

## Vue d'ensemble Retour sur terre

Page 2

### Focus 1

## Les conséquences de l'envolée des prix des matières premières alimentaires pour les pays émergents

Page 3

L'envolée des prix alimentaires a conduit, depuis la mi-2007, à un regain d'inflation général dans les pays émergents et une montée consécutive des troubles sociaux. Les prix des matières premières alimentaires devraient rester élevés car le mouvement récent traduit à la fois un effet de rattrapage après des décennies de baisse des prix en termes réels et, ceci expliquant cela, un déséquilibre structurel entre offre et la demande ayant conduit à une forte réduction des stocks. L'effet sur le risque pays peut être d'autant plus sensible que cette hausse des prix alimentaires intervient à un moment délicat du cycle économique mondial pour les pays émergents.

### Focus 2

## BCE : *statu quo* sur les taux d'intérêt

Page 8

Lors de la réunion du 8 mai, le Conseil des Gouverneurs de la BCE n'a nullement adouci son discours. La Banque s'est montrée particulièrement préoccupée par l'évolution des prix et les risques de « second tour ». L'inflation a de nouveau augmenté en mai et devrait rester élevée à court terme. Cependant, une hausse des taux d'intérêt semble très improbable. Les tensions financières restent importantes et les signes d'un ralentissement de l'activité au cours des prochains trimestres s'accumulent, ce qui permettrait aux tensions salariales de demeurer modérées. Dans ces conditions, le scénario le plus probable est celui du maintien du *statu quo* pendant une période prolongée.

## Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

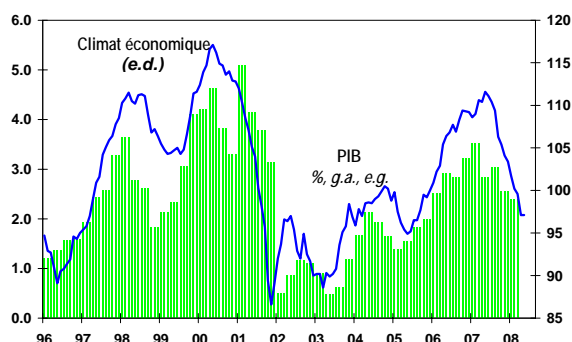
Page 10

**Eco  
WEEK**

 Direction  
des Études  
Économiques

### Le graphique de la semaine

#### Zone euro : climat économique et croissance du PIB



Sources : Commission européenne et Eurostat

## Vue d'ensemble

### Retour sur terre

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB au premier trimestre a été revue à la hausse en deuxième estimation (+0,9% t/t annualisés au lieu de 0,6%). Cette révision provient principalement de celle de l'investissement (-7,8% t/t annualisés au lieu de -9,5%) et des échanges extérieurs (contribution de +0,8 point au lieu de +0,2 point). Au total, la demande intérieure hors stocks s'est contractée au premier trimestre pour la première fois depuis 1991 et devrait atteindre un point bas au T2, en ligne avec la poursuite de la modération de la consommation (comme semble l'annoncer l'effondrement de la confiance des ménages), et le repli attendu de l'investissement. Toutefois, plusieurs présidents de *Feds* régionales ont fait part d'une inquiétude croissante face à la progression de l'inflation et ses conséquences sur les anticipations de prix des ménages. Richard Fischer, le dernier en date à s'exprimer sur le sujet, évoquait même la possibilité d'un changement de cap monétaire dans un contexte économique anémique, si l'évolution des prix le justifiait. Rappelons que la dernière décision de baisser les taux de 25 points de base, fin avril, n'a pas été prise à l'unanimité (MM. Fischer et Plosser préférant laisser les taux inchangés). Dans ces conditions, il apparaît plus que probable que le FOMC opte pour le statu quo monétaire à l'occasion de sa réunion des 24 et 25 juin.

Dans la zone euro, les dernières enquêtes publiées tendent à montrer que la croissance du PIB observée au premier trimestre ne se reproduira pas au deuxième trimestre et même s'inscrira en nette décélération. Ainsi, l'indice EuroCoin, bien qu'étant remonté de 0,30 en avril à 0,37 en mai, demeure cohérent avec une croissance inférieure au potentiel, comme le PMI composite d'activité ou encore l'indice de climat économique (tiré de l'enquête de la Commission européenne). Celui-ci s'est en effet inscrit à 97,1, son niveau le plus bas depuis août 2005. En outre et conformément à nos attentes, la publication des composantes du PIB allemand confirme l'aspect non pérenne de la croissance au T1 (+1,5% t/t après 0,3% au T4 07), dans la mesure où la demande des ménages ne serait pas assez dynamique pour amortir le ralentissement de la demande extérieure. En effet, la constitution de stocks en a été le principal moteur de l'activité, en

y contribuant à hauteur de 0,7 points de pourcentage. De plus, le rebond des dépenses de consommation est resté limité, à 0,3% t/t après -0,8% t/t au T4 2007, et ne devrait pas se poursuivre. Ainsi, l'indice de confiance Gfk des consommateurs a-t-il fortement reculé en juin à 4,9 après 5,6 en mai. La hausse des prix qui érode le pouvoir d'achat des ménages, est le principal facteur cité pour expliquer ce repli marqué de l'indice.

En France, un rebond des dépenses de consommation après un premier trimestre déjà atone (+0,1% t/t après 0,6% au T4 07) semble aussi exclu dans l'immédiat. La confiance des ménages, qui avait déjà atteint un plus bas historique à -38 en avril, s'est repliée encore davantage en mai pour atteindre -41. L'indice des intentions d'achat a reculé à son plus bas niveau en onze ans. Cette évolution est particulièrement inquiétante et tend à prouver qu'il ne faut pas attendre de soutien de la consommation à la croissance, alors même que l'indicateur du climat des affaires pour juin (enquête INSEE) a lui aussi enregistré une chute marquée. Il a perdu 4 points, pour s'établir à 102, son niveau le plus bas depuis décembre 2005.

Parallèlement, les prix à la consommation enregistrent de nouveaux records. En Allemagne, l'inflation s'est nettement redressée, de 2,4 % à 3,0 % en mai. Dans la zone euro, elle est remontée de 3,3% en avril à 3,6%, d'après l'estimation *Flash* d'Eurostat. Dans ces conditions, et en dépit de la faiblesse actuelle de l'activité, nul doute que l'inflation demeure la préoccupation majeure de la Banque Centrale Européenne repoussant d'autant les perspectives d'une éventuelle baisse des taux. Il n'en demeure pas moins qu'un relèvement des taux directeurs paraît très improbable. En effet, la zone euro fait face à de nombreux vents contraires: la force de l'euro, la flambée des prix alimentaires et énergétiques, le resserrement des conditions financières et les effets de contagion de la faiblesse de l'économie américaine. Il y a donc tout à miser sur le maintien prolongé du *statu quo* monétaire.

#### Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 29 mai	Jeudi 22 mai	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines		Jeudi 29 mai	Jeudi 22 mai	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	2,87	2,80	5,83	2,65	EUR/USD	1,5533	1,5717	1,5980	1,3305
US-Bonds 10 ans	4,08	3,85	5,27	3,32	USD/JPY	105,41	103,95	124,09	96,90
Euribor à 3 mois	4,88	4,87	4,95	4,12	EUR/JPY	163,74	163,35	168,61	152,30
Bund 10 ans	4,42	4,29	4,67	3,68	EUR/GBP	0,7859	0,7932	0,8073	0,6687
Taux à 3 mois	1,00	1,02	1,10	0,66	USD/CHF	1,0476	1,0323	1,2453	0,9861
JGB 10 ans	1,82	1,66	1,98	1,27	EUR/CHF	1,6271	1,6224	1,6786	1,5537

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

## Focus 1

# Les conséquences de l'envolée des prix des matières premières alimentaires pour les pays émergents

■ Depuis 2005, les prix des principales matières premières agricoles alimentaires ont été multipliés par près de 2,5 avec une très forte accélération depuis 2007. Ce mouvement traduit à la fois un effet de rattrapage après des décennies de baisse des prix en termes réels et, ceci expliquant cela, un déséquilibre structurel entre offre et la demande ayant conduit à une forte réduction des stocks.

