

2-3

ÉDITORIAL

Le cycle boomerang de l'économie

4-5

REVUE DES MARCHÉS

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

6-8

BAROMÈTRE

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

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10-11

CALENDRIER

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

12

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

LE CYCLE BOOMERANG DE L'ÉCONOMIE

La confiance des entreprises a bondi quand les mesures de restriction ont été assouplies. Attention, toutefois, à ne pas verser dans un enthousiasme excessif car ces données ne disent rien du niveau d'activité et de la demande. Le rebond actuel est mécanique : l'offre redémarre. La véritable question qui se pose est celle de l'évolution de la demande dans les trimestres à venir. Les entreprises et les ménages sont confrontés à une visibilité limitée. La prudence reste donc de mise.

On pourrait le qualifier de cycle boomerang. En début d'année, alors que le confinement se durcissait, le climat des affaires, tel que mesuré par les indices composites des directeurs d'achat, s'est sensiblement détérioré. Comme le montre le graphique 1, il existe une relation entre la sévérité des mesures de confinement — l'indice de sévérité — et l'effondrement des indices PMI. À partir du mois de mai, ce mouvement s'est inversé ; les mesures ont été assouplies et la confiance des entreprises a rebondi. Ce retournement a été plus prononcé en France, néanmoins au Royaume-Uni comme en Allemagne, l'écart entre les chiffres du PMI flash pour le mois de juin et son niveau de janvier s'est nettement resserré.

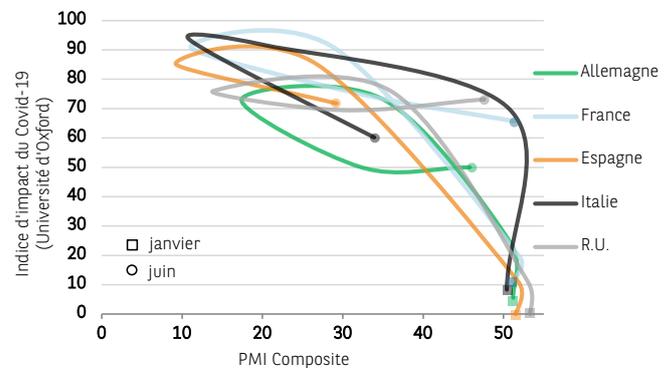
Il convient, toutefois, de ne pas verser dans un enthousiasme excessif à la lecture de ces données. Après tout, les séries PMI nous apprennent seulement qu'en mai, les chefs d'entreprises interrogés se disaient plus confiants à l'égard des perspectives qu'en avril¹. Ce sentiment était encore plus prononcé en juin. L'enquête ne livre pas d'informations sur le niveau d'activité. Lorsque l'on entre dans une pièce non chauffée, après être resté longtemps dans le froid, l'on se sent mieux mais sans avoir vraiment chaud. Lors des phases de récession et de reprise, les prévisions en cours de période (*nowcast*) du taux de croissance trimestriel du PIB réel, basées sur les indices PMI, présentent généralement des erreurs plus importantes qu'en temps normal. Compte tenu du plongeon du niveau d'activité au deuxième trimestre, cette problématique devrait se poser lorsque la reprise se met en place. Les optimistes y trouveront une raison de plus d'être confiants. Comme le montre le graphique 2 pour la zone euro, l'indicateur PMI a tendance à surestimer la croissance pendant un repli et à sous-estimer en période de reprise. Ce dernier point pourrait signifier que la croissance au deuxième trimestre pourrait dépasser les prévisions et créer ainsi la surprise.

Cependant, cela ne nous apprend pas grand-chose sur la vigueur sous-jacente ou, plutôt, sur la faiblesse de l'économie. Comme l'a souligné l'Insee, cette semaine, malgré une remontée record en juin,

1 « Les personnes interrogées doivent indiquer si, d'après plusieurs variables, la conjoncture s'est améliorée, détériorée ou est restée inchangée par rapport au mois précédent ». (Source : brochure IHS Markit).

depuis le début de la série en 1980, le niveau de l'indicateur du climat des affaires reste très en deçà de la moyenne de longue période. La même observation vaut pour l'Allemagne où l'indice Ifo du climat des affaires s'est aussi nettement amélioré. La principale question est de savoir comment la situation va évoluer après le rebond mécanique actuel. Ce rebond est mécanique car il est très largement lié à la fin du confinement, ce qui revient à dire « l'économie rouvre ! » et l'offre redémarre. Cela a entraîné une réduction rapide de l'écart entre les conditions actuelles et celles d'une activité économique normale. Ainsi, selon l'Insee, la perte d'activité en France par rapport à une situation « normale » s'est limitée à 12 % en juin, après 29 % en avril et 22 % en mai². La véritable question qui se pose néanmoins est celle de l'évolution de la demande dans les trimestres à venir. Les entreprises, confrontées à une visibilité limitée — leur principale préoccupation étant de savoir s'il y aura ou non une deuxième vague et, si oui, quelles mesures seront adoptées pour y faire face — se montreront réticentes à investir.

INDICE DE SÉVÉRITÉ DES MESURES DE CONTRÔLE DE L'ÉPIDÉMIE DE COVID-19 ET PMI COMPOSITE (PÉRIODE COUVERTE : JANVIER - JUIN 2020)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : UNIVERSITY OF OXFORD, MARKIT, BNP PARIBAS

2 Source : INSEE, Point de conjoncture, 17 juin 2020

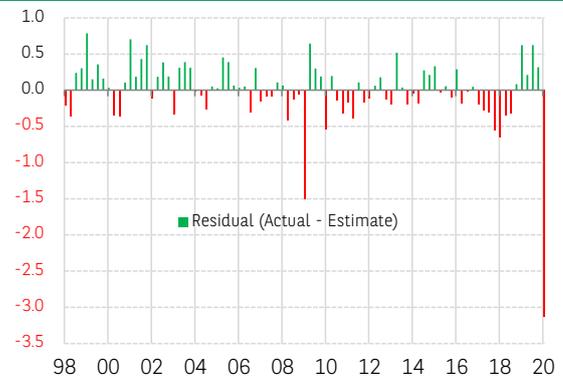
Ce rebond est mécanique car il est très largement lié à la fin du confinement, ce qui revient à dire « l'économie rouvre ! » et l'offre redémarre. La véritable question qui se pose est celle de l'évolution de la demande dans les trimestres à venir. Les entreprises et les ménages sont confrontés à une visibilité limitée.



