone euro	IPC g.a.	Juil.	--	0,8%
17/07/2020	Etats-Unis	Permis de construire m/m	Juin	6,9%	14,4%
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.	80,0	78,1

SOURCE : BLOOMBERG



# LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

<a href="#">Tous contre la récession</a>	EcoTV	10 juillet 2020
<a href="#">Allemagne: Les chaînes d'approvisionnement après la Covid-19</a>	EcoFlash	8 juillet 2020
<a href="#">Etats-Unis : rebond économique mais situation épidémique préoccupante</a>	Graphique de la semaine	8 juillet 2020
<a href="#">Global : Le climat des affaires poursuit son amélioration</a>	EcoWeek	3 juillet 2020
<a href="#">Zone Euro : Un rebond, mais la route est encore longue</a>	EcoWeek	3 juillet 2020
<a href="#">Global : Comment stimuler les dépenses de consommation ? Chèque vs baisse de la TVA</a>	EcoWeek	3 juillet 2020
<a href="#">France : Reprise en V ? Pas si vite</a>	EcoTV Week	3 juillet 2020
<a href="#">Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires</a>	EcoFlash	1er juillet 2020
<a href="#">Nouvelle détérioration des perspectives économiques</a>	Graphique de la semaine	1er juillet 2020
<a href="#">Union Européenne : L'Europe centrale devrait rester le poumon industriel de l'Europe</a>	EcoFlash	29 juin 2020
<a href="#">Union Européenne : Le cycle boomerang de l'économie</a>	EcoWeek	26 juin 2020
<a href="#">Allemagne : Les entreprises et les ménages gagnent en confiance</a>	EcoWeek	26 juin 2020
<a href="#">France : franche éclaircie conjoncturelle en juin</a>	EcoWeek	26 juin 2020
<a href="#">Espagne : une reprise semée d'embûches</a>	EcoWeek	26 juin 2020
<a href="#">L'investissement d'impact et le plan de relance européen</a>	EcoTV Week	26 juin 2020
<a href="#">Europe : la politique budgétaire en action</a>	Conjoncture	25 juin 2020
<a href="#">Banques américaines : ratios de levier sous pression</a>	Conjoncture	25 juin 2020
<a href="#">Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires</a>	EcoFlash	24 juin 2020
<a href="#">Etats-Unis : L'octroi de prêts garantis s'essouffle</a>	Graphique de la semaine	24 juin 2020
<a href="#">Royaume-Uni : chute du PIB record en avril</a>	EcoWeek	19 juin 2020
<a href="#">Chine : le redressement de l'activité ne fait pas de doute, mais va-t-il se poursuivre ?</a>	EcoWeek	19 juin 2020
<a href="#">Union Européenne : l'ombre portée du chômage</a>	EcoWeek	19 juin 2020
<a href="#">Espagne: les énergies renouvelables, une source de croissance à exploiter</a>	EcoTV Week	19 juin 2020
<a href="#">Le marché de bureaux à Paris : une histoire de rendement</a>	EcoTV	17 juin 2020



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto: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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

[tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

[laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

[laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

[celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

[thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82

[francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

[stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe Centrale

+33 1 42 98 26 77

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

[sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

[helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

[michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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 Prudentiel 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 Prudentiel (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 Prudentiel 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](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://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