

**Vue
d'ensemble****Montée des inquiétudes**

Page 2

Focus 1**Allemagne : face à la crise**

Page 3

L'emploi a peu diminué au regard de la dégradation de l'activité. Toutefois, le travail a été affecté par le recul de la croissance *via* la réduction du nombre d'heures travaillées. Les conditions d'octroi de crédits se sont améliorées au quatrième trimestre 2009, mais la dégradation de la santé financière des entreprises freinera la reprise de l'investissement. Au total, la crise financière et économique a entamé la croissance potentielle de l'économie allemande. Celle-ci devrait, en effet, s'établir à 0,75% par an entre 2009 et 2011.

Focus 2**Corée du Sud : le système bancaire a bien résisté à la crise**

Page 6

Fin 2008-début 2009, les banques sud-coréennes ont subi de plein fouet la crise de liquidité mondiale, tandis que la sévère contraction de l'économie laissait craindre une détérioration majeure de la qualité de leurs actifs. Un an plus tard, l'environnement dans lequel elles opèrent est beaucoup plus favorable, suite au fort rebond de la croissance en Corée du Sud et au redressement spectaculaire de sa position de liquidité extérieure. Les autorités coréennes ont eu un rôle très actif depuis un an, introduisant une série de mesures ciblées de soutien à l'économie et au système bancaire, atténuant ainsi l'impact de la crise internationale. Ainsi, la performance des banques ne s'est pas dégradée en 2009 autant qu'on l'avait craint initialement. Leur solvabilité est restée solide, la liquidité en monnaie locale et en devises est rapidement revenue à des niveaux appropriés, tandis que la qualité des actifs ne s'est pas excessivement détériorée. Le système bancaire reste confronté à des risques de crédit élevés à cause de vulnérabilités persistantes dans les secteurs des PME et des ménages. Dans l'ensemble cependant, il semble bien parti pour améliorer sa performance à moyen terme.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 11

Data Focus

Etats-Unis : rapport emploi (janvier)

Page 16



Vue d'ensemble

Montée des inquiétudes

La Commission européenne a approuvé cette semaine le plan de redressement des finances publiques de la Grèce, qui prévoit un retour du ratio déficit sur PIB sous 3% en 2012. Les mesures du côté des recettes (suppression d'exonérations fiscales, augmentation des droits d'accise sur le tabac et les alcools, lutte contre l'évasion fiscale, réforme visant à élargir la base fiscale...) se conjuguent à de fortes restrictions des dépenses (baisse des salaires d'embauche - les recrutements étant gelés en 2010 - des fonctionnaires, gel des traitements supérieurs à 2000 euros, remplacement de seulement un fonctionnaire sur cinq partant à la retraite...). En outre, le gouvernement grec s'est engagé à mettre en place des réformes structurelles visant à améliorer le fonctionnement du marché du travail et à faciliter l'investissement, ce qui devrait permettre de soutenir la croissance potentielle. Toutefois, les autorités européennes vont exercer une surveillance étroite : la Grèce devra prendre sans attendre des mesures supplémentaires si les objectifs ne sont pas atteints et est tenue de soumettre à la mi-mars, puis à la mi-mai un rapport sur l'état d'avancement de la mise en place de son plan. Ces dispositifs, pourtant exceptionnels, n'ont pas suffi à calmer les inquiétudes des marchés financiers, puisque la prime du CDS à 5 ans sur la dette hellénique, encore sous 400 points de base mercredi, est passée très nettement au-dessus de ce niveau depuis lors. Pour mémoire, cette prime se situait à moins de 285 pb en début d'année et n'avait atteint que 270 pb lors du précédent accès de fièvre en mars 2009. Par ailleurs, la détente sur les rendements des titres d'Etat grecs à 10 ans, revenus sous 6,65%, après avoir approché 7,20% la semaine dernière tient moins à un apaisement des tensions, qu'à leur contagion aux titres portugais dont le rendement s'est envolé au cours des derniers jours, au-dessus de 4,70% en fin de semaine, alors qu'il était encore à 4,20% le 27 janvier. La solidité de la zone euro est de nouveau testée et la prochaine victime de la crise actuelle pourrait être l'Espagne, fragilisée par la dureté de la crise immobilière, et confrontée également à des difficultés budgétaires importantes.

La baisse de la parité EUR/USD, au plus bas depuis huit mois, traduit en partie ces inquiétudes autour de la capacité de certains pays de la zone euro à stabiliser leur endettement, voire à

financer leurs déficits. Celles-ci se conjuguent à la montée des craintes sur la qualité et l'amplitude de la reprise à la fois dans la zone euro et aux Etats-Unis qui fait fléchir l'appétit pour le risque des investisseurs. Cette situation est, comme d'habitude, favorable au dollar, en dépit des interrogations sur l'économie américaine. Un retour de la parité EUR/USD sous 1,30 d'ici à la fin de l'année devient désormais possible, le thème des dettes souveraines au sein de la zone euro devant très probablement continuer de peser sur la monnaie unique au cours des prochains mois, en dépit de la confiance affichée par les autorités européennes (gouvernements, Commission et Banque centrale), dans la capacité de la zone euro à redresser à terme ses finances publiques.

A l'occasion de la réunion du Conseil des Gouverneurs tenue jeudi dernier, la BCE a laissé les taux directeurs inchangés et M. Trichet a indiqué que les perspectives économiques de la zone euro n'avaient guère changé depuis la réunion précédente. La croissance devrait rester modérée et hétérogène cette année, compte tenu de la hausse du chômage, de la faiblesse des investissements et du degré élevé d'incertitudes. Le Président de la BCE s'est par ailleurs montré confiant quant à l'évolution de l'inflation, estimant que les pressions inflationnistes seront faibles à moyen terme. Dans ces conditions, une remontée des taux directeurs ne semble pas envisageable avant 2011. Par ailleurs, la BCE va poursuivre sa sortie prudente des mesures de politique monétaire non conventionnelles.

Le taux de chômage américain a reculé de 10% à 9,7% de décembre à janvier, mais 20 000 emplois supplémentaires ont été détruits. Les suppressions de postes (dans le secteur non agricole) ont été revues à la hausse (+600 000) pour l'ensemble de l'année 2009, atteignant désormais 8,4 millions depuis le début de cette récession fin 2007. Toutefois, la détérioration des conditions sur le marché du travail est de plus en plus modérée. Ainsi, en moyenne mobile sur trois mois, le recul des effectifs non agricoles n'était plus que de 35 000 en janvier, alors qu'il dépassait nettement 700 000 tout au long du premier trimestre 2009.

Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 4 février	Jeudi 28 janvier	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	0,25	0,25	1,33	0,25
US-Bonds 10 ans	3,61	3,66	3,94	2,49
Euribor à 3 mois	0,67	0,67	2,02	0,67
Bund 10 ans	3,19	3,23	3,66	2,92
Taux à 3 mois	0,26	0,25	0,66	0,25
JGB 10 ans	1,34	1,28	1,56	1,23

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

	Jeudi 4 février	Jeudi 28 janvier	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
EUR/USD	1,3771	1,3963	1,5111	1,2528
USD/JPY	89,55	89,90	100,69	86,07
EUR/JPY	123,35	125,51	138,65	115,95
EUR/GBP	0,8734	0,8650	0,9401	0,8438
USD/CHF	1,0643	1,0529	1,1902	0,9978
EUR/CHF	1,4657	1,4702	1,5377	1,4590

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

Focus 1

Allemagne : face à la crise

- L'emploi a peu diminué au regard de la dégradation de l'activité. Toutefois, le travail a été affecté par le recul de la croissance *via* la réduction du nombre d'heures travaillées.
- Les conditions d'octroi de crédits se sont améliorées au quatrième trimestre 2009, mais la dégradation de la santé financière des entreprises freinera la reprise de l'investissement.
- Au total, la crise financière et économique a entamé la croissance potentielle de l'économie allemande. Celle-ci devrait, en effet, s'établir à 0,75% par an entre 2009 et 2011.

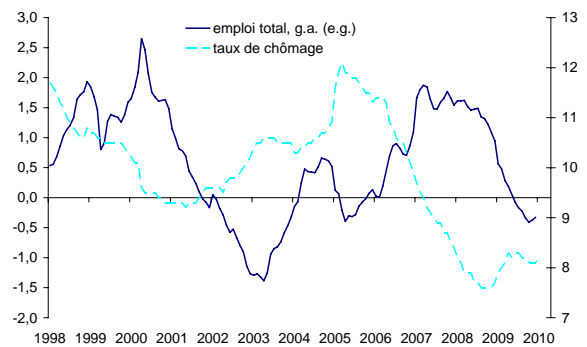
L'Allemagne a été particulièrement affectée par l'effondrement des échanges internationaux à partir de la fin de 2008. Selon une étude de la Bundesbank¹, la crise financière et économique réduira la production potentielle d'au moins 2 points en cumul entre 2009 et 2011, à politique économique inchangée. Le taux de croissance serait ainsi ramené à 0,75% en moyenne pendant cette période. Les ajustements sur le marché du travail et le faible taux d'utilisation des capacités de production, qui pénalise l'investissement, pèsent, en effet, sur le niveau de production. Toutefois, les effets du recul de l'activité en 2009 sur le niveau du PIB potentiel et son taux de croissance potentielle ne pourront être mesurés qu'ex post. Si ces ajustements devaient perdurer, le taux de croissance potentielle pourrait, en effet, rester durablement faible.