Les ménages se heurtent, pour leur part, à une dégradation du marché du travail, ce qui devrait peser sur leurs dépenses. La mise à jour, en juin, des Perspectives de l'économie mondiale du FMI donne à réfléchir : « la reprise devrait être plus progressive que ce à quoi on s'attendait... La chute brutale de l'activité économique a des effets désastreux sur le marché du travail au niveau mondial »³. Le Fonds cite à cet égard une étude du Bureau international du travail (BIT), selon laquelle la baisse du nombre d'heures travaillées au niveau mondial, enregistrée au deuxième trimestre 2020 par rapport au dernier trimestre 2019, représentera probablement l'équivalent de plus de 300 millions d'emplois à plein temps. Si l'on ajoute à cela le fait que dans un certain nombre de pays, et dans plusieurs États américains, la pandémie n'a toujours pas été endiguée, le risque d'une deuxième vague à l'automne prochain et une incertitude économique omniprésente, force est de conclure que la prudence est plus que jamais de mise dans l'exercice de prévision. Dans un tel contexte, le Fonds note que « l'ampleur de la récente embellie sur les marchés financiers semble décorrélée de l'évolution des perspectives économiques... il est donc possible que les conditions de financement se durcissent davantage que ne l'a prévu le scénario de référence ». Si tel était le cas, ce serait un autre effet boomerang, dont on préférerait se passer.

William De Vijlder

**ZONE EURO : ERREURS DES PRÉVISIONS EN COURS DE PÉRIODE (NOWCAST)
RELATIVES À LA CROISSANCE TRIMESTRIELLE DU PIB RÉEL, D'APRÈS LE PMI
MANUFACTURIER DU DERNIER MOIS DU TRIMESTRE**



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

³ Source : FMI, Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (juin). Concernant le choc sur le marché du travail, le Fonds cite une étude du Bureau international du travail, selon laquelle la baisse du nombre d'heures travaillées au niveau mondial, enregistrée au deuxième trimestre 2020 par rapport au dernier trimestre 2019, représentera probablement l'équivalent de plus de 300 millions d'emplois à plein temps.

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-6-20 au 25-6-20

▼ CAC 40	4 979	▶ 4 919	-1.2 %
▼ S&P 500	3 098	▶ 3 084	-0.5 %
▼ Volatilité (VIX)	35.1	▶ 32.2	-2.9 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	0.31	▶ 0.28	-2.1 pb
▼ OAT 10a (%)	-0.14	▶ -0.18	-4.3 pb
▼ Bund 10a (%)	-0.45	▶ -0.50	-5.4 pb
▼ US Tr. 10a (%)	0.69	▶ 0.67	-1.9 pb
↔ Euro vs dollar	1.12	▶ 1.12	+0.3 %
↔ Or (once, \$)	1 741	▶ 1 760	+1.1 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	42.3	▶ 41.2	-2.7 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 20	+bas 20	Rendements (%)	+haut 20	+bas 20		
\$ FED	0.25	1.75 le 01/01	0.25 le 16/03	€ Moy. 5-7a	-0.13	0.72 le 18/03	-0.28 le 04/03
Libor 3m	0.28	1.91 le 01/01	0.28 le 24/06	Bund 2a	-0.68	-0.58 le 14/01	-1.00 le 09/03
Libor 12m	0.56	2.00 le 01/01	0.56 le 24/06	Bund 10a	-0.50	-0.17 le 19/03	-0.84 le 09/03
£ Bque Angl	0.10	0.75 le 01/01	0.10 le 19/03	OAT 10a	-0.18	0.28 le 18/03	-0.42 le 09/03
Libor 3m	0.16	0.80 le 08/01	0.16 le 24/06	Corp. BBB	1.31	2.54 le 24/03	0.65 le 20/02
Libor 12m	0.48	0.98 le 01/01	0.48 le 23/06	\$ Treas. 2a	0.19	1.59 le 08/01	0.13 le 07/05
Au 25-6-20			Treas. 10a	0.67	1.91 le 01/01	0.50 le 09/03	
			High Yield	6.71	11.29 le 23/03	5.44 le 21/02	
			£ Gilt. 2a	-0.08	0.61 le 08/01	-0.08 le 25/06	
			Gilt. 10a	0.11	0.83 le 01/01	0.11 le 25/06	
			Au 25-6-20				

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 20	+bas 20	2020	
USD	1.12	1.14 le 09/03	1.07 le 20/03	-0.1%
GBP	0.90	0.94 le 23/03	0.83 le 18/02	+6.7%
CHF	1.06	1.09 le 05/06	1.05 le 14/05	-2.1%
JPY	120.19	124.16 le 05/06	114.51 le 06/05	-1.5%
AUD	1.63	1.87 le 23/03	1.60 le 01/01	+2.4%
CNY	7.93	8.08 le 04/06	7.55 le 19/02	+1.5%
BRL	5.98	6.42 le 13/05	4.51 le 02/01	+32.5%
RUB	77.65	87.95 le 30/03	67.75 le 10/01	+11.4%
INR	84.84	86.26 le 11/06	77.21 le 17/02	+5.9%

Au 25-6-20 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 20	+bas 20	2020	2020(€)	
Pétrole, Brent	41.2	69.1 le 06/01	16.5 le 21/04	-37.9%	-37.9%
Or (once)	1 760	1 772 le 24/06	1 475 le 19/03	+15.8%	+15.9%
Métaux, LME	2 630	2 894 le 20/01	2 232 le 23/03	-7.5%	-7.4%
Cuivre (tonne)	5 884	6 270 le 14/01	4 625 le 23/03	-4.3%	-4.2%
CRB Aliments	296	341.5 le 21/01	272 le 27/04	-12.5%	-12.5%
Blé (tonne)	182	2.4 le 21/01	180 le 24/06	-20.4%	-20.3%
Mais (tonne)	120	1.5 le 23/01	113 le 28/04	-20.0%	-19.9%

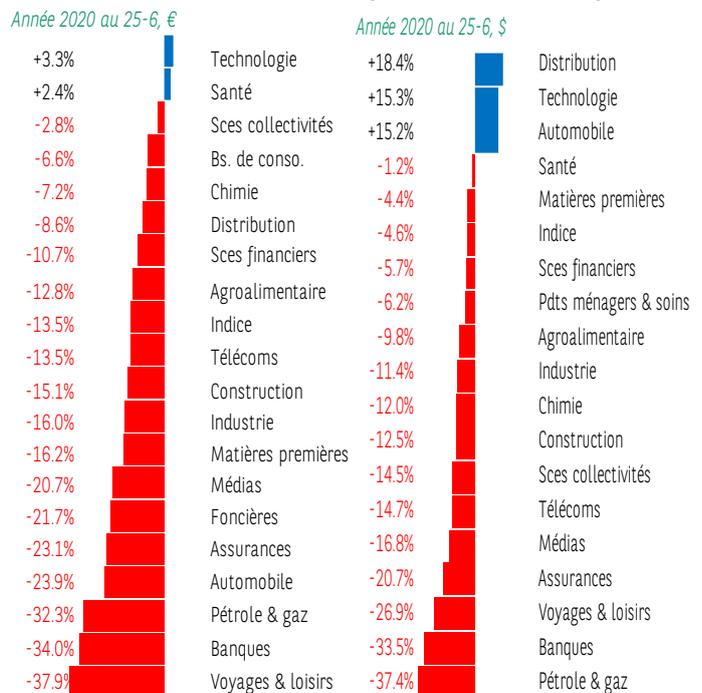
Au 25-6-20 Variations

INDICES ACTIONS

Cours	+haut 20	+bas 20	2020	
Monde				
MSCI Monde	2 193	2 435 le 12/02	1 602 le 23/03	-7.0%
Amérique du Nord				
S&P500	3 084	3 386 le 19/02	2 237 le 23/03	-4.6%
Europe				
EuroStoxx50	3 219	3 865 le 19/02	2 386 le 18/03	-14.1%
CAC 40	4 919	6 111 le 19/02	3 755 le 18/03	-17.7%
DAX 30	12 178	13 789 le 19/02	8 442 le 18/03	-8.1%
IBEX 35	7 270	10 084 le 19/02	6 107 le 16/03	-23.9%
FTSE100	6 147	7 675 le 17/01	4 994 le 23/03	-18.5%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	906	1 034 le 20/01	743 le 23/03	-10.1%
Nikkei	22 260	24 084 le 20/01	16 553 le 19/03	-5.9%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 004	1 147 le 17/01	758 le 23/03	-9.9%
Chine	88	90 le 13/01	69 le 19/03	+3.8%
Inde	488	609 le 17/01	353 le 23/03	-12.6%
Brésil	1 493	2 429 le 02/01	1 036 le 23/03	-16.6%
Russie	626	857 le 20/01	419 le 18/03	-14.2%

Au 25-6-20 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

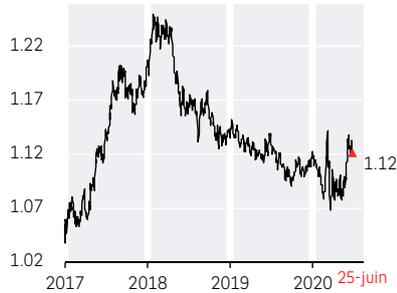


SOURCE : THOMSON REUTERS

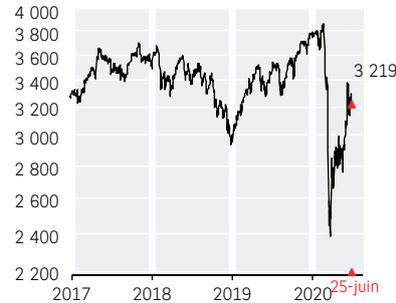


REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



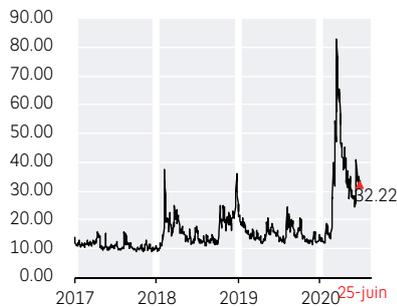
EUROSTOXX50



S&P500



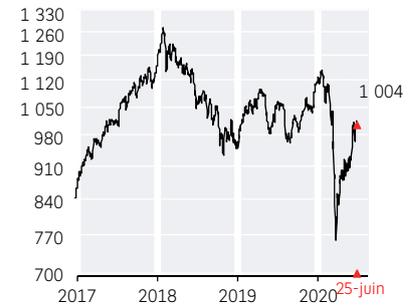
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

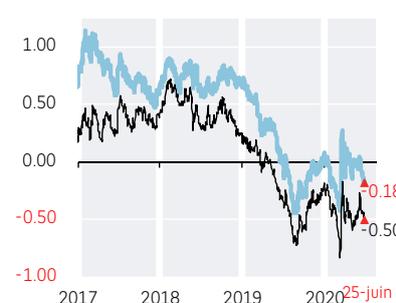


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



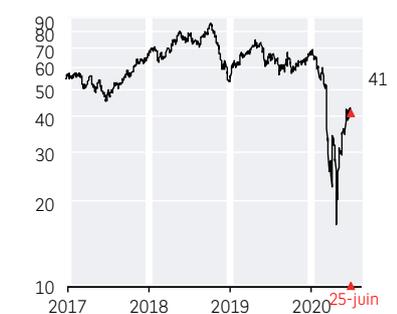
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2020 au 25-6, €

1.80%	Grèce	230 pb
1.27%	Italie	177 pb
0.39%	Espagne	89 pb
0.36%	Portugal	86 pb
-0.14%	Belgique	36 pb
-0.18%	France	32 pb
-0.25%	Finlande	25 pb
-0.28%	Autriche	22 pb
-0.29%	Irlande	21 pb
-0.38%	P-Bas	12 pb
-0.50%	Allemagne	

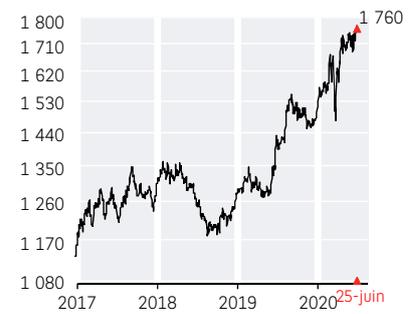
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : THOMSON REUTERS



ALLEMAGNE : LES ENTREPRISES ET LES MÉNAGES GAGNENT EN CONFIANCE

La forte contraction de la zone bleue dans le Baromètre indique une nette détérioration du climat économique au cours des trois derniers mois, due aux mesures de confinement adoptées pour enrayer la pandémie de Covid-19. Il existe, néanmoins, de profondes différences d'un secteur à l'autre. En avril, la production dans l'industrie manufacturière a reculé de 30 % par rapport à l'année dernière. Le bâtiment, en revanche, a été l'une des activités les moins touchées et la production a même été légèrement supérieure au niveau d'avril 2019. Dans le secteur du commerce de détail, les magasins de vêtements ont été particulièrement affectés, avec une chute du chiffre d'affaires de plus de 70 % par rapport à l'année dernière. Quelques grands gagnants se détachent néanmoins dans le secteur. Les bars et les restaurants étant restés fermés, les magasins d'alimentation ont enregistré une augmentation des ventes de 10 % et les ventes en ligne ont progressé de près de 25 % par rapport à l'année dernière.

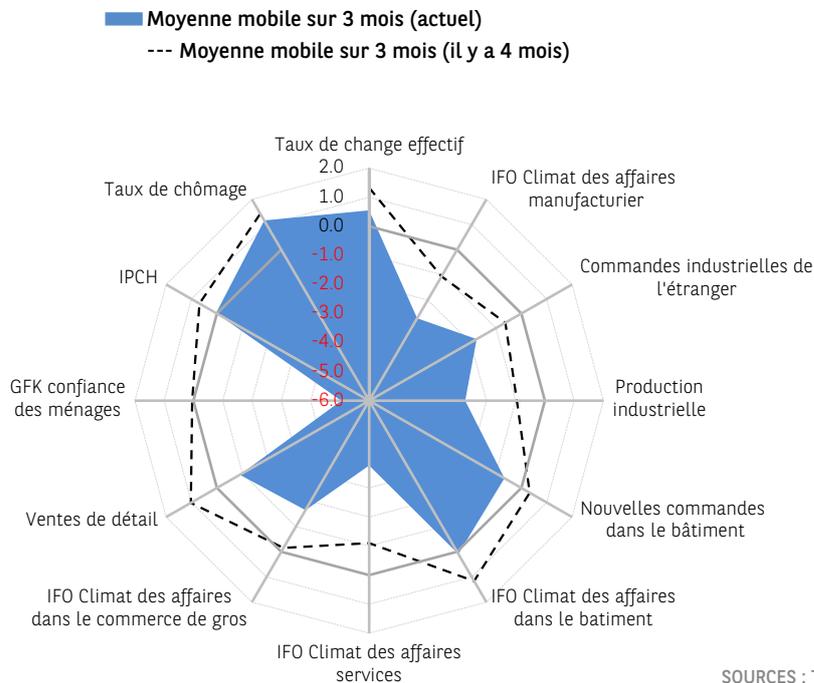
Le creux est probablement derrière nous. Suite au ralentissement des nouveaux cas de coronavirus, les Länder allemands ont, chacun à son rythme, progressivement levé les restrictions liées au confinement.

La réouverture progressive des entreprises a certainement contribué à l'amélioration du sentiment économique. La confiance des ménages, qui s'est améliorée en mai et en juin, devrait, d'après les prévisions, poursuivre son redressement en juillet. De plus, porté par le rebond des anticipations, l'indice Ifo sur le climat des affaires a progressé en juin pour le deuxième mois consécutif. En revanche, l'évaluation des conditions actuelles a poursuivi son repli. Le plan de relance, adopté au début du mois de juin, n'est pas étranger à l'embellie de la confiance. En particulier, la réduction temporaire de la TVA devrait stimuler l'activité au second semestre.

La situation n'en reste pas moins difficile et fragile. Les mesures de reconfinement, récemment décidées dans plusieurs districts, montrent que la crise sanitaire est loin d'être terminée. Par ailleurs, le nombre record de travailleurs en chômage partiel et la hausse du chômage vont probablement peser sur la confiance. Un rebond de l'économie est attendu au troisième trimestre, mais il faudra peut-être attendre jusqu'à la fin de 2022 pour voir l'activité renouer avec ses niveaux de pré-crise.