■ L'envolée des prix alimentaires a conduit, depuis la mi-2007, à un regain d'inflation général dans les pays émergents et une montée consécutive des troubles sociaux, ce que n'avait pas provoqué l'accélération des prix de l'énergie entre 2003 et 2006.

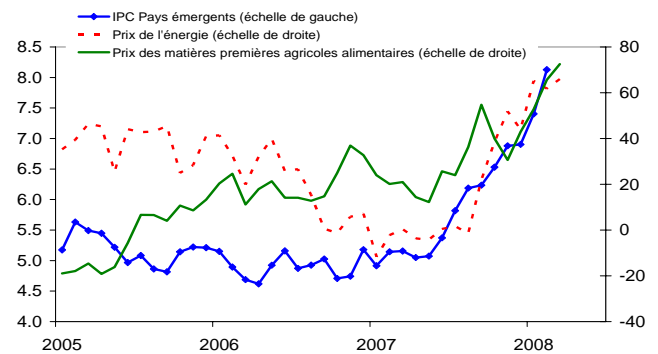
■ L'effet sur le risque pays peut être d'autant plus sensible que cette hausse des prix alimentaires intervient à un moment délicat du cycle économique mondial pour les pays émergents. Les pays les plus vulnérables ont comme caractéristiques d'être non seulement importateurs nets de céréales et dans l'incapacité d'augmenter leur production agricole locale à court terme, mais aussi de ne pas bénéficier en général de la hausse de prix des autres matières premières (énergie, métaux), d'avoir peu de marges de manœuvre budgétaires pour amortir le coût budgétaire des subventions/réductions des droits d'importation et de connaître un climat politique et social tendu.

## La hausse des prix des matières premières alimentaires est plus pénalisante que celle des prix de l'énergie

L'envolée des prix des matières premières agricoles alimentaires couplée à une nouvelle poussée des prix de l'énergie a conduit, depuis la mi-2007, à un regain d'inflation dans les pays émergents (cf. graphique 1). Entre 2003 et 2006, la hausse des prix de l'énergie n'avait pas eu de conséquence notable sur le niveau général des prix des pays émergents, et la forte croissance économique mondiale avait permis d'atténuer son impact négatif sur les balances commerciales des pays importateurs nets. En fait, la flambée des prix de l'énergie, même si elle donne lieu à un transfert de revenus entre exportateurs nets et importateurs nets, est considérée comme une aubaine

pour les pays émergents dans la mesure où globalement ces derniers sont très largement exportateurs nets<sup>1</sup>.

**Graphique 1 : Prix des matières premières et inflation dans les pays émergents (glissement sur un an en %)**



Sources : FMI, S&P, BNP Paribas

En revanche, la hausse des prix des matières premières alimentaires est pénalisante à plusieurs titres. Premièrement, elle frappe les pays importateurs nets. Certes, certains produits sont cultivés exclusivement dans les pays émergents (café, cacao, fruits tropicaux...) et d'autres sont répartis entre pays émergents et pays développés<sup>2</sup>. Mais nombre de pays en développement sont devenus structurellement importateurs nets de céréales (blé, orge, maïs, colza) et de riz. Par ailleurs, que ce soit dans les pays importateurs nets, autosuffisants ou exportateurs nets, les marchés locaux, de plus en plus ouverts, dépendent des prix mondiaux. Deuxièmement, même subventionnés, une hausse des prix des produits alimentaires provoque plus spontanément que celle des prix de l'énergie des mouvements de révolte, dans la mesure où le poids de l'alimentation dans le budget des ménages peut atteindre ou même dépasser 50% dans certains pays. Troisièmement, les mesures prises dans l'urgence par les gouvernements (augmentation des subventions et/ou blocage des prix, réduction des droits à l'importation, limitation des exportations) pèsent directement sur les soldes budgétaires et indirectement sur les balances commerciales. Enfin, l'accélération de l'inflation, le resserrement consécutif des politiques monétaires

<sup>1</sup> A hauteur d'environ 4% de leur PIB agrégé.

<sup>2</sup> D'après les chiffres de la FAO, le déficit global a été d'environ 20 milliards de dollars par an en moyenne sur la période 2001-2005, ce qui reste malgré tout marginal (à peine 0,1% du PIB agrégé des pays émergents).

et, le cas échéant, la dégradation des termes de l'échange peuvent freiner la croissance économique<sup>3</sup>.

Finalement, la hausse des prix alimentaires peut impacter le risque pays dans plusieurs de ses composantes (risque politique, risque souverain, risque de change, voire de non transfert). L'effet sur le risque pays peut être d'autant plus sensible que la hausse des prix alimentaires intervient à un moment délicat du cycle économique mondial pour les pays émergents : ralentissement des importations des pays développés dans un contexte de quasi-surchauffe dans nombre de pays, impliquant un ralentissement du crédit et un resserrement des politiques monétaires que l'accélération de l'inflation ne peut qu'accroître.

## Des prix durablement élevés

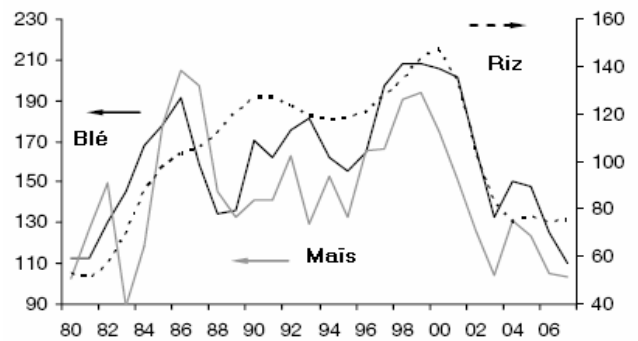
L'évolution du risque pays est à considérer non seulement à court terme mais aussi à moyen terme dans la mesure où les prix des produits alimentaires devraient rester élevés, voire progresser encore. Des analyses récentes mettent en avant des facteurs circonstanciels (mauvaises récoltes, développement des biocarburants, effet de la spéculation sur les marchés dérivés) pour relativiser la tendance récente, voire pour prévoir une correction en 2009 (OCDE-FAO, Fitch)<sup>4</sup>. Toutefois, le prix du baril de pétrole à plus de 100 dollars démontre qu'au-delà des facteurs exceptionnels (en l'occurrence les interruptions de production pour raison climatique ou instabilité politique, capacités de raffinage insuffisantes), il existe une demande structurellement plus forte de matières premières émanant des pays émergents.

Certes, le ralentissement de la croissance mondiale en 2008 et 2009 devrait calmer ces tensions, notamment sur les prix des matières premières industrielles. Mais la dynamique des prix des produits agricoles alimentaires échappe aux grands cycles conjoncturels. Les stocks de maïs, riz et soja sont au plus bas depuis 2006 (cf. graphique 2), et la baisse qui a commencé au début de la décennie ne peut pas être uniquement imputée aux mauvaises récoltes de 2006/2007.

