BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

Vue d'ensemble — La *Fed* marque une pause

Page 2

Focus 1 — Grippe A : l'état de pandémie est déclaré

Page 3

Le 11 juin, l'OMS a relevé le niveau d'alerte de la phase 5 à la phase 6, signifiant qu'une pandémie de grippe est en cours. Les évaluations des pandémies passées tendent à indiquer que les virus grippaux sont imprévisibles. Les pays développés préparent leurs populations à la vaccination. La principale inquiétude de l'OMS concerne la vulnérabilité des pays en développement face aux pandémies. Il sera essentiel de renforcer les systèmes de santé du monde en développement pour stopper la propagation du virus.

Focus 2 — Zone euro : inflation négative cet été

Page 6

En mai, l'inflation est tombée à zéro, un nouveau plus bas historique, essentiellement grâce à des effets de base liés à l'énergie, mais également à une nette diminution de l'inflation sous-jacente. Comme les effets de base liés à l'énergie (essentiellement) et aux denrées alimentaires continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les prix, l'inflation passera en territoire négatif cet été. L'inflation devrait néanmoins rebondir au quatrième trimestre 2009, les effets de base commençant alors à jouer en sens inverse. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait rester orientée à la baisse cette année et l'année prochaine. Jean-Claude Trichet, président de la BCE, a souligné à plusieurs reprises que de courtes périodes d'inflation négative seraient sans incidence sur la politique monétaire. Pour le moment, la BCE semble vouloir se donner le temps d'évaluer l'effet sur l'économie des mesures décidées, conventionnelles comme non conventionnelles.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 11

Data Focus
Zone euro : Enquête PMI (juin)
Page 16

Eco WEEK

Direction des Études Économiques

Vue d'ensemble
La *Fed* marque une pause

A l'issue de la réunion du *Federal Open Market Committee* qui s'est tenue les 23 et 24 juin, et comme largement anticipé, la Banque centrale américaine a laissé ses taux directeurs inchangés (entre 0% et 0,25% pour les Fed funds et à 0,50% pour le taux d'escompte). Elle a aussi confirmé les achats de titres prévus : USD 1250 mds de MBS d'agences et USD 200 mds de titres de dette d'agences d'ici la fin de l'année, ainsi que USD 300 mds de titres du Trésor d'ici à l'automne. Par ailleurs, la *Fed* a légèrement modifié son communiqué par rapport à celui du mois d'avril, faisant disparaître une phrase du paragraphe sur les prix "*l'inflation pourrait demeurer pendant un certain temps sous les niveaux les plus appropriés pour soutenir la croissance et la stabilité des prix à long terme*". Cette disparition suggère que la *Fed* est moins inquiète du risque de déflation que par le passé, sans pour autant craindre une remontée rapide de l'inflation qui devrait demeurer *modeste encore un certain temps*. Les marchés financiers ont paru déçus que la *Fed* n'ait pas précisé l'horizon de maintien du *statu quo* monétaire, répétant seulement que *les taux devraient rester à leurs niveaux exceptionnellement bas pendant une période assez longue* et qu'elle n'ait pas semblé s'inquiéter outre mesure de la remontée récente des rendements de titres d'Etat à long terme. Elle parait plutôt y voir la traduction des anticipations meilleures qu'auparavant de reprise. En effet, concernant l'activité, la *Fed* a souligné que l'ensemble des données et enquêtes publiées depuis le FOMC des 28 et 29 avril suggèrent que le rythme de la contraction économique a ralenti au cours des derniers mois. Cette semaine encore la publication des commandes de biens durables pour mai, en hausse de 1,8% comme en avril, signale une amélioration naissante dans le secteur. Les commandes se sont sensiblement redressées au cours des deux derniers mois, tandis que les stocks ont été allégés régulièrement depuis le début de l'année. Cette inflexion favorable est cohérente avec les données d'enquêtes portant sur le secteur manufacturier, et en particulier avec l'enquête ISM dont la composante relative aux nouvelles commandes est repassée au dessus de 50 en mai, pour la première fois depuis la fin 2007. En dépit de cela, les prochaines semaines pourraient être favorables aux marchés obligataires, les marchés d'actions reprenant leur souffle, la plupart des bonnes surprises semblant déjà intégrées dans les prix.