Raymond Van Der Putten

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue entre -3 et 3 la plupart du temps. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés) : un élargissement de la zone bleue par rapport à la zone en pointillés indique une amélioration de l'indicateur d'activité.

BAROMÈTRE

7

FRANCE : FRANCHE ÉCLAIRCIE CONJONCTURELLE EN JUIN

Encore timide en mai, l'éclaircie conjoncturelle est franche en juin. De par sa construction, notre baromètre n'en porte pas encore la trace, mais elle est aussi remarquable que la chute qui l'a précédée. L'indice composite PMI de Markit est repassé en zone d'expansion, à 51,3 (estimation préliminaire), retrouvant presque son niveau d'avant-crise (52 fin 2019). Le terrain perdu en mars-avril a été quasiment regagné. Dans le secteur manufacturier, le climat des affaires rebondit même au-delà, retrouvant, à 55,5, son plus haut niveau depuis février 2018. Dans les services, l'écart à combler n'est que de 2 points.

Le message est un peu moins optimiste du côté des enquêtes de l'INSEE. Le rebond est conséquent pour l'indice composite (+18 points), les services (+26 points) et le commerce de détail (+21 points), mais il l'est nettement moins dans l'industrie (+7 points)*. À 78, l'indice composite est seulement moins bas ; il reste très en-deçà de sa moyenne de référence 100. Entre mai et juin, il a à peine repris la moitié du terrain perdu en mars-avril. L'amélioration reste due au vif redressement des soldes d'opinion relatifs aux évolutions futures, tandis que ceux relatifs aux évolutions passées demeurent très dégradés. Cela compromet l'anticipation qu'avril marque le creux de la production industrielle et mai le début de son redressement.

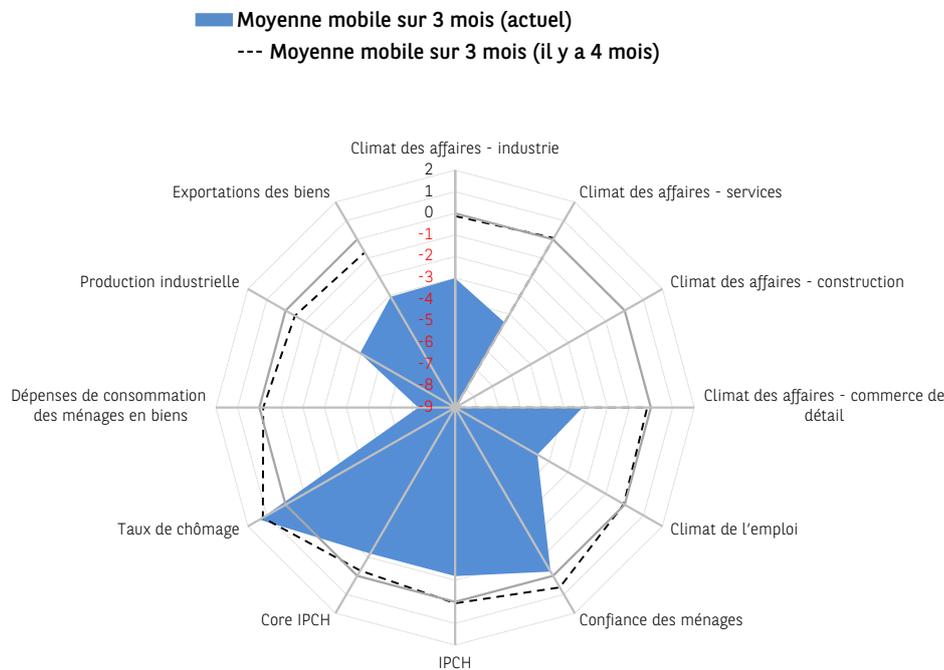
Les perspectives semblent, en revanche, meilleures du côté de la consommation des ménages en biens. En mai et juin, la proportion de ménages jugeant opportun de faire des achats importants est en très forte hausse et, en mai, l'enquête de la Banque de France sur le commerce de détail montre un très fort rebond. Dans ses deux dernières notes de conjoncture (27 mai et 17 juin), l'INSEE fait état d'un redémarrage plus rapide de la consommation (qui se situe, en juin, 5% en-deçà de son niveau en situation « normale ») que de la production (-12%).

Les nouvelles sont également encourageantes sur le front du marché du travail : le nombre de demandeurs d'emplois inscrits en catégorie A à Pôle emploi a reflué de 3,3% m/m en mai et les déclarations d'embauche de plus d'un mois (hors intérim) ont rebondi de 76% m/m ce même mois. Les ménages continuent toutefois de percevoir négativement la situation, leurs craintes concernant l'évolution du chômage ayant à nouveau augmenté en juin, même si ce n'est que légèrement.

* Depuis avril, l'INSEE ne fournit plus l'indicateur synthétique du climat des affaires dans le bâtiment, seulement les soldes d'opinions qui le composent.

Hélène Baudchon

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar et le graphique de la surprise 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 entre -3 et 3 la plupart du temps. 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

ESPAGNE : UNE REPRISE SEMÉE D'EMBÛCHES

Le baromètre pour l'Espagne a commencé à se redresser avec l'intégration de données postérieures au confinement, mais il continue d'osciller autour de moyennes historiquement basses.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) s'établissait ainsi à seulement 29,2 en mai (les données pour juin pour le secteur manufacturier seront publiées mercredi 1^{er} juillet), et le sous-indice pour l'emploi restait en forte contraction, à 32,1. Cela étant, les premiers indicateurs avancés pour juin en Europe (Ifo en Allemagne, climat des affaires de l'INSEE en France) montrent un renforcement de l'activité économique ; il devrait s'observer également en Espagne.

En effet, l'accueil de touristes étrangers, effectif depuis le 21 juin, donnera un peu d'air sur le front économique, bien que le gouvernement reste contraint d'envisager une éventuelle résurgence de l'épidémie. La ministre des Affaires étrangères, Arancha Gonzalez Laya, a notamment évoqué la possibilité de réinstaurer des restrictions si le taux de contamination hebdomadaire dépassait le seuil de 50 pour 100 000 habitants.

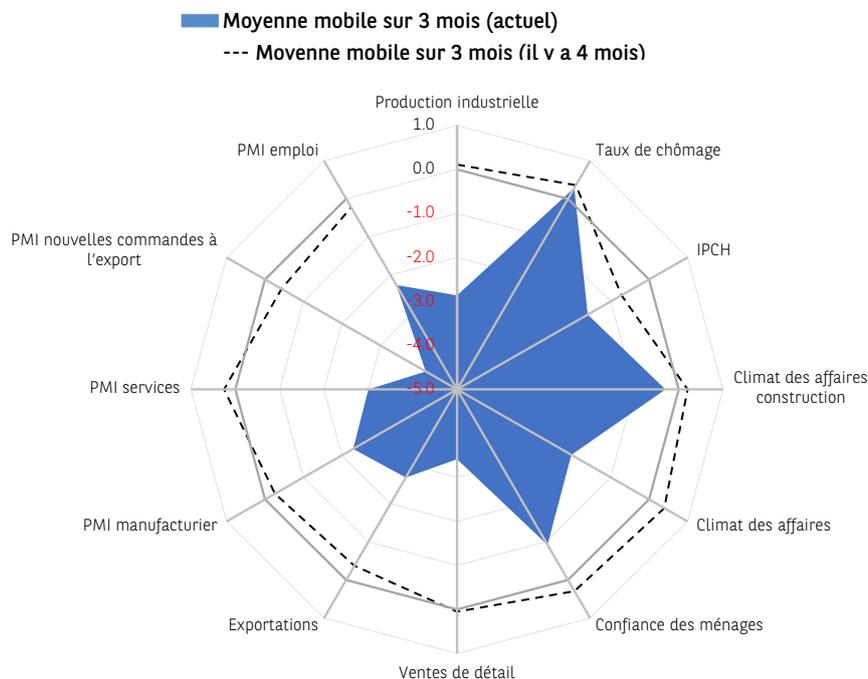
Les discussions entre le gouvernement et les syndicats, portant sur la modification du dispositif de chômage partiel (ERTE) à partir du 1^{er} juillet, ont confirmé par ailleurs l'incertitude qui plane sur la situation financière de nombreuses entreprises.

L'INE a publié les chiffres d'affaires par secteur pour avril. Ils montrent, sans surprise, une contraction record de l'activité sur le mois, estimée à -25,9%. Les pertes sont sensiblement les mêmes dans le secteur manufacturier (-28,7%) et celui des services non financier (-27,1%). Néanmoins, la proportion très forte de PME dans ce second secteur accroît les risques de faillites et de licenciements pour celui-ci. Le déclin dans le secteur de l'énergie était moins marqué (-4,9%).

La baisse du prix du pétrole au début de l'année continue de se propager sur l'indice des prix à la consommation (IPC), qui s'enfonce davantage en déflation en mai (-0,91%). En effet, l'IPC de l'énergie a baissé de 14,3% entre janvier et mai, après ajustement saisonnier. Ceci a été en partie compensé par un rebond, au cours de la même période, des prix des biens alimentaires et boissons non alcoolisées (+2,1%), cette catégorie représentant près d'un cinquième du panier des ménages. L'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et les biens alimentaires périssables) reste stable à 1,1% en mai.

Guillaume Derrien

ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar et le graphique de la surprise 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 entre -3 et 3 la plupart du temps. 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.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

• L'économie est de plus en plus impactée par la propagation du coronavirus et les inquiétudes se renforcent concernant la hausse du taux de chômage, qui pèse sur les dépenses de consommation. C'est ce qui explique les mesures très importantes prises par la Réserve fédérale et celles annoncées par l'Administration américaine. En outre, l'Administration prépare une nouvelle série de mesures. À l'évidence, les perspectives à court terme dépendent de la manière dont l'épidémie va évoluer. Une fois le pic passé, les mesures adoptées jusqu'à présent seront déterminantes pour soutenir la reprise de la demande et de l'activité.

CHINE

• L'activité s'est effondrée en février, premier mois du confinement, et le PIB réel s'est contracté de 6,8% en g.a. au T1 2020. Depuis le mois de mars, l'activité se redresse progressivement, avec une reprise plus rapide du côté de l'offre et dans l'industrie que du côté de la demande et dans les services. Les autorités ont multiplié les mesures de relance monétaire et budgétaire. L'assouplissement des conditions de crédit devrait rester prudent, contraint par la dette déjà excessive de l'économie. En revanche, la marge de manœuvre budgétaire reste confortable et l'investissement public devrait se renforcer. Les risques baissiers sur notre prévision 2020 sont élevés. En particulier, le secteur manufacturier chinois est très vulnérable à l'affaiblissement de la demande mondiale et aux mesures protectionnistes américaines.

ZONE EURO

• L'impact massif de l'épidémie de coronavirus se fait de plus en plus sentir sur les données relatives à l'activité et à la demande, suite aux mesures de confinement adoptées, mais aussi sur celles concernant la confiance et les anticipations des entreprises. Le premier semestre sera significativement affecté, l'importance de l'impact étant, toutefois, fonction du moment où l'épidémie sera maîtrisée. D'après les enseignements que l'on peut tirer de l'expérience chinoise, le second semestre devrait enregistrer une amélioration, portée par les mesures de soutien massives adoptées. Les prévisions dépendent entièrement du scénario pris pour hypothèse.

FRANCE

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

TAUX & CHANGES

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

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

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

CROISSANCE ET INFLATION

%	Croissance du PIB **			Inflation		
	2019	2020 e	2021 e	2019	2020 e	2021 e
États-Unis	2.3	-6.6	5.8	1.6	1.2	2.2
Japon	0.7	-5.0	2.1	0.5	-0.2	-0.2
Royaume-Uni	1.4	-8.8	5.4	1.8	0.7	1.7
Zone euro	1.2	-9.2	5.8	1.2	0.2	1.2
Allemagne	0.6	-6.0	5.3	1.4	0.5	1.4
France	1.3	-11.1	5.9	1.3	0.3	1.3
Italie	0.2	-12.1	6.1	0.6	-	-
Espagne	2.0	-12.5	6.3	0.7	-0.2	1.3
Chine	6.1	2.5	8.1	2.9	3.1	2.0
Inde*	6.1	2.7	5.2	3.0	3.8	3.5
Brésil	1.1	-7.0	4.0	3.7	2.5	3.0
Russie	1.3	-6.5	3.5	4.3	3.3	3.5

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %	2019		2020				2019			2020e			2021e		
	T3	T4	T1	T2e	T3e	T4e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e
Fin de période															
Fed Funds (borne supérieure)	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25						
Treas. 10a	1.67	1.92	0.67	0.80	1.00	1.25	1.92	1.25	1.50						
Z. euro Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50						
Bund 10a	-0.57	-0.19	0.46	-0.50	-0.30	-0.20	-0.19	-0.20	0.00						
OAT 10a	-0.28	0.08	-0.05	-0.15	0.00	0.05	0.08	0.05	0.20						
BTP 10 ans	0.83	1.32	1.55	1.30	1.20	1.10	1.32	1.10	1.10						
BONO 10 ans	0.15	0.47	0.68	0.50	0.50	0.50	0.47	0.50	0.60						
R-Uni Taux BoE	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.75	0.10	0.10						
Gilt 10a	0.40	0.83	0.31	0.55	0.85	0.90	0.83	0.90	1.10						
Japon Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10	-0.05	-0.10	-0.10						
IGR 10a	-0.22	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.05	-0.02	0.05	0.15						

MISE A JOUR : 20/03/2020

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

MISE A JOUR : 12/05/2020

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS)



CALENDRIER ACTUALISÉ

10

DERNIERS INDICATEURS

La poursuite de l'assouplissement des mesures de confinement a entraîné, comme prévu, une amélioration marquée des indicateurs du climat des affaires, tels que les PMI flash, la confiance des entreprises françaises et la confiance du milieu des affaires en Allemagne (indicateur IFO). Dans certains cas, le bond enregistré en juin par rapport à mai a été le plus élevé jamais enregistré, mais il faut ajouter qu'il intervient après le plongeon observé en mars et avril. La confiance des consommateurs dans la zone euro, en France et en Allemagne s'est aussi améliorée, mais de manière moins marquée que la confiance des entreprises. À noter que les commandes de biens d'équipement aux États-Unis ont repris en mai.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
22/06/2020	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Juin	-58	-62
22/06/2020	Etats-Unis	Indice d'activité (Fed Chicago)	Mai	2,6	-17,9
22/06/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	-14,7	-18,8
22/06/2020	Etats-Unis	Ventes de logements existants m/m	Mai	-9,7%	-17,8%
23/06/2020	Japon	PMI composite (Jibun Bank)	Juin	37,9	27,8
23/06/2020	France	PMI manufacturier (Markit)	Juin	52,1	40,6
23/06/2020	France	PMI des services (Markit)	Juin	50,3	31,1
23/06/2020	France	PMI composite (Markit)	Juin	51,3	32,1
23/06/2020	Allemagne	PMI manufacturier (Markit/BME)	Juin	44,6	36,6
23/06/2020	Allemagne	PMI des services (Markit)	Juin	45,8	32,6
23/06/2020	Allemagne	PMI composite (Markit/BME)	Juin	45,8	32,3
23/06/2020	Zone euro	PMI manufacturier (Markit)	Juin	46,9	39,4
23/06/2020	Zone euro	PMI des services (Markit)	Juin	47,3	30,5
23/06/2020	Zone euro	PMI composite (Markit)	Juin	47,5	31,9
23/06/2020	Royaume-Uni	PMI composite (Markit/CIPS)	Juin	47,6	30
23/06/2020	Etats-Unis	PMI composite (Markit)	Juin	46,8	37
23/06/2020	Etats-Unis	Ventes de logements neufs m/m	Mai	16,6%	-5,2%
23/06/2020	Etats-Unis	Indice manufacturier de la Fed de Richmond	Juin	-27	70,9
24/06/2020	France	Climat des affaires	Juin	78	60
24/06/2020	Allemagne	Climat des affaires (IFO)	Juin	86,2	79,7
25/06/2020	Allemagne	Confiance des consommateurs (GfK)	Juil	-9,6	-18,6
25/06/2020	Etats-Unis	PIB annualisé t/t	1T	-5,0%	-5,0%
25/06/2020	Etats-Unis	Commandes de biens d'équipement civils hors aéronautique	Mai	2,3%	-6,5%
25/06/2020	Etats-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin_	1 480k	1 540k
25/06/2020	Etats-Unis	Activité manufacturière de la Fed de Kansas City	Juin	1	-19
26/06/2020	France	Confiance des consommateurs	Juin	97	93
26/06/2020	Etats-Unis	Sentiment de l'Université du Michigan_	Juin_	78,1	78,9

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

INDICATEURS À SUIVRE

Nous comprendrons mieux l'environnement économique du mois de juin à la fin de la semaine prochaine. En effet, les données publiées seront nombreuses, avec notamment les indicateurs de confiance de la Commission européenne, les indices des directeurs d'achat (PMI manufacturier, services et composite) de plusieurs pays, l'enquête Tankan au Japon, ou encore les ISM aux Etats-Unis. Le rapport sur le marché du travail américain est particulièrement attendu. De plus, les minutes du FOMC nous éclaireront sur l'orientation future de la politique monétaire américaine.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
29/06/2020	Zone euro	Climat économique	Juin	--	67,5
29/06/2020	Zone euro	Confiance des industriels	Juin	--	-27,5
29/06/2020	Zone euro	Confiance du secteur des services	Juin	--	-43,6
29/06/2020	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	--	-14,7
30/06/2020	Royaume-Uni	Confiance des consommateurs (GfK)	Juin	--	-30,0
30/06/2020	Chine	PMI Composite	Juin	--	53,4
30/06/2020	Chine	PMI Manufacturier	Juin	50,3	50,6
30/06/2020	Chine	PMI Non-manufacturier	Juin	--	53,6
30/06/2020	France	IPC harmonisé g.a.	Juin	--	0,4%
30/06/2020	France	Dépense des ménages m/m	Mai	--	-20,2%
30/06/2020	Zone euro	IPC estimé g.a.	Juin	--	0,1%
30/06/2020	Zone euro	IPC g.a.	Juin	--	0,9%
30/06/2020	Etats-Unis	Confiance des consommateurs (Conf. Board)	Juin	90,0	86,6
01/07/2020	Japon	Confiance des grands industriels (Tankan)	T2	-31	-8,0
01/07/2020	Japon	Confiance des grandes entreprises (hors industrie / Tankan)	T2	-20	--
01/07/2020	Japon	PMI Manufacturier (Jibun Bank)	Juin	--	37,8
01/07/2020	Chine	PMI Manufacturier (Caixin)	Juin	--	50,7
01/07/2020	Japon	Confiance des consommateurs	Juin	--	24,0
01/07/2020	France	PMI Manufacturier (France)	Juin	--	52,1
01/07/2020	Allemagne	PMI Manufacturier (Markit/BME)	Juin	--	44,6
01/07/2020	Zone euro	PMI Manufacturier (Markit)	Juin	--	46,9
01/07/2020	Royaume-Uni	PMI Manufacturier (Markit)	Juin	--	50,1
01/07/2020	Etats-Unis	ISM Manufacturier	Juin	48,5	43,1
01/07/2020	Etats-Unis	Minutes de la réunion du FOMC	10 juin	--	--
02/07/2020	Zone euro	Taux de chômage	Mai	--	7,3%
02/07/2020	Etats-Unis	Evolution des emplois non agricoles	Juin	3,25e+06	2,509e+06
02/07/2020	Etats-Unis	Taux de chômage	Juin	12,1%	13,3%
03/07/2020	Japon	PMI Composite (Jibun Bank)	Juin	--	37,9
03/07/2020	Chine	PMI Composite (Caixin)	Juin	--	54,5
03/07/2020	France	PMI des Services (Markit)	Juin	--	50,3
03/07/2020	France	PMI Composite (Markit)	Juin	--	51,3
03/07/2020	Allemagne	PMI des Services (Markit)	Juin	--	45,8
03/07/2020	Allemagne	PMI Composite (Markit/BME)	Juin	--	45,8
03/07/2020	Zone euro	PMI des Services (Markit)	Juin	--	47,3
03/07/2020	Zone euro	PMI Composite (Markit)	Juin	--	47,5
03/07/2020	Royaume-Uni	PMI Composite (Markit / CIPS)	Juin	--	47,6

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

12

L'investissement d'impact et le plan de relance européen	EcoTV Week	26 juin 2020
Europe : la politique budgétaire en action	Conjoncture	25 juin 2020
Banques américaines : ratios de levier sous pression	Conjoncture	25 juin 2020
Covid-19 : synthèse des mesures budgétaires et monétaires	EcoFlash	24 juin 2020
Etats-Unis : L'octroi de prêts garantis s'essouffle	Graphique de la semaine	24 juin 2020
Royaume-Uni : chute du PIB record en avril	EcoWeek	19 juin 2020
Chine : le redressement de l'activité ne fait pas de doute, mais va-t-il se poursuivre ?	EcoWeek	19 juin 2020
Union Européenne : l'ombre portée du chômage	EcoWeek	19 juin 2020
Espagne: les énergies renouvelables, une source de croissance à exploiter	EcoTV Week	19 juin 2020
Le marché de bureaux à Paris : une histoire de rendement	EcoTV	17 juin 2020
L'indice DESI, une feuille de route pour l'Union européenne	Graphique de la semaine	17 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	17 juin 2020
Le petit atlas de l'économie française	Petit Atlas	16 juin 2020
Union Européenne : l'endettement élevé des entreprises : un frein pendant la reprise	EcoWeek	12 juin 2020
Italie : une reprise d'activité encore très fragile	EcoWeek	12 juin 2020
Europe du Sud : forte augmentation du coût du risque	EcoTV Week	12 juin 2020
Inde : très forte hausse du chômage en mai	Graphique de la semaine	10 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	10 juin 2020
Espagne : l'espoir d'une relance verte	EcoFlash	9 juin 2020
Global : l'incidence variable de l'incertitude des prévisions	EcoWeek	5 juin 2020
Global : les indices des directeurs d'achats ont dépassé leur creux mais le niveau reste bas	EcoWeek	5 juin 2020
Turquie : pas la pire crise que le pays ait connue	EcoTV Week	5 juin 2020
Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales (mise à jour)	EcoFlash	3 juin 2020
Zone Euro : La masse monétaire enregistre sa plus forte croissance depuis 2009	Graphique de la semaine	3 juin 2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe Centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change