En fait, jusqu'à la fin des années 1990, la demande de produits alimentaires évoluait peu ou prou en ligne avec la croissance de la population mondiale. Depuis le début de la décennie, avec notamment l'effet « développement des classes moyennes » dans les principaux pays émergents (Brésil, Chine, Inde...), la demande de produits alimentaires a très fortement accéléré passant d'environ 1,2% par an entre la décennie 1980 et la décennie 1990 à environ 4,5% depuis le début de la présente décennie (cf graphique 3), largement au-delà de la croissance

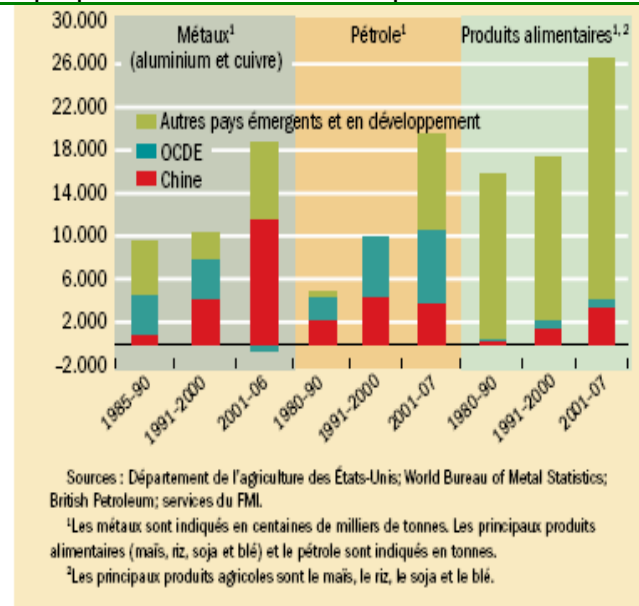
démographique qui est actuellement légèrement supérieure à 1% par an.

**Graphique 2 : Niveau des stocks des principales matières premières agricoles**  
(Fin d'année – millions de tonnes)



Source : IIF

**Graphique 3 : Demande de matières premières**



Source FMI : « Boom des matières premières - Vague porteuse » Finances et Développement – Mars 2008

Par ailleurs, certains marchés comme le riz (matière première alimentaire la plus consommée dans le monde) sont très cloisonnés et n'ont pas de marchés dérivés organisés permettant à la spéculation financière de s'y développer, ce qui signifie que la hausse du prix du riz reflète probablement les fondamentaux du marché. Finalement, comme pour l'énergie, et au-delà des facteurs d'offre « aggravants » (sécheresses, spéculation financière sur les marchés dérivés), la hausse des prix des produits agricoles alimentaires reflète fondamentalement une

<sup>3</sup> Dans une proportion pouvant atteindre un point de PIB en Asie d'après une étude de la BAD publiée le 6 mai 2008.

<sup>4</sup> OECD-FAO : Agricultural outlook 2008-2017 - Fitch : « Commodity prices not immune to economic slowdown » Special report 8 avril 2008

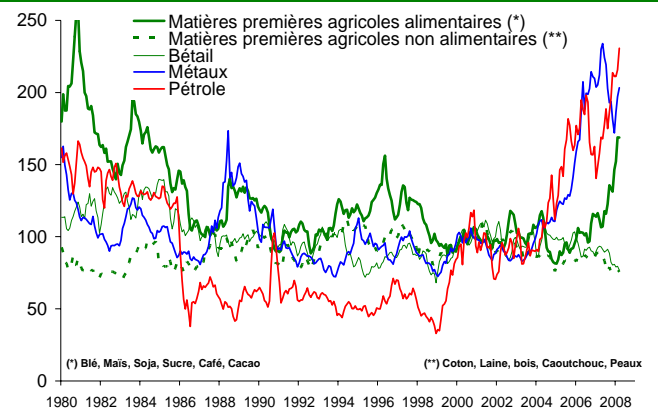
demande excédentaire. Enfin, il faut souligner que la poussée des prix agricoles s'inscrit après une période de déclin prononcé, sinon absolu du moins relatif, et relève donc d'une logique de rattrapage. A cet égard, si les prix des matières premières agricoles alimentaires ont comblé une grande partie de leur retard, le rattrapage n'est même pas enclenché pour les prix des animaux d'élevage (cf. graphique 4). Il est même possible que la spéculation se reporte sur les prix des matières premières agricoles non alimentaires qui ont pour l'instant échappé au mouvement haussier.

## Typologie des pays émergents les plus vulnérables

Les pays les plus vulnérables à la hausse des prix des produits alimentaires se situent bien évidemment en Afrique (Burkina Faso, Cameroun, Côte d'Ivoire, Egypte, Guinée Conakry, Sénégal) mais aussi en Amérique centrale et dans les Caraïbes. Certains pays d'Asie sont également concernés (Bangladesh, Pakistan, Sri Lanka). Importateurs nets de céréales dans l'incapacité d'augmenter leur production agricole locale à court terme, ces pays ont connu pour la plupart des émeutes, l'envolée des prix alimentaires et/ou les pénuries venant s'ajouter à un climat politique souvent tendu. Les mesures gouvernementales prises pour atténuer la ponction sur le pouvoir d'achat des populations vont grever des budgets publics déjà déficitaires ou fragiles. Enfin, la plupart de ces pays ne bénéficient pas ou de façon très marginale de la manne pétrolière et/ou des prix élevés des métaux et présentent de ce fait également d'importants déficits des comptes courants.

En dehors de cette liste relativement homogène, on peut dresser une deuxième liste de pays « sensibles » pour différentes raisons : une situation alimentaire difficile n'ayant pas jusqu'à présent entraîné d'émeutes ou de manifestations violentes (Mali, Maroc, Niger), un coût pour les finances publiques des subventions et réductions des droits d'importation qui s'ajoute à celui parfois massif des subventions sur les prix de l'énergie (Inde, Indonésie, Maroc), un contexte fortement inflationniste qui laissait déjà craindre une montée du mécontentement social (Argentine, Iran, Ukraine, Venezuela, et, dans une moindre mesure Bolivie, Bulgarie, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, Vietnam), enfin une situation sociopolitique se dégradant avant même que la flambée des prix alimentaires n'apparaisse (Afrique du Sud, Mauritanie).

**Graphique 4 : Prix relatifs des matières premières (déflatés par les prix des exportations des pays industrialisés – 2000=100)**



Sources : FMI, S&P, BNP Paribas

## Focus 2

### BCE : *statu quo* sur les taux d'intérêt

- Lors de la réunion du 8 mai, le Conseil des Gouverneurs de la BCE n'a nullement adouci son discours. La Banque s'est montrée particulièrement préoccupée par l'évolution des prix et les risques de « second tour ».
- L'inflation a de nouveau augmenté en mai et devrait rester élevée à court terme.
- Cependant, un relèvement des taux d'intérêt semble très improbable. Les tensions financières restent importantes et les signes d'un ralentissement de l'activité au cours des prochains trimestres s'accumulent, ce qui permettrait aux tensions salariales de demeurer modérées. L'hypothèse la plus probable est donc le maintien du *statu quo* pendant une période prolongée.

### Une BCE toujours « hawkish »

Lors de la réunion du 8 mai, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu le taux *refi* inchangé à 4%. La déclaration prononcée à cette occasion n'a guère varié non plus par rapport à la réunion précédente et le ton est resté plutôt « hawkish ». La BCE a notamment indiqué que :

- Les fondamentaux économiques de la zone euro sont sains tandis que la demande intérieure et extérieure devrait soutenir la croissance du PIB réel. Cependant, le niveau d'incertitude découlant des turbulences sur les marchés financiers reste anormalement élevé tandis que les risques demeurent orientés à la baisse.
- Des risques à la hausse continuent de peser sur les perspectives d'inflation. Ces risques sont liés à de nouvelles augmentations des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Comme ces postes affectent particulièrement les anticipations de prix, la Banque craint que le renforcement des anticipations inflationnistes n'induisse des revendications salariales supérieures à celles qui sont actuellement attendues, entraînant une spirale des prix et des salaires.

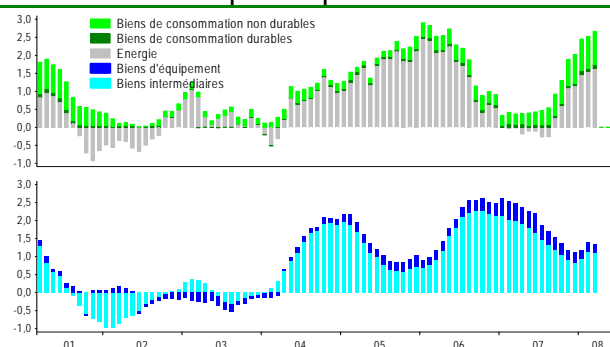
### Risque d'effets de « second tour » ?

#### Pressions modérées sur la politique des prix des entreprises

L'inflation est toujours aussi forte. Après avoir quelque peu reculé en avril, elle a augmenté de 0,3pp en mai à 3,6%, selon

l'estimation flash d'Eurostat. Les hausses récentes des prix de l'énergie et des produits alimentaires au niveau international ont poussé l'inflation au-dessus de 3% depuis novembre. Malgré les fortes pressions extérieures, l'inflation sous-jacente est restée modérée au cours de la période récente. Cependant, comme les tensions liées à ces composantes volatiles semblent être de nature plus permanente et structurelle que lors des chocs précédents, il faut s'attendre à une certaine orientation à la hausse de l'inflation sous-jacente dans les prochains mois. A en juger par les statistiques récentes, l'inflation sous-jacente ne devrait augmenter que de manière progressive à court terme.

Graphique 1 : contributions à la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la production



Sources : Eurostat, calculs BNP Paribas

En effet, la formation des prix, dans ses étapes initiales, semble être confrontée à des pressions modérées. Certes, les prix à la production ont nettement augmenté au cours des derniers mois. De 1,8% en août dernier, ils sont passés à 5,4% en mars et à 5,8% en avril. Cependant, ces hausses récentes semblent être cantonnées aux industries fortement tributaires des prix des denrées alimentaires et du pétrole comme les secteurs de l'énergie et des biens de consommation non durables (voir graphique 1, partie supérieure).

En revanche, la contribution à l'inflation des prix à la production dans des secteurs tels que les biens d'équipement et les biens intermédiaires, qui était orientée à la baisse jusqu'à la fin de l'année dernière, n'a que très légèrement augmenté dans les premiers mois de l'année.

Les résultats des enquêtes viennent corroborer cette conclusion. Les anticipations relatives aux prix de vente, telles que mesurées par la Commission européenne, se sont repliées au cours des derniers mois (voir graphique 2, page 7). Conformément à l'enquête PMI, les entreprises ne répercutent pas intégralement l'augmentation du coût des intrants sur les prix de vente. Malgré un début d'année remarquable (avec une progression du PIB de 0,7% t/t et de 2,2%

en g.a. au T1), l'économie s'essouffle de sorte que cette tendance va probablement se confirmer dans les prochains mois.

Confrontées à une baisse de la demande, les entreprises réduisent leur production. Ainsi, il ressort des dernières informations que les entreprises font en effet une utilisation moins intensive de leurs installations. Selon une enquête de la Commission européenne, le taux d'utilisation des capacités des entreprises, tout en restant relativement élevé, est en train de diminuer. Depuis le sommet du cycle au T2 2007, le taux d'utilisation des capacités des entreprises a reculé de plus de 1%, passant de 84,6% à 83,5%. Selon l'enquête PMI dans l'industrie manufacturière, cette tendance est appelée à durer dans les prochains mois. Avec le fléchissement de la demande, on observe une réduction des délais de livraison des entreprises ainsi que des commandes en attente.

## Pressions toujours modérées des prix sur les salaires

Les risques de répercussion sur les salaires sont également limités pour le moment. Ils devraient, néanmoins, augmenter mais pas de manière significative. Les dernières négociations salariales, qui ont eu lieu dans les secteurs de l'industrie et des services en Allemagne, étaient conformes aux gains de productivité enregistrés. De plus, conformément aux résultats d'enquêtes publiées récemment, la croissance de l'emploi, qui suit normalement celle de l'activité avec un certain décalage, est en train de ralentir à un rythme de plus en plus prononcé (voir graphique 3). Dès lors, le fléchissement de l'activité, ajouté à un tassement de la croissance de l'emploi, devrait aider à maîtriser les pressions salariales au cours des prochains mois.

## Préoccupations

L'économie de la zone euro a relativement bien commencé l'année. Selon les estimations Flash d'Eurostat, publiées à la mi-mai, la croissance du PIB était de 0,7% t/t, bien au-dessus des 0,4% enregistrés au cours du trimestre précédent. L'économie de la zone euro a particulièrement bénéficié de la performance exceptionnelle de l'Allemagne dont le PIB a grimpé de 1,5% t/t. La France a également enregistré de bons résultats au premier trimestre 2008 ; le PIB français a augmenté de 0,6% t/t en glissement trimestriel, une progression supérieure aux prévisions. Ces résultats ont plus que compensé le net ralentissement espagnol, la faiblesse de la croissance aux Pays-Bas et le recul de l'activité au Portugal. Enfin, si le PIB du T1 a augmenté de 0,4% t/t en Italie, cela ne fait que compenser un recul de même ampleur au T4 2007, le glissement annuel n'étant plus que de 0,2% (voir *EcoWeek 08-20*, « Zone euro : début de 2008 en fanfare, mais fortes divergences nationales et signes de ralentissement pour les prochains trimestres »).

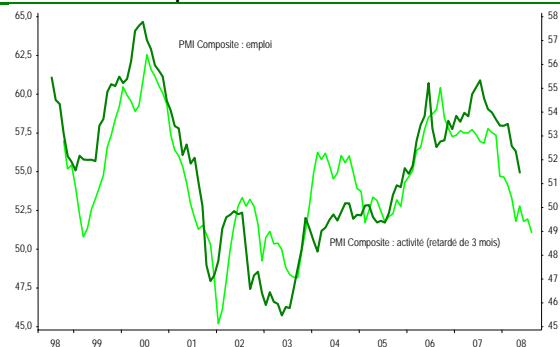
Les données disponibles sur le deuxième trimestre 2008 montrent que l'activité marque le pas dans les grandes économies de la zone euro, malgré d'importantes divergences d'un pays à l'autre. En Allemagne, le PMI composite n'était que de peu supérieur à sa moyenne à long terme en mai. En France, le PMI composite a sensiblement chuté, en raison essentiellement du recul de l'indice d'activité du secteur des services (voir graphique 4, page 8). Les choses sont encore pires en Italie et en Espagne. Selon les enquêtes PMI, l'activité dans l'industrie manufacturière et le secteur des services des deux pays s'est contractée en avril et cette tendance se sera probablement confirmée en mai (données à paraître la semaine prochaine).

### Graphique 2 : prix de vente anticipés et prix à la production



Sources : Commission européenne et Eurostat

### Graphique 3 : le ralentissement des créations d'emplois devrait modérer les pressions salariales



Sources : Commission européenne et NTC

L'économie de la zone euro semble particulièrement exposée à un fléchissement de l'environnement extérieur, alors que la demande intérieure est en train de ralentir. Dans le secteur des services, qui a tendance à être plus orienté vers le marché intérieur, l'activité a considérablement ralenti au cours des derniers mois. L'indice d'activité des entreprises de la zone euro s'est replié à 50,6, son plus bas niveau en près de 5 ans, tandis que la confiance dans le secteur des services s'est sensiblement détériorée depuis l'été dernier.

La fragilité des dépenses de consommation est inquiétante. La confiance des ménages de la zone euro a régressé de 10 points depuis l'été dernier, se situant en deçà de sa moyenne à long terme. La consommation dans la zone euro ne devrait avoir progressé que modestement au T1 08, (le détail du PIB sera publiée mardi 3 juin) après la chute de 0.1% enregistrée au T4 07. Au T1 08, la consommation des ménages a été faible en Allemagne (+0,3% t/t) en France (+0,1% t/t) et en Espagne (+0,2% t/t). En Italie, les données disponibles laissent présager une croissance molle de la consommation au T1 08.

Le ralentissement de la consommation traduit en partie l'érosion du pouvoir d'achat. Or, selon les derniers chiffres publiés par la BCE, le revenu disponible dans la zone euro a augmenté de 3,8% en g.a., au cours du dernier trimestre de l'année écoulée. Cependant, une fois déflaté de l'inflation (sur la base de l'IPCH), le revenu disponible a grimpé d'à peine 0,9% en g.a. au quatrième trimestre 2007, enregistrant une tendance à la baisse.

La croissance de l'emploi et du revenu disponible réel contribue dans une large mesure à expliquer la dynamique de la consommation<sup>1</sup>. Comme les entreprises sont appelées à créer moins d'emplois à court terme et qu'une forte inflation ampute le revenu disponible, on peut s'attendre à une consommation plutôt terne dans les prochains trimestres. A noter que l'inflation et les incertitudes économiques ne sont pas les seules à peser sur les décisions de consommation. On observe également une contraction des conditions du crédit. La croissance des prêts bancaires aux particuliers connaît un tassement. Selon la dernière enquête de la BCE sur les prêts bancaires, les conditions du crédit aux ménages sont devenues nettement plus restrictives au premier trimestre 2008 et elles devraient le rester au cours du prochain trimestre (graphique 5).

Dans l'ensemble, compte tenu d'une l'inflation en hausse et qui devrait se maintenir à des niveaux élevés à court terme, les risques inflationnistes vont rester dans la ligne de mire de la BCE.

<sup>1</sup> Pour estimer l'impact de l'emploi et du revenu réel disponible sur la consommation, nous avons utilisé le modèle à correction d'erreur (MCE) suivant :

$$\Delta c_t = \alpha_1 \sum_{j=0}^4 \Delta RDI_{t-j} + \beta_1 \sum_{j=0}^4 \Delta emp_{t-j} + \gamma_1 \sum_{j=0}^4 \Delta rir_{t-j} + \lambda ECM_{t-1} + \xi_t$$

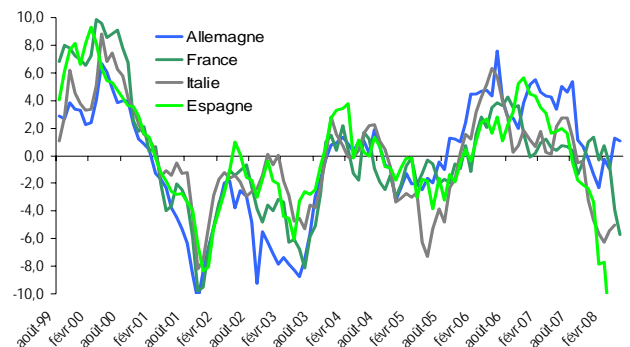
où MCE mesure la relation fixe à long terme entre la consommation réelle (C), le revenu disponible réel (RDI), l'emploi (emp) et le taux d'intérêt réel à long terme (rir). Toutes ces variables sont des valeurs logarithmiques à l'exception du taux d'intérêt.  $\Delta$  correspond à la première différence. Des décalages sont introduits pour corriger les auto-corrélations et font l'objet d'estimations économétriques. (décalages=0;2;3;4 pour  $\Delta RDI$ , décalage=2 pour  $\Delta emp$  et décalages=0;3;4 pour  $\Delta rir$ ).  $ECM_t \Rightarrow c_t = const + 0,31RDI_t + 0,95emp_t - 0,007rir_t$ , Etant donné que

$$\lambda = -0,29 \text{ le modèle n'est pas explosif. Les données trimestrielles entre T4 1999 et T2 2007}$$

T2 2007 sont celles communiqués par Eurostat et la BCE (les chiffres entre parenthèses sont des statistiques t). Il ressort clairement de la relation à long terme qu'un repli de la croissance de l'emploi et du revenu disponible réel entraîne un ralentissement de la croissance de consommation.

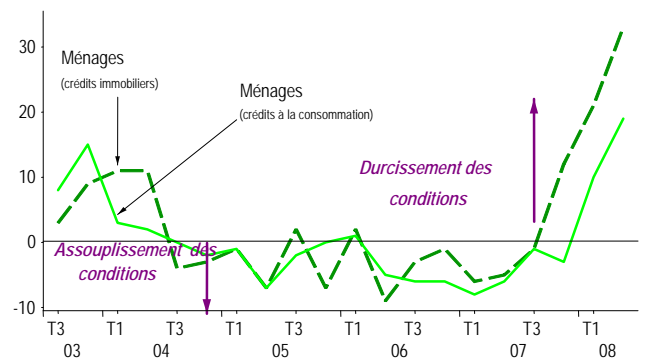
Jeudi prochain, lors de la réunion du Conseil des Gouverneurs, la Banque va, comme elle le fait au début de chaque trimestre, publier ses nouvelles projections relatives à l'inflation et à la croissance. L'inflation sera certainement révisée à la hausse, en particulier pour 2008, alors que les prévisions de croissance du PIB devraient se maintenir autour de 1,7% cette année et être quelque peu révisées à la baisse l'année prochaine<sup>2</sup>.

**Graphique 4 : PMI composite d'activité par pays**



Source : NTC, calculs de BNP Paribas (écart par rapport à la moyenne à long terme)

**Graphique 5 : resserrement des conditions de crédit pour les entreprises et les ménages**



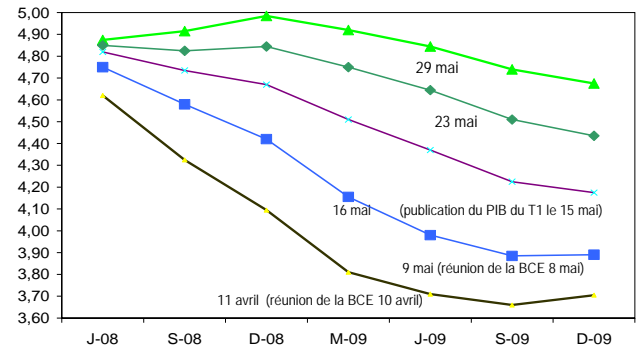
Source : BCE

<sup>2</sup> Dans les dernières projections de la BCE (publiées lors de la réunion du Conseil des Gouverneurs du 6 mars), l'inflation s'établissait à 2,9% et 2,1% respectivement en 2008 et 2009, alors que la croissance du PIB était prévue à 1,7% cette année et à 1,8% l'année prochaine.



