

2-3

ÉDITORIAL

Accord du Conseil européen : imparfait mais historique

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-7

BAROMÈTRE

Chine : le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise ; *Espagne* : sous la menace d'un rebond épidémique

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.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ACCORD DU CONSEIL EUROPÉEN : IMPARFAIT MAIS HISTORIQUE

Inévitablement basé sur un compromis, l'accord portant sur un effort de relance européen, conclu cette semaine, n'en est pas moins historique. Il combine des subventions et des prêts accordés aux États membres et sera financé par des emprunts contractés au niveau de l'Union européenne. Cet accord crée un précédent pour la gestion de situations de crise en instaurant un meilleur équilibre entre politique monétaire et politique budgétaire. La possibilité d'une telle approche sur deux fronts réduit le risque de perte extrême (*tail risk*) et devrait ainsi structurellement soutenir la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs. L'allocation ciblée de subventions, en faveur des pays qui en ont le plus besoin, constitue une autre avancée historique et devrait générer un effet multiplicateur plus conséquent.

Comme tous les accords fondés sur un compromis, celui sur l'effort de relance européen, conclu cette semaine par les Vingt-Sept lors du Conseil européen, n'est pas parfait. Ceux que l'aléa moral préoccupe peuvent objecter que la conditionnalité attachée aux subventions est peu contraignante. D'autres feront valoir que, d'une part, certains pays ont obtenu un rabais sur leur contribution au budget de l'UE tandis que, d'autre part, les montants alloués à l'innovation et à la transition vers une économie verte ont été réduits dans le cadre financier pluriannuel (CFP), le budget de l'UE pour la période 2021-2027. Enfin, la révision à la baisse des EUR 500 mds de subventions prévues dans la proposition initiale de la Commission, à EUR 390 mds, ne manquera pas de susciter des frustrations.

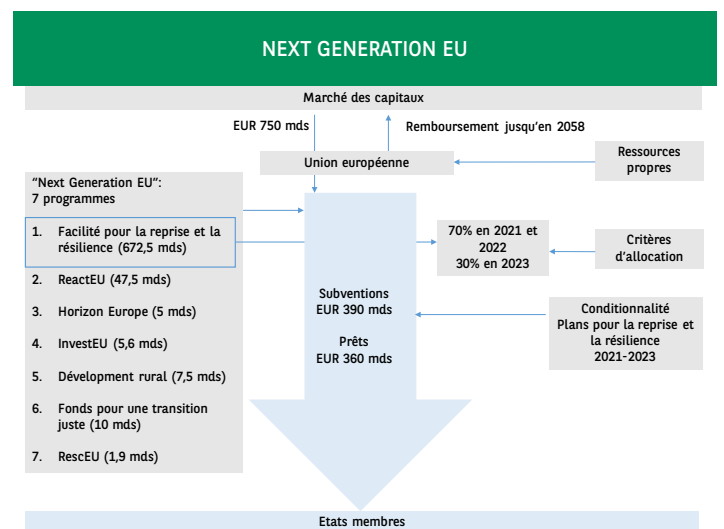
Pour autant, l'accord est réellement historique et il rejoint les autres temps forts depuis la création de l'euro comme le discours dans lequel Mario Draghi déclarait que la Banque centrale européenne était prête à « faire tout ce qu'il faudra », en 2012, à l'acmé de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ou encore le lancement du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) par la BCE, structuré de manière à ne pas être contraint par la clé de répartition du programme « normal » d'achat d'actifs. Dans les deux cas, il s'agissait de décisions de nature monétaire. Aujourd'hui, enfin, c'est sur le front de la politique budgétaire qu'un grand pas en avant a été franchi. Un tournant indispensable dans un contexte de taux d'intérêt très bas à négatifs et où l'assouplissement quantitatif bat son plein, limitant d'autant la marge de manœuvre de la politique monétaire.

C'est, d'ailleurs, la raison pour laquelle les responsables de la BCE ont si souvent appelé les États à prendre le relais. Il y a là urgence, compte tenu des coûts économiques de la pandémie, en particulier dans les pays moins résilients sur le plan économique. Comme l'a expliqué la Commission européenne, lors de la présentation de sa proposition fin mai, ne rien faire aggraverait les divergences entre les pays et finirait par peser sur le fonctionnement du marché unique. Aussi cette initiative, qui va bien au-delà de simples mesures d'incitation conjoncturelle, mérite son nom de « Next Generation EU ».

L'accord est historique à plus d'un titre. Il a été obtenu rapidement, à peine deux mois après la proposition du tandem Macron-Merkel formulée le 18 mai, portant sur EUR 500 mds, qui introduisait le concept

de subventions, et la proposition initiale de la Commission européenne faite à la fin mai. La décision d'accorder des subventions aurait semblé impensable il y a seulement quelques mois, tout comme le lancement d'un emprunt à l'échelle de l'UE. Conclusion : il ne faut jamais dire « jamais ». Non seulement il a été possible d'émettre un instrument de dette commun, mais les pays membres ont réussi à trancher sur un problème ancien, celui de la solidarité face à l'aléa moral.