Les réformes du marché du travail et le mouvement de restructuration des entreprises à partir du milieu des années 2000 avaient stimulé la croissance potentielle

Le taux de croissance potentielle de l'Allemagne était estimé à 1,25% en 2006 et en 2007. Les réformes menées à partir du milieu des années 2000 dans le cadre de l'Agenda 2010 (lois Hartz) ont amélioré la flexibilité au marché du travail au travers de la réduction de la durée d'indemnisation des personnes sans emploi, du développement du travail intérimaire ou de la création d'emplois tels que les « mini-jobs » ou les « midi-jobs »². Ces mesures ont soutenu la compétitivité des entreprises allemandes et, *in fine*, l'activité durant le dernier cycle de croissance entre 2005 et 2008 (+11% en

cumulé). Le taux de chômage a ainsi été ramené de 11,7% en 2005 à 7,6% en novembre 2008, un point bas cyclique (cf. graphique 1). Parallèlement, le Nairu (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, taux de chômage compatible avec une inflation stable), était passé de 8,7% à l'automne 2005 à 8,1% à la fin de 2008. Par ailleurs, si la productivité de certains de ces emplois, qui requièrent parfois une faible qualification, reste faible, le nombre total d'heures travaillées a augmenté à partir de 2003 (plus de 5% entre 2003 et T3 2008, un point haut cyclique). Parallèlement à une croissance forte du PIB, la productivité totale par heure travaillée a également progressé de plus de 5%, contribuant à accroître la croissance potentielle de l'économie allemande à partir du milieu des années 2000 (cf. graphique 2).

Graphique 1 : taux de chômage et emploi



Source : Office fédéral du Travail

Le faible repli de l'emploi masque une baisse sensible du nombre d'heures travaillées...

L'emploi n'avait reculé que de 0,3% g.a. en décembre 2009. De même, le taux de chômage a peu augmenté au regard de la dégradation de l'activité. Celui-ci s'est établi à 8,2% en janvier, en hausse de seulement 0,6 point depuis novembre 2008. Les coûts liés à l'embauche et au licenciement ainsi que les aides octroyées aux entreprises qui recouraient au chômage partiel ont, en effet, incité celles-ci à conserver leurs salariés en attendant le retour d'une croissance soutenue. Toutefois, le recul de la croissance a entraîné une réduction du nombre d'heures travaillées par employé (-4,4% entre T2 2008, un point haut cyclique, et T3 2009).

... ainsi qu'une diminution de la productivité dans le secteur industriel

Compte tenu de l'effondrement de la production industrielle, la productivité par heure travaillée avait fortement reculé au premier

¹ Voir Bulletin mensuel de la Bundesbank, « Outlook for the German economy- macroeconomic projections for 2010 and 2011 », décembre 2009.

² Voir l'article « Le marché du travail allemand : un état des lieux » de la revue « Conjoncture », novembre 2009.

semestre 2009. Les dernières données indiquent une moindre détérioration (-4% g.a. au T3 2009 après près de -9,5% g.a. au premier semestre 2009), grâce au rebond de la production et à la montée en charge des mécanismes qui ont permis la réduction des heures travaillées (cf. graphique 2).

Si les destructions d'emplois ont été limitées (-0,2% g.a. au T3 2009 après +0,1% g.a. au T2 2009), celles-ci sont, en effet, concentrées dans le secteur industriel (-3,4% g.a. au T3 2009 après -2,2% g.a. au T2 2009) (cf. graphique 3). Ce secteur, qui représente environ 20% de l'emploi total, a été fortement pénalisé par l'effondrement des échanges internationaux. En repli de plus de 15% en 2009, la production industrielle (hors construction) équivalait à près de 22% du PIB à la fin de l'année dernière, contre 25% du PIB entre 2005 et 2008, et se situe désormais à un niveau comparable à celui de 2004 (cf. graphique 4).

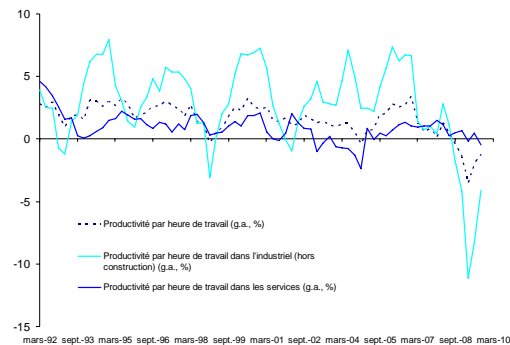
... qui pourraient affecter le volume de la population active

Le recul de l'emploi, même faible, risque d'inciter certains chômeurs à se retirer du marché du travail, rognant d'autant la population active potentielle *via* une diminution du taux de participation, alors que celle-ci³ est déjà affectée par le déclin démographique (-0,1% en 2007 et 2006).

L'investissement des entreprises devrait croître faiblement en 2010

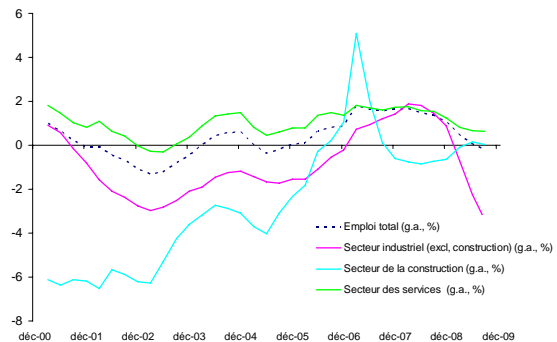
Les dépenses d'investissement en machines et biens d'équipement ont augmenté de 0,8% t/t au troisième trimestre 2009 (après respectivement -0,5% t/t et -18,5% t/t au T2 2009 et T1 2009), malgré un faible taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier. Celui-ci, après avoir atteint un point haut cyclique de 88% à la fin de 2007, avait plongé à près de 70% au deuxième trimestre 2009 pour remonter légèrement à près de 72% au troisième trimestre. En effet, les dépenses d'investissement sont davantage corrélées à l'évolution du taux d'utilisation des capacités de production qu'au taux lui-même (cf. graphique 5). Toutefois, le taux d'utilisation des capacités de production restera probablement en deçà du niveau de 2008 compte tenu d'une croissance faible du PIB en 2010. Ainsi les dépenses d'investissement devraient demeurer très modérées en 2010 (+1,7% en 2010, après -8% en 2009), d'autant que les conditions financières demeurent peu porteuses.

Graphique 2 : évolution de la productivité par branche d'activité



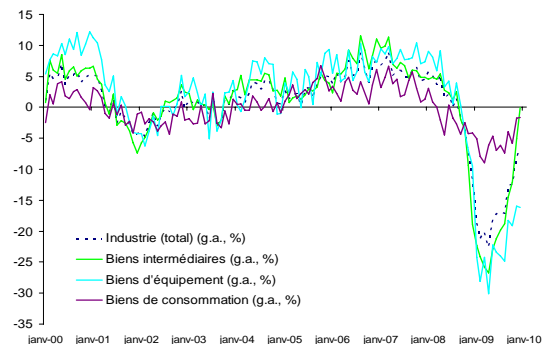
Source : Office fédéral de Statistiques

Graphique 3 : évolution de l'emploi par secteur



Source : Office fédéral du Travail

Graphique 4 : production industrielle



Source : Office fédéral de Statistiques

³ La population active regroupe l'ensemble des personnes qui ont un emploi et les chômeurs.

La dégradation de la santé financière des entreprises pénalisera les dépenses d'investissement...

Les dépenses d'investissement ont amorcé une légère reprise au T3 2009 (voir plus haut) malgré le recul du volume des prêts consentis aux entreprises à la fin de 2009. Le volume des prêts avait enregistré, en décembre 2009, sa quatrième baisse consécutive en variation annuelle (-4,1% g.a. après respectivement -2,2% g.a. et -1,5% g.a. en novembre et en octobre) en dépit de l'amélioration des conditions d'octroi de crédits au quatrième trimestre 2009⁴. Les entreprises ont, ainsi, probablement largement autofinancé leurs dépenses d'investissement à la fin de 2009 ou ont eu recours aux financements de marché d'autant que, selon l'enquête menée par la Bundesbank, les prêts consentis ont davantage permis de financer les restructurations de dettes et les stocks (cf. graphique 6).

Les entreprises ne pourront, cependant, pas autofinancer durablement leurs dépenses d'investissement. Le faible niveau de l'activité et la hausse des coûts salariaux en 2009 ont réduit leurs capacités de financement. Si le dispositif de chômage partiel a permis de conserver des salariés qualifiés et un capital humain, la faible progression du taux de chômage affecte les coûts de production et la rentabilité des entreprises, malgré les aides gouvernementales. La part de la rémunération des salariés dans le revenu net s'est, ainsi, établi à 67,5% en 2009, en hausse de 2,5 points par rapport à 2008.

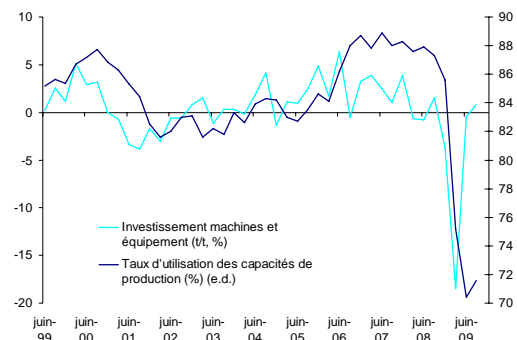
... malgré la modération salariale

Les accords salariaux signés en 2009 (pour la période 2010-2011) intègrent une faible progression salariale. Le salaire horaire, qui avait fortement crû en 2009 (+2,7% g.a. au T3 2009 après +3% g.a. au premier semestre 2009), devrait sensiblement diminuer en 2010 et 2011. De même, grâce à l'augmentation de la production en 2010, les coûts salariaux unitaires horaires devraient baisser (+5,1% g.a. au T3 2009 et +8,3% g.a. au premier semestre 2009). La modération salariale ne permettra pas aux entreprises de renouer avec les bénéfices enregistrés en 2008. En effet, l'activité demeurera à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise. Par ailleurs, les prix des produits importés, qui s'étaient effondrés en 2009 (-8,4% après +4,6% en 2008) augmenteront cette année, rognant d'autant les marges des entreprises en 2010⁵.

La réduction de la population active et des capacités productives (obsolescence du capital, diminution durable de l'appareil de production⁶) affectera le niveau du PIB potentiel en 2010 et 2011.

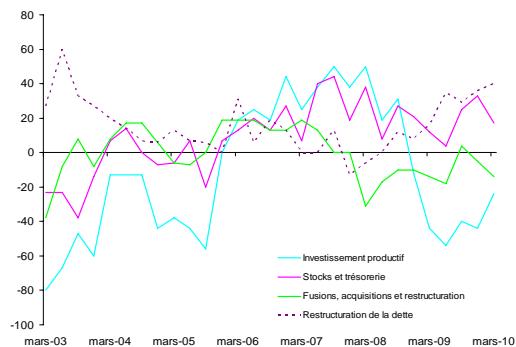
Les mesures adoptées durant la crise ont, certes, permis aux entreprises de conserver un capital humain, et l'économie est en train de renouer avec la croissance. Toutefois, si celle-ci était trop faible (ce qui amènerait l'investissement en recherche et innovation à être sacrifié), si les ajustements sur le marché du travail devaient être repoussés, le retour au taux de croissance potentielle, qui prévalait avant la crise, sera également différé.

Graphique 5 : investissement des entreprises et taux d'utilisation des capacités de production



Sources : IFO, Bundesbank

Graphique 6 : demande de crédits des entreprises au cours des trois prochains mois (solde net %)



Source : Bundesbank

⁴ Selon l'enquête de la Bundesbank sur les conditions de crédit pour les entreprises au cours des trois prochains mois, l'indice était de 0 au quatrième trimestre 2009 après avoir atteint 48 au troisième trimestre 2008, un point haut cyclique.

⁵ Le rythme de baisse des prix à l'importation s'est modéré depuis l'été 2009. Les prix à l'importation, en baisse de 13% g.a. en juillet 2009, se sont contractés de seulement 1% en décembre.

⁶ Le nombre de faillites d'entreprises a progressé de près de 11% g.a. au cours des trois premiers trimestres 2009.

Focus 2

Corée du Sud : le système bancaire a bien résisté à la crise

- Fin 2008-début 2009, les banques sud-coréennes ont subi de plein fouet la crise de liquidité mondiale, tandis que la sévère contraction de l'économie laissait craindre une détérioration majeure de la qualité de leurs actifs. Un an plus tard, l'environnement dans lequel elles opèrent est beaucoup plus favorable, suite au fort rebond de la croissance en Corée du Sud et au redressement spectaculaire de sa position de liquidité extérieure.
- Les autorités coréennes ont eu un rôle très actif depuis un an, introduisant une série de mesures ciblées de soutien à l'économie et au système bancaire, atténuant ainsi l'impact de la crise internationale.
- Ainsi, la performance des banques ne s'est pas dégradée en 2009 autant qu'on l'avait craint initialement. Leur solvabilité est restée solide, la liquidité en monnaie locale et en devises est rapidement revenue à des niveaux appropriés, tandis que la qualité des actifs ne s'est pas excessivement détériorée.
- Le système bancaire reste confronté à des risques de crédit élevés à cause de vulnérabilités persistantes dans les secteurs des PME et des ménages. Dans l'ensemble cependant, il semble bien parti pour améliorer sa performance à moyen terme.

L'économie sud-coréenne a enregistré une sévère contraction et un effondrement de ses exportations à la fin de l'année 2008 et au début de 2009. Elle s'est ensuite redressée avec une rapidité et une vigueur étonnantes, et ce rebond devrait se poursuivre en 2010. Un tel environnement a largement aidé le système bancaire à surmonter les difficultés rencontrées depuis dix-huit mois.

Au S2 2008, les banques devaient faire face à des besoins très importants de refinancement de leur dette extérieure et de liquidité en devises, et se sont donc trouvées particulièrement fragilisées par la crise de liquidité internationale et par le resserrement brutal des conditions du crédit. Depuis mars 2009, les mesures de soutien octroyées par les pouvoirs publics et le retournement du sentiment des marchés ont permis d'améliorer rapidement la liquidité du secteur bancaire. Les banques coréennes sont aussi entrées dans la crise avec de bons ratios de capitalisation, qu'elles ont encore renforcés au cours de l'année passée avec l'aide du Fonds de Recapitalisation des Banques du gouvernement.

S'agissant de la qualité des actifs, la détérioration a été moins sévère que prévu en 2009 grâce au redémarrage rapide de la croissance et aux programmes d'aide du gouvernement. Les

autorités ont, en effet, adopté depuis fin 2008 d'importantes mesures de relance budgétaire et monétaire, apporté une aide directe à la liquidité et la capitalisation du secteur bancaire et mis en place des programmes permettant de maintenir les flux de crédit aux entreprises viables, mais confrontées à des problèmes de trésorerie, et de restructurer les sociétés les plus fragiles.

La poursuite du redressement de la croissance et des mesures de soutien des pouvoirs publics devrait continuer à contenir la dégradation de la qualité des actifs bancaires dans les prochains mois. Les risques de crédit restent élevés, notamment parce que les PME et ménages coréens sont très endettés, que la majorité des prêts hypothécaires sont à taux variable et qu'une hausse des taux d'intérêt domestiques est attendue cette année.

1. Indicateurs clés de la Corée du Sud

	2008	2009	2010p	2011p
PIB, croissance réelle (%)	2,2	0,2	4,5	4,5
Inflation (IPC, moyenne, %)	4,7	2,8	3,0	3,0
Solde budgétaire / PIB (%)	1,2	-5,0	-3,0	-2,5
Dette du gouvernement général / PIB (%)	35,6	39,6	39,8	39,5
Solde de la balance courante / GDP (%)	-0,7	5,1	3,1	1,9
Réserves de change (Mds USD)	201	270	330	370

Sources : Banque de Corée, BNP Paribas

L'environnement macroéconomique s'est nettement amélioré depuis un an

Redressement impressionnant de la croissance après son effondrement brutal

Après trois trimestres consécutifs de contraction de T4 2008 à T2 2009, la croissance du PIB réel s'est accélérée, s'établissant à 0,9% en g.a. au T3 2009 et 6,0% au T4 2009. Corrigé des variations saisonnières, le PIB réel a fait un bond de 13,6% en glissement trimestriel annualisé au T3 2009 et enregistré une progression plus modeste de 0,7% au T4 2009. La première estimation officielle de croissance pour 2009 s'est établie à +0,2%, contre +2,2% en 2008.

Les autorités coréennes ont joué un rôle clé de soutien à l'économie au lendemain des chocs externes de la fin 2008. Outre un fort assouplissement de la politique monétaire et un large programme de soutien à la liquidité et au capital des banques, la bonne santé des finances publiques a permis au gouvernement de mettre en œuvre un plan massif de relance budgétaire (équivalant à 7% du PIB). Les dépenses et investissements publics dans le secteur de la construction ont fortement rebondi depuis le début de 2009, tandis

que les incitations fiscales et les créations d'emplois dans le secteur public ont soutenu la consommation des ménages. Ces tendances devraient se poursuivre à court terme, notamment parce que le plan de relance budgétaire est reconduit cette année.

Les exportations nettes de marchandises ont été un autre facteur déterminant de la reprise économique, comme en témoigne la forte amélioration de la balance commerciale en 2009 (graphique 2). Après la contraction brutale des transactions commerciales au T4 2008, les exportations ont connu un redressement plus vigoureux que les importations en 2009. Elles ont bénéficié d'un raffermissement de la demande chinoise (qui absorbe à présent 24% des exportations coréennes) et de gains de parts de marché au niveau mondial (en particulier dans l'électronique et l'automobile) résultant de la chute du won (graphique 3).

Même si le won s'est apprécié au cours des derniers mois, les exportations devraient rester vigoureuses en 2010, puisque la demande mondiale devrait se redresser, même modérément, et que les produits coréens bénéficient aussi d'une bonne compétitivité "intrinsèque" (imputable à d'importants investissements en R-D, à l'amélioration continue de la qualité des produits...).

En septembre 2009, le secteur industriel avait renoué avec son pic de production d'avant la crise. Les engins de la croissance se sont progressivement élargis au cours de l'année passée. La confiance des entrepreneurs s'est améliorée, le marché de l'immobilier a rebondi et les programmes publics destinés à assurer le maintien des flux de crédit bancaire aux entreprises viables ont permis d'éviter un « credit crunch ». Tout ceci a conduit à l'accélération de l'investissement du secteur privé depuis le second semestre 2009, une tendance qui devrait se confirmer à court terme. Par ailleurs, suite à un repli sévère du cycle des stocks en 2009, l'économie coréenne devrait bénéficier d'une reconstitution des stocks dans les trimestres à venir.

La croissance économique est donc appelée à prendre encore de la vigueur dans les prochains mois. Nous tablons aujourd'hui sur une croissance du PIB réel de 4,5% pour l'année 2010.

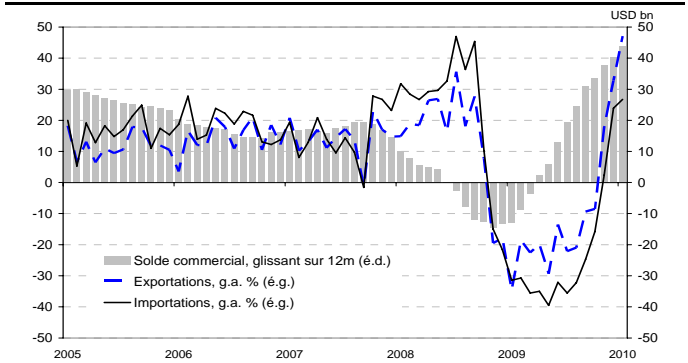
Redressement rapide de la balance des paiements

Grâce au retournement de la balance commerciale, la balance des transactions courantes est revenue à un large excédent de 43 MdUSD en 2009, contre un déficit de 6 MdUSD en 2008. La balance des capitaux s'est aussi nettement redressée depuis le T2 2009 : l'Etat et les grandes institutions privées ont eu à nouveau recours aux marchés obligataires internationaux (comme en témoigne la baisse des spreads CDS), et d'importants flux d'investissement de portefeuille sont revenus sur les marchés actions et obligations coréens.

En conséquence, le won s'est réapprécié rapidement depuis mars 2009 et les réserves de changes ont connu un rebond spectaculaire. Leur accumulation a été d'autant plus significative que la banque centrale est intervenue sur le marché pour stabiliser le taux de

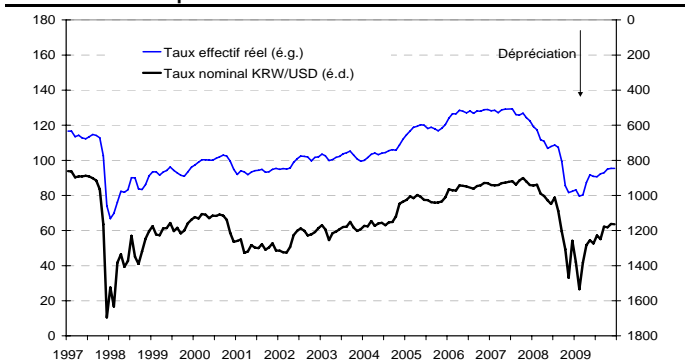
change et limiter l'appréciation du won, et que les banques commerciales ont remboursé les lignes de financement en devises dont elles avaient bénéficié dans le cadre d'accords de swap conclus avec la banque centrale pendant la crise.

2. Balance commerciale



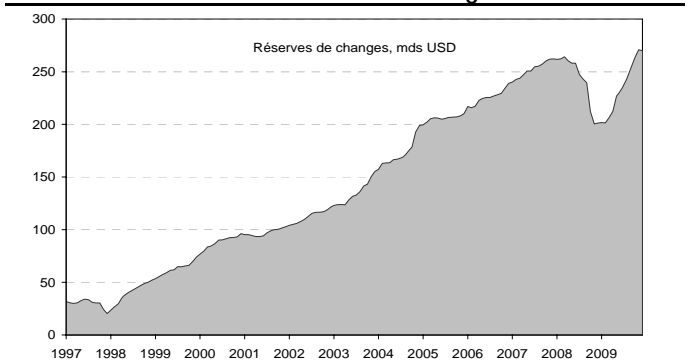
Source : CEIC

3. Un won compétitif en 2009



Source : IFI

4. Ré-accumulation des réserves de changes



Source : FMI

Les réserves de change s'élevaient à 270 MdUSD fin 2009, un niveau supérieur à celui atteint avant la crise et représentant même un pic historique (graphique 4). L'accumulation des réserves de changes ainsi que la réduction de la dette externe à court terme des banques commerciales ont conduit à une amélioration des

indicateurs de liquidité extérieure et de vulnérabilité financière de la Corée du Sud en 2009. En 2010, les réserves de changes devraient continuer à augmenter et le won coréen à s'apprécier, toujours soutenus par des entrées de capitaux (d'autant plus que la hausse attendue des taux d'intérêt coréens devrait attirer davantage de flux de *carry trade*). Les excédents des balances commerciale et courante devraient, quant à eux, se réduire cette année sous l'effet du rebond des importations.

La politique économique va continuer de soutenir la croissance en 2010

L'ensemble des mesures budgétaires, monétaires et financières mises en place par les autorités sont pour beaucoup dans le retournement remarquable de l'économie coréenne en 2009. En 2010, la politique économique va dans l'ensemble rester favorable à la croissance, même si une certaine « normalisation » du *policy mix* est attendue.

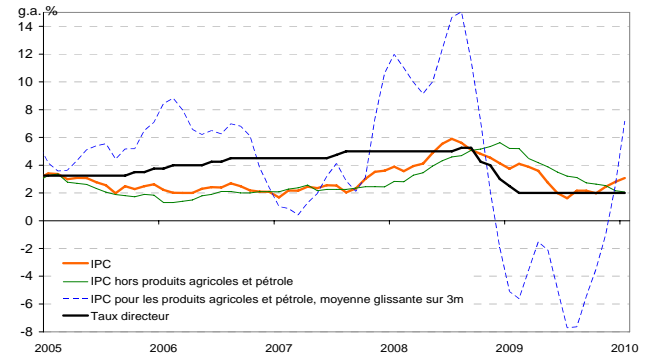
La politique budgétaire va demeurer expansionniste, en particulier au premier semestre, car le gouvernement envisage de concentrer l'exécution de son budget en début d'exercice. Compte tenu de la faiblesse des recettes fiscales et de l'accroissement des dépenses, le gouvernement devrait afficher un déficit budgétaire pour la deuxième année consécutive, prévu à 3% du PIB en 2010 contre 5% en 2009. L'Etat couvre ses besoins croissants de financement principalement *via* des émissions d'obligations à moyen et long terme sur le marché domestique, et la dette publique continue d'augmenter (estimée à 40% du PIB en 2009). Le gouvernement peut se permettre, à court terme, cette détérioration des finances publiques dans la mesure où la discipline et les excédents budgétaires affichés au cours des années antérieures à la crise lui donnent une bonne marge de manœuvre pour mener aujourd'hui une politique contra-cyclique.

Sur le front monétaire, la banque centrale a porté l'objectif de l'IPC annuel à $3,0\% \pm 1\%$ pour 2010-2012 contre $3,0\% \pm 0,5\%$ auparavant. Cette décision pourrait aider au maintien d'une politique accommodante pendant une plus longue période. De fait, le taux directeur est resté inchangé à 2,0% jusqu'à présent, malgré les signes évidents de redressement de la croissance et de hausse de l'inflation. Afin d'entamer une sortie progressive de la politique monétaire exceptionnellement accommodante actuellement en vigueur, la banque centrale devrait commencer à relever son taux directeur au S1 2010.

L'inflation des prix à la consommation s'est accélérée depuis août sous l'effet de l'augmentation des prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des transports, tandis que l'IPC sous-jacent a poursuivi sa décélération jusqu'en décembre (graphique 5). L'inflation moyenne de l'IPC s'est établie à 2,8% en 2009 et notre prévision pour 2010 est de 3,0%. Les tensions inflationnistes pourraient s'accroître à court terme avec le redressement de la demande intérieure et la hausse des prix des matières premières, mais elles

devraient rester modérées, notamment en raison de l'appréciation du won.

5. Des conditions monétaires très accommodantes



Source : CEIC

Les banques ont bien résisté à la récente tempête économique et financière

La solvabilité des banques est toujours robuste

Les banques coréennes ont conservé de solides ratios de fonds propres, principalement grâce aux efforts de recapitalisation consentis au lendemain des chocs externes de la fin 2008. Les banques ont eu largement recours à l'émission d'actions ordinaires, d'obligations subordonnées et de titres hybrides au T4 2008 et en 2009, avec le soutien du Fonds de Recapitalisation des Banques du gouvernement. Le ratio moyen de solvabilité BRI des banques commerciales s'établissait à un niveau confortable de 14,3% au 30 juin 2009, contre 11,9% en décembre 2007.

Les conditions de financement se sont assouplies

Après la sévère crise de liquidité de la fin 2008 et du début 2009, la position de liquidité et de financement en USD et en won des banques locales s'est rapidement améliorée, grâce aux mesures de soutien des pouvoirs publics puis, à compter du T2 2009, au retour de la confiance des marchés dans les signatures coréennes. Les banques ont, de fait, été à nouveau en mesure d'accéder à des lignes en USD sur les marchés interbancaire et obligataire internationaux depuis avril 2009 – ce qu'elles ont fait sans même recourir à la garantie proposée par l'Etat (une seule banque a lancé un emprunt obligataire avec garantie étatique au T2 2009).

Les banques ont profité de l'amélioration de leurs conditions de financement pour rembourser les lignes de liquidité en devises qu'elles avaient reçues de la banque centrale pendant la crise et pour corriger la structure de leur dette externe en réduisant la part à court terme – permettant ainsi de réduire les risques de refinancement en devises.

De plus, à la fin 2009, les pouvoirs publics ont adopté de nouvelles réglementations visant à renforcer la gestion des positions de change et la liquidité des banques. Ils ont introduit des limites sur leur financement en devises à court terme, imposé des minima de détention d'actifs « sûrs » en devises et limité les opérations de hedging des entreprises.

S'agissant du financement en monnaie locale, la situation s'est également améliorée depuis la fin 2008. Elle reste cependant une source de vulnérabilité pour les banques coréennes, qui sont excessivement dépendantes vis-à-vis des financements de marché et donc exposées à leur volatilité. A noter, cependant, la répartition entre dépôts bancaires et financements de marché devrait s'améliorer à moyen terme : le ratio moyen prêts sur dépôts, qui a commencé à reculer en 2009 (en restant supérieur à 100%), devrait en effet continuer à se réduire, puisque les autorités ont récemment introduit une limite réglementaire à 100% sur ce ratio de liquidité (à atteindre d'ici à la fin 2013).

La qualité des actifs ne s'est pas excessivement détériorée

Le taux moyen de créances douteuses des banques a atteint 1,5% en juin 2009, contre 1,1% à la fin 2008 et 0,7% à la fin 2007. Bien qu'ayant plus que doublé sous l'effet de la crise, il reste néanmoins à un niveau raisonnable. Comme en témoignent les taux d'impayés, la qualité des prêts aux entreprises, en particulier aux PME, s'est rapidement dégradée entre 2008 et la mi-2009 mais s'est depuis améliorée. Par ailleurs, la qualité des prêts aux ménages, en particulier les prêts immobiliers, a affiché une bonne tenue pendant la crise (graphique 6).

Le crédit bancaire domestique constitue 120% du PIB coréen, et plus de 90% sont destinés au secteur privé. Au 31 décembre 2009, le secteur des entreprises représentait 55% du total des prêts au secteur privé, dont 8% pour les grandes entreprises et 47% pour les PME. Les ménages absorbaient 45% des prêts, dont 30% de prêts hypothécaires et 15% de prêts autres. La qualité des prêts aux PME et des prêts immobiliers est donc déterminante pour la qualité moyenne des actifs des banques.

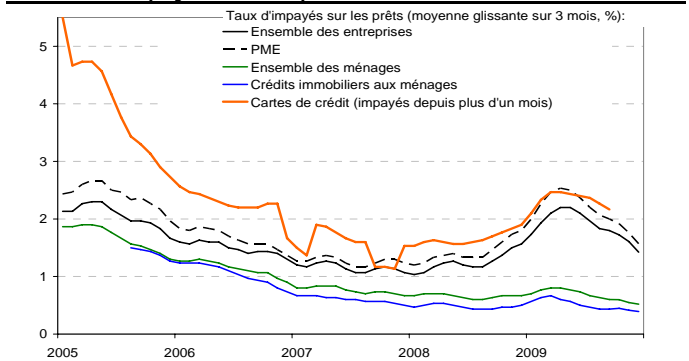
Dans le secteur des entreprises : d'une façon générale, la qualité des actifs s'est moins détériorée que prévu en raison du redressement rapide de l'économie (et des exportations en particulier). En outre, les programmes de soutien du gouvernement ont permis d'éviter un désendettement brutal des entreprises, qui se serait traduit par un fort accroissement des créances douteuses. Ainsi, même si la croissance du crédit a nettement ralenti depuis la mi-2008, un « credit crunch » a pu être évité (graphique 7).

Sur demande des autorités, les banques coréennes ont procédé à une évaluation approfondie des PME et grands *corporates* les plus vulnérables, dans le but de restructurer les entités les plus fragiles et de soutenir les sociétés en bonne santé. Les banques ont dû classer les entreprises en plusieurs catégories. Celles jugées non viables

ont été restructurées ou mises en liquidation ; la plupart se sont concentrées dans les secteurs du bâtiment, du financement de projets immobiliers, de la construction navale et du transport maritime. Les prêts correspondants pouvaient se transformer en créances douteuses pour les banques, mais leur proportion ne s'est pas jusqu'à présent révélée excessivement élevée.

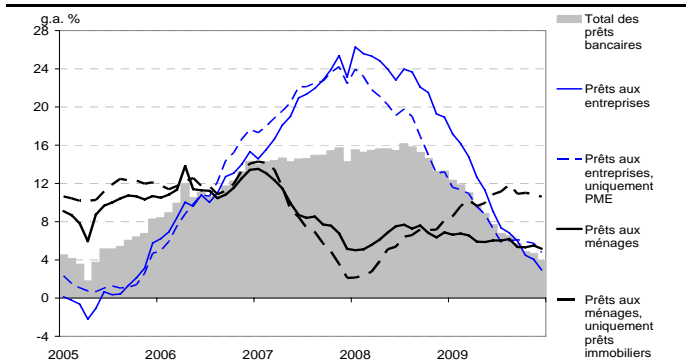
Parmi les entreprises jugées viables, certaines ont pu être confrontées à de sérieux problèmes de trésorerie pendant la crise. Les autorités ont alors mis en place des programmes de garantie des prêts par l'Etat et de soutien aux PME, conduisant les banques à renouveler les prêts arrivant à échéance en 2009 pour une période supplémentaire de 12 mois. Ces programmes ont probablement fortement limité la hausse des créances douteuses en 2009.

6. Taux d'impayés sur les prêts



Sources : CEIC, FSS. Les taux d'impayés correspondent à une défaillance de paiement d'un jour ou plus sur le principal des prêts libellés en won.

7. Bonne tenue des prêts immobiliers dans un contexte de décélération de la croissance du crédit total



Source : CEIC

A court terme, de nouvelles créances douteuses vont certainement émerger du portefeuille de prêts bancaires aux entreprises, parce que de nombreuses PME affichent encore des fondamentaux fragiles (endettement élevé, fonds propres insuffisants). De plus, des problèmes provenant des grandes entreprises ne sont pas à exclure (comme le problème de liquidité du groupe Kumho révélé fin décembre). La détérioration de la qualité des prêts aux entreprises devrait, toutefois, rester raisonnable en 2010 grâce à plusieurs

facteurs : i/ la performance du secteur manufacturier devrait continuer à s'améliorer; ii/ les grandes entreprises en général sont financièrement solides, même si affaiblies par rapport à avant la crise ; iii/ le gouvernement et les banques ont clairement identifié les secteurs « à problèmes » et adopté des mesures en conséquence (évaluation fine du risque, restructuration, provisionnement...); iv/ la récente décision du gouvernement de prolonger les programmes de garantie et de soutien financier aux PME jusqu'à la mi-2010 va permettre de limiter encore quelques mois les risques de refinancement dans ce secteur.

Dans le secteur des ménages : la qualité du crédit a particulièrement bien résisté depuis un an, et le service de la dette ne s'est pas excessivement alourdi, en grande partie grâce à la chute des taux d'intérêt et à la dégradation modérée des conditions du marché du travail.

Le taux d'impayés sur les prêts aux ménages a légèrement augmenté de la fin 2008 au début de 2009 mais s'est, par la suite, amélioré, se maintenant nettement en dessous de 1%. La qualité des cartes de crédit (qui avait été une source majeure de problèmes en 2003-2004) ne s'est pas excessivement dégradée non plus en 2009 : le taux d'impayés sur les cartes de crédit n'a pas dépassé 3% et évolue à la baisse depuis mars 2009 (alors qu'il avait fait un bond à plus de 10% en 2003). Le segment des cartes de crédit semble de fait de meilleure qualité qu'au début des années 2000, essentiellement grâce à des systèmes plus rigoureux de gestion du risque mis en place par les banques.

A la faveur de conditions monétaires très accommodantes et de la hausse rapide des prix immobiliers depuis le T2 2009, le crédit immobilier s'est accéléré tout au long de l'année dernière – contrairement aux autres catégories de prêts (graphique 7). Le taux d'endettement des ménages sud-coréens, déjà très élevé, s'est encore accru ; il s'établissait à 143% de leur revenu au 30 juin 2009, contre 136% au 31 décembre 2007, ce qui est comparable aux ratios américain ou britannique.

A court terme, le crédit immobilier constitue une source majeure de vulnérabilité pour les banques : comme 90% des prêts immobiliers domestiques sont à taux variable, le resserrement de la politique monétaire attendu pour 2010 va probablement se solder par une détérioration de la qualité des prêts aux ménages – même si les banques sont quelque peu protégées par le niveau prudent du ratio LTV (loan-to-value) exigé par les autorités (à 40%-60%, contre plus de 75% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni).

Toujours des défis en perspective

Par rapport à la situation qui était la leur il y a un an, les banques sud-coréennes ont réussi à normaliser leur position de liquidité en USD et en monnaie locale, à conserver de solides ratios de solvabilité et à maintenir la qualité des actifs à un niveau satisfaisant. A terme, l'amélioration de l'environnement économique devrait permettre un redressement de la rentabilité des banques par rapport au repli enregistré en 2008-2009.

Les banques resteront néanmoins confrontées à des risques de crédit élevés en raison de vulnérabilités persistantes dans les segments des PME et des ménages. Ceci devrait maintenir la croissance du crédit à des niveaux encore modestes à court terme : elle était de 4% en glissement annuel en décembre 2009 (1% en termes réels) et ne devrait pas beaucoup accélérer en 2010 – contrairement aux trois années qui ont précédé la crise mondiale, pendant lesquelles la croissance moyenne du crédit était proche de 14%. Nonobstant des risques de crédit élevés et une croissance modeste des prêts, le ratio de créances douteuses ne devrait pas augmenter excessivement à court terme, en raison des efforts de recouvrement déployés par les banques, de la passation par pertes et profits des créances irrécouvrables et de la cession de créances douteuses à la KAMCO (Korea Asset Management Corp, "bad bank" créée par le gouvernement) ou autres institutions. Les autorités ont récemment demandé aux banques de maintenir leur ratio de créances douteuses proche de 1% de l'encours total des prêts.

D'une manière générale, les modifications récentes de la réglementation (ratio de créances douteuses à 1%, durcissement des règles de calcul des ratios de solvabilité, ratio prêts sur dépôts inférieur à 100% d'ici à 2014) devraient amener le secteur bancaire à consentir les efforts nécessaires pour améliorer ses fondamentaux à moyen terme. En outre, on peut s'attendre dans les années à venir à une vague de concentration du secteur bancaire, notamment induite par le projet du gouvernement de reprendre le processus de privatisation des institutions publiques.

8. Indicateurs clés des banques commerciales : l'amélioration des ratios de solvabilité aide à compenser la dégradation des bénéficiaires et de la qualité des actifs

%	déc-07	déc-08	juin-09
Solvabilité: ratio moyen BRI	11,94	12,72	14,25
Solvabilité: ratio tier one	8,45	9,01	10,50
Liquidité: ratio crédits/dépôts (hors CD)	128,7	127,4	121,9
Rentabilité: ROA	1,08	0,54	0,31
Ratio créances douteuses/total des crédits	0,72	1,14	1,50

Source : Banque de Corée

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre du 8 au 12 février

Les **ventes au détail** nominales ont diminué de 0,3% m/m en décembre, après avoir progressé rapidement en octobre (+1,2%) et novembre (+1,8%, révision à la hausse de 0,5 point). En excluant les catégories les plus volatiles (essence, véhicules, matériaux de construction), les ventes au détail « sous-jacentes » ont fléchi pour la première fois depuis juillet (-0,3% m/m). En **janvier** (diffusion jeudi 11 février), les ventes totales devraient avoir encore fléchi de près de 1%, entraînées à la baisse par celles d'automobiles. Cependant, la tendance de fond des ventes au détail reste favorable. L'amélioration progressive sur le marché du travail et les gains enregistrés sur les marchés actions constituent des avancées pour les ménages. En revanche, le marché du crédit agit toujours comme un frein sur leurs dépenses (en raison à la fois de critères d'octroi resserrés et d'une demande en berne) et explique que, après les fêtes de fin d'année, les ménages aient concentré leurs achats sur ceux de première nécessité.

Du 29 janvier au 5 février

Rapport sur le marché de l'emploi (hors agriculture)				EcoFlash
	Novembre	Décembre	Janvier	10-061
Emploi m/m,000	64	-150	-20	
Secteur manufacturier	-25	-23	11	
Services privés	108	-69	48	
Taux de chômage %	10,0	10,0	9,7	
Salaires horaires g.a.,%	2,6	2,4	2,5	
Horaire hebdomadaire	33,2	33,2	33,3	

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

Produit Intérieur Brut				EcoFlash
Variations en t/t % ann.	T2 09	T3 09	T4 09	10-049
PIB	-0,7	2,2	5,7	
Consommation privée	-0,9	2,8	2,0	
Dépenses publiques	6,7	2,7	-0,2	
FBCF	-12,5	-1,3	3,5	
équipement et logiciels	-4,9	1,5	13,3	
résidentiel	-23,2	18,9	5,7	

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

Productivité et coûts – Secteur privé non agricole				EcoFlash
Variations % t/t ann. cvs	T2 09	T3 09	T4 09	
Productivité	6,9	7,2	6,2	
Production	-1,1	2,2	7,2	
Salaires horaires	6,9	5,5	1,5	
Coûts salariaux unitaires	0,0	-1,5	-4,4	
Heures travaillées	-7,5	-4,7	1,0	

Source : Bureau of Labor Statistics

Enquêtes ISM				EcoFlash
ISM - manufacturier	Novembre	Décembre	Janvier	10-049
PMI	53,7	54,9	58,4	10-056
Production	60,2	59,7	66,2	
Nouvelles commandes	61,5	64,8	65,9	
Emploi	49,6	50,2	53,3	
Prix	55,0	61,5	70,0	
ISM – non manufacturier				
NMI	48,4	49,8	50,5	
Activité	49,6	53,2	52,2	
Nouvelles commandes	53,7	52	54,7	
Emploi	41,7	43,6	44,6	
Synthèse (M&N) (*)				
Indice synthétique (*)	49,2	50,4	51,4	
Indice d'activité/production(*)	50,9	54,0	53,9	
Indice d'emploi (*)	42,7	44,4	45,6	

Source : ISM - (*) manufacturier et non manufacturier : indices pondérés par les poids respectifs des secteurs dans le PIB.

Revenu et consommation des ménages				EcoFlash
Variations en %m/m, cvs	Octobre	Novembre	Décembre	
Revenu nominal	0,3	0,5	0,4	
Consommation nominale	0,6	0,7	0,2	
Déflateur (PCE)	0,3	0,3	0,1	
Déflateur sous-jacent	0,2	0,0	0,1	
Revenu réel	0,0	0,2	0,3	
Consommation réelle	0,4	0,4	0,1	

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis

Zone euro

A suivre du 8 au 12 février

La reprise marquée du secteur industriel a sorti la **zone euro** de la récession où elle était entrée au T3 2008, le PIB augmentant de +0,4% t/t au T3 2009, après s'être contracté cinq trimestres consécutifs. Les enquêtes et statistiques disponibles indiquent que la reprise s'est poursuivie au dernier trimestre 2009. En **décembre**, la **production industrielle** devrait avoir encore augmenté d'environ 0,2%-0,3% m/m (diffusion le 12 février), après déjà +1,1% m/m en novembre. Elle aurait ainsi crû de plus de 1% t/t. Dans ces conditions, le **PIB** devrait avoir progressé de 0,4-0,5% t/t au **T4 2009** (estimation flash diffusée le 12 février). Les composantes de la demande ne seront pas publiées avant début mars. Néanmoins, les données disponibles signalent que la consommation privée est demeurée atone. Les ventes au détail étaient stables en décembre et se sont contractées de 0,3% au T4 2009, en repli pour le septième trimestre consécutif. Les immatriculations de nouvelles voitures n'ont pas progressé de manière marquée. Elles ont augmenté de 1,3% t/t au T4 2009, un rythme en baisse par rapport aux deux trimestres précédents. De plus, les dernières données montrent qu'elles ont reculé d'un mois sur l'autre en novembre comme en décembre (-0,5% m/m et -1,6% m/m). Cette évolution suggère que l'effet de la prime à la casse mise en place dans plusieurs pays de la zone commence à se dissiper. L'investissement, la composante la plus cyclique du PIB, fortement touchée par la crise financière, devrait s'être encore contracté, bien que faiblement. *A contrario*, les exportations devraient avoir augmenté assez nettement, soutenues par la reprise de la demande mondiale. Les importations devraient elles aussi avoir progressé, mais à un rythme plus faible. En conséquence, le commerce extérieur aurait contribué positivement à la croissance. Enfin, après avoir ajouté 0,5pp à la croissance du PIB au T3 2009, l'influence des stocks pourrait être négligeable au T4. A moyen terme, la reprise économique devrait se modérer. En janvier, l'indice composite PMI d'activité, un bon indicateur avancé de la croissance du PIB, demeurerait en zone d'expansion mais s'était replié pour la première fois en près d'un an. Ceci semble signaler que l'économie de la zone euro s'essouffle déjà. Les facteurs temporaires, comme la relance budgétaire et la fin du processus de déstockage, qui a soutenu la reprise industrielle au second semestre, ne se feront plus sentir. La demande intérieure devrait rester morose au cours des prochains trimestres. Les capacités de production largement excédentaires pèseront sur les décisions d'investissement, alors que la poursuite de la dégradation des conditions sur le marché du travail affectera à la baisse les dépenses des ménages. En revanche, les exportations continueront d'augmenter à un rythme relativement soutenu, bénéficiant d'un environnement international et d'un taux de

change plus favorables.

L'**économie allemande** est sortie de récession à partir du deuxième trimestre 2009. La croissance du PIB, de 0,4% t/t au T2 2009 a ensuite accéléré au T3 2009 (+0,7% t/t). Au vu des données publiées au cours des derniers mois, la croissance du **PIB** est, vraisemblablement, restée soutenue mais a légèrement ralenti au **T4 2009** par rapport au trimestre précédent (publication le vendredi 12 février). La baisse de 5% du PIB sur l'ensemble de l'année 2009 (après +1% en 2008) suggère, en effet, un léger ralentissement de la croissance. Les exportations de biens qui, en novembre, avaient enregistré un acquis de croissance de 3,9% t/t au quatrième trimestre (après +5,4% t/t au T2 2009) ont continué de soutenir l'activité industrielle, en hausse de 0,4% t/t au T4 2009. Par ailleurs, l'acquis de croissance des importations de biens, de -2,2% t/t au T4 2009, augure une contribution positive des exportations nettes à la croissance. A l'inverse, le repli des ventes de détail (hors immatriculations) (-0,2% t/t au T4 2009 après -0,4% t/t au T3 2009) et la diminution des immatriculations de voitures depuis l'arrivée à échéance de la prime à la casse (respectivement -23% m/m et -13% m/m en décembre et en novembre) suggèrent une nouvelle baisse de la consommation privée au T4 2009, laquelle avait soutenu l'activité au premier semestre. La croissance devrait, cependant, être faible en 2010. Les exportations devraient, en effet, croître à un rythme plus modéré, tandis que la hausse de l'inflation et celle du taux de chômage, imputable au niveau élevé des coûts salariaux unitaires, pénaliseront la consommation des ménages.

En **France**, et après deux mois consécutifs de baisse, la **production manufacturière** avait rebondi en novembre, en hausse de 1,6% m/m, non seulement du fait d'une forte augmentation de la production automobile, mais également grâce à la progression de l'activité des autres secteurs manufacturiers. Les enquêtes menées dans l'industrie manufacturière (climat des affaires de l'INSEE, indices des directeurs d'achat) sont restées favorables début 2010. L'indice des directeurs d'achat du secteur a encore progressé en janvier, pour s'inscrire à un niveau très élevé, 55,4. L'indice du climat des affaires mesuré par l'INSEE reste pour sa part légèrement en deçà de sa moyenne de long terme mais a repris sa progression début 2010. En particulier, le nombre de chefs d'entreprise déclarant une progression de leur activité passée a sensiblement augmenté en janvier (+7 points). Dans ces conditions, une nouvelle hausse de la production est probable en **décembre** (diffusion mercredi 10 février). Le **Produit Intérieur Brut** devrait avoir à nouveau progressé au **T4 2009** (diffusion vendredi 12 février), à un rythme supérieur à celui enregistré cet été (+0,3% t/t au T3). Pour l'essentiel, ce rebond de l'activité devrait avoir été porté par une moindre contraction des stocks ainsi que par la vigueur de la consommation privée. Celle-ci a fortement progressé cet hiver, avec des dépenses en produits manufacturés en hausse de 3,0% t/t en volume,

notamment du fait du boom des achats automobiles. Ce sursaut s'est toutefois accompagné d'un net rebond des importations, qui devrait déboucher sur une contribution négative du commerce extérieur à la croissance du PIB, et ce, d'autant plus que les données douanières suggèrent que la progression des exportations est restée modérée au T4 (après +1,7% t/t au T3). Après six trimestres de contraction rapide, le repli de l'investissement pourrait par ailleurs être plus modéré (-1,4% t/t au T3), compte tenu notamment de l'amélioration progressive de la confiance des chefs d'entreprise dans les perspectives de redressement de l'économie.

Du 29 janvier au 5 février

Zone euro – IPCH					EcoFlash
Variations en %,		Novembre	Décembre	Janvier	10-047
Indice total	g.a. ncvs	0,5	0,9	1,0	
	m/m, cvs	0,1	0,3	-0,8	
Sous-jacent (1),	g.a.ncvs	1,0	1,1	n.d.	

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

* estimation flash - ** estimation BNP Paribas

Zone euro - PMI estimations finales					EcoFlash
		Novembre	Décembre	Janvier	10-055
Secteur manufacturier					10-051
Indice total		51,2	51,6	52,4	
Secteur services					
Indice d'activité		53,0	53,6	52,5	
Indice composite activité		53,7	54,2	53,7	

Source : Markit Economics

Allemagne - Production industrielle					EcoFlash
Variations en %, cvs		Octobre	Novembre	Décembre	10-062
Ensemble industrie	m/m	-1,7	0,7	-2,6	
	g.a.	-12,4	-8,0	-6,7	
Manuf et mines	m/m	-1,8	0,9	-2,8	
	g.a.	-13,7	-9,0	-7,2	

Source : Bundesbank

Allemagne - Commandes manufacturières					EcoFlash
Variations en %,		Octobre	Novembre	Décembre	
Commandes totales	m/m	-1,7	2,7	-2,3	
	g.a.	-8,3	1,3	6,4	
Comm. intérieures	m/m	0,3	1,6	-1,4	
	g.a.	-7,8	2,6	5,5	
Comm. étrangères	m/m	-3,3	3,6	-3,2	
	g.a.	-8,7	0,1	7,2	

Source : Bundesbank-- données cvs pour les variations mensuelles

Espagne – Chômage				EcoFlash	
Données mensuelles		Novembre	Décembre	Janvier	10-053
Chômeurs (000)		3 869	3 924	4 048	
Variation mensuelle (000)		61	55	125	

Source : INE

Espagne - Production industrielle					EcoFlash
Variations en %, cvs-cjo		Octobre	Novembre	Décembre	10-059
Ensemble industrie	g.a.	-9,1	-5,6	-1,4	
	m/m	2,2	-1,7	-11,3	
Biens de consommation		-5,0	-0,8	1,0	
Biens d'équipement		-12,7	-9,6	-8,2	
Biens intermédiaires		-11,0	-5,5	4,9	

Source : INE

Royaume-Uni

A suivre du 8 au 12 février

La **production industrielle** a progressé de 0,4% m/m en novembre, après être restée stable le mois précédent, alors que l'activité dans le secteur manufacturier stagnait. L'enquête CIPS indique que la reprise industrielle s'est poursuivie en décembre. Ainsi l'indice CIPS manufacturier s'est-il établi à 54,1, son plus haut niveau depuis 25 mois. Par ailleurs, l'indice de production, demeurant au-dessus de 50 pour le septième mois consécutif, a augmenté de 56,1 en novembre à 58,1, son niveau le plus élevé depuis plus de deux ans. Les productions industrielle et manufacturière devraient, par conséquent, s'être inscrites en hausse en **décembre** (diffusion mercredi 10 février) par rapport au mois précédent. Elles se retrouveraient, néanmoins, encore sous le niveau atteint avant le début de la crise tout comme celui de l'année précédente. Au T4 2009, cependant, elles devraient avoir augmenté d'environ 0,5% t/t l'une comme l'autre, progressant pour la première fois depuis près de deux ans.

Du 29 janvier au 5 février

Enquêtes dans le secteur manufacturier	Ecoflash			
	Novembre	Décembre	Janvier	10-050
CIPS manufacturier	51,8	54,6	56,7	
Confiance dans l'industrie **	-21,1	-20,6	-13,7	
Carnets de commandes *	-45,0	-42,0	-39,0	
Commandes à l'exportation *	-37,0	-41,0	-33,0	
Stocks de produits finis *	20,0	15,0	13,0	
Production à 3 mois *	4,0	-7,0	4,0	
Prix moyens *	-7,0	-6,0	8,0	

Source : CIPS - Markit , *: CBI, **: Commission européenne

Enquêtes dans les services	Ecoflash			
	Novembre	Décembre	Janvier	10-054
CIPS services	56,6	56,8	54,5	
Confiance dans les services*	-33,7	-5,3	-14,3	

Source : CIPS - Markit , *: Commission européenne

Japon

A suivre du 8 au 12 février

Pour le moment, la reprise n'a pas touché l'investissement des entreprises, en raison des importantes surcapacités de production, des faibles bénéfices et des perspectives incertaines. Les commandes de machines sont principalement soutenues par les demandes en provenance de l'étranger et du secteur public. En **décembre**, les **commandes privées sous-jacentes** de machines (indicateur avancé de l'investissement privé) pourraient avoir bondi d'environ 7,5% (publication mercredi 10 février), corrigeant partiellement la forte chute du mois précédent (-11,3%).

Du 29 janvier au 5 février

Indicateurs avancé et coïncident	EcoFlash			
	Octobre	Novembre	Décembre	10-060
Indicateur avancé	89,5	91,0	94,0	
Indicateur coïncident	94,3	96,0	97,6	
Indicateur retardé	83,7	82,9	84,3	

Source : Cabinet office

Production industrielle	EcoFlash			
Variations en % m/m, cvs	Octobre	Novembre	Décembre	10-046
Production	0,5	2,2	2,2	
Livraisons	1,3	0,9	1,1	
Stocks	-1,5	0,4	0,0	
Ratio stocks / livraisons	0,3	-3,4	-4,7	

Source : METI

Rapport sur le marché du travail	EcoFlash			
	Octobre	Novembre	Décembre	10-046
Chômage en %, cvs	5,1	5,2	5,1	
Offres / Demandes d'emploi	0,44	0,45	0,46	

Source : Cabinet Office

Consommation et revenu des ménages *	EcoFlash			
en %, m/m, termes réels	Octobre	Novembre	Décembre	10-046
Dépenses	-1,9	0,9	0,7	
Revenu disponible	0,8	-1,0	-2,1	

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

Prix à la consommation				EcoFlash
<i>Variations en %</i>				10-046
		Novembre	Décembre	Janvier
Tokyo				
Total	m/m, cvs	-0,2	-0,1	-0,5
	g.a.	-2,2	-2,2	-2,1
Sous-jacent *	m/m, cvs	-0,1	-0,2	-0,8
	g.a.	-1,9	-1,9	-2,0
National				
Total	m/m, cvs	-0,2	-0,2	nd
	g.a.	-1,9	-1,7	nd
Sous-jacent *	m/m, cvs	-0,2	-0,1	nd
	g.a.	-1,7	-1,3	nd

Source : Cabinet Office, *: hors produits alimentaires frais

Data Focus

Rapport emploi (janvier)

20 000 destructions d'emplois après 150 000 en décembre

■ Selon l'enquête conduite par le Bureau of Labor Statistics (BLS) auprès des entreprises, **20 000 emplois hors secteur agricole ont été perdus en janvier**, après -150 000 en décembre (-85 000 en première estimation) soit moins qu'au cours de n'importe quel mois depuis janvier 2008, si ce n'est en novembre dernier (+64 000 après +4 000 en première estimation).

■ Les révisions à la baisse sur les données passées ont été notables, en raison d'une part de la révision des facteurs saisonniers depuis 2005, et d'autre part, du changement de base statistique pour refléter au mieux les inscriptions au système d'assurance-chômage. Au total, les destructions d'emploi au cours de la dernière récession se sont montées à 8,4 millions.

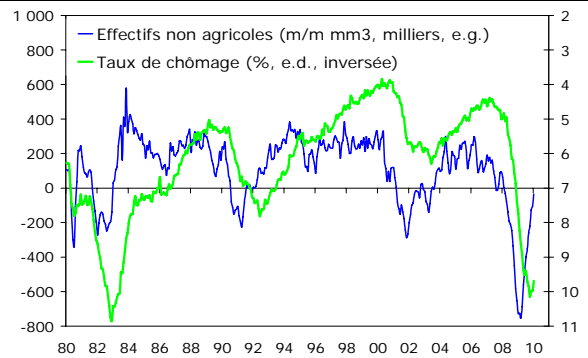
■ En conséquence, ces éléments rendent plus que d'ordinaire difficile l'interprétation des données de janvier, mois où le facteur saisonnier est toujours très important. Toutefois, l'amélioration progressive des conditions sur le marché du travail se confirme. La baisse des effectifs non agricoles en moyenne mobile sur trois mois n'était plus que de 35 000, alors qu'elle était nettement supérieure à 700 000 tout au long du premier trimestre 2009.

■ Les effectifs devraient progresser au cours des prochains mois. En particulier, ceux du secteur public contribueront à cette embellie prévisible entre février et mai, des dizaines de milliers de travailleurs temporaires devant être recrutés pour mener à bien le recensement décennal.

■ L'enquête conduite auprès des ménages a indiqué une **décroissance du taux de chômage de 10% en décembre à 9,7%**. Cette évolution favorable a été permise par une forte progression de l'emploi (+541 000). En général, un gain significatif en matière d'emploi (de l'ordre de 100 000 à 150 000) est nécessaire pour permettre une stabilisation du taux de chômage.

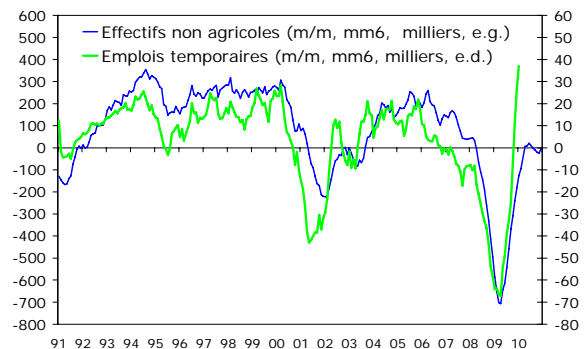
■ Les salaires horaires ont progressé de 0,2% m/m, leur progression en glissement annuel augmentant à nouveau de 2,4% en décembre à 2,5%

Effectifs



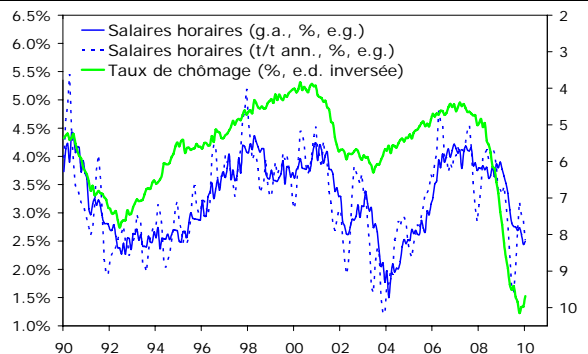
Source : BLS

Emplois temporaires



Source : BLS

Taux de chômage et salaires horaires



Source : BLS

Nos articles les plus récents

JANVIER	29 janvier	10-04	Vue d'ensemble Focus 1	Les Etats-Unis accélèrent BCE : pas de changement majeur en vue pour la réunion du Conseil des gouverneurs de la semaine prochaine
			Focus 2	Australie : sortie progressive d'une politique monétaire désormais excessivement accommodante
	22 janvier	10-03	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Contrastes Allemagne : les défis de la nouvelle coalition Grèce : les banques sous la menace du risque souverain
	15 janvier	10-02	Vue d'ensemble Focus 1	Le Beige Book incite à la prudence France : nouvelle, mais faible, hausse du taux de marge des SNF à l'automne 2009
			Focus 2	Russie : fragile convalescence
	8 janvier	10-01	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Reprise en ordre dispersé Pas d'emballlement BCE : retrait progressif des mesures non conventionnelles Japon : comptes financiers du troisième trimestre 2009
DECEMBRE	18 décembre	09-48	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Fin d'année agitée sur le marché des changes Etats-Unis : comptes financiers du troisième trimestre Mexique : l'agitation à propos des finances publiques est-elle justifiée ?
	11 décembre	09-47	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le temps des notations Royaume-Uni : un pré-budget dans l'attente des élections Asie en développement : faut-il craindre une chute des transferts des travailleurs immigrés dans le Golfe ?
	4 décembre	09-46	Vue d'ensemble Focus 1	BCE, le premier pas Conférence de Copenhague sur le climat : face au réchauffement climatique, d'importantes réductions de COE son nécessaires
			Focus 2	Les pays baltes dans la tourmente
NOVEMBRE	27 novembre	09-45	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le FOMC (modérément) optimiste BCE : éclairage attendu sur les stratégies de sortie Japon : pas de sortie prématurée de la déflation en dépit des signes de reprise
	20 novembre	09-44	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Pas de hausse des taux directeurs de la Fed et de la BCE avant 2011 Allemagne : point sur le marché du travail Banques européennes : résultats encourageants au T3 2009
	13 novembre	09-43	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Gains de productivité : les Etats-Unis prennent le large Exit strategy : Chi va piano va sano e lontano Zone euro : finances publiques, des situations nationales contrastées Japon : le gouvernement Hatoyama confronté à des défis majeurs
	6 novembre	09-42	Vue d'ensemble Focus 1	A chaque Banque centrale son chemin Chine : risque pays, désormais plus microéconomique que macroéconomique.
			Focus 2	Zone euro : devise et exportations
OCTOBRE	30 octobre	09-41	Vue d'ensemble Focus 1	Pleins feux sur les banques centrales Zone euro : les conditions de marché s'améliorent, mais la BCE ne vas pas modifier son analyse
	23 octobre	09-40	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Un nouveau pas vers la reprise Etats-Unis : réforme de la santé, des avancées et des obstacles Allemagne : les comptes des agents non financiers au deuxième trimestre

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
ECONOMIES OCDE		
Philippe d'ARVISENET		
Eric VERGNAUD Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA		
Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME		
Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO		
Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO		
Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE		
Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE,		
Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	philippe.sabuco@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES		
Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com philippe.sabuco@bnpparibas.com
RISQUES PAYS		
Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE		
Adjoint Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE		
Delphine CAVALIER Christine PELTIER	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	delphine.cavalier@bnpparibas.com christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE		
Sylvain BELLEFONTAINE Thibault MERCIER	01.42.98.26.77 01.42.98.74.26	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com thibault.mercier@bnpparibas.com
AFRIQUE		
Stéphane ALBY Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guize@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST		
Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	0143.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES		
Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT - SCORING		
Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

Nos publications

- **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 quelconque 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