Il est indéniable que la résistance démontrée par la zone euro ne peut que renforcer la position de la BCE, alors même que l'inflation reste à des niveaux très élevés (3,6% en mai, après 3,3% le mois précédent). La lutte contre la hausse des prix va donc demeurer la priorité de la Banque centrale, ce qui éloigne encore un peu plus les perspectives d'un assouplissement de la politique monétaire au cours des prochains mois. Pour autant, une hausse des taux directeurs intégrée par les marchés financiers (voir graphique 6) apparaît très improbable. Les tensions financières, malgré une amélioration notable, restent importantes, et, nous l'avons vu, les signes d'un ralentissement de l'activité au cours des prochains trimestres s'accroissent, ce qui permettrait aux tensions salariales de demeurer modérées. L'hypothèse la plus probable est donc un maintien prolongé du *statu quo* monétaire.

**Graphique 6 : taux implicites extraits des contrats à terme Euribor 3 mois**



Source : Reuters EcoWin Pro

## Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

### Etats-Unis

#### A suivre la semaine prochaine

En avril, contre toute attente, l'indice PMI tiré de l'enquête menée par l'ISM auprès des Directeurs d'achat dans le secteur manufacturier s'est stabilisé à 48,6. Toutefois, les composantes relatives aux commandes et à l'emploi ont toutes deux atteint des plus bas de cycle à 46,5 et 45,4, respectivement. La résistance de l'indice composite est venue en grande partie de celle de la composante « délais de livraison » qui s'est hissée à 54,0, son plus haut niveau depuis août 2006. Au total, l'indice PMI demeure à un niveau élevé pour une économie probablement en récession, mais dont les exportations sont dynamiques. Pour mai (lundi 2 juin), nous attendons un léger recul de l'indice composite à 48.

En avril, la situation du secteur non-manufacturier s'était nettement améliorée selon l'enquête menée par l'ISM auprès des Directeurs d'achat. L'indice non manufacturier (NMI) était remonté à 52 contre 49,6 en mars, grâce, essentiellement, à de meilleures conditions sur le marché du travail. Toutefois, en matière d'inflation, l'enquête n'était guère rassurante, l'indice relatif aux prix payés (*input prices*) augmentant de 70,8 en mars à 72,1. En mai (mercredi 4 juin), il est probable que le NMI corrige la hausse d'avril, pour repasser sous 50. En effet, la production industrielle et la consommation des ménages sont en phase de ralentissement.

Les effectifs hors secteur agricole se sont contractés pour le quatrième mois consécutif en avril. La baisse constatée, -20 000, était cependant nettement moins marquée que les mois précédents (-80 000 en moyenne au premier trimestre). Les effectifs ont continué à reculer à un rythme rapide dans la construction et l'industrie manufacturière mais ont progressé de façon marquée dans le secteur des services. L'enquête conduite auprès des ménages indique un repli du taux de chômage de 5,1% à 5,0% d'un mois sur l'autre, après un saut de 0,3 point de pourcentage le mois précédent. L'évolution défavorable du marché du travail devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les salaires horaires ont augmenté de seulement 0,1% m/m en avril. La hausse en glissement annuel a, en conséquence, ralenti, de 3,7% à 3,4%. Quoi qu'il en soit, il semble clair que les pressions inflationnistes les plus sérieuses ne proviennent pas actuellement des salaires. Les chèques de réductions d'impôts ont commencé à être envoyés en avril et le seront jusqu'en juillet. Ils devraient être dépensés dans un délai estimé à six mois. Cela devrait convaincre les employeurs en particulier dans le secteur des services à ralentir, voire arrêter provisoirement les coupes dans l'emploi.

Ainsi, les effectifs devraient continuer de reculer, mais à un rythme moindre que celui qui est généralement le lot d'une phase de ralentissement. Les pertes d'emplois dans le secteur manufacturier et la construction, ainsi que dans la finance et la *high tech* devraient être en partie compensées par des créations de postes dans la santé, l'éducation et le secteur des loisirs. Au total, les créations nettes d'emplois devraient avoir reculé d'environ 40k en mai (vendredi 6 juin). Le taux de chômage pourrait avoir progressé de 0,1pp à 5,1%.

#### Du 23 au 30 mai

Produit Intérieur Brut				EcoFlash
Variations en t/t % ann.	T4 07	T1 08 1ère est.	T1 08 2ème est.	08-214
PIB	0,6	0,6	0,9	
Consommation privée	2,3	1,0	1,0	
Dépenses publiques	1,9	2,0	2,0	
FBCF	-4,0	-9,7	-7,8	
équipement et logiciels	3,1	-0,7	-0,9	
résidentiel	-25,2	-26,6	-25,5	
-----				
Contributions (pp)				
Demande intérieure finale	2,6	-0,5	-0,2	
Variations des stocks	0,9	0,8	0,2	
Commerce extérieur net	1,4	0,2	0,8	

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis (BEA)

Commandes de biens durables				EcoFlash
Variations en % m/m, cvs	Février	Mars	Avril	08-209
Nouvelles commandes	1,1	-0,3	-0,5	
Sous-jacentes (*)	-0,9	-1,0	4,2	
Livraisons	-1,9	-0,9	1,2	
Sous-jacentes (*)	-1,3	0,8	0,5	
Commandes non satisfaites	1,2	1,3	1,0	
Sous-jacentes (*)	0,9	0,4	1,6	
Stocks	0,5	1,0	0,5	
Sous-jacents (*)	0,6	1,2	0,3	

Source : Census Bureau

## Zone euro

### A suivre la semaine prochaine

Confiance des ménages - Conference Board				EcoFlash
Indices 1985=100, cvs	Mars	Avril	Mai	08-207
Indice global	65,9	62,8	57,2	
Situation courante	90,6	81,9	74,4	
Anticipations à six mois	49,4	50,0	45,7	

Source : Conference Board

Ventes de maisons				EcoFlash
Millions, cvs	Février	Mars	Avril	
Maisons neuves	0,57	0,51	0,53	
% , m/m	-4,2	-11,0	3,3	
% , g.a.	-30,2	-38,2	-42,0	
Maisons anciennes	5,03	4,94	4,89	
% , m/m	2,9	-1,8	-1,0	
% , g.a.	-23,8	-19,1	-17,5	

Sources : Census bureau - National Association of Realtors

Dans la zone euro, selon l'estimation préliminaire de l'enquête PMI, l'activité s'est modérée en mai. L'indice composite PMI d'activité, qui est habituellement un bon indicateur avancé de la croissance du PIB, s'est inscrit à 51,1 en baisse d'environ 1 point par rapport à avril. Ce niveau est cohérent avec une croissance du PIB inférieure à son rythme potentiel. L'activité a ralenti dans le secteur manufacturier et dans les services. Ainsi, l'indice PMI manufacturier a perdu 0,2 point par rapport à avril, tandis que l'indice d'activité dans les services est passé de 52 à 50,8. Cette tendance devrait se poursuivre les mois prochains, l'indice portant sur les anticipations d'activité ayant perdu 2,6 points. Tout en signalant un ralentissement dans chacune des grandes économies de la zone, l'enquête montre qu'on continue d'observer des divergences nationales. Si, en Allemagne, l'indice composite d'activité, malgré la baisse enregistrée en mai, reste au-dessus de sa moyenne de long terme, en France il a chuté significativement et est inférieur à sa moyenne de long terme. Les estimations finales (publication lundi 2 juin pour le secteur manufacturier et mercredi 4 pour les services) devraient confirmer les estimations préliminaires. De même, l'estimation flash du PIB en T1 devrait être confirmée par la deuxième estimation publiée mardi 3 juin. La croissance de l'activité a atteint 0,7% t/t, poussée, en particulier, par la performance exceptionnelle de l'Allemagne (+1,5% t/t). La faiblesse de la consommation des ménages et le dynamisme de l'investissement devraient être confirmées également.