Il faut se garder d'y voir un événement unique. Certes, la pandémie de Covid-19 a engendré une situation exceptionnelle, mais un précédent aura été créé dont il convient de se féliciter. La flexibilité des politiques va, en effet, s'en trouver renforcée, dans le cas où l'UE serait de nouveau confrontée à l'avenir à une crise économique majeure. Pour les pays de la zone euro, cela implique que la lutte contre la crise ne relève plus de la compétence exclusive de la Banque centrale européenne – au-delà, bien entendu, des réactions des politiques budgétaires nationales – mais que la politique budgétaire à l'échelle communautaire peut désormais apporter sa contribution.



SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

L'effort de relance financé par la dette au niveau de l'UE crée un précédent pour la gestion des situations de crise à venir en instaurant un meilleur équilibre entre politique monétaire et politique budgétaire. La possibilité d'une telle approche sur deux fronts, réduit le risque de perte extrême (*tail risk*), ce qui devrait structurellement soutenir la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs.



La possibilité d'une telle approche sur deux fronts réduit le risque de perte extrême (*tail risk*) et devrait structurellement soutenir la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs. Ce n'est pas sans raison que l'euro s'est récemment raffermi face au dollar. À court terme, le déploiement en perspective de EUR 750 mds sur les trois prochaines années devrait soutenir également la confiance, améliorant ainsi l'efficacité de l'orientation de la politique monétaire de la BCE. À cet égard l'allocation ciblée de subventions, au profit des pays qui en ont le plus besoin, constitue une autre avancée historique susceptible de renforcer l'effet multiplicateur.

Autre conséquence dont on peut se féliciter : la priorité accrue donnée à la supervision, au niveau de l'UE, des politiques structurelles nationales. Les pays qui solliciteront des subventions et des prêts dans ce cadre devront présenter des « plans pour la reprise et la résilience » et, pour le décaissement des tranches additionnelles, les résultats atteints au regard des objectifs fixés. Pour l'évaluation réalisée par la Commission européenne, les critères « *de cohérence avec les recommandations par pays, ainsi que de renforcement du potentiel de croissance, de la création d'emplois et de la résilience économique et sociale de l'État membre, doivent obtenir le score le plus élevé de l'évaluation. Une contribution effective à la transition verte et numérique constitue également une condition préalable à une évaluation positive* »¹. Cela implique que le pouvoir de supervision de la Commission européenne et de discussion au sein du Conseil européen, revêt clairement une dimension de politique structurelle. Reste que le Conseil doit approuver l'évaluation des plans pour la reprise et la résilience en statuant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission.

Dernière illustration de la portée considérable de l'accord obtenu cette semaine : la nécessité, pour l'UE, de trouver des ressources propres en vue de rembourser la partie des emprunts utilisée pour les subventions². Le document du Conseil mentionne à cet égard une taxe sur les déchets plastiques non recyclés, un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, une redevance numérique, un système révisé d'échange de quotas d'émission et, peut-être, une taxe sur les transactions financières. Même s'il reste à déterminer quelles seront ces ressources propres et à hauteur de quels montants, cette nécessité influencera l'agenda de l'UE, un effet positif qui doit être porté au crédit de l'accord.

William De Vijlder

¹ Réunion extraordinaire du Conseil européen (17, 18, 19, 20 et 21 juillet 2020) – Conclusions.

² La part de la dette de l'UE utilisée pour accorder des prêts sera, bien entendu, remboursée au moment où les pays effectueront le remboursement de leurs prêts.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 17-7-20 au 23-7-20

➔ CAC 40	5 069	➔ 5 034	-0.7 %
➔ S&P 500	3 225	➔ 3 236	+0.3 %
➔ Volatilité (VIX)	25.7	➔ 26.1	+0.4 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	0.27	➔ 0.26	-0.8 pb
➔ OAT 10a (%)	-0.20	➔ -0.24	-3.8 pb
➔ Bund 10a (%)	-0.49	➔ -0.52	-3.0 pb
➔ US Tr. 10a (%)	0.63	➔ 0.58	-4.6 pb
➔ Euro vs dollar	1.14	➔ 1.16	+1.5 %
➔ Or (once, \$)	1 810	➔ 1 888	+4.3 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	43.2	➔ 43.3	+0.2 %

Taux d'intérêt (%)

\$ FED	0.25	1.75 le 01/01	0.25 le 16/03
Libor 3m	0.26	1.91 le 01/01	0.26 le 21/07
Libor 12m	0.46	2.00 le 01/01	0.46 le 22/07
£ Bque Angl	0.10	0.75 le 01/01	0.10 le 19/03
Libor 3m	0.08	0.80 le 08/01	0.08 le 20/07
Libor 12m	0.32	0.98 le 01/01	0.32 le 21/07

Au 23-7-20

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

		+haut 20	+bas 20
€ Moy. 5-7a	-0.25	0.72 le 18/03	-0.28 le 04/03
Bund 2a	-0.66	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03
Bund 10a	-0.52	-0.17 le 19/03	-0.84 le 09/03
OAT 10a	-0.24	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03
Corp. BBB	1.06	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02
\$ Treas. 2a	0.15	1.59 le 08/01	0.13 le 07/05
Treas. 10a	0.58	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03
High Yield	6.06	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02
£ Gilt. 2a	-0.09	0.61 le 08/01	-0.11 le 10/07
Gilt. 10a	0.07	0.83 le 01/01	0.07 le 22/07

Au 23-7-20

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 20	+bas 20	2020
USD	1.16	1.16 le 23/07	1.07 le 20/03	+3.3%
GBP	0.91	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+7.4%
CHF	1.07	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-1.3%
JPY	124.06	124.27 le 22/07	114.51 le 06/05	+1.7%
AUD	1.63	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+1.9%
CNY	8.11	8.12 le 22/07	7.55 le 19/02	+3.7%
BRL	5.99	6.42 le 13/05	4.51 le 02/01	+32.7%
RUB	82.79	87.95 le 30/03	67.75 le 10/01	+18.7%
INR	86.68	86.68 le 23/07	77.21 le 17/02	+8.2%

Au 23-7-20

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)
Pétrole, Brent	43.3	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-34.7%	-36.7%
Or (once)	1 888	1 888 le 23/07	1 475 le 19/03	+24.1%	+20.2%
Métaux, LME	2 889	2 894 le 13/07	2 232 le 23/03	+1.6%	-1.6%
Cuivre (tonne)	6 570	6 580 le 13/07	4 625 le 23/03	+6.8%	+3.4%
CRB Aliments	301	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-11.0%	-13.9%
Blé (tonne)	200	2.4 le 21/01	178 le 26/06	-12.7%	-15.5%
Mais (tonne)	124	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-17.1%	-19.8%

Au 23-7-20

Variations

INDICES ACTIONS

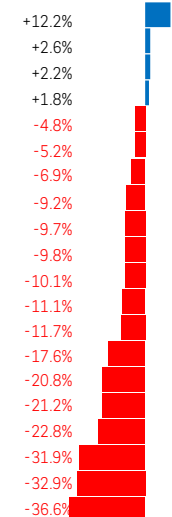
	Cours	+haut 20	+bas 20	2020
Monde				
MSCI Monde	2 308	2 435 le 12/02	1 602 le 23/03	-2.1%
Amérique du Nord				
S&P500	3 236	3 386 le 19/02	2 237 le 23/03	+0.2%
Europe				
EuroStoxx50	3 372	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-10.0%
CAC 40	5 034	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-15.8%
DAX 30	13 103	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-1.1%
IBEX 35	7 385	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-22.7%
FTSE100	6 211	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-17.6%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	919	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-8.7%
Nikkei	22 752	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-3.8%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 078	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-3.3%
Chine	96	100 le 09/07	69 le 19/03	+12.7%
Inde	538	609 le 17/01	353 le 23/03	-4.8%
Bésil	1 639	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-11.2%
Russie	618	857 le 20/01	419 le 18/03	-13.1%

Au 23-7-20

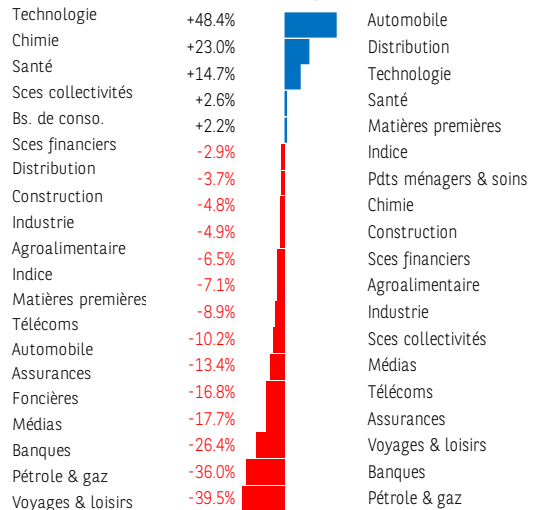
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2020 au 23-7, €