Dans la zone euro, la première opération de refinancement à long terme à un an lancée mercredi 24 juin par la BCE a rencontré un très vif succès : 1121 établissements y ont eu recours, pour une enveloppe totale de EUR 442,24 mds, empruntés au taux *refi*. Le succès plus important que prévu de l'opération (la Banque centrale limitait jusqu'à présent ses opérations de refinancement à 6 mois) a provoqué un *rally* sur la partie courte de la courbe des taux obligataires. Les taux allemand comme français à 2 ans ont reculé de 7 points de base, à respectivement 1,40% et 1,64%. Le taux Eonia qui était nettement remonté la veille de l'opération (de 0,75% à 1,38%), interrompant ainsi cinq semaines de baisse, s'est à nouveau replié une fois celle-ci bouclée. Le succès de cette opération tient probablement aux conditions actuelles d'emprunts jugées extrêment favorables. Les deux prochaines opérations de ce type auront lieu le 29 septembre et le 15 décembre. La BCE pourrait alors allouer les fonds au taux *refi* plus une prime, ce qui n'empêchera probablement pas les établissements financiers de soumissionner, de façon importante, en fin d'année, compte tenue de la lisibilité ainsi donnée en terme de liquidités. Cette injection massive de liquidités (l'opération précédente la plus importante datait de décembre 2007 et s'élevait à 348,6 milliards d'euros) devrait permettre aux banques de la zone d'accompagner la reprise économique qui s'amorce. Les enquêtes PMI pour juin confirment, en effet, une sortie progressive de récession. L'indice composite d'activité, qui est habituellement un bon indicateur avancé de la croissance du PIB, a légèrement progressé. A 44,4, il a progressé de 6 points par rapport au premier trimestre et de plus de 8 points par rapport à son point bas atteint en février dernier. Il reste toutefois cohérent avec une contraction de l'activité, il est vrai plus modeste qu'au T1 2009.

Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 25 juin	Jeudi 18 juin	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines		Jeudi 25 juin	Jeudi 18 juin	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	0,60	0,61	4,82	0,60	EUR/USD	1,3938	1,3979	1,5972	1,2480
US-Bonds 10 ans	3,53	3,82	4,11	2,07	USD/JPY	96,24	96,27	110,48	87,68
Euribor à 3 mois	1,15	1,24	5,39	1,15	EUR/JPY	134,13	134,57	169,47	113,08
Bund 10 ans	3,36	3,49	4,66	2,90	EUR/GBP	0,8543	0,8539	0,9797	0,7753
Taux à 3 mois	0,47	0,49	1,09	0,47	USD/CHF	1,0971	1,0806	1,2244	1,0048
JGB 10 ans	1,39	1,46	1,70	1,17	EUR/CHF	1,5291	1,5105	1,6352	1,4433

Source : Financial Times, (*) cours de clôture du jeudi

Focus 1
Grippe A : l'état de pandémie est déclaré

- Le 11 juin, l'OMS a relevé le niveau d'alerte de la phase 5 à la phase 6, signifiant qu'une pandémie de grippe est en cours.
- Les évaluations des pandémies passées tendent à indiquer que les virus grippaux sont imprévisibles.
- Les pays développés préparent leurs populations à la vaccination.
- La principale inquiétude de l'OMS concerne la vulnérabilité des pays à faibles revenus face aux pandémies.
- Il sera essentiel de renforcer les systèmes de santé des pays pauvres pour stopper la propagation du virus.

L'OMS relève le niveau d'alerte à la phase 6

Ces derniers mois, le nombre de cas confirmés d'infection par le virus grippal A(H1N1) a progressé régulièrement. Au niveau mondial, près de 56 000 cas avaient été notifiés à l'Organisation mondiale de la santé (OMS) le 24 juin 2009, dont 238 ont eu des conséquences fatales (tableau 1 et graphique 1). Selon l'OMS, les critères scientifiques définissant une pandémie de grippe sont remplis, ce qui l'a conduit, le 11 juin, à élever le niveau d'alerte à la pandémie de grippe de la phase 5 à la phase 6. Cette mesure est uniquement liée à la propagation géographique de la maladie et n'entraîne pas nécessairement une action similaire dans les pays membres. Il convient de remarquer que la répartition actuelle des cas recensés par pays reflète probablement les écarts entre les systèmes de surveillance et de dépistage.

Sur la base des données actuelles, certaines tendances générales apparaissent. A partir des foyers initiaux au Mexique et aux Etats-Unis, le virus s'est propagé à d'autres régions. Au début du mois de juin, environ 50% des cas notifiés dans l'Union européenne étaient associés à des voyages dans ces deux pays dans la semaine précédant l'apparition des symptômes. Malgré la propagation mondiale, la transmission dans la plupart des pays demeure relativement localisée.

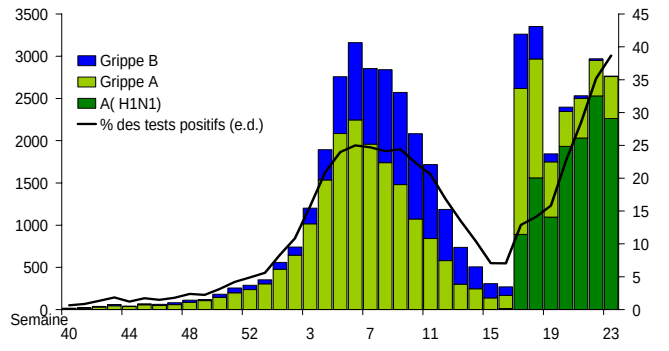
La vaste majorité des cas, dans l'ensemble des pays, sont concentrés parmi les adolescents (graphique 2). Les hommes et les femmes sont également touchés. A ce stade, rien n'explique la surreprésentation de la population d'âge jeune.