En Allemagne, les commandes manufacturières se sont repliées en mars, de 0,6% m/m, pour le quatrième mois consécutif. Pour l'ensemble du premier trimestre 2008, la contraction est de 1,3% t/t. La correction a été particulièrement importante dans le secteur des biens d'équipement (-2,3% t/t) et pour ce qui concerne les commandes étrangères (-2,5% t/t). La baisse constatée depuis quatre mois est une correction du dynamisme exceptionnel des commandes en octobre et novembre, qui pourrait avoir pris fin en avril (jeudi 5 juin). Dans ces conditions, une légère hausse n'est pas à exclure. La production industrielle a reculé de 0,5% m/m en mars, en grande partie à cause d'une chute de l'activité dans le secteur de la construction (-12,3%), alors que la production manufacturière fléchissait légèrement (-0,2% m/m). Celle-ci devrait avoir encore reculé en avril (vendredi 6 juin), en ligne avec la faiblesse des commandes au cours des mois précédents. Toutefois, le secteur de la construction ne devrait pas avoir autant faibli que le mois précédent, ce qui permettrait à la production industrielle totale de ne reculer que de 0,1% m/m en avril, autorisant une hausse du glissement annuel qui devrait se situer entre 5,5% en 6% (4,6% en mars).

**Du 23 au 30 mai**

Enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs				EcoFlash
	Mars	Avril	Mai	08-213
Soldes de réponses, % cvs				
Climat économique général (Ind.2000=100)*	99,6	97,1	97,1	
industrie	0	-2	-2,2	
ménages	-12	-12	-15	
<b>Confiance des ménages</b>				
Allemagne	-2	0	-4	
France	-15	-15	-18	
Italie	-25	-23	-20	
Espagne	-19	-25	-31	
<b>Confiance dans l'industrie</b>				
Allemagne	2	1	2	
France	2	-1	-7	
Italie	-3	-6	-2	
Espagne	-9	-10	-14	

Source : Commission européenne

Zone euro - PMI estimations <i>flash</i>				EcoFlash
	Mars	Avril	Mai	08-203
<b>Secteur manufacturier</b>				
Indice total	52,0	50,7	50,5	
Production	52,1	51,9	51,9	
Nouvelles commandes	50,9	48,6	48,6	
Emploi	52,5	51,4	51,0	
Prix payés	55,5	56,4	55,4	
<b>Secteur services</b>				
Indice d'activité	0,0	0,0	0,0	
Activité en cours	51,6	52,0	50,6	
Emploi	49,7	49,1	46,3	
Emploi	52,6	52,9	51,7	
<b>Indice composite activité</b>	51,8	51,9	51,1	

Source: Reuters/NTC

(\*) Calculé à partir des indices de confiance dans les secteurs de l'industrie, de la construction, du commerce de détail, des services et des ménages.

Zone euro – IPCH *				EcoFlash
Variations en %, g.a. ncvs	Mars	Avril	Mai	08-216
Indice total	3,6	3,3	3,6	
m/m, cvs	1,0	0,3	0,6	
Sous-jacent (1), g.a. ncvs	1,8	2,0	1,6	

Source : Eurostat - (1) : Hors énergie, alimentation et tabac

\* estimation flash

Allemagne - Produit Intérieur Brut				EcoFlash
Variations en %, tt, cvs-cjo	T3 07	T4 07	T1 08	08-205
PIB	0,7	0,3	1,5	
g.a. (cvs-cjo)	2,4	1,6	1,8	
Consommation privée	0,3	-0,8	0,3	
Consommation publique	0,4	-0,6	1,3	
Invest. en équipement	0,4	3,4	4,0	
Invest. en construction	0,7	-0,5	4,5	
Exportations	2,5	1,3	2,4	
Importations	2,9	0,2	3,5	
<b>Contributions (points de %)</b>				
Demande intérieure (*)	0,7	-0,2	1,8	
Exportations nettes	0,0	0,5	-0,2	

Source : Statistisches Bundesamt -- (\*) y.c. variations de stocks

Allemagne – Chômage				EcoFlash
données cvs	Mars	Avril	Mai	08-212
Chômeurs (000)	3 310	3 306	3 310	
Variation mensuelle (000)	-45	-4	4	
Taux de chômage (%)	7,9	7,9	7,9	

Source : Statistisches Bundesamt

Allemagne - Enquête GfK				EcoFlash
Indice cvs	Avril	Mai	Juin	
Confiance des ménages	4,7	5,6	4,9	

Source : GfK

Allemagne - Prix à la consommation				EcoFlash
Variations en % - ncvs	Mars	Avril	Mai	08-210
IPC	g.a. 3,1	2,4	3,0	
m/m	0,5	-0,2	0,6	
IPCH	g.a. 0,5	-0,3	0,6	
m/m	3,3	2,6	3,0	

Source : Statistisches Bundesamt

France – Confiance des ménages				EcoFlash
Soldes d'opinion, CVS	Mars	Avril	Mai	08-208
Indicateur résumé	-37	-38	-41	
Sit. Financ. perso. future *	-14	-16	-18	
Niveau de vie France futur*	-41	-44	-49	
Opportunité d'acheter *	-29	-29	-31	
Chômage – perspectives	10	4	18	
Prix – perspectives	-41	-36	-36	

Source : INSEE. \* Pris en compte dans l'indicateur résumé

## Japon

*Du 23 au 30 mai*

France - Confiance dans l'industrie				EcoFlash
<i>Saldes d'opinion, CVS</i>				08-204
Climat des affaires	Mars	Avril	Mai	
	108	106	102	
Production passée *	17	11	7	
Stocks *	11	16	14	
Commandes *	1	-4	-11	
Persp. perso. de prod. *	15	13	6	
Persp. gén. de prod.*	-5	-9	-15	

Source : INSEE \* Pris en compte dans l'indicateur synthétique

France - Dépenses des ménages en produits manufacturés				EcoFlash
<i>Variations en %, CVS-CJO</i>				08-202
Total	Février	Mars	Avril	
m/m	1,3	-1,0	-0,8	
g.a.	3,8	1,2	0,4	
Biens durables	m/m	2,9	-0,6	
g.a.	9,3	7,2	7,6	

Source : INSEE

Italie - Confiance des chefs d'entreprise et des ménages				EcoFlash
				08-208
Confiance chefs d'entreprise	Mars	Avril	Mai	
	89,2	87,6	89,6	
Confiance des ménages	99	99,9	103,2	

Source : ISTAE \* Pris en compte dans l'indicateur synthétique

Espagne - IPCH				EcoFlash
<i>Variations en %</i>				08-211
Indice total	Mars	Avril	Mai	
g.a.	4,6	4,2	4,7	

Source : INE

Rapport sur le marché du travail				EcoFlash
				08-215
Chômage en %, cvs	Février	Mars	Avril	
	3,9	3,8	4,0	
Offres / Demandes d'emplois	0,97	0,95	0,93	

Source : Cabinet Office

Consommation et revenu des ménages *				EcoFlash
<i>en %, m/m, termes réels</i>				08-215
Dépenses	Février	Mars	Avril	
	-3,7	-0,6	-0,5	
Revenu disponible	3,0	0,1	-6,0	

Source : Cabinet Office, \* dont le chef de famille est salarié

Production industrielle				EcoFlash
<i>Variations en % m/m, cvs</i>				08-215
Production	Février	Mars	Avril	
	1,6	-3,3	-0,4	
Livraisons	1,2	-3,9	0,7	
Stocks	0,1	0,1	-0,9	
Ratio stocks / livraisons	-1,4	7,1	-3,7	

Source : METI

Prix à la consommation				EcoFlash
<i>Variations en %</i>				08-215
Tokyo				
Total	Mars	Avril	Mai	
m/m, cvs	0,6	0,3	0,5	
g.a.	0,6	0,6	0,9	
Sous-jacent *	m/m, cvs	0,5	0,4	
g.a.	0,6	0,7	0,9	
National				
Total	Mars	Avril	Mai	
m/m, cvs	0,5	-0,1	nd	
g.a.	1,2	0,8	nd	
Sous-jacent *	m/m, cvs	0,4	0,0	
g.a.	1,2	0,9	nd	

Source : Cabinet Office, \*: hors produits alimentaires frais

## Nos articles les plus récents

MAI	23 mai	08-21	Vue d'ensemble Focus 1	Inflation Ukraine : opportunité d'évolution vers un régime de change plus flexible
			Focus 2	Suède : mondialisation heureuse
	16 mai	08-20	Vue d'ensemble Focus 1	Une hirondelle ne fait pas le printemps Zone euro : début de 2008 en fanfare, mais fortes divergences nationales et signes de ralentissement pour les prochains trimestres
			Focus 2	France : les entreprises face à des conditions de crédit resserrées
	9 mai	08-19	Vue d'ensemble	Et pourtant elle ralentit ... (la zone euro)
	2 mai	08-18	Vue d'ensemble	Fed : une pause après l'effort ?
AVRIL	25 avril	08-17	Vue d'ensemble Focus 1	Euro, dollar et prix du pétrole Royaume-Uni : entre risques d'inflation et ralentissement de l'activité
			Focus 2	Indonésie : des réformes, mais encore trop lentes
			Focus 2	Norvège : la fin du cycle de resserrement monétaire est en vue
	18 avril	08-16	Vue d'ensemble Focus 1	Le G7 hausse le ton Chine : à l'épreuve d'un excès de liquidité persistant
		Focus 2	Italie : une majorité politique confortable face à de sérieux défis économiques	
	11 avril	08-15	Vue d'ensemble Focus 1	Mêmes objectifs, ... politiques divergentes La corrélation des cycles économiques au niveau mondial
			Focus 2	Islande : nouveau coup de chaud à cause de la crise du crédit
	4 avril	08-14	Vue d'ensemble Focus 1	Un certain calme BCE : <i>statu quo</i> pour le moment
			Focus 2	Afrique du Sud : montée des incertitudes
MARS	28 mars	08-13	Vue d'ensemble Focus 1	Des marchés financiers toujours prudents Belgique : enfin un nouveau gouvernement
			Focus 2	Japon : les flow of funds accounts du 4 <sup>ème</sup> trimestre 2007
	21 Mars	08-12	Vue d'ensemble Focus 1	A chaque Banque centrale, ses préoccupations Etats-Unis : une semaine chargée à la Fed
			Focus 2	Allemagne : les tendances récentes du marché du travail
	14 mars	08-11	Vue d'ensemble Focus 1	Crises Etats-Unis : comptes financiers au quatrième trimestre
			Focus 2	Royaume-Uni : projet de loi de finances sans surprises
			Focus 3	Espagne : un nouveau mandat difficile pour José Luis Rodriguez Zapatero
	7 Mars	08-10	Vue d'ensemble Focus 1	Aggravation Australie : à l'image de l'économie, le marché immobilier est en bonne santé
			Focus 2	Russie : l'Etat s'engage dans une politique massive d'investissement
FEVRIER	29 février	08-09	Vue d'ensemble	D'autres assouplissements monétaires en vue, devant l'accumulation des signes de ralentissement
			Focus 1	BCE : des inquiétudes concernant la croissance
			Focus 2	Hongrie : abandon des marges de fluctuation du forint – une étape de plus dans le processus de convergence vers l'euro.

Nos publications sont disponibles sur [economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com)

## Direction des Etudes Economiques

*economic-research.bnpparibas.com*

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	<a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>
<b>ECONOMIES OCDE</b> Philippe d'ARVISENET		
Eric VERGNAUD Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique	01.42.98.49.80	<a href="mailto:eric.vergnaud@bnpparibas.com">eric.vergnaud@bnpparibas.com</a>
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ETATS-UNIS, CANADA</b> Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	<a href="mailto:jean-marc.lucas@bnpparibas.com">jean-marc.lucas@bnpparibas.com</a>
<b>JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE</b> Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ZONE EURO, ITALIE, ELARGISSEMENT UE</b> Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	<a href="mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com">clemente.delucia@bnpparibas.com</a>
<b>FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO</b> Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	<a href="mailto:mathieu.kaiser@bnpparibas.com">mathieu.kaiser@bnpparibas.com</a>
<b>ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, FINANCES PUBLIQUES</b> Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	<a href="mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com">frederique.cerisier@bnpparibas.com</a>
<b>ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE,</b> Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	<a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>
<b>ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME</b> Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	<a href="mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com">raymond.vanderputten@bnpparibas.com</a>
<b>ECONOMIE BANCAIRE</b> Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	<a href="mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com">laurent.quignon@bnpparibas.com</a>
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	<a href="mailto:celine.choulet@bnpparibas.com">celine.choulet@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:philippe.sabuco@bnpparibas.com">philippe.sabuco@bnpparibas.com</a>
<b>RISQUES PAYS</b> Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	<a href="mailto:guy.longueville@bnpparibas.com">guy.longueville@bnpparibas.com</a>
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	<a href="mailto:francois.faure@bnpparibas.com">francois.faure@bnpparibas.com</a>
<b>ASIE</b> Delphine CAVALIER Alexandre VINCENT	01.43.16.95.41 01 43 16 95 44	<a href="mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com">delphine.cavalier@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:alexandre.vincent@bnpparibas.com">alexandre.vincent@bnpparibas.com</a>
<b>AMERIQUE LATINE</b> Sylvain BELLEFONTAINE Valérie Perracino	01.42.98.26.77 01 42 98 74 26	<a href="mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com">sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:valerie.perracino@bnpparibas.com">valerie.perracino@bnpparibas.com</a>
<b>AFRIQUE</b> Stéphane ALBY Gaëlle LETILLY	01.42.98.02.04 01.42.98.56.27	<a href="mailto:stephane.alby@bnpparibas.com">stephane.alby@bnpparibas.com</a> <a href="mailto:gaelle.letilly@bnpparibas.com">gaelle.letilly@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DE L'EST</b> Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Jean-Loic GUIEZE	01 42 98 43 86	<a href="mailto:jeanloic.guieze@bnpparibas.com">jeanloic.guieze@bnpparibas.com</a>
<b>RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES</b> Anna DORBEC	01.42.98.48.45	<a href="mailto:anna.dorbec@bnpparibas.com">anna.dorbec@bnpparibas.com</a>
<b>MOYEN-ORIENT – SCORING</b> Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	<a href="mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com">pascal.devaux@bnpparibas.com</a>

## Nos publications [economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com)

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce 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'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le 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. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains 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 à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2008). Tous droits réservés