Année 2020 au 23-7, \$

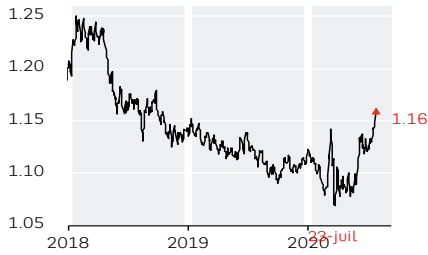


SOURCE : THOMSON REUTERS

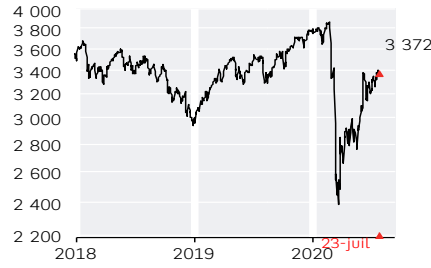


REVUE DES MARCHÉS

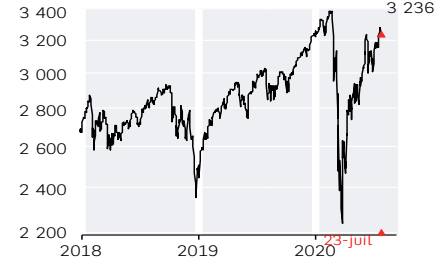
EURO-DOLLAR



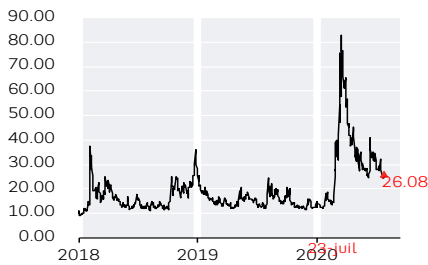
EUROSTOXX50



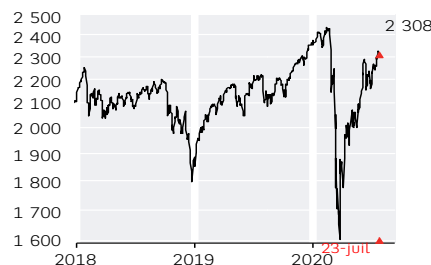
S&P500



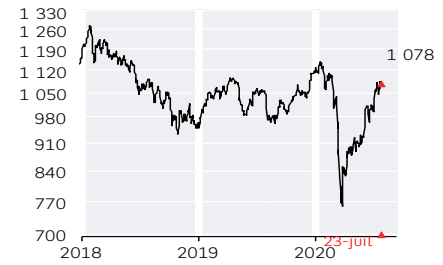
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



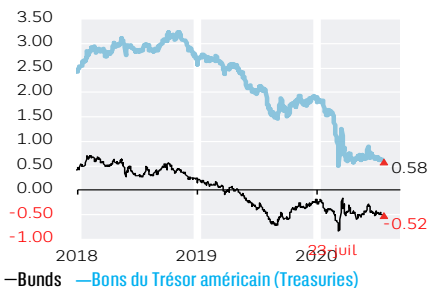
MSCI MONDE (USD)



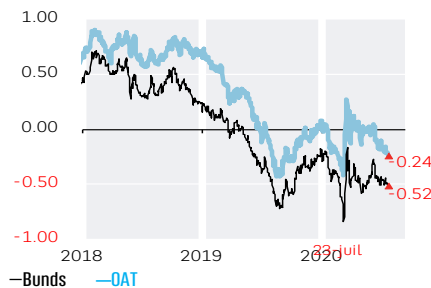
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

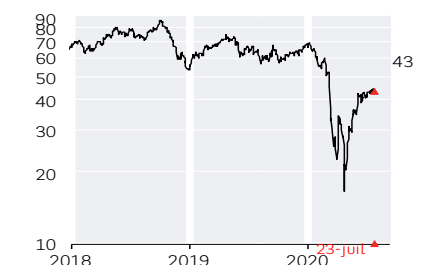


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2020 au 23-7, €

1.45%	Grèce	196 pb
0.95%	Italie	146 pb
0.34%	Portugal	85 pb
0.26%	Espagne	77 pb
-0.20%	Belgique	32 pb
-0.24%	France	27 pb
-0.31%	Finlande	20 pb
-0.33%	Autriche	18 pb
-0.39%	Irlande	12 pb
-0.42%	P-Bas	9 pb
-0.52%	Allemagne	

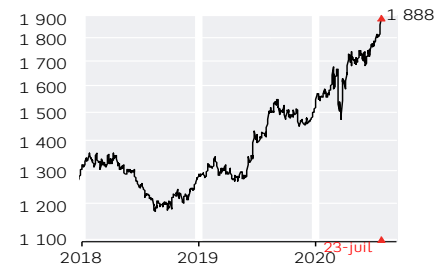
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



CHINE : LE PIB A RETROUVÉ SON NIVEAU D'AVANT-CRISE

La dynamique de l'économie chinoise a continué de s'améliorer en juin. Sur notre baromètre, l'élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés atteste du net redressement de l'activité au T2 2020. De fait, le PIB réel s'est accru de 11,5% en rythme trimestriel (-3,2% en glissement annuel), soit un rebond suffisamment vigoureux pour récupérer la totalité du terrain perdu au T1 (le PIB réel avait chuté de 10% en rythme trimestriel).

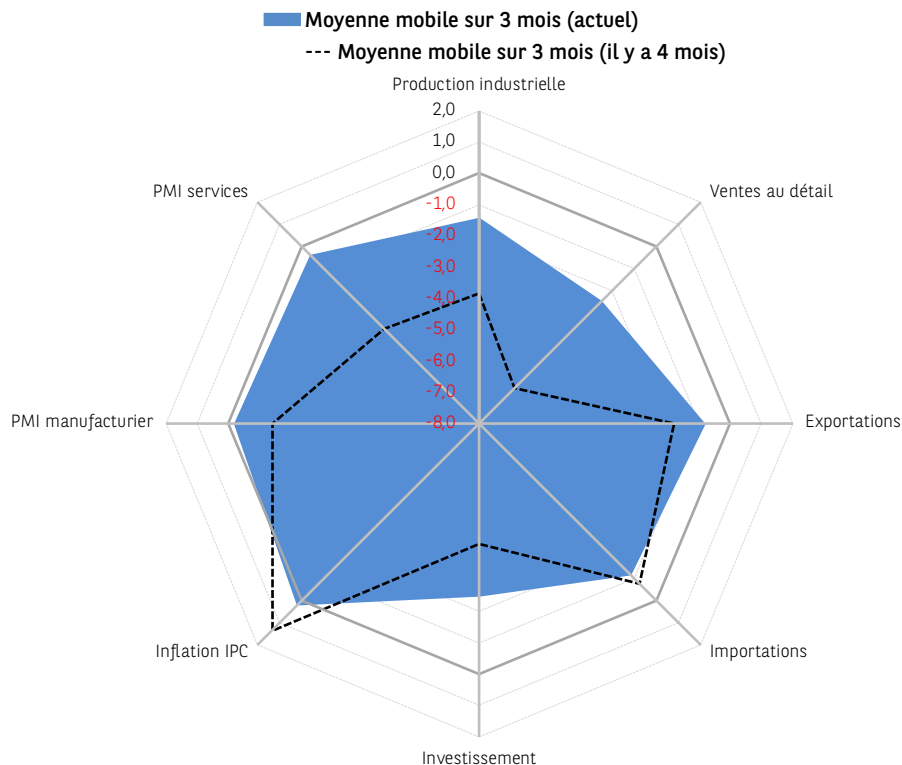
Le redressement observé depuis le mois de mars a été tiré par un rebond en forme de V de la production dans l'industrie et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier. Ainsi, la production industrielle a affiché des taux de croissance positifs en glissement annuel (g.a.) dès le mois d'avril (pour atteindre +4,8% en volume en juin). Cependant, certains secteurs, notamment dans l'industrie exportatrice, sont encore loin d'un retour à la normale. Le choc provoqué par la pandémie a durablement fragilisé la situation financière d'un bon nombre de sociétés (en particulier les micro entreprises et les PME) et de ménages, ce qui contraint fortement la consommation et l'investissement privés. Le risque de nouvelles

résurgences de l'épidémie incite également les ménages à la prudence. En juin, les volumes de ventes au détail se contractaient encore en g.a. (-2,9%). Du côté du commerce extérieur, les données montrent une moindre baisse des ventes de marchandises sur la période mars-juin (-1,6% en moyenne en g.a. en dollars courants) après l'effondrement du mois de février (-40%), mais les perspectives restent mauvaises à court terme.

L'inflation des prix à la consommation (indice IPC) a ralenti de 5% en g.a. au T1 2020 à 2,7% au T2, étant donné la faiblesse de la demande et des prix des matières premières. La hausse des prix alimentaires reste toutefois élevée (+12,2% en g.a. au T2), toujours tirée par l'augmentation des prix du porc. La déflation des prix à la production s'est accentuée au T2 (-3,3% en g.a.), ce qui aggrave la détérioration des profits des entreprises industrielles.

Christine Peltier

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



ESPAGNE : SOUS LA MENACE D'UN REBOND ÉPIDÉMIQUE

Les chiffres de la croissance du PIB pour le T2, qui seront publiés la semaine prochaine, confirmeront, sauf surprise, que l'économie espagnole a été l'une des plus touchées en Europe par la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19. Dans son bulletin mensuel, l'INE estime que le chiffre d'affaires des entreprises non financières se situait, en mai, 30,6% en dessous du niveau enregistré au même mois l'an passé. Cette chute s'observe sur notre baromètre, en particulier dans les ventes de détail et la production industrielle. Bien que l'activité se soit redressée en juin avec le déconfinement de la population, la contraction économique au T2 sera historique.

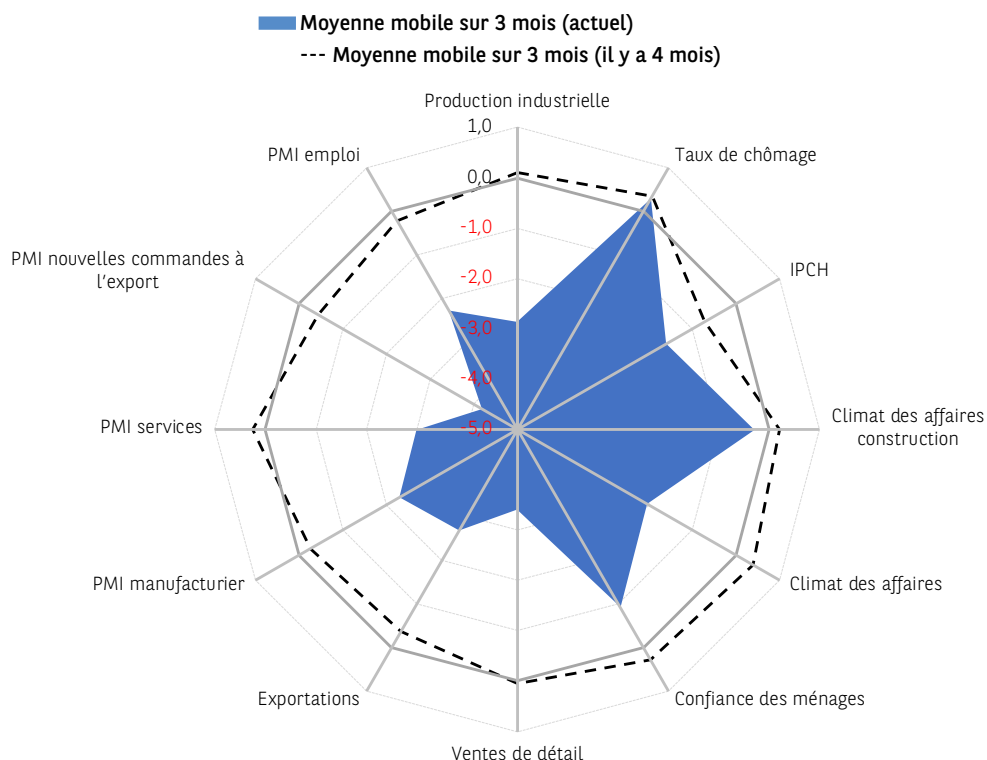
La résurgence des cas de Covid-19 en Catalogne souligne, par ailleurs, que les risques baissiers sur l'activité, et en particulier le tourisme, restent très importants. La ville de Barcelone a en effet réinstauré depuis le 17 juin dernier des mesures de restriction (fermeture des cinémas et théâtres, interdiction des rassemblements de plus de dix personnes). La municipalité a également encouragé la population à réduire au maximum ses déplacements, ce qui a d'ores et déjà engendré une forte baisse de la fréquentation des commerces.

La demande extérieure peine également à se relever. Les exportations ont atteint en mai leur plus bas niveau depuis février 2011, en moyenne mobile sur trois mois. Le redressement des exportations au cours de l'été risque d'être modeste : l'indicateur PMI composite pour les commandes à l'exportations restait très bas en juin, à 47,5. La balance commerciale espagnole s'est néanmoins améliorée, puisque les importations ont chuté encore plus lourdement que les exportations. La balance commerciale s'est ainsi réduite à EUR 359,1 millions en mai, le plus petit déficit depuis juin 2013 (données ajustées).

L'inflation sous-jacente est restée stable (+0,99%), malgré le plongeon de l'activité au premier semestre. En effet, l'indice des prix à la consommation (IPC), hors énergie et produits frais, n'a augmenté que de 0,5% au cours des six derniers mois. L'IPC total reste en déflation en juin (-0,33%) mais il devrait progressivement se redresser. En effet, le rebond des prix du pétrole, depuis fin avril, commence à se répercuter sur l'IPC énergie, qui a enregistré en juin sa plus forte augmentation en un an.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -8 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



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 nécessaire provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures d'endiguement est massif. Après une chute de 5,3% t/t du PIB au T1 2020, l'INSEE avance le chiffre de -20% t/t pour le T2. À la faveur de la première phase de déconfinement, le climat des affaires de mai esquisse néanmoins un début de mieux. On s'attend à ce qu'il prenne de l'ampleur, mais progressivement à mesure qu'il gagnera l'ensemble des secteurs d'activité. Tous ne sont pas logés à la même enseigne en termes de dynamique de redémarrage et de retour à la normal. Nos nouvelles prévisions de croissance incluent un creux plus marqué suivi d'une reprise qui l'est moins. Après avoir paré à l'urgence, le soutien apporté à l'économie évolue. Si des mesures sectorielles ont déjà été égrenées (tourisme, automobile), le plan de relance global, en cours d'élaboration, est annoncé pour septembre.

TAUX & CHANGES

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

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

- La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé, mais elle a décidé de doubler les rachats de fonds négociés en Bourse (ETF) et les rachats de fonds communs immobiliers japonais (I-REITS). Elle a aussi augmenté son objectif de rachats d'obligations d'entreprises.
- La récente tendance à la baisse du dollar devrait se maintenir en raison de la couverture de change et de l'idée que l'action de la BCE permettra d'éviter la fragmentation du marché et de soutenir l'économie.

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2.3	-4.9	4.8	1.8	0.8	1.5
Japon	0.7	-4.8	2.1	0.5	-0.3	-0.7
Royaume-Uni	1.4	-9.1	5.3	1.8	0.8	1.3
Zone euro	1.2	-9.0	5.8	1.2	0.1	0.9
Allemagne	0.6	-5.6	5.3	1.4	0.4	1.5
France	1.3	-11.1	5.9	1.3	0.5	1.0
Italie	0.3	-12.1	6.1	0.6	-0.2	0.5
Espagne	2.0	-12.5	6.3	0.7	-0.4	0.6
Chine	6.1	2.5	8.1	2.9	2.5	2.3
Inde*	4.2	-4.7	9.5	4.8	2.5	3.5
Brésil	1.1	-7.0	4.0	3.7	2.5	3.0
Russie	1.3	-6.5	3.5	4.3	3.0	3.5

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
*ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 07/07/2020

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, % Fin de période	2019		2020				2019 2020e 2021e		
	T3	T4	T1	T2	T3e	T4e	2019	2020e	2021e
Fed Funds (borne supérieure)	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	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	2019	2020e	2021e
USD EUR / USD	1,09	1,12	1,10	1,09	1,15	1,17	1,12	1,17	1,22
USD / JPY	108	109	108	104	103	100	109	100	98
GBP / USD	1,23	1,32	1,24	1,24	1,29	1,34	1,32	1,34	1,42
EUR EUR / GBP	0,89	0,83	0,89	0,88	0,89	0,87	0,83	0,87	0,86
EUR / JPY	118	122	118	113	118	117	122	117	120

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

MISE A JOUR : 07/07/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CALENDRIER ACTUALISÉ

9

DERNIERS INDICATEURS

La dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels dépeint un tableau plus sombre que la précédente, publiée début mai. Les anticipations d'inflation à long terme (pour 2025) ont baissé à un nouveau creux historique de 1,6%. Les indices composites des directeurs d'achats se sont à nouveau nettement améliorés, à l'exception du Japon où la hausse est restée plus modérée. Les PMI des services atteignent des niveaux particulièrement élevés en France, en Allemagne et dans la zone euro. En Allemagne, la sous-série relative aux nouvelles commandes à l'exportation a fait un grand bond, se situant désormais bien au-dessus de 50. L'amélioration dans la sous-série sur l'emploi en revanche demeure modeste, ce qui est préoccupant. La confiance des consommateurs dans la zone euro est restée relativement stable alors que le consensus anticipait une amélioration.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
19/07/2020	Royaume Uni	Optimisme des entreprises (CBI)	Juil.	--	-1	-87,0
20/07/2020	Zone euro	Enquête BCE des prévisionnistes professionnels				
22/07/2020	Japon	PMI manufacturier (Jibun Bank)	Juil.	--	42,6	40,1
22/07/2020	Japon	PMI des services (Jibun Bank)	Juil.	--	45,2	45,0
22/07/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juil.	--	43,9	40,8
23/07/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Aug	-4,5	-0,3	-9,4
23/07/2020	France	Confiance des entreprises	Juil.	86	85	78,0
23/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	18 juil.	1,3e+06	1,416e+06	1,307e+06--
23/07/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juil.	-12,0	-15,0	-14,7
23/07/2020	United States	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Juil.	5	3	1,0
24/07/2020	Royaume Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil.	-24	-27	-30
24/07/2020	Royaume Uni	Ventes au détail hors auto et énergie m/m	Juin	7,9%	13,5%	10,6%
24/07/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	53,0	52,0	52,3
24/07/2020	France	PMI des services (Markit)	Juil.	52,4	57,8	50,7
24/07/2020	France	PMI composite (Markit)	Juil.	53,5	57,6	51,7
24/07/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juil.	48,0	50,0	45,2
24/07/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Juil.	50,5	56,7	47,3
24/07/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juil.	50,2	55,5	47,0
24/07/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	50,1	51,1	47,4
24/07/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Juil.	51,0	55,1	48,3
24/07/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juil.	51,1	54,8	48,5
24/07/2020	Royaume Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juil.	51,7	57,1	47,7
24/07/2020	Etats-Unis	PMI manufacturier (Markit)	Juil.	52,0	51,3	49,8
24/07/2020	Etats-Unis	PMI des services (Markit)	Juil.	51,0	49,6	47,9
24/07/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Juil.	--	50,0	47,9
24/07/2020	Etats-Unis	Vente de logements neufs m/m	Juin	3,6%	13,8%	19,4%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

10

INDICATEURS À SUIVRE

La réunion du FOMC et la conférence du presse qui suivra seront parmi les événements marquants de la semaine avec la publication du PIB du T2 pour les États-Unis, la zone euro, l'Allemagne et la France. Nous connaissons également le résultat des enquêtes sur la confiance de la Commission européenne et, pour les États-Unis, le sentiment de l'Université du Michigan et l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board. À noter que la semaine débutera avec la publication d'un indice d'importance : le climat des affaires Ifo pour l'Allemagne. Les indices PMI des directeurs d'achats relatifs au mois de juillet paraîtront également pour la Chine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
27/07/2020	Allemagne	Climat des affaires IFO	Juil.	--	86,2
27/07/2020	Allemagne	Prévisions IFO	Juil.	--	91,4
27/07/2020	Allemagne	Evaluation de la situation IFO	Juil.	--	81,3
27/07/2020	France	Demandeurs d'emploi	T2	--	3.3338e+06
27/07/2020	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Juin	--	1,6%
27/07/2020	Etats-Unis	Activité manufacturière Fed de Dallas	Juil.	--	-6,1
27/07/20-28/07/20	Allemagne	Ventes au détail m/m	Jun	--	13,9%
28/07/2020	Etats-Unis	Confiance des consommateurs du <i>Conference Board</i>	Juil.	96,5	98,1
28/07/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier Fed de Richmond	Juil.	--	0
29/07/2020	France	Confiance des consommateurs	Juil.	--	97
29/07/2020	Etats-Unis	Décision du FOMC sur le taux (borne supérieure)	Juil.	0,25%	0,25%
30/07/2020	Japon	Ventes au détail m/m	Juin	--	2,1%
30/07/2020	Allemagne	PIB t/t	T2	--	-2,2%
30/07/2020	Allemagne	Evolution du chômage	Juil.	--	69 000
30/07/2020	Zone euro	Bulletin économique de la BCE			
30/07/2020	Zone euro	Climat économique	Juil.	--	75,7
30/07/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Juil.	--	-21,7
30/07/2020	Zone euro	Confiance du secteur des services	Juil.	--	-35,6
30/07/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juil.	--	--
30/07/2020	Zone euro	Taux de chômage	Juin	--	7,4%
30/07/2020	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	T2	-32,8%	-5,0%
30/07/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	25 juil.	--	--
31/07/2020	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil.	--	--
31/07/2020	Japon	Production industrielle m/m	Juin	--	-8,9%
31/07/2020	Chine	PMI composite	Juil.	--	54,2
31/07/2020	Chine	PMI manufacturier	Juil.	--	50,9
31/07/2020	Chine	PMI non-manufacturier	Juil.	--	54,4
31/07/2020	France	PIB t/t	T2	--	-5,3%
31/07/2020	Zone euro	PIB t/t	T2	--	-3,6%
31/07/2020	Zone euro	IPC m/m	Juil.	--	0,3%
31/07/2020	Zone euro	IPC g.a.	Juil.	--	0,8%
31/07/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan	Juil.	--	73,2

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

L'accord du Conseil européen : vraiment historique	EcoTV Week	24 juillet 2020
En ECO dans le texte : Covid-19 et les perspectives d'inflation	Podcast	22 juillet 2020
Amérique Latine : difficile fléchissement de la courbe épidémique	Graphique de la semaine	22 juillet 2020
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans le monde émergent	EcoEmerging	21 juillet 2020
Royaume-Uni : les mesures de soutien au financement bancaire des entreprises	EcoFlash	21 juillet 2020
La Covid-19 et l'environnement	EcoWeek	17 juillet 2020
Impulsion du crédit dans la zone euro	EcoWeek	17 juillet 2020
Italie : L'activité rebondit mais l'emploi continue de chuter	EcoWeek	17 juillet 2020
Royaume-Uni : Des chiffres encore décevants	EcoWeek	17 juillet 2020
Maroc : vers une récession significative en 2020	EcoTV Week	17 juillet 2020
Le Petit Atlas de l'économie française	Petit Atlas	16 juillet 2020
Royaume-Uni : le TFSME plus efficace que le TFS pour faire diminuer les taux des prêts aux entreprises ?	Graphique de la semaine	15 juillet 2020
Suivi trimestriel de la conjoncture économique dans l'OCDE et en Chine	Ecoperspectives	13 juillet 2020
Zone Euro : La croissance en zone euro : sprint ou marathon ?	EcoWeek	10 juillet 2020
Etats-Unis : Début de déconfinement	EcoWeek	10 juillet 2020
Japon : Redressement timide	EcoWeek	10 juillet 2020
Tous contre la récession	EcoTV	10 juillet 2020
Allemagne: les chaînes d'approvisionnement après la Covid-19	EcoFlash	8 juillet 2020
Etats-Unis : rebond économique mais situation épidémique préoccupante	Graphique de la semaine	8 juillet 2020
Global : Le climat des affaires poursuit son amélioration	EcoWeek	3 juillet 2020
Zone Euro : Un rebond, mais la route est encore longue	EcoWeek	3 juillet 2020
Global : Comment stimuler les dépenses de consommation ? Chèque vs baisse de la TVA	EcoWeek	3 juillet 2020
France : Reprise en V ? Pas si vite	EcoTV Week	3 juillet 2020
Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires	EcoFlash	1er juillet 2020



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