Tableau 1 : A(H1N1): cas confirmés et morts

24 juin 2009	Cas confirmés	Morts
Afrique	61	0
Amérique du Nord	37196	221
- Canada	6457	15
- Etats-Unis	21449	87
- Mexique	7847	115
Amérique du Sud	6711	13
- Argentine	1213	7
- Brésil	334	0
- Chili	4315	4
Asie	4151	1
- Chine	906	0
- Inde	64	0
Europe	4499	1
- Allemagne	301	0
- Espagne	539	0
- France	171	0
- Italie	96	0
- Royaume-Uni	2905	1
Océanie	3249	2
Total	55867	238

Source : OMS

Graphique 1 : tests positifs de grippe aux Etats-Unis



Source : CDC

La plupart des cas ont été bénins, ce qui accroît les probabilités de non dépistage. On considère que l'incidence globale sur les services de santé des pays les plus affectés (Canada, Chili, Mexique et Etats-Unis) est restée faible. Toutefois, la demande de soins dans certains services au niveau infranational a entraîné une surcharge de travail dépassant la normale, tout en restant, fort heureusement, en deçà de la capacité maximale.

L'OMS estime le taux de reproduction de base (R_0) dans une fourchette de 1,4-1,6.[1] Ce niveau est plus élevé que pour la grippe saisonnière et comparable aux estimations basses de R_0 calculées à partir de données estimatives pour la pandémie de grippe de 1918, à savoir 2-3. Selon les estimations d'une étude au Japon, le R_0 atteindrait 2,3.

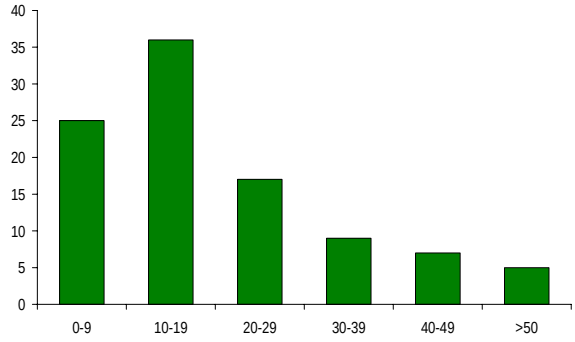
Les pays développés se préparent à la vaccination

Bien sûr, on ignore comment le virus va évoluer. Les évaluations des pandémies passées tendent à indiquer que les virus grippaux sont imprévisibles. Il est probable que la pandémie actuelle comptera plusieurs vagues. La première vague atteindrait l'hémisphère sud en juillet-août. Elle serait suivie d'une vague plus importante dans l'hémisphère nord dès l'automne prochain. La troisième vague frapperait à nouveau dans l'hémisphère sud en juillet-août 2010.[2]

L'industrie pharmaceutique est en train de préparer un vaccin contre la nouvelle souche de virus H1N1. Quelques entreprises ont annoncé qu'elles pourraient fournir un vaccin dès le mois prochain. Il faudra cependant un certain temps pour produire le vaccin en quantités suffisantes. A titre d'exemple, le Royaume-Uni a passé commande de 72 millions de doses de vaccins pandémiques auprès de Baxter et de 60 autres millions auprès de GSK, prévoyant que deux doses par personnes seront nécessaires. Dans la mesure où d'autres pays ont également passé des commandes à ces laboratoires, le Royaume-Uni pourrait ne pas recevoir toutes les doses réservées avant environ un an. [3]

Il est techniquement impossible de vacciner toute la population de la planète. La capacité de production des antiviraux est limitée. Si 100 millions de doses de vaccin peuvent être produites chaque semaine, il faudrait un an pour en fabriquer 5,2 milliards, ce qui serait à peine suffisant pour vacciner 2,5 milliards de personnes, quand la planète en compte 6,8 milliards.[4] Heureusement, les campagnes de vaccination ciblées peuvent déjà être très efficaces. Dès 30% de couverture vaccinale, la mesure serait très efficace, à condition qu'elle soit mondiale et pas seulement le fait des pays développés.[5]

Graphique 2 : Cas de grippe A(H1N1) recensés par âge*



Source : OMS *Chili, UE, AELE, Japon, Panama, Mexique

Tableau 2 : Indicateurs de santé (2006 ou dernière année dispoinble)*

	Lits d'hôpitaux pour 10 000 habitants	Dépenses de santé par tête (US$ PPA)
Afrique	14	153
Amériques	24	828
-Brésil	26	765
-Etats-Unis	32	6714
Asie du sud-est	13	196
- Inde	n.d.	109
Europe	58	1857
- Fédération de Russie	97	638
-UE	59	2323
Méditerranée orientale	18	405
Pacifique occidental	40	683
-Australie	40	3122
-Chine	22	342
-Japon	141	2514

Source : OMS **moyenne non pondérée pour les régions*

L'absence de préparation du monde en développement

La principale inquiétude de l'OMS concerne la vulnérabilité des pays à faibles revenus face aux pandémies. De façon générale, ces pays disposent de moyens financiers et techniques limités. Le coût de stockage des antiviraux ou d'approvisionnement en vaccins pandémiques est élevé, alors qu'en temps normal, ces pays ne couvrent déjà pas leurs besoins. En outre, dans le

[1] R_0 mesure la transmission d'une maladie infectieuse au sein d'une population non immunisée et en l'absence d'intervention pour contrôler l'infection. Lorsque $R_0<0$, l'infection est en voie d'extinction, alors que $R_0>0$ indique la capacité à se propager parmi une population.
[2] Prof. A. Flahault, « Pandémie de grippe, vacciner tout le monde : est-ce possible, est-ce nécessaire ? », mimeo.
[3] Postnote, UK Parliamentary Office of Science and Technology, May 2009, number 331.
[4] Ces chiffres sont probablement trop optimistes. En 2006, l'OMS estimait la capacité mondiale de fabrication de vaccins saisonniers à 350 millions de doses par an.
[5] Ce calcul se fonde sur des simulations à partir d'un modèle mathématique rapportées dans Flahault, op. cit.

contexte des nombreuses autres priorités en compétition, comme le HIV et le SIDA, la malaria et la tuberculose, la préparation à la pandémie n'a reçu qu'une attention limitée. Le danger est qu'en raison de la pandémie, les ressources allouées aux soins médicaux courants ne doivent être réduites. Le traitement des patients atteints de tuberculose ou de SIDA pourrait ne plus être assuré et les programmes de santé publique, pour la vaccination notamment, pourraient être interrompus, avec dans tous les cas, de graves conséquences. De plus, la plupart des infections fatales de virus H1N1 concernent des personnes souffrant de pathologies chroniques, qui se concentrent à hauteur de 85% dans des pays à revenu faible ou intermédiaire.

Mme Chan, Directeur général de l'OMS, a appelé à davantage de solidarité avec les pays pauvres. Un laboratoire pharmaceutique a déjà répondu présent en proposant à l'OMS un don de 50 millions de doses de vaccins antigrippaux. Ce don ne permettrait d'aider que 25 millions de personnes, une goutte d'eau dans la mer. La plupart des autres laboratoires ont réagi négativement à la suggestion du Docteur Chan.

L'utilité de donner des médicaments à titre gratuit est loin de faire l'unanimité.[6] Deux raisons majeures justifient la facturation des médicaments. D'abord, si les pays à faibles revenus ne paient pas leurs vaccins, les laboratoires pourraient décider d'en arrêter la fabrication, compte tenu du coût de production marginal élevé de ces produits. Cela pourrait ralentir la mise au point de nouveaux vaccins. Deuxièmement, les dons ponctuels de vaccins pour les enfants peuvent faire plus de mal que de bien, si le pays n'a pas les moyens de poursuivre le programme. Une possibilité pourrait être envisagée cependant, qui consisterait en un système de modulation tarifaire permettant aux pays en développement de payer leurs médicaments moins cher que les pays développés.

Malgré la progression lente du virus de la grippe H1N1, il convient de ne pas relâcher la vigilance et de se préparer à la pandémie. Une approche coordonnée pourrait permettre de limiter l'impact de la maladie. A ce stade, les pays à faibles revenus sont les maillons les plus exposés. Il sera essentiel de renforcer les systèmes de santé dans cette partie du monde pour stopper la propagation du virus.

[6] *Voir John Gapper, «The hidden costs of free vaccines », Financial Times, 18 juin 2009.*

Focus 2
Zone euro : inflation négative cet été

- En mai, l'inflation est tombée à zéro, un nouveau plus bas historique, essentiellement grâce à des effets de base liés à l'énergie, mais également à une nette diminution de l'inflation sous-jacente.
- Les effets de base liés à l'énergie (essentiellement) et aux denrées alimentaires continuant d'exercer des pressions à la baisse sur les prix, l'inflation passera en territoire négatif cet été.
- L'inflation devrait néanmoins rebondir au quatrième trimestre 2009, les effets de base commençant alors à jouer en sens inverse. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait rester orientée à la baisse cette année et l'année prochaine.
- Jean-Claude Trichet, président de la BCE, a souligné à plusieurs reprises que de courtes périodes d'inflation négative seraient sans incidence sur la politique monétaire.
- Pour le moment, la BCE semble vouloir se donner le temps d'évaluer l'effet sur l'économie des mesures décidées, conventionnelles comme non conventionnelles.

L'inflation à un plus bas record en mai en raison…

Après avoir marqué une pause en avril, l'inflation a recommencé à baisser en mai, tombant à un plus bas historique de 0%, contre 0,6% le mois précédent (voir graphique 1).

….de la baisse des prix de l'énergie ….

L'analyse des composantes montre que les effets de base liés à l'énergie ont nettement contribué à la chute de l'inflation. Le prix du baril qui avait fait un bond de 3,6% m/m en mai 2008, n'a augmenté que de 0,4% m/m en mai 2009. Les prix de l'énergie ont reculé de 11,6% g.a., réduisant l'inflation totale d'environ 0,3 point. Les prix alimentaires ont également apporté leur contribution à la baisse de l'inflation, à hauteur d'environ 0,1 point.

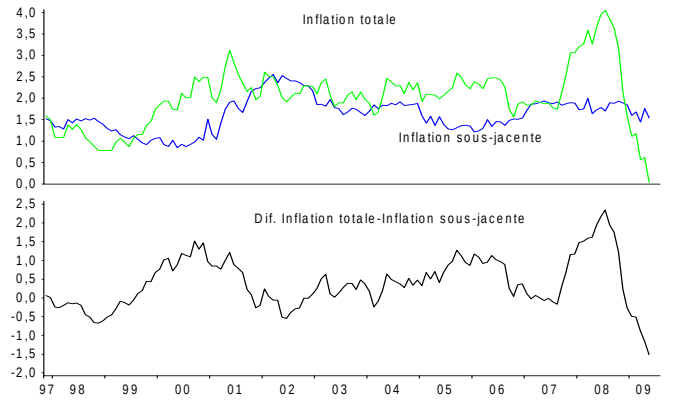
…..et de la diminution de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente, qui exclut les composantes les plus volatiles de l'IPCH, telles que l'énergie et les produits alimentaires, a également accusé un recul significatif à 1,5% en mai contre 1,8% en avril. Le tassement de l'inflation sous-jacente en mai était attendu, l'augmentation enregistrée le mois précédent étant due principalement au fait que Pâques avait eu lieu plus tôt dans l'année en 2008. En dépit d'une certaine volatilité, l'inflation sous-jacente poursuit une tendance baissière.

Inflation sous-jacente par pays

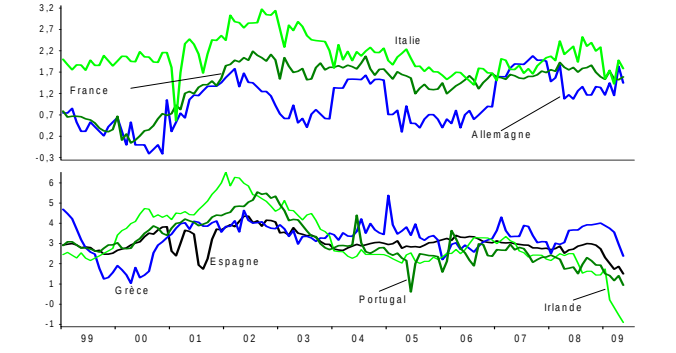
Les moyennes d'inflation calculées au niveau de la zone euro masquent les écarts entre pays. En Allemagne, en France et en Italie, l'inflation sous-jacente diminue quoique modérément. La baisse est beaucoup plus prononcée en Espagne, au Portugal, en Grèce et en Irlande (voir graphique 2).

Graph. 1 : inflation totale et inflation sous-jacente



Source : Eurostat

Graph. 2 inflation sous-jacente par pays



Source : Eurostat

La compétitivité de ces pays a nettement baissé au cours des dernières années, avec la hausse significative des coûts unitaires de la main-d'œuvre (voir graphique 3). C'est ce qui a contribué à créer d'importants déficits des comptes courants, notamment en Espagne, en Grèce et en Irlande. Au sein d'une union monétaire, la correction de ces déséquilibres ne se fait pas par le biais du taux de change mais par les prix. La crise financière semble avoir accéléré le processus de correction. L'éclatement de la bulle

immobilière en Espagne et en Irlande a fait basculer ces deux pays dans une grave récession. En Irlande, l'inflation sous-jacente a été négative au cours des trois derniers mois et en Espagne elle a reculé à 1,1% en mai, contre un niveau encore supérieur à 2% en décembre 2008.

Encadré : effets de base et inflation

L'évolution de l'inflation annuelle dépend à la fois des mouvements des prix actuels et passés. La variation de l'inflation annuelle entre le mois t et le mois t-1 peut être calculée par approximation à l'aide de l'expression suivante :

$$\Delta\pi = \pi_t - \pi_{t-1} \simeq \mu_t - \mu_{t-12}$$
$$\mu_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$$

où π est le taux d'inflation annuelle, μ est l'approximation de l'inflation mensuelle et P l'indice des prix. Dès lors, les variations de l'inflation entre le mois t-1 et le mois t résultent de : *i)* l'évolution de l'indice des prix entre le mois t-1 et le mois t et *ii)* l'évolution de l'indice des prix un an auparavant (entre les mois t-13 et t-12) ou année de base. Si, par exemple, la hausse (mensuelle) des prix entre les mois t-12 et t-13 a été très forte, et plus forte que celle observée entre t-1 et t, de sorte que $\mu_t < \mu_{t-12}$, alors $\Delta\pi < 0$ et l'inflation (π_t) au mois t diminue.

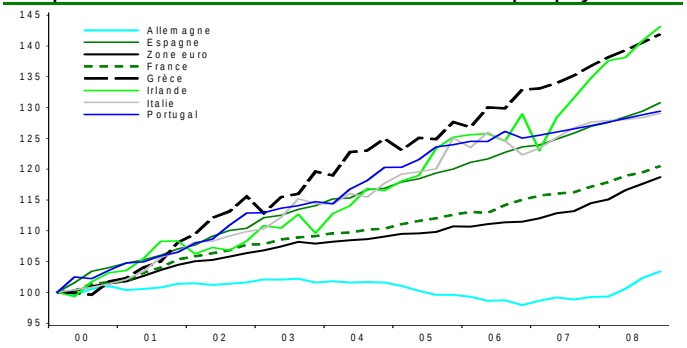
L'effet de base est défini comme la différence entre l'inflation mensuelle au cours de l'année de base et l'inflation mensuelle "normale" au cours du mois considéré. Il existe plusieurs moyens de définir la variation "normale" en glissement mensuel. Selon la définition de la BCE[1], cette variation correspond à la somme d'un facteur saisonnier estimé pour chaque mois et de la moyenne à long terme de l'inflation mensuelle. Comme le montre le graphique 4, les effets de base liés aux prix de l'énergie étaient particulièrement significatifs en mai et en juin 2009, car un an auparavant, la flambée du baril avait poussé les prix de l'énergie à la hausse (3,6% m/m et 2,3% en mai et juin 2008 respectivement). En revanche, la chute des prix du pétrole au cours des derniers mois de 2008 a fait chuter les prix de l'énergie, qui ont plongé d'environ 3% m/m en octobre et 5% en novembre et décembre. Par conséquent, les effets de base pousseront l'inflation à la hausse au cours des derniers mois de 2009.

Des taux d'inflation négatifs cet été

L'inflation passera probablement en territoire négatif cet été dans la mesure où les effets de base liés à l'énergie et aux produits alimentaires continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation (les estimations flash pour le mois actuel seront publiées le mardi 30 juin). Par la suite, l'inflation devrait rebondir au T4 2009, les effets de base évoluant alors dans la direction opposée (voir encadré pour une définition des effets de base).

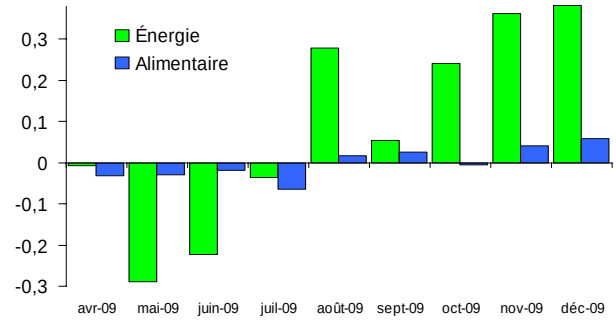
Même si l'inflation devient négative cet été, il ne saurait s'agir de déflation. La déflation implique en effet une baisse généralisée des prix. Comme indiqué plus haut, l'inflation négative que l'on observera cet été sera principalement due à l'évolution des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, aux prix des denrées alimentaires.

Graph. 3 : coûts unitaires de la main-d'œuvre par pays



Source : OCDE, BNP Paribas

Graph. 4 : effets de base



Source : BNP Paribas

Les salaires devraient ralentir avec la détérioration du marché du travail

L'activité devrait rester extrêmement faible dans les prochains trimestres. Ce n'est qu'au second semestre 2010 que le PIB devrait renouer avec un rythme de croissance solide. Quoiqu'il en soit, celui-ci restera probablement bien inférieur au taux potentiel. Les destructions d'emplois sont attendues en nette hausse. D'après les dernières données disponibles, l'emploi a connu une contraction de 0,8% t/t au premier trimestre 2009, la pire performance enregistrée. Comme l'emploi accuse un décalage par rapport au cycle, il devrait poursuivre sa chute au cours des prochains trimestres (voir

[1] *Voir Bulletin mensuel de la BCE (Encadré 3), Janvier 2007*

graphique 5). Le taux de chômage est donc appelé à augmenter sensiblement ; à 9,2% en avril, niveau le plus élevé depuis près de 10 ans, il pourrait s'établir en fin d'année aux environs de 11% et croître encore en 2010.

La détérioration du marché de l'emploi va probablement entraîner une modération des salaires et, partant, exercer des pressions à la baisse sur les prix dans les secteurs les plus utilisateurs de main-d'œuvre comme les services. La croissance des rémunération par salarié a d'ores et déjà commencé à se replier dans tous les secteurs. Compte tenu de l'important retard que présente l'évolution des salaires par rapport à celle du marché du travail, il faut s'attendre à ce que les rémunérations ralentissent de manière bien plus significative vers la fin de 2009 et en 2010 (voir graph. 6).

La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée robuste ; à noter toutefois que l'augmentation rapide des derniers trimestres est due à la chute de la productivité. Cela est constaté à chaque fois que l'économie marque le pas ou, pire, se contracte. Toutefois, le phénomène est particulièrement marqué dans la récession actuelle (les gains de productivité ont reculé de 3,6% g.a. au T1 2009, après -1,6% g.a. et une stagnation au cours des deux trimestres précédents), compte tenu de l'effondrement de l'activité..

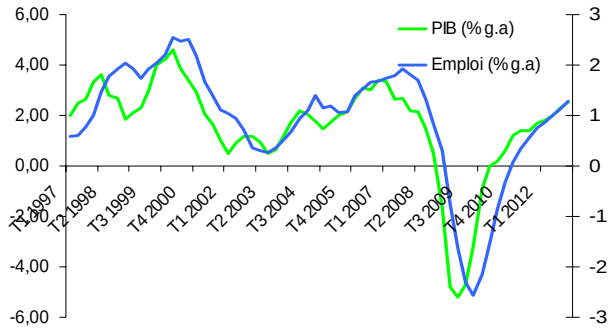
L'inflation sous-jacente devrait continuer à baisser

Dans l'ensemble, la contraction de la demande et la hausse du chômage vont accroître les pressions à la baisse sur les prix. Les données économiques publiées récemment corroborent ce point de vue. D'après l'enquête de la Commission européenne, les anticipations de prix des entreprises se sont effondrées au cours des derniers mois, sous l'effet de perspectives peu engageantes pour l'activité économique, de la baisse des prix des intrants et de la contraction de la demande. Par conséquent, la progression annuelle des prix à la production hors énergie a considérablement baissé (voir graphique 7). Ces tendances vont se répercuter sur les prix de détail, avec un certain délai. Dans ces conditions, nous tablons sur la poursuite du ralentissement de l'inflation sous-jacente. Toutefois, le degré de persistance de celle-ci étant particulièrement élevé[2], le repli s'effectue à un rythme modéré. Cependant, l'inflation sous-jacente pourrait devenir négative vers le milieu de l'année 2010, et le demeurer quelques mois réagissant alors, avec le délai habituel, au creusement de *l'output gap* et à la montée du chômage.

En revanche, l'inflation totale restera certainement supérieure à l'inflation sous-jacente tout au long de l'année prochaine, en ligne avec l'augmentation modeste mais régulière des prix du pétrole et des autres matières premières. Toutefois, les risques d'effets de second tour seront très limités compte tenu de la forte sous-utilisation des ressources (*output gap*, chômage, *c.f. supra*).

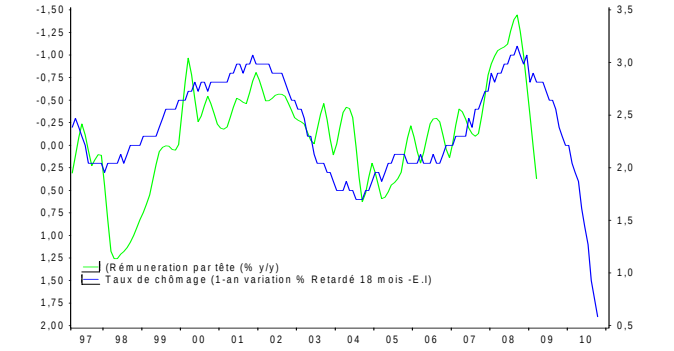
[2] *Le degré de persistance de l'inflation permet de mesurre dans quelle mesure l'inflation observée dépend des évolutions passées.Pour plus de détails voir Clemente De Lucia, « Inflation, anticipations d'inflation et risques de déflation pour la zone euro », Conjoncture Juin 2009, n 6, BNP Paribas.*

Graph.5 : croissance du PIB et de l'emploi



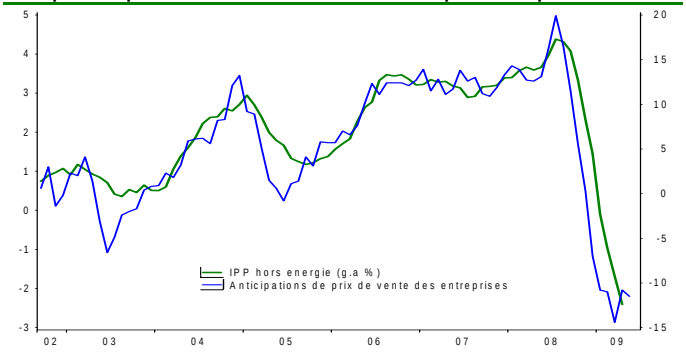
Sources : Eurostat, OCDE, Prévisions BNP Paribas

Graph. 6 : salaires et chômage



Sources : BCE, Eurostat, BNP Paribas

Graph. 7 : pressions à la baisse sur les prix à la production



Sources : Eurostat, Commission européenne

Indicateurs relatifs aux coûts de la main-d'œuvre

Variations a/a en %	T2 08	T3 08	T4 08	T1 09
Salaires négociés	2,9	3,4	3,6	3,2
Coûts horaires de la main-d'œuvre	2,3	3,4	4,0	3,7
Comp. par salarié	3,2	3,5	2,8	1,9
Productivité	0,3	0,0	-1,6	-3,6
Coûts sal. unitaires	2,9	3,5	4,5	5,7

Sources : BCE et Eurostat

Conséquences pour la politique monétaire

En maintes occasions, Jean-Claude Trichet, Président de la BCE, a indiqué qu'une courte période d'inflation négative cet été serait sans incidence sur la politique monétaire, dans la mesure où elle a été largement anticipée et où elle devrait être, selon les prévisions, temporaire. Pour le moment, la BCE semble vouloir se donner le temps d'évaluer l'effet sur l'économie des mesures décidées, conventionnelles comme non conventionnelles. Depuis octobre 2008, la Banque Centrale Européenne a abaissé son taux *refi* de 325 pb à 1%. En outre, depuis la mi-octobre 2008, les opérations principales de refinancement hebdomadaires comme les opérations de refinancement à plus long terme sont menées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 7 mai, d'étendre de 6 à 12 mois la maturité maximale des opérations de refinancement à long terme.

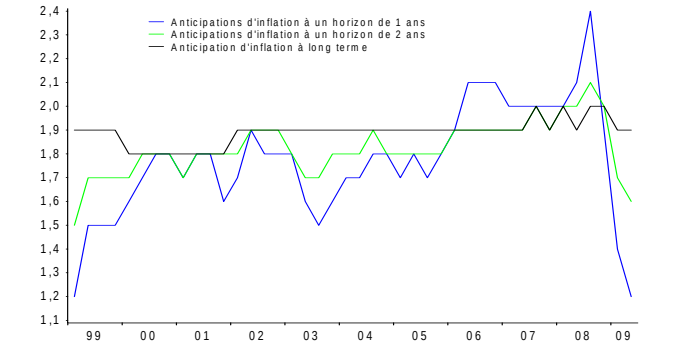
Le 24 juin, la Banque a procédé à la première opération de refinancement à long terme (ORLT) assortie d'une échéance à un an, avec attribution intégrale, sur la base d'un taux d'intérêt fixe de 1%. La demande de liquidité a été bien supérieure (EUR 442,2 mds) qu'au cours des dernières opérations à long terme de maturité de 3 et 6 mois et le nombre de soumissionnaires a bondi (1121 établissements). En juillet, la Banque lancera son programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*) libellées en euros pour un montant de 60 MdEUR.

Pour le Conseil des gouverneurs, le niveau actuel des taux directeurs est approprié. Cependant, la Banque n'exclut pas totalement de nouveaux gestes ; le Conseil n'a en effet pas décidé que le niveau de 1% constituait le plancher du taux *refi*.

Anticipations d'inflation et politique monétaire

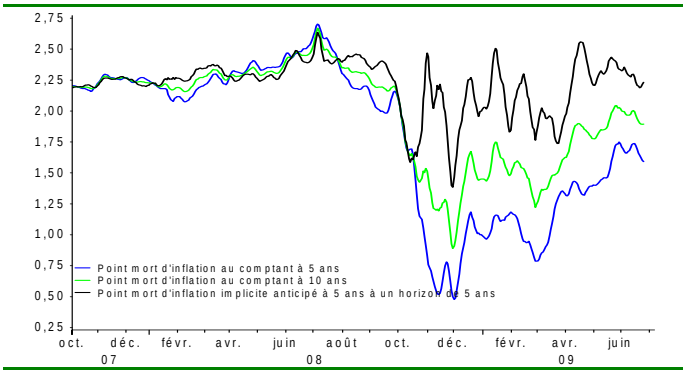
L'adoption de mesures ultérieures par la BCE dépendra essentiellement de l'évolution des anticipations d'inflation. Les anticipations d'inflation à long terme (à 5 ans) telles qu'elles ressortent de l'enquête des prévisionnistes professionnels, sont conformes à l'objectif que s'est fixé la BCE pour l'inflation et la stabilité des prix à moyen terme (voir graphique 8). Les points morts d'inflation implicite à 5 ans, souvent cité par la BCE parmi les mesures des anticipations d'inflation, se situent également autour de 2% (voir graphique 9). Toutefois, quelques précautions s'imposent. Les anticipations d'inflation à long terme, issues de l'enquête des prévisionnistes professionnels, peuvent être entachées d'un biais. On ignore en effet si les prévisions des professionnels reflètent correctement les anticipations d'inflation à 5 ans ou simplement la définition de la stabilité des prix donnée par la BCE. De plus, les points morts d'inflation et les points morts d'inflation implicites sont soumis à une certaine distorsion, la volatilité ayant été plutôt élevée au cours des derniers mois (voir le graphique 9). Par ailleurs, ces indicateurs ne reflètent peut-être pas seulement les anticipations d'inflation basées sur le marché, mais aussi d'autres éléments, tels que les primes de risque et autres facteurs de marché.

Graph. 8 : enquête auprès des prévisionnistes professionnels



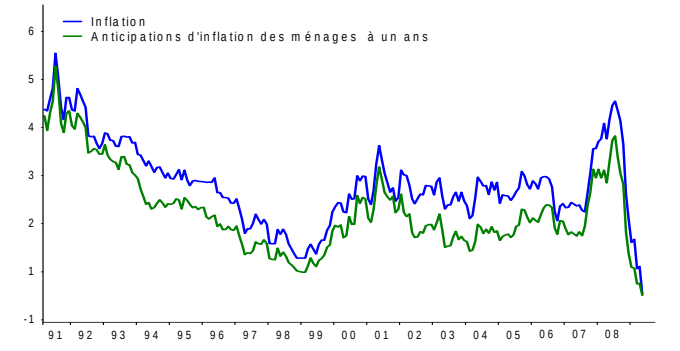
Source : BCE

Graph. 9 : anticipations d'inflation tirées des instruments de marché



Sources : Reuters EcoWin Pro, BNP Paribas

Graph. 10 : inflation et anticipations d'inflation des ménages



Sources : Eurostat, Commission européenne, BNP Paribas

D'autres mesures montrent le repli des anticipations d'inflation. Les prévisionnistes professionnels ont sensiblement revu à la baisse leurs projections pour cette année et la suivