

**Vue
d'ensemble**

Page 4

Exit strategy : Chi va piano va sano e lontano**Focus 1**

Page 6

Zone euro : finances publiques, des situations nationales contrastées

La Commission européenne a estimé, dans ses prévisions d'automne, que le solde général des finances publiques de la zone euro pourrait atteindre -6,9% du PIB en 2010. L'ampleur des mesures prises par les Etats pour soutenir l'activité a été revue à la hausse, à 1,3% du PIB cette année et 1,2% en 2010. En l'absence de mesures de consolidation, le solde budgétaire de la zone atteindrait encore -6,4% en 2011. Le ratio de dette s'élèverait à 88%, en hausse de plus de 20 points de PIB par rapport à 2007. Nous estimons qu'un ajustement budgétaire structurel de l'ordre de 2,5 points de PIB serait nécessaire pour stabiliser, à terme, l'endettement de la zone. Il est, toutefois, important de mesurer la diversité des situations dans lesquelles se trouvent les différents Etats membres.

Focus 2

Page 10

Japon : le gouvernement Hatoyama confronté à des défis majeurs

L'objectif prioritaire du gouvernement Hatoyama est de faire de la demande intérieure plutôt que des exportations le moteur de la croissance. Le gouvernement a annoncé de revenir sur certaines réformes relatives aux marchés du travail et des biens, comme la privatisation de la poste. L'augmentation rapide de la dette publique constitue un problème majeur pour le nouveau gouvernement. Sans mesures additionnelles, le financement des promesses électorales risque fort d'aggraver un peu plus le déficit budgétaire. Pour maintenir l'attractivité des obligations japonaises, un plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme sera essentiel.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 13

Data Focus 1Allemagne, France et zone euro : PIB (T3 2009)
Page 17**Data Focus 2**France : Inflation (octobre)
Page 18**Editorial****Gains de productivité : les Etats-Unis prennent le large**

La différence de réactivité au cycle entre les Etats-Unis et la zone euro se vérifie une fois de plus. La rapidité de l'ajustement des effectifs à l'activité s'est traduite aux Etats-Unis par un rebond des gains de productivité dès le deuxième trimestre (6,9% t/t annualisé) alors même que le PIB continuait à se contracter. Au trimestre dernier, sans surprise, compte tenu du rebond de l'activité, l'essor des gains de productivité s'est accéléré (9,5% t/t annualisé) et a atteint 4,3% en glissement annuel (après 1,9% au T2).

Philippe d'Arvisenet

(suite page 2)



Editorial (suite)

Gains de productivité : les Etats-Unis prennent le large

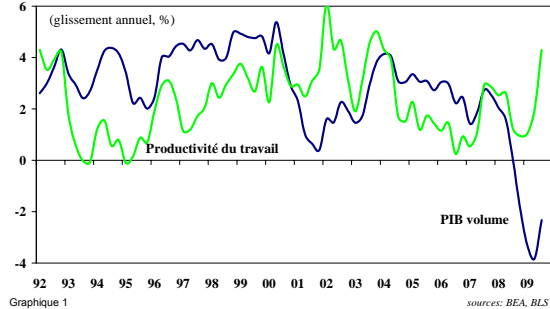
Compte tenu du profil très modéré des rémunérations, un net recul des coûts unitaires du travail en est résulté (-5,2% t/t et -3,6% en g.a.). C'est un signal fort pour la rentabilité des entreprises, car ce recul fait plus que compenser l'érosion du *pricing power* des entreprises (le glissement annuel du déflateur du PIB est passé de 2,5% au T3 2008 à 0,7% au T3 2009). Cela suggère aussi que l'ajustement des effectifs a été massif et devrait désormais voir son rythme se modérer.

Au-delà des différences entre pays, la zone euro affiche un comportement très différent (cf. graphiques 1 et 2). Le profil des gains de productivité montre que l'ajustement des effectifs au cycle reste nettement plus inerte qu'aux Etats-Unis (cf. graphique 3) (la productivité par tête de la zone baissait de 3,1% en g.a. au T2) avec pour conséquence un envol des coûts unitaires (4,8% en g.a. au T2 après une pointe à 5,8% au T1) (cf. graphique 4), ce qui, compte tenu de la sagesse des prix intérieurs (hausse de 1,1% du déflateur du PIB au T2 2009 contre 2,3% un an plus tôt), débouche sur une détérioration de la profitabilité et annonce en tout état de cause la poursuite d'un ajustement qui a pris du retard et qui ne manquera pas, au moins à court terme, de peser sur la croissance. Comme attendu, la croissance américaine a nettement rebondi au troisième trimestre (3,5% en rythme annualisé) sous l'effet du ralentissement du déstockage, d'une embellie de la consommation, essentiellement liée aux mesures de soutien à l'automobile (*cash for clunkers*), et d'un retournement de l'investissement résidentiel, dynamisé à la fois par les mesures budgétaires de soutien aux primo accédants et par la baisse des taux hypothécaires.

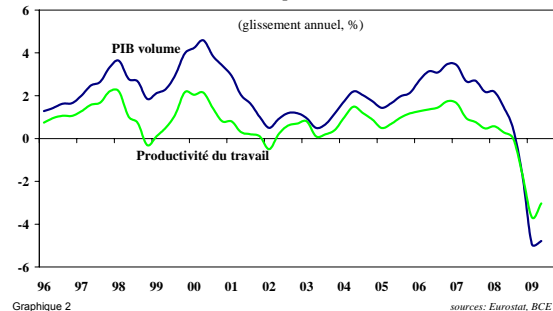
L'investissement des entreprises en biens d'équipement et logiciels a légèrement augmenté, ce qui a surpris au regard de l'importance des capacités inutilisées. Sans doute, le redressement des profits favorise les investissements de modernisation. A l'inverse, les investissements de capacité, généralement en décalage par rapport au cycle, continuent à se replier, comme en témoigne la poursuite du repli de l'investissement en bâtiments non résidentiels (-9% au T3 après -17,3% et -43,6% les trimestres précédents).

Les indicateurs conjoncturels conduisent à anticiper le maintien d'une croissance honorable au quatrième trimestre, avec toujours un effet favorable du comportement des stocks. A cet égard, l'indice ISM des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière s'inscrit clairement en zone d'expansion à 55,7 contre 52,6 en septembre. Ce message est corroboré par l'évolution des commandes de biens durables avec une hausse de 11,2% en rythme annualisé au troisième trimestre pour les biens d'équipement hors avions et défense.

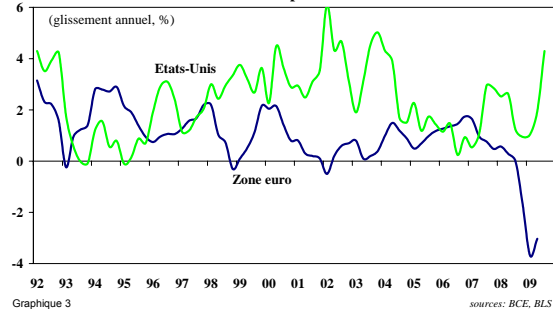
Etats-Unis: croissance du PIB et de la productivité



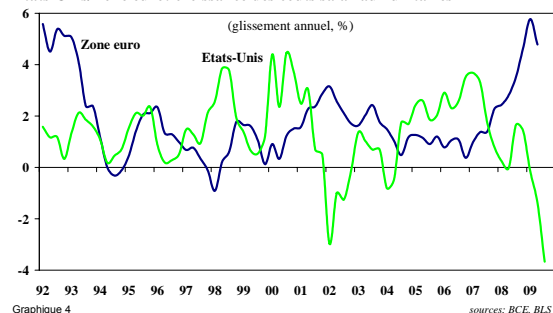
Zone euro: croissance du PIB et de la productivité



Etats-Unis/Zone euro: croissance de la productivité du travail



Etats-Unis/Zone euro: croissance des coûts salariaux unitaires



La réactivité des entreprises américaines à s'ajuster au cycle est impressionnante. Alors même que le PIB poursuivait sa contraction au second trimestre, l'économie américaine avait déjà enregistré un rebond des gains de productivité. Sans surprise, cela s'est intensifié au troisième trimestre avec une progression de 9,5% en rythme annualisé et de 4,3 % en glissement annuel, un record historique. Ceci a débouché sur une nette baisse des coûts unitaires du travail (-3,6 % en glissement annuel), ce qui est le gage d'une bonne tenue des profits. La faiblesse du dollar joue d'ailleurs dans le même sens en favorisant la compétitivité des produits américains, mais aussi la contre-valeur en monnaie locale des profits réalisés à l'étranger.

Les perspectives apparaissent nettement différentes pour le consommateur. Le marché du travail poursuit son ajustement, comme en témoignent le recul de l'emploi (-190 000 le mois dernier) et la poussée du taux de chômage qui en résulte (10,2% après 9,8%), et pèse sur la formation des salaires nominaux alors même que l'indice des prix va revenir en territoire positif avec la disparition imminente des effets de base liés à la chute des cours du pétrole à l'automne 2008. Si l'évolution du pouvoir d'achat des revenus n'est à l'évidence pas pour soutenir la consommation, la remontée de la Bourse n'est pas suffisante pour faire jouer un effet de richesse assez puissant pour compenser l'effet négatif de la chute des prix de l'immobilier et le recul du crédit aux particuliers. En fait, le niveau de l'endettement et la détérioration du marché de l'emploi pèsent sur la confiance et devraient favoriser le redressement de l'épargne après la correction baissière enregistrée au début de l'été, clairement liée aux achats de nouvelles voitures.

Dans ces conditions, avec une hausse de la consommation appelée à se modérer, la croissance sera décevante l'an prochain une fois épuisés les effets temporaires des mesures de soutien mises en place. Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, de constater le repli depuis trois mois de la confiance des ménages attesté par l'indice du Conference Board (47,7 en octobre après 53,7 en septembre et 54,5 en août) ni de voir le gouvernement prolonger plusieurs dispositifs comme le crédit d'impôts aux primo accédants (jusqu'en avril), l'allongement de la durée d'indemnisation du chômage... La Fed, de son côté, a annoncé que le programme d'achat de MBS se poursuivrait jusqu'au printemps prochain et que les taux resteraient bas pour une période prolongée.

Dans la zone euro, après cinq trimestres de baisse, le PIB a progressé d'un solide 0,4% i/t au T3 2009. Cette bonne performance est due essentiellement au rebond de l'industrie, particulièrement touchée par la chute de la demande globale au tournant de l'année. La production industrielle s'est, en effet, nettement redressée au T3 ; sa hausse ressort à 3,3% en France, 4,4% en Italie et 3,5% en Allemagne. L'embellie est appelée à se poursuivre comme en témoignent le rebond des commandes allemandes (8,9% au T3 après 5,5% au T2) ou celui des PMI dans le secteur manufacturier. Pour l'ensemble de la zone euro, l'indice est passé le mois dernier en territoire d'expansion avec, toutefois, de fortes disparités entre pays (55,6 en France, mais 46,3 en Espagne). La relative inertie de l'ajustement de l'emploi dans la zone s'est traduite par une baisse des gains de productivité et par une hausse corrélative des coûts salariaux unitaires (4,8% au T2) qui suggèrent que l'ajustement, qui est devant nous, reste plus important qu'aux Etats-Unis, ce qui ne manquera pas de peser sur l'évolution des conditions du marché du travail, et partant, de la consommation. Dans ces conditions, avec une perspective d'inflation maîtrisée, la BCE devrait conserver son taux de refinancement inchangé l'an prochain. Elle va cependant préparer son « exit strategy » et revenir progressivement sur ses mesures non conventionnelles ; dès le mois prochain, on attend des indications claires sur les changements qui ne manqueront pas d'être apportés aux modalités du refinancement à un an.

Philippe d'Arvisenet

Vue d'ensemble

Exit strategy : Chi va piano va sano e lontano

La reprise se confirme tant aux Etats-Unis, que dans la zone euro. Après un effondrement à la fin de l'année dernière et au début de celle-ci, l'activité s'est d'abord stabilisée au deuxième trimestre, avant de renouer avec la croissance au troisième.

Alors qu'aux Etats-Unis, le PIB a progressé de 3,5% en rythme trimestriel annualisé (soit environ 0,9% t/t) au troisième trimestre, l'activité a enregistré une hausse de 0,4% t/t (soit environ 2,4% en t/t annualisé) dans la zone euro, après un repli de 0,2% le trimestre précédent. Les performances des grandes économies de la zone euro ont été très contrastées. Le PIB a nettement rebondi en Allemagne (+0,7% t/t, après +0,3% au T2) et en Italie, qui sort à son tour de la récession (+0,6%, après -0,5% au T2), alors que la France a affiché le même résultat qu'au trimestre précédent avec une progression de l'activité de 0,3% t/t. Enfin, l'Espagne est toujours en récession, avec une nouvelle contraction du PIB (-0,3% t/t, après -1,1% au T2). La progression du PIB de l'ensemble de la zone euro venant après cinq trimestres de baisse de l'activité, celle-ci demeure encore en retrait de plus de 4% par rapport à l'année dernière.

De part et d'autre de l'Atlantique, la reprise devrait se prolonger au cours des prochains trimestres, quoique sur un rythme plus modéré, pour diverses raisons : le rebond lié à la fin du processus de déstockage ne va pas durer ; les soutiens de nature budgétaire vont progressivement disparaître ; par le jeu de prix du pétrole plus élevés, l'inflation va repasser en territoire positif très prochainement ; et, enfin, la détérioration du marché du travail continue de peser sur la confiance des ménages.

La fragilité de la reprise, alors même que l'inflation devrait demeurer très modérée au cours des prochains trimestres en dépit d'un redressement, plaide pour le maintien de politiques monétaires très accommodantes. Dans ces conditions, la *Fed*, la BCE et la *BoE* vont conserver leurs taux directeurs à des niveaux bas pendant une période prolongée. De même, les stratégies de sortie des politiques quantitatives (pour la *Fed* et la *BoE*) et des mesures de prêts non conventionnelles (pour la BCE) vont être très progressives. En effet, les Banques centrales vont s'attacher à maintenir une liquidité abondante. Ainsi, la *Fed* n'a diminué que de manière très marginale son programme de rachats d'actifs, dont l'enveloppe globale est de USD 1 725 mds, en ramenant de USD 200 mds à 175 mds l'objectif pour les seuls titres d'Agences. De son côté, la *BoE* a relevé le plafond de ses achats d'actifs de GBP 25 mds pour le porter à 200 mds. La BCE a, finalement, été la moins neutre en matière de sortie des mesures exceptionnelles, évoquant une diminution progressive de la

liquidité au fur et à mesure que le raffermissement de la croissance le permettra. Toutefois, s'il paraît très improbable que les opérations de refinancement à un an (à taux fixe et à hauteur des soumissions) soient renouvelées l'année prochaine (ce qui n'était d'ailleurs pas prévu à l'origine), M. Trichet n'a rien indiqué des intentions de la BCE à cet endroit, repoussant le sujet à la réunion de décembre. On peut quand même penser que la BCE ne devrait pas resserrer sa politique monétaire avant la *Fed*, compte tenu de la moindre performance de la zone euro, et alors que les taux sur l'euro sont déjà nettement supérieurs à ceux servis sur le dollar et que le niveau élevé de la parité EUR/USD pèse sur les exportations de l'UEM.

L'engagement des Etats face à la crise a évité que la récession ne devienne une dépression mais a conduit au creusement des déficits et à une très forte augmentation des taux d'endettement publics. C'est donc avec des finances publiques très dégradées que les gouvernements vont, dans les prochaines années, devoir affronter les coûts liés au vieillissement de la population. Dans le contexte économique décrit plus haut, la tentation de vouloir reconstituer trop rapidement des marges de manœuvre budgétaires doit être repoussée, compte tenu des risques d'étouffement de la reprise qu'elle recèle. Néanmoins, il conviendra de dessiner clairement les stratégies de sortie budgétaires qui seront menées au cours des prochaines années. Si une coordination « officielle » au niveau mondial semble irréaliste, la fragilité quasi généralisée de la reprise devrait contribuer à imposer une coordination *de facto*. Surtout, il faudra que les stratégies apparaissent crédibles aux marchés financiers, afin d'éviter toute hausse des taux d'intérêt traduisant une perception de dérive durable des comptes publics. En outre, une telle appréciation mènerait, très probablement, également à une hausse des anticipations d'inflation (elle-même nourrissant la hausse des taux d'intérêt longs). Cet enchaînement augmenterait alors le risque de voir les Banques centrales remonter leurs taux d'intérêt directeurs plus tôt et/ou plus fortement que ne le nécessiterait la simple reprise de l'activité. Cela serait d'autant plus dommageable qu'une politique monétaire qui resterait relativement accommodante faciliterait la consolidation budgétaire. Enfin, le choix des moyens qui seront mis en œuvre pour consolider les finances publiques sera déterminant. Il s'agit, en particulier, d'éviter une hausse du taux d'épargne et une baisse de la consommation.

Le *policy mix* de sortie de crise n'aura rien d'un exercice aisé.

Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 12 novembre	Jeudi 5 novembre	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	0,27	0,28	2,24	0,27
US-Bonds 10 ans	3,44	3,53	3,94	2,07
Euribor à 3 mois	0,71	0,72	4,22	0,71
Bund 10 ans	3,30	3,35	3,66	2,90
Taux à 3 mois	0,32	0,32	0,96	0,32
JGB 10 ans	1,40	1,45	1,56	1,17

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

	Jeudi 12 novembre	Jeudi 5 novembre	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
EUR/USD	1,4867	1,4882	1,5008	1,2526
USD/JPY	90,38	90,51	100,69	87,68
EUR/JPY	134,33	134,70	138,65	113,08
EUR/GBP	0,8992	0,8976	0,9797	0,8281
USD/CHF	1,0162	1,0155	1,2244	1,0060
EUR/CHF	1,5107	1,5112	1,5831	1,4590

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

Focus 1

Zone euro : finances publiques, des situations nationales contrastées

- La Commission européenne a estimé, dans ses prévisions d'automne, que le solde général des finances publiques de la zone euro pourrait atteindre -6,9% du PIB en 2010.
- L'ampleur des mesures prises par les Etats pour soutenir l'activité a été revue à la hausse, à 1,3% du PIB cette année et 1,2% en 2010.
- En l'absence de mesures de consolidation, le solde budgétaire de la zone atteindrait encore -6,4% en 2011. Le ratio de dette s'élèverait à 88%, en hausse de plus de 20 points de PIB par rapport à 2007.
- Nous estimons qu'un ajustement budgétaire structurel de l'ordre de 2,5 points de PIB serait nécessaire pour stabiliser, à terme, l'endettement de la zone. Il est, toutefois, important de mesurer la diversité des situations dans lesquelles se trouvent les différents Etats membres.

La Commission européenne a publié la semaine dernière ses prévisions d'automne et fourni une nouvelle évaluation de la situation des finances publiques dans la zone euro. Ces prévisions permettent notamment de comparer la situation des différents Etats membres dans un cadre unifié.

Malgré le redressement de l'activité, la détérioration du solde budgétaire de la zone euro sera plus marquée que prévu

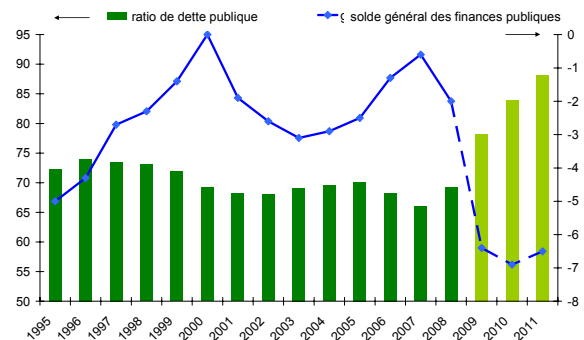
Selon la Commission, le PIB se replierait de 4,0% en 2009, une estimation inchangée par rapport aux prévisions du printemps dernier. En revanche, elle attend dorénavant une progression de l'activité de 0,7% en 2010 (contre un recul de 0,1% attendu dans les prévisions de printemps). Malgré cette amélioration des perspectives de croissance, les services de la Commission ont revu à la hausse les prévisions de déficits publics de la plupart des pays membres (à l'exception notable des déficits allemand et autrichien). Le solde général des finances publiques de l'ensemble de la zone euro pourrait finalement s'établir autour de -6,4% du PIB en 2009 (en baisse de 1 pp de PIB par rapport à la prévision de printemps) puis à -6,9% en 2010 (-0,4 pp). Ce nouveau scénario est très proche de nos propres prévisions (cf. tableau 1).

1. Soldes budgétaires et croissance dans les principaux pays de la zone euro

PIB réel (% g.a.)	2008		2009		2010	
	CE	BNPP	CE	BNPP	CE	BNPP
Zone euro	0,6	-4,0	-3,8	0,7	0,9	
Allemagne	1,3	-5,0	-4,7	1,2	1,4	
France	0,4	-2,2	-2,0	1,2	1,2	
Italie	-1,0	-4,7	-4,9	0,7	0,2	
Espagne	0,9	-3,7	-3,7	-0,8	-0,8	
Solde budgétaire (% du PIB)						
Zone euro	-2,0	-6,4	-6,4	-6,9	-6,7	
Allemagne	0,0	-3,4	-4,9	-5,0	-5,6	
France	-3,4	-8,3	-8,2	-8,2	-9,0	
Italie	-2,7	-5,3	-5,4	-5,3	-5,6	
Espagne	-4,1	-11,2	-9,6	-10,1	-9,2	

Sources : Commission européenne (Automne 2009) et Prévisions BNPP (octobre 2009)

1. Finances publiques dans la zone euro (en % du PIB)



Sources : Eurostat et prévisions Commission européenne (Automne 2009)

Pour expliquer cette révision, la Commission souligne, tout d'abord, la très forte réaction des recettes fiscales à la récession dans certains pays¹. Ensuite, les plans de relance mis en place par les Etats membres se sont révélés plus généreux et coûteux qu'attendu. Ils ont aussi été parfois renforcés en cours d'année par des mesures qui affecteront de façon permanente les soldes budgétaires (par exemple, en France, avec la baisse de la TVA dans la restauration et la suppression de la taxe professionnelle). Au total, la Commission évalue maintenant à 1,3% du PIB en 2009 et 1,2% en 2010 (contre

¹ En particulier ceux qui subissent une forte correction immobilière, mais on a également assisté en France par exemple un effondrement des recettes de l'impôt sur les sociétés. Sur ce dernier point, voir « France : une nouvelle dégradation des finances publiques en 2010 », BNP Paribas EcoWeek 09-38.

respectivement 1% et 0,8% il y a six mois) l'ampleur des mesures discrétionnaires de soutien à l'activité prises par les Etats membres de la zone. Sur l'ensemble des deux années, la réévaluation est significative, de 0,7 pp de PIB.

Comment stabiliser un ratio de dette qui pourrait dépasser 85% du PIB dès 2011 ?

La Commission a fourni dans ses prévisions d'automne une première estimation de la situation des finances publiques dans la zone euro en 2011. Comme à l'accoutumée, cette prévision est établie sous l'hypothèse d'une politique fiscale inchangée par rapport à 2010, mais en tenant compte de la disparition des mesures transitoires de soutien à l'activité mises en place depuis le début de la crise. Dans l'ensemble, ces projections rejoignent un consensus assez large sur une croissance relativement faible en 2010 et 2011 et une dégradation structurelle substantielle de la situation des finances publiques, après la récession et l'ajustement important des modèles de croissance subi dans certains pays.

Au total, la Commission estime que le retour à une croissance du PIB de 1,5% en 2011, ne permettrait, sans mesures de consolidation supplémentaires, qu'une baisse marginale du déficit budgétaire de la zone, à 6,4% du PIB, un niveau totalement insuffisant pour endiguer la montée de l'endettement public. Le ratio de dette brute de la zone euro atteindrait alors plus de 88% du PIB, après avoir augmenté de plus de 20 points de PIB par rapport à son niveau d'avant la crise (cf. tableau 2, page suivante).

Il faut rappeler que la croissance sera encore probablement trop faible l'an prochain pour autoriser un resserrement marqué des politiques budgétaires, qui ne se mettra probablement en place qu'à compter de 2011 et de manière progressive.

A quel niveau sera-t-il alors nécessaire d'amener dans un horizon relativement court (quelques années) les soldes budgétaires pour mettre un terme à l'envolée actuelle des dettes publiques ?

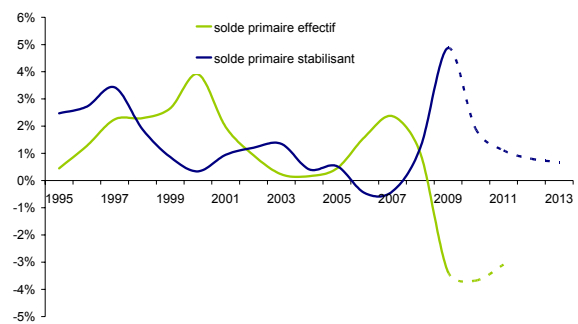
On peut montrer que le solde budgétaire *primaire* sp_t (hors charge d'intérêts) nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique au cours d'une année t est à peu près égal au produit du ratio de dette atteint l'année $(t-1)$ par l'écart entre le taux d'intérêt apparent payé en t sur la dette publique et le taux de croissance nominal de l'économie cette même année, soit,

$sp_t \approx d_{t-1} \times (i_t - g_t)$, où sp_t et d_{t-1} sont exprimés en % du PIB. Intuitivement, on peut considérer que le surplus primaire dégagé par les finances publiques doit être suffisant pour financer la part des intérêts payés qui n'est pas couverte par la croissance.

Le graphique 2 représente l'évolution du solde primaire qui permettrait la stabilisation du ratio de dette publique dans la zone

euro et celle du solde primaire effectivement observé (dans le passé) et attendu. Cette année, compte tenu du repli de l'activité, seul un surplus primaire de l'ordre de 5 pp de PIB aurait pu stabiliser la dette ! Mais, dès l'an prochain, ce solde devrait fortement diminuer avec le retour d'une croissance positive. Selon nos estimations, un excédent budgétaire primaire de l'ordre de 0,75 pp de PIB permettrait de stabiliser les taux d'endettement (cf. encadré). Pour l'ensemble de la zone euro, cela représente un écart de 3,7% de PIB avec le solde primaire attendu en 2011 (sans actions correctrices) par la Commission. On peut dès lors estimer qu'un ajustement structurel du solde des finances publiques de l'ordre de 2,5 pp de PIB (différence entre le solde requis et le solde primaire structurel attendu en 2011) serait nécessaire pour mettre un terme à l'augmentation du ratio d'endettement. Le retour de la croissance permettrait pour sa part, une fois l'écart de production (*output gap*) comblé, une amélioration conjoncturelle du solde primaire de l'ordre de 1,2% de PIB.

2. Soldes primaires « stabilisant » et effectif dans la zone euro (en % du PIB)



Sources : calculs BNPP d'après Commission européenne (Automne 2009) et BNPP

Une très grande diversité des situations au sein de la zone euro

Cet objectif semble cohérent avec l'impression que donnent les institutions européennes de souhaiter que soit mise en œuvre une consolidation budgétaire structurelle de l'ordre de 1% de PIB l'an à compter de 2011². Toutefois, il est important de mesurer la diversité des situations entre les différents Etats membres.

Le graphique 3 reproduit le résultat de ces mêmes évaluations pour la plupart des Etats membres de la zone euro et montre que l'effort budgétaire structurel requis pour stabiliser les taux d'endettement varie considérablement selon les pays, même si l'on suppose qu'ils

² A supposer qu'un tel rythme de consolidation soit adopté dès 2011 et qu'il permette malgré son ampleur une fermeture relativement rapide de l'output gap, le taux d'endettement se stabiliserait, néanmoins, probablement à un niveau un peu supérieur au niveau projeté (sans action correctrice) en 2011.

se trouvent sur une trajectoire conjoncturelle identique (représentée par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance nominal)³.

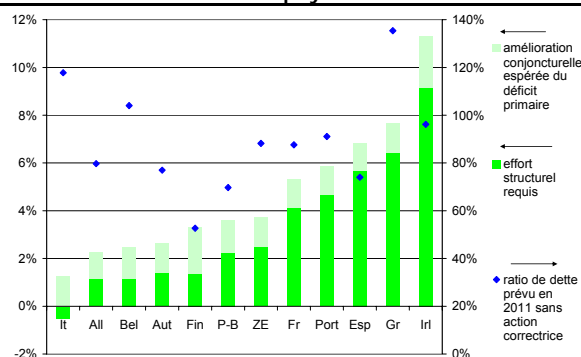
Il n'est pas si surprenant de retrouver l'Italie et la Belgique, aux côtés de l'Allemagne et de l'Autriche, dans le groupe des pays qui devront fournir l'effort le plus faible (moins de 1,5 pp de PIB), justement parce qu'ils étaient entrés de longue date dans un régime d'endettement élevé et avaient déjà, en quelque sorte, procédé aux ajustements nécessaires. En effet, ces Etats étaient en phase de désendettement et dégageaient des excédents primaires importants avant la crise (de l'ordre de 2,5% de PIB en 2008 après 3,5% en 2007 pour chacun d'eux), et même depuis de nombreuses années s'agissant de la Belgique. En outre, l'absence de mesures d'ampleur de soutien à l'activité s'est traduite en Italie par une dégradation du solde primaire parmi les plus faibles de la zone (-4 pp de PIB par rapport à 2007, contre 5,7 pp en moyenne dans la zone euro).

S'agissant de l'Allemagne et de l'Autriche, il faut surtout expliquer pourquoi des pays censés avoir mis en œuvre des plans de soutien à l'activité parmi les plus importants de la zone (en proportion de leur PIB pour ce qui est de l'Autriche)⁴, dont une part non négligeable de mesures pérennes, puissent se retrouver dans une position si favorable, alors même qu'ils ont traversé une récession comparable pour l'Autriche et plus marquée pour l'Allemagne que la zone euro dans son ensemble (avec des reculs du PIB que nous attendons à respectivement 3,4% et 4,7%, contre 3,8% pour la moyenne de la zone euro). En premier lieu, il faut rappeler que ces pays bénéficiaient avant la récession d'une situation relativement saine de leurs finances publiques (avec un déficit total de seulement 0,5% de PIB en 2008 en Autriche et un équilibre budgétaire en Allemagne). D'autre part, c'est leur forte dépendance au commerce extérieur qui les a conduits dans une récession plus grave que d'autres pays moins ouverts (notamment la France). Or, le repli de la demande extérieure a moins d'impact sur les recettes fiscales que celui de la demande intérieure. Au total, l'Italie et la Belgique, l'Allemagne et l'Autriche, auxquels il faut ajouter la Finlande, devraient conserver des finances sensiblement moins dégradées que beaucoup d'autres pays de la zone à l'horizon 2011, avec un solde budgétaire, un accroissement et un niveau d'endettement plus faibles que la moyenne de la zone euro.

³ A supposer que les pays les plus en difficulté du point de vue des finances publiques devraient absorber des taux d'intérêt plus élevés que la moyenne de la zone euro, ou que ces pays sont les mêmes qui devraient à l'avenir connaître des taux de croissance ou d'inflation plus faibles que leurs partenaires, et la disparité représentée dans ces projections serait accrue...

⁴ Voir par exemple Ecoweek 09-22 "Zone euro : où en sont les politiques budgétaires ?"

3. Consolidation budgétaire requise pour stabiliser les taux d'endettement dans certains pays membres



Sources : Estimations BNPP, d'après Commission européenne (Automne 2009)

2. Positions budgétaires attendues en 2011

% du PIB	Ratio de dette	Solde budgétaire	Solde primaire	Solde primaire structurel
Autriche	77,0	-5,3	-2,1	-0,8
Belgique	104,0	-5,9	-1,7	-0,4
Finlande	52,7	-4,4	-2,9	-0,9
France	87,6	-7,7	-4,7	-3,5
Allemagne	79,7	-4,6	-1,7	-0,6
Grèce	135,4	-12,9	-6,7	-5,5
Irlande	96,2	-14,6	-10,6	-8,5
Italie	117,8	-5,1	0,1	1,3
Pays-Bas	69,7	-5,6	-3,1	-1,8
Portugal	91,1	-8,7	-5,2	-4,1
Espagne	74,0	-9,3	-6,3	-5,2
Zone euro	88,2	-6,5	-3,1	-1,9

Source : Commission européenne (automne 2009)

Les situations des finances publiques au Portugal et en France apparaissent assez proches⁵. Entre 2007 et 2011, ces deux pays devraient enregistrer une dégradation de leurs finances publiques, aussi bien en termes d'accroissement du déficit que de hausse du taux d'endettement, très proche de la moyenne de la zone euro (respectivement +5,9 pp et +22,3 pp de PIB). Pourtant, nos estimations suggèrent que ces pays devraient s'efforcer de mettre en œuvre dans les prochaines années une amélioration du solde primaire structurel de plus de 4 pp de PIB. Pour l'essentiel, ces pays subissent aujourd'hui le fait d'avoir abordé la récession avec des comptes publics plus dégradés que beaucoup d'autres pays (avec un déficit général des finances publiques de 2,7% du PIB en 2007, contre 0,6% en moyenne dans la zone euro).

⁵ A propos de la situation des économies grecque et portugaise, voir Ecoweek 09-39 "Grèce et Portugal : pas d'état de grâce après les élections". A noter toutefois que cet article a été écrit avant la récente et forte révision de la croissance (+2% contre +2,9% précédemment estimé) et du déficit (-7,7% du PIB contre -5,5% précédemment estimé) grecs pour l'année 2008.

La Grèce et l'Irlande ainsi que, dans une moindre mesure, l'Espagne sont les pays qui devront mettre en œuvre la consolidation budgétaire la plus marquée. Pour deux d'entre eux, ces pays sont ceux qui, dans la zone euro, ont été les plus frappés par le retournement de leur marché immobilier domestique. L'éclatement de la bulle immobilière a eu un impact très fort sur leurs recettes fiscales, le chômage a fortement augmenté, et les perspectives de croissance restent très faibles pour les années à venir. La situation espagnole apparaît, cependant, sensiblement moins difficile que chez ses partenaires, non seulement du point de vue de l'ampleur de l'ajustement structurel requis (moins de 6 pp de PIB selon nos estimations en Espagne contre 9 pp en Irlande) que du niveau de son endettement (74% du PIB projeté en 2011 en Espagne, un niveau qui restera parmi les plus faibles de la zone euro, contre +135% du PIB si aucune mesure n'était prise en Grèce).

Encadré : précisions sur les estimations de consolidation budgétaire requise pour stabiliser les taux d'endettement public à partir de 2011

Le tableau ci-dessous présente les valeurs estimées du solde primaire stabilisant la dette de la zone euro à son niveau de 2011, sous différentes hypothèses de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt. Au regard de l'ampleur des ajustements concernés, nous retenons qu'un solde budgétaire proche mais éventuellement inférieur à 1% de PIB pourrait permettre de stabiliser l'endettement de la zone euro en deçà de 90% du PIB. C'est sur ces calculs que s'appuient les données représentées dans le graphique 2 au-delà de 2011.

Zone euro	Croiss. réelle	Inflation	Taux d'intérêt (nominal) apparent de la dette	Ecart entre le taux apparent et la croissance nominale	Ratio de dette de l'année précédente	Solde primaire requis pour stabiliser la dette
prévisions CE pour 2011	1,5%	1,4%	4,2%	1,3%	85%	1,1%
hypothèses retenues pour les années suivantes :						
zone euro 1	2,0%	2,0%	4,50%	0,5%	88%	0,4%
zone euro 2	1,75%	2,0%	4,50%	0,75%	88%	0,7%
zone euro 3	1,5%	1,75%	4,25%	1,0%	88%	0,9%
zone euro 4	1,25%	1,75%	4,25%	1,25%	88%	1,1%

S'agissant des données présentées dans le graphique 3, les soldes primaires stabilisant le ratio de dette des différents Etats membres sont calculés sous le jeu d'hypothèse n°2, *identique pour chacun des Etats membres*. Malgré les différences entre les niveaux d'endettement des différents Etats (de 52,7% attendu en 2011 en Finlande, à 135,4% en Grèce, voir tableau 2), le niveau des soldes primaires requis varie peu, de +0,4% du PIB en Finlande à 1% en Grèce. C'est l'écart entre ce solde requis et le solde primaire attendu en 2011 qui donne un ordre de grandeur de l'amélioration budgétaire nécessaire pour stabiliser l'endettement à un niveau proche de celui projeté en 2011 par la Commission. Enfin, les estimations de cette dernière en matière de déficit primaire structurel permettent de faire la distinction entre l'amélioration, que pourrait mécaniquement permettre le retour de la croissance à son niveau potentiel, et celle qui devrait être mise en œuvre à travers des mesures discrétionnaires.

Focus 2

Japon : le gouvernement Hatoyama confronté à des défis majeurs

- L'objectif prioritaire du gouvernement Hatoyama est de faire de la demande intérieure plutôt que des exportations le moteur de la croissance.
- Le gouvernement a annoncé de revenir sur certaines réformes relatives aux marchés du travail et des biens, comme la privatisation de la poste.
- L'augmentation rapide de la dette publique constitue un problème majeur pour le nouveau gouvernement. Sans mesures additionnelles, le financement des promesses électorales risque fort d'aggraver un peu plus le déficit budgétaire.
- Pour maintenir l'attractivité des obligations japonaises, un plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme sera essentiel.

Un nouveau gouvernement

Le 30 août, le Parti démocrate du Japon (PDJ) a remporté une écrasante victoire aux élections législatives, mettant ainsi un terme à plus de cinq décennies d'un contrôle presque ininterrompu du pouvoir par le Parti libéral démocrate (PLD) (tableau 2). Un accord politique a été conclu le mois suivant entre le PDJ et les partis minoritaires de la coalition, le Nouveau Parti populaire (centre-droit) et le Parti social-démocrate (gauche).

Dirigé par le président du PDJ, Yukio Hatoyama, le nouveau gouvernement regroupe des sensibilités très différentes. Plusieurs ministres de l'équipe gouvernementale sont déjà très expérimentés, ayant débuté leur carrière au sein du PLD. Ainsi, Hirohisa Fujii, le ministre des Finances, a été élu à la chambre haute du parlement (la Diète) en tant que membre du PLD. Il a déjà occupé la fonction de ministre des Finances de 1993 à 1994, sous l'étiquette du Parti de la renaissance du Japon, prédécesseur du PDJ. Autre homme politique bien connu de la nouvelle équipe, Shizuka Kamei a quitté le PLD en 2005 sur fond d'opposition au projet de réforme de la poste du gouvernement Koizumi. Il est désormais responsable des services financiers et postaux. Comme il fallait s'y attendre, l'une de ses premières décisions a été de revenir sur la privatisation de la poste (voir ci-après).

Le programme de la nouvelle coalition

Le nouveau gouvernement s'est fixé comme objectif prioritaire de faire de la demande intérieure plutôt que des exportations le moteur de la croissance. Parmi ses promesses électorales, M. Hatoyama

s'est engagé à revaloriser les allocations familiales, à supprimer les péages autoroutiers et à diminuer les taxes sur l'essence.

S'agissant de la sécurité sociale, le nouveau gouvernement entend abolir le mécanisme de plafonnement de la hausse des dépenses, fixée aujourd'hui à 220 milliards de JPY. Il souhaite parallèlement renforcer le régime des retraites publiques et introduire un minimum vieillesse afin d'éviter la pauvreté des personnes âgées. Il a également l'intention d'augmenter le financement public du système de santé. Le régime d'assurance-maladie des plus de 75 ans sera lui aussi supprimé.

Tableau 1 : prévisions économiques

	2008	2009 ⁽¹⁾	2010 ⁽¹⁾
%, glissement annuel			
PIB	-0.7	-5.6	1.2
Production industrielle	-3.4	-22.0	12.5
Emploi	-0.4	-2.0	-1.5
Taux de chômage	4.0	5.4	6.3
Prix à la consommation	1.4	-1.3	-1.4
Balance courante (en % du PIB)	3.2	2.5	2.2
Solde du budget de l'Etat (JPY, mille milliards) ¹	-33.2	-43.3	-50.9
(% of GDP) ¹	-6.7	-9.0	-10.8
Taux JJ (%) ²	0.1	0.1	0.1
Taux 3 mois (%) ²	0.7	0.5	0.4
Rendement 10 ans Etat (%) ²	1.2	1.3	1.6
USD/JPY ²	91	85	101
EUR/JPY ²	127	131	141

(1) Année budgétaire (2) Fin de période

Source : BNP Paribas, Conjoncture Taux Change, Octobre 2009

Tableau 2 : élections législatives

	Sièges	Gains
Parti démocrate du Japon (PDJ)	308	195
Parti social démocrate (PSD)	7	0
Nouveau Parti du Peuple (NPP)	3	-1
Autres	2	0
Coalition PDJ-PSD-NPP	320	194
Parti libéral démocrate	119	-177
Nouveau Komeito	21	-10
Parti communiste japonais	9	0
Autres	11	-7
Total	480	

Le nouveau gouvernement va également revenir sur certaines réformes relatives aux marchés du travail et des biens. Au cours des deux dernières années, afin de contourner la législation protectrice

de l'emploi à temps plein, la proportion de salariés non réguliers, dont deux tiers de salariés à temps partiel, a fortement augmenté. Ces salariés à temps partiel perçoivent en moyenne une rémunération horaire équivalant à tout juste 40% de celle perçue par les salariés à temps plein. Cette catégorie de la population active a été durement touchée par la détérioration du marché du travail. Le nouveau gouvernement a annoncé une refonte de la législation relative aux contrats de travail non réguliers.

La privatisation de la poste a constitué l'une des mesures phares de la politique de réformes du gouvernement Koizumi (2001-2006). Au cours de cette période, la poste japonaise a été divisée en quatre entités : Japan Post Service (services postaux traditionnels), Japan Post Network (gestion des bureaux de poste), Japan Post Bank et Japan Post Insurance. Les deux dernières entités devaient être introduites en Bourse début 2010 avant de procéder à leur privatisation totale d'ici à 2017. Japan Post, la holding du groupe, devait également être cotée en Bourse, mais le gouvernement aurait conservé au moins un tiers des actions.

Les partisans de la privatisation soutiennent que la privatisation de la poste contribuerait à optimiser l'allocation des ressources. La majorité des investissements de la Post Bank se composent d'obligations d'Etat, le taux de rentabilité des investissements ne s'est élevé en 2006 qu'à 1,2%. En outre, une privatisation faciliterait le développement d'institutions financières privées et permettrait enfin d'améliorer le service rendu à un coût inférieur. Les opposants à la privatisation craignent pour leur part que les exigences de rentabilité ne se traduisent par une disparition de certains services, notamment dans les zones rurales.

Shizuka Kamei, qui avait quitté le gouvernement Koizumi pour cause de désaccord au sujet de la réforme de la poste, a décidé d'inverser le processus. Le 20 octobre, il a ainsi annoncé que la gestion du courrier, les services financiers et l'activité d'assurance seraient réincorporés au sein de la holding Japan Post ; celle-ci aura par ailleurs pour obligation de fournir les mêmes services financiers dans tous les bureaux de poste du pays, quelle que soit la demande.

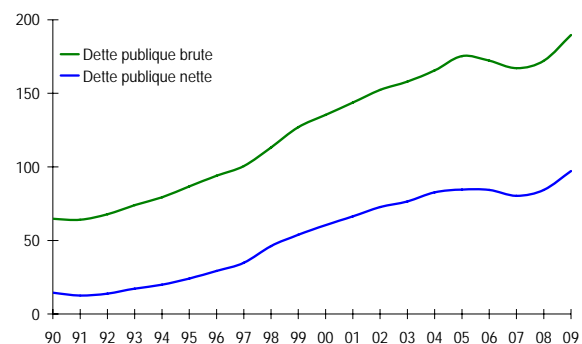
En tant que ministre des services financiers, M. Kamei a également proposé un moratoire de trois ans sur le remboursement des prêts accordés aux petites entreprises. M. Otsuka, son vice-ministre, a annoncé que le moratoire serait cependant appliqué sur la base du volontariat de la part des bailleurs de fonds.

Les mesures destinées à lutter contre le réchauffement climatique occupent une place importante dans le programme de la coalition. Avant même de devenir Premier ministre, M. Hatoyama avait annoncé qu'il souhaitait réduire les émissions de dioxyde de carbone et des autres gaz à effet de serre de 25% d'ici à 2020 par rapport aux niveaux de 1990. Ce programme est très ambitieux dans la mesure où les émissions de CO₂ sont actuellement supérieures de 8% à ce qu'elles étaient en 1990. La condition

préalable est que les Etats-Unis, l'Inde et la Chine prennent eux aussi l'engagement de réduire leurs émissions de CO₂.

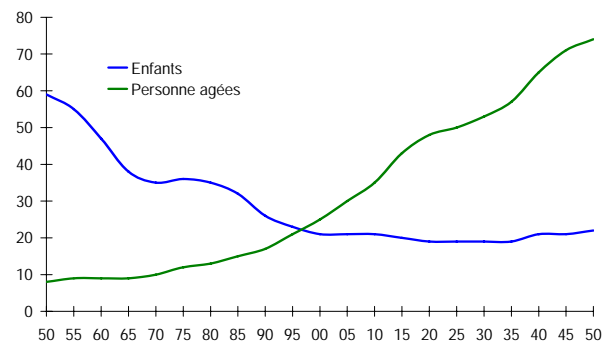
Le gouvernement a d'ores et déjà annoncé son intention de créer 100 000 emplois dans des secteurs où la demande intérieure est forte (santé, éducation, agriculture, sylviculture et tourisme entre autres), avant la fin de l'année fiscale qui se termine en mars prochain. Les autorités sont, toutefois, restées assez vagues sur la façon dont ces nouveaux emplois seraient créés. Compte tenu du délai relativement bref, il se pourrait qu'il s'agisse principalement d'emplois publics.

Graphique 1: dette publique (en % du PIB)



Source : OCDE

Graphique 2 : Taux de dépendance¹



Source : ONU

(1) Le taux de dépendance indique le nombre de jeunes (moins de 15 ans) et le nombre de personnes âgées (plus de 64 ans) en pourcentage de la population active (entre 15 et 64 ans).

Le financement du déficit pourrait devenir de plus en plus difficile

L'augmentation rapide de la dette publique constitue un problème majeur pour le nouveau gouvernement. En 1991, la dette publique brute n'atteignait que 61% du PIB. Cependant, suite aux politiques très accommodantes appliquées par les précédents gouvernements, elle s'élevait à près de 200% du PIB fin 2008 (graphique 1). Lors de la dernière crise économique, le gouvernement a délié un peu plus

encore les cordons de la bourse. Ainsi, pour l'exercice budgétaire 2009, le déficit public pourrait atteindre 9% du PIB, contre 6,7% en 2008 (tableau 1).

Sans mesure correctrice, le financement des promesses électorales risque fort d'aggraver un peu plus le déficit budgétaire. Le financement des engagements dans les domaines de la santé et des retraites, dans un contexte de vieillissement accéléré de la population risque, notamment de se révéler extrêmement coûteux (graphique 2).

Le ministre des Finances, Hirohisa Fujii, a suggéré de relever la taxe sur la consommation (5% actuellement) pour financer l'explosion des coûts du système de protection sociale. Le programme de la coalition a, toutefois, exclu une telle mesure au cours de son mandat actuel (quatre ans).

Le gouvernement espère pouvoir financer ses promesses en coupant dans d'autres dépenses. Pour ce faire, il a d'ores et déjà passé au peigne fin le budget d'ajustement du gouvernement précédent en vue d'y déceler des dépenses dispendieuses. Il est ainsi parvenu à dégager 2,93 trillions de JPY (22 milliards d'EUR) d'économies. Parmi les projets abandonnés, citons le Centre national des arts populaires, plus connu sous le nom de Musée du manga. Toutefois cela risque de s'avérer insuffisant.

Mi-octobre, presque tous les ministres avaient transmis leur budget prévisionnel pour l'année 2010. La mise en œuvre des projets gouvernementaux, dont la revalorisation des allocations familiales, nécessitera 7 trillions de JPY supplémentaires. Rien ne permet aujourd'hui d'affirmer que ces ressources supplémentaires pourront être financées simplement en évitant les gaspillages. Il est probable que le gouvernement devra davantage faire appel au marché.

Pour le moment, le financement de la dette n'a pas engendré de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Bien au contraire, les taux d'intérêt à long terme ont sensiblement diminué. Fin octobre 2009, le taux de référence du JGB à 10 ans s'établissait à 1,4% (graphique 3), de sorte que, malgré l'augmentation de la dette, les paiements nets relatifs aux intérêts se sont maintenus à un niveau remarquablement bas (de l'ordre de 1% du PIB seulement).

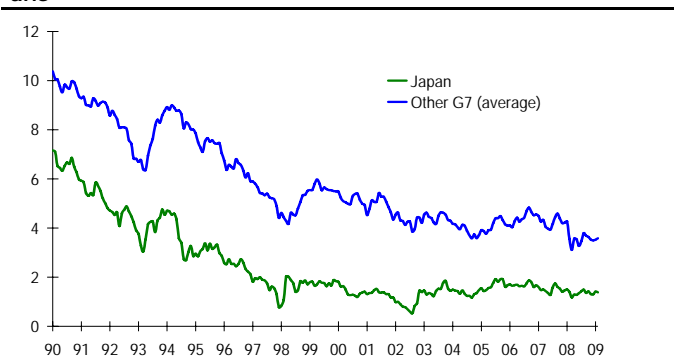
Ce phénomène résulte de plusieurs facteurs. Tout d'abord, l'épargne nationale est importante et principalement nationale. Avant 2000, elle était essentiellement alimentée par les ménages. Or le taux d'épargne des ménages s'est effondré aux environs de 3%. Depuis 2000, les entreprises ont pris le relais sur fond de désendettement.

En second lieu, près de 50 % des obligations d'Etat sont détenues par des institutions publiques comme la Banque centrale, la Japan Post Bank et la Japan Post Insurance (tableau 3). Le solde est relativement concentré entre les mains de quelques établissements financiers seulement. Ces produits financiers sont, en effet, sans risque et offrent une protection en période de déflation. La crise financière qui a provoqué un regain d'intérêt en faveur des actifs

moins risqués a ainsi eu pour conséquence d'accentuer la baisse des taux des JGB (et des autres obligations d'Etat).

Ces conditions favorables ne devraient cependant pas durer. Le vieillissement de la population pourrait réduire le montant de l'épargne dans l'économie. D'ailleurs, les investisseurs institutionnels pourraient changer leur comportement en recherchant des meilleurs rendements. Pour maintenir l'attractivité des obligations japonaises, un plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme sera essentiel. Pour le moment, cela ne figure pas parmi les priorités du gouvernement.

Graphique 3 : taux de rendement d'une obligation d'Etat à 10 ans



Source : Reuters

Table 3: Repartition des obligations de l'Etat (%)

	déc-06	déc-07	déc-08
Gouvernement	14.3	13.8	13.1
dont:			
Régime général de retraite	9.8	11.1	11.7
Banque centrale	11.2	9.5	8.3
Institutions financière	62.2	62.0	64.1
dont:			
la Poste	20.3	-	-
banques ¹	16.3	35.0	36.1
Etranger	5.5	7.0	6.8
Ménages	4.8	5.3	5.2
Autres ²	2.0	2.3	2.4
Total (en mille milliards de JPY)	391.2	682.4	699.6

(1) En Dec 07 et en Dec 08 y compris Japan Post Bank

(2) Sociétés non-financière et institutions sans but lucratif au service des ménages

Source: FMI

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre du 16 au 20 novembre

En septembre, les **ventes au détail** ont fortement diminué (-1,5% m/m), en réponse au retrait de la prime à la casse dans les derniers jours du mois d'août. En **octobre**, les dépenses des ménages devraient se redresser sensiblement (+1,3% m/m attendu, chiffre diffusé le 16 novembre), sous l'influence de deux principaux facteurs : (a) un redressement des ventes automobiles (les ventes unitaires ont bondi de 13,6% m/m) ; (b) une hausse des achats d'essence (reflétant des prix plus élevés en données CVS). Les ventes au détail « sous-jacentes » devraient pour leur part rester à peu près inchangées, après avoir progressé de façon assez sensible au cours des deux derniers mois. Le contexte actuel paraît insuffisamment favorable pour permettre une progression régulière des ventes au détail hors automobiles, comme l'illustre le fléchissement de la confiance des ménages. Les pertes d'emplois demeurent importantes, la progression des salaires ralentit, et les conséquences de la crise financière se font toujours sentir (perte de richesse, crédit plus rare).

En septembre, la **production industrielle** a progressé de façon marquée pour le troisième mois consécutif (+0,7% m/m). Une poursuite de ce redressement est prévisible en **octobre** (+0,5% m/m attendu, chiffre diffusé le 17 novembre), en dépit du repli des heures travaillées dans le secteur manufacturier. D'une part, la production automobile, qui avait été à peu près stoppée cet été, continue de se redresser. Ce secteur a joué un rôle moteur dans les bonnes performances récentes du secteur industriel. Plus généralement, les enquêtes menées dans le secteur manufacturier indiquent une production en hausse assez nette. L'indice national PMI s'est ainsi établi à 55,7 en octobre (nettement au-dessus du seuil de 50 indiquant une activité stable), porté en particulier par un bond de la composante « production » (de 55,7 à 63,3). Le taux d'utilisation des capacités s'établirait autour de 71% (après 70,5% en septembre).

En septembre, les **prix à la consommation** ont légèrement augmenté (+0,2% m/m). Une hausse similaire est attendue en **octobre** (+0,2% m/m, chiffre diffusé le 18 novembre), qui résulterait d'une progression limitée des prix sous-jacents (+0,1%, dans un contexte de faible pouvoir de fixation des prix des entreprises et de décélération des salaires) et d'une hausse plus marquée des prix énergétiques (en données CVS). La dissipation des effets de base liés au prix de l'énergie (en forte baisse au second semestre 2008) continuerait d'impliquer un redressement du taux d'inflation, de -1,3% à -0,2% d'un mois sur l'autre (avant un retour en territoire positif le mois prochain).

Du 6 au 13 novembre

Confiance des ménages - Université du Michigan				EcoFlash
Indices 1996=100, ncvs	Sept.	Octobre	Nov.	
Indice de confiance	73,5	70,6	66,0	
Conditions actuelles	73,4	73,7	69,6	
Anticipations	73,5	68,6	63,7	

Source : Université du Michigan

Rapport sur le marché de l'emploi (hors agriculture)				EcoFlash
	Août	Sept.	Octobre	09-450
Emploi m/m,000	-154	-219	-190	
Secteur manufacturier	-55	-45	-61	
Services privés	-36	-65	-61	
Taux de chômage %	9,7	9,8	10,2	
Salaires horaires g.a.,%	2,6	2,5	2,4	
Horaire hebdomadaire	33,1	33	33,0	

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

Balance des biens et des services				EcoFlash
Milliards USD cvs	Juillet	Août	Sept.	
Solde (base BdP)	-31,9	-30,8	-36,5	
Biens (bal. commerciale)	-42,8	-42,0	-47,6	
Services	10,9	11,2	11,1	

Source: Department of Commerce

Zone euro

A suivre du 16 au 20 novembre

En **octobre**, les prix à la consommation ont poursuivi leur repli par rapport à l'année dernière, tout en marquant le pas par rapport au mois précédent. Selon les estimations flash d'Eurostat, le taux d'**inflation** s'établit à -0,1% contre -0,3% en septembre, toujours en territoire négatif pour le quatrième mois d'affilée. Le **chiffre final** pour le mois d'octobre (à paraître le **16 novembre**) confirmera probablement les estimations flash. La décomposition de l'inflation devrait révéler que les prix de l'énergie ont continué à baisser au cours de l'année, quoique à un rythme plus lent que dans les mois précédents. Un ralentissement également dû à la remontée récente des cours du pétrole de près de 3 EUR entre septembre et octobre. Les prix alimentaires devraient aussi avoir reculé. Enfin, l'inflation sous-jacente sera probablement restée inchangée à 1,2% ou aura à peine diminué. A terme, les effets de base, qui ont poussé l'inflation nettement à la baisse tout au long de l'été (avec un creux à -0,7% en juillet), vont commencer à agir en sens inverse et à faire évoluer l'inflation à la hausse au cours des derniers mois de l'année. De plus, l'augmentation prévue du baril de pétrole devrait également contribuer à accroître l'inflation.

Du 6 au 13 novembre

Zone euro – Produit intérieur brut				EcoFlash
<i>Variations en %, cvs, cjo</i>	T1 09	T2 09	T3 09*	09-459
t/t	-2,5	-0,2	0,4	
g.a.	-4,9	-4,8	-4,1	

Source : Eurostat - * estimation flash

Zone euro - Production industrielle				EcoFlash
<i>Variations en %</i>	Juillet	Août	Septembre	09-456
Industrie totale * m/m, ncvs	0,3	1,2	0,3	
g.a, cja	-15,9	-15,1	-12,9	

Allemagne g.a., cjo	-18,1	-17,8	-13,9	
France g.a., cjo	-12,8	-10,2	-9,8	
Italie g.a., cjo	-17,9	-18,6	-15,7	
Espagne g.a., cjo	-17,6	-12,7	-12,5	

Source : Eurostat (*): Hors Construction

Allemagne - Produit Intérieur Brut				EcoFlash
<i>Variations en %</i>	T1 09	T2 09	T3 09*	09-457
t/t, cvs-cjo	-3,5	0,4	0,7	
t/t annualisé	-13,4	1,8	3,0	
g.a., ncvs-ncjo	-6,4	-7,0	-4,8	

Source : Statistisches Bundesamt -- *estimation flash

Allemagne - Production industrielle				EcoFlash
<i>Variations en %, cvs</i>	Juillet	Août	Septembre	09-451
Ensemble industrie m/m	-1,0	1,8	2,7	
g.a.	-16,8	-17,1	-12,8	
Manufacturier et mines m/m	-1,0	2,1	3,2	
g.a.	-19,0	-19,2	-14,3	

Source : Bundesbank

Allemagne - Commandes manufacturières				EcoFlash
<i>Variations en %, cvs</i>	Juillet	Août	Septembre	09-449
Commandes totales m/m	3,1	2,1	0,9	
g.a.	-20,3	-20,6	-13,0	
Commandes intérieures m/m	9,5	-0,8	-2,3	
g.a.	-14,0	-16,7	-14,0	
Commandes étrangères m/m	-2,4	5,0	3,7	
g.a.	-25,5	-23,7	-12,1	

Source : Bundesbank-- données cvs pour les variations mensuelles

Allemagne – Enquête ZEW				EcoFlash
<i>Indice cvs</i>	Septembre	Octobre	Novembre	09-454
Anticipations	57,7	56,0	51,1	
Situation courante	-74,0	-72,2	-65,6	

Source : ZEW

Allemagne - Balance commerciale				EcoFlash
<i>Milliards EUR, cvs</i>	Juillet	Août	Septembre	
Solde commercial	12,7	10,6	9,9	
Exportations	67,7	65,8	68,3	
Importations	55,0	55,2	58,4	

Source : Statistisches Bundesamt

France - Produit Intérieur Brut				EcoFlash
<i>Variations en %, CVS-CJO</i>	T1 09	T2 09	T3 09	09-458
t/t	-1,4	0,3	0,3	
g.a.	-3,5	-2,9	-2,4	
Consommation privée	0,1	0,3	0,0	
Consommation publique	0,0	0,5	0,7	
FBCF	-2,6	-1,1	-1,3	
<i>dont SNF-EI</i>	-3,4	-1,0	-0,7	
<i>dont ménages</i>	-2,2	-2,2	-2,9	
Exportations	-7,4	0,6	2,3	
Importations	-6,0	-2,6	0,4	
<i>Contributions (points de %)</i>				
Dem. int. hors stocks	-0,5	0,1	-0,1	
Variations des stocks	-0,8	-0,6	-0,1	
Commerce extérieur	-0,2	1,0	0,5	

 Source : INSEE. *SNF-EI : sociétés non financières et entr. individuelles*

France - Production industrielle				EcoFlash
<i>Variations en %, CVS-CJO</i>	Juillet	Août	Septembre	09-453
Ensemble industrie *	m/m 0,7	2,8	-1,5	
	g.a. -12,7	-10,0	-10,4	
Manufacturier	m/m 0,7	3,0	-1,6	
	g.a. -13,4	-10,7	-11,0	

Source : INSEE -- * hors construction

France - Balance commerciale				EcoFlash
<i>Milliards EUR, CVS</i>	Juillet	Août	Septembre	
Solde commercial	-0,7	-2,2	-1,8	
Exportations	30,5	28,5	29,1	
Importations	31,3	30,6	30,9	

 Source : Douanes - *Données FAB-FAB*

France - Indice des prix à la consommation				EcoFlash
<i>Variations, % - CVS sauf *</i>	Août	Septembre	Octobre	
Indice national (IPC)	g.a. -0,2	-0,4	-0,2	
	m/m 0,5	-0,2	0,1	
Indice sous jacent*	g.a. 2,3	2,0	1,8	
	m/m 0,4	-0,2	0,1	
IPCH	g.a. -0,2	-0,4	-0,2	
	m/m 0,6	-0,2	0,1	

 Source : INSEE - *IPCH : Indice des prix à la consommation harmonisé*

Italie - Produit intérieur brut				EcoFlash
<i>Variations en %, cvs, cjo</i>	T1 09	T2 09	T3 09*	
t/t	-2,7	-0,5	0,6	
g.a.	-6,0	-5,9	-4,6	

Source : ISTAT - * estimation flash

Italie - Production Industrielle				EcoFlash
<i>Variation in %</i>	Juillet	Août	Septembre	09-452
Total de l'industrie* m/m, cvs	1,9	5,8	-5,3	
g.a. cjo	-17,9	-18,6	-15,7	

Source : ISTAT (*) : Ex. construction

Espagne - Produit Intérieur Brut				EcoFlash
<i>Variations en %</i>	T1 09	T2 09	T3 09	09-455
t/t, cvs-cjo	-1,6	-1,1	-0,3	
g.a.	-3,2	-4,2	-4,0	

Source : INE -- *estimation flash

Royaume-Uni

A suivre du 16 au 20 novembre

En septembre, l'**inflation**, mesurée par l'indice des prix à la consommation, était ressortie à 1,1%, son plus bas niveau depuis septembre 2004, après 1,6% en août. L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) avait aussi reculé par rapport à août, mais de manière moins marquée, de 1,8% g.a. à 1,7%. Elle devrait se redresser en **octobre** (diffusion mardi 17 novembre), soutenue par la hausse des prix de l'énergie. A moyen terme, la hausse récente des cours du pétrole, la dépréciation passée du sterling et la remontée du taux de TVA, prévue en janvier, devraient pousser l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre.

D'après l'**enquête mensuelle dans l'industrie du CBI** (Confederation of British Industry), l'indice relatif aux perspectives de production à trois mois s'est ainsi rétabli au-dessus de zéro pour la première fois depuis juin 2008, en octobre, grâce au déstockage intervenu depuis plusieurs mois. En novembre (diffusion mercredi 18 novembre), l'amélioration devrait se poursuivre.

Les **ventes au détail** -- en volume -- sont restées inchangées en septembre par rapport au mois précédent. En **octobre** (diffusion jeudi 19 novembre), elles devraient s'être redressées de manière marquée, en ligne avec l'amélioration des enquêtes dans le secteur. L'indice CIPS d'activité dans les services a ainsi atteint 56,9 en octobre, son plus haut niveau en plus de deux ans, s'établissant pour le sixième mois consécutif au-dessus de 50. A plus long terme, la poursuite de cette reprise dépendra principalement du souhait des ménages de continuer à reconstituer leur épargne, compte tenu du repli attendu de leurs revenus et de la hausse prévue des impôts, dans un contexte où leur richesse financière a chuté, et les perspectives d'évolution du chômage demeurent incertaines.

Du 6 au 13 novembre

Marché du travail				Ecoflash
	Août	Septembre	Octobre	
Taux claimant count	4,9	5,0	5,1	
Salaires moyens * g.a.	1,9	1,8	n.d.	
- Secteur privé	1,5	1,5	n.d.	
- Secteur public	3,2	2,8	n.d.	
- Secteur manufacturier	1,1	1,4	n.d.	
Coûts salariaux unitaires g.a	4,8	2,5	n.d.	

Source: ONS, *: hors bonus, moyenne mobile sur 3 mois

Japon

A suivre du 16 au 20 novembre

Lundi 16 novembre, le Cabinet Office publiera son estimation préliminaire pour la croissance du **PIB** au T3. Nous anticipons que l'activité a fortement augmenté, en hausse de 0,7% après 0,6% au trimestre précédent. Le redressement de l'économie est principalement alimenté par le secteur manufacturier, qui a le plus souffert pendant la récession. La question principale restante est dans quelle mesure la reprise se propage au reste de l'économie. Une partie de la réponse sera donnée mardi, avec la diffusion de l'**indice tertiaire** pour **septembre**. Nous estimons que l'indice a progressé de 0,4%, légèrement plus que le mois précédent. L'amélioration du climat économique a incité la Banque du Japon, le mois dernier, à mettre un terme à certaines mesures temporaires d'ici à la fin de l'année. À cette occasion, elle a également décidé du futur des autres mesures complémentaires (voir l'EcoFlash 09-433). Jeudi, le Conseil de la Politique monétaire débutera sa réunion. Aucune annonce importante n'est prévue à la fin de celle-ci qui durera deux jours.

Du 6 au 13 novembre

Commandes de machines				EcoFlash
Variations en %, m/m, cvs	Juillet	Août	Septembre	
Commandes privées	-1.5	9.2	-1.4	
Secteur manufacturier	-20.4	4.9	-0.1	
Secteur non manufacturier*	-2.8	-0.6	18.0	
Sous-jacentes*	-9.3	0.5	10.5	

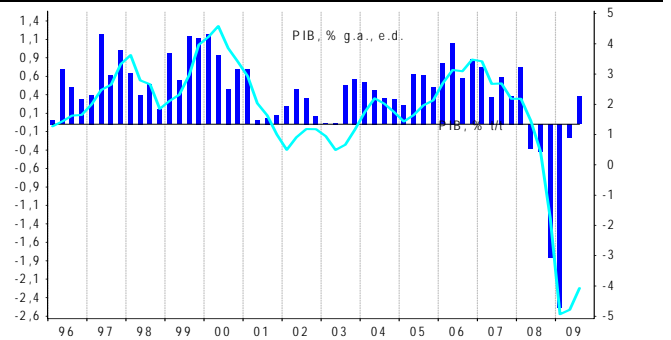
Source : ESRI - (*) hors navire et hors commandes en provenance des centrales électriques

Data Focus 1

Zone euro, Allemagne et France : PIB (T3 2009)

- Pour l'ensemble de la zone euro, le PIB a augmenté de 0,4% t/t, après avoir reculé consécutivement lors des 5 derniers trimestres. Cependant, malgré cette hausse, le PIB demeure inférieur de 4,1% à son niveau du T3 08. Ceci signale que la reprise ne sera que progressive.
- Les données disponibles signalent que l'activité devrait croître encore à un rythme relativement soutenu au T4 2009. Toutefois, des incertitudes persistent sur l'ampleur de la reprise à moyen terme. La reprise pourrait s'essouffler l'année prochaine, lorsque les effets des mesures temporaires qui soutiennent actuellement la demande se dissiperont.

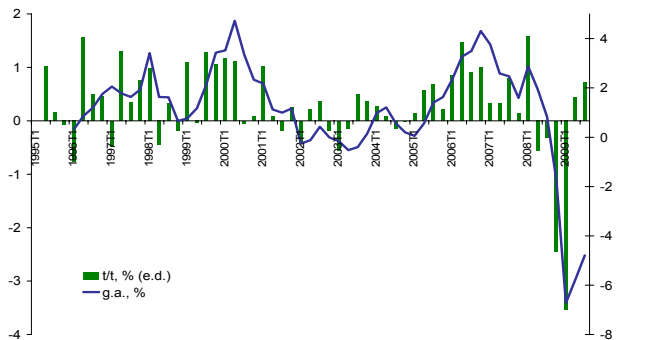
Zone euro : PIB



Source : Eurostat

- Le PIB allemand a progressé de 0,7% t/t au troisième trimestre (+0,4% t/t au T2 2009). En glissement annuel, le PIB reste en repli de 4,8%.
- Selon les premiers éléments disponibles, les exportations ainsi que les dépenses d'investissement en biens d'équipement et dans la construction ont apporté une contribution positive à la croissance. Les importations ont, également, fortement augmenté et ont alimenté les stocks. En revanche, la diminution des dépenses de consommation des ménages a exercé un impact négatif sur la croissance.

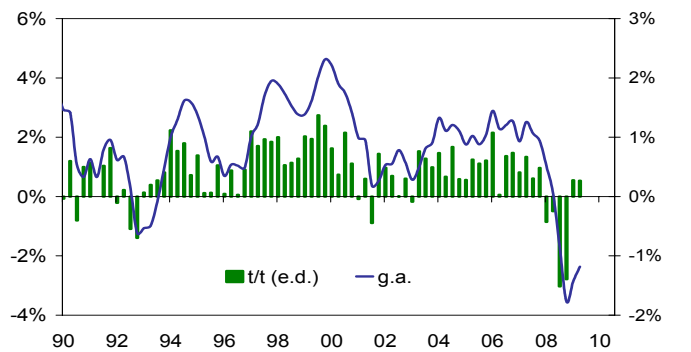
Allemagne : PIB



Source : Statistisches Bundesamt

- La reprise économique s'est poursuivie cet été en France. Elle n'a cependant pas gagné en vigueur, puisque, d'après les données publiées ce matin par l'INSEE, l'activité a progressé de 0,3% t/t au troisième trimestre 2009, le même rythme qu'au T2.
- L'activité a surtout été portée par un vif rebond des exportations. La consommation des ménages s'est stabilisée, et le repli de l'investissement total poursuivi à un rythme proche de celui du T2. C'est bien le manque de perspectives pour un redressement plus marqué de la demande interne qui devrait continuer dans les trimestres à venir de limiter la capacité d'accélération de la croissance française.

France : PIB



Sources: INSEE

Data Focus 2

France : Inflation (octobre)

L'inflation repart à la hausse en octobre mais reste négative (-0,2%)

- Après avoir marqué une pause en septembre, le **redressement du taux d'inflation** amorcé au mois d'août s'est poursuivi en octobre. Le taux d'inflation s'est établi à -0,2% en octobre, après -0,4% en septembre. D'un mois à l'autre, l'indice d'ensemble des prix à la consommation a augmenté de 0,1% en données brutes comme en données corrigées des variations saisonnières.
- **L'inflation sous-jacente a pour sa part poursuivi son repli.** L'indice des prix sous-jacent (qui est corrigé des variations saisonnières) n'a augmenté que de 0,1% en octobre. Evaluée sur un an, l'inflation sous-jacente a été ramenée à 1,8%.

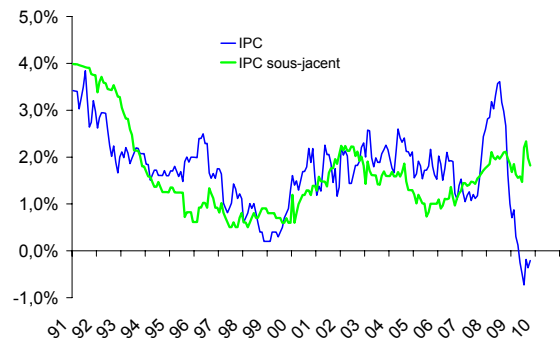
- **Les pressions sur les prix restent globalement faibles,** même si, suite à une nouvelle et forte hausse des prix des produits frais (+4,0% m/m), les prix de l'alimentation se sont redressés de 0,4% m/m (-0,4% g.a.). En octobre, les prix des produits manufacturés se sont repliés de 0,2% m/m. Sur un an, le repli des prix atteint maintenant également 0,2%.

- Dans les services, les prix ont augmenté de 0,2% m/m, essentiellement du fait d'augmentations saisonnières. A 1,9% en octobre, la progression annuelle des prix des services est au plus bas depuis 2001.

- Les **prix de l'énergie** ont diminué de 0,2% m/m en octobre, après -0,7% m/m en septembre, mais, compte tenu des effets de base dans ce secteur, le glissement annuel des prix s'est nettement redressé (-11,2% après -14,3% en septembre). Ce mouvement va se poursuivre et les prix de l'énergie devraient contribuer positivement à l'inflation au plus tard début 2010.

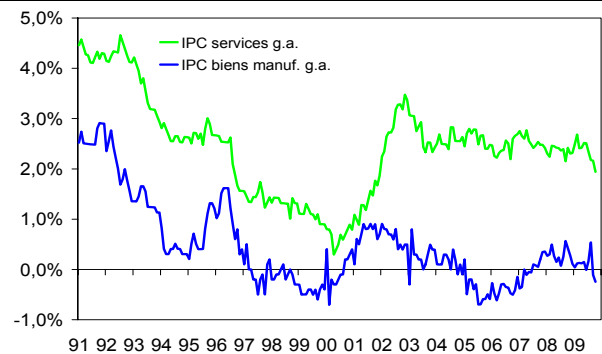
- Le **mouvement croisé des inflations totale et sous-jacente va donc se poursuivre au cours des prochains mois.** L'inflation devrait redevenir positive avant la fin de l'année, tandis que le ralentissement de l'inflation sous-jacente continuera d'être alimenté par la faiblesse de la demande interne.

Inflation totale et sous-jacente



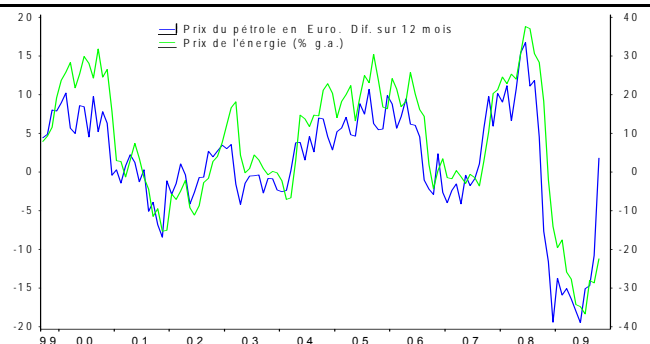
Source : INSEE

Croissance des prix des biens manufacturés et des services



Source : INSEE

Prix du pétrole et indice des prix de l'énergie



Sources : INSEE, Ecowin

Nos articles les plus récents

NOVEMBRE	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
	16 octobre	09-39	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le dollar toujours sous pression Grèce et Portugal : pas d'état de grâce après les élections Suède : l'horizon économique et financier s'éclaircit progressivement
	9 octobre	09-38	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le statu quo de la BoE profite au sterling Conseil de Coopération du Golfe : une reprise incertaine en 2010 France : une nouvelle dégradation des finances publiques en 2010
	2 octobre	09-37	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	La reprise reprend son souffle BCE : l'heure de la « sortie » n'a pas encore sonné Royaume-Uni : les comptes économiques du deuxième trimestre 2009
SEPTEMBRE	26 septembre	09-36	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Fed Flow of Funds Vers une nouvelle gouvernance mondiale Italie : un timide redressement Etats-Unis : comptes financiers du deuxième trimestre
	18 septembre	09-35	Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	La récession est finie... mais attention à l'euphorie De mieux en mieux outre-Atlantique Etats-Unis : réforme du système de santé : accords et désaccords Pays-Bas : le gouvernement attend la fin de la crise pour consolider les finances publiques
	11 septembre	09-34	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Dure semaine pour le dollar Chine : la croissance à tout prix Autriche : vers une reprise graduelle
	4 septembre	09-33	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Reprise graduelle ; prudence de la BCE Pays émergents : une reprise encore en demi-teinte La pandémie de grippe A/H1N1 : quelle menace pour la reprise ?
AOUT	28 août	09-32	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Les ménages, chaînon manquant de la reprise américaine (jusqu'à maintenant) La zone euro est-elle en passe de renouer avec une croissance durable? Banques espagnoles : entrées en résistance
	21 août	09-31	Vue d'ensemble	Optimisme prudent
	7 août	09-30	Vue d'ensemble	La Banque d'Angleterre à l'honneur
JUILLET	31 juillet	09-29	Vue d'ensemble	Embellie estivale
	24 juillet	09-28	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	« Stratégies de sortie » : les banques centrales évoquent quelques pistes Etats-Unis : politique monétaire : pas de changement de cap en vue Allemagne : la consommation des ménages, stable en 2009, devrait progressivement s'essouffler
	17 juillet	09-27	Vue d'ensemble	Pas de précipitation

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		
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 Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER Christine PELTIER		
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE Valérie Perracino	01.42.98.26.77 01 42 98 74 26	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY Jean-Loïc GUIEZE		
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guizeze@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	0143.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
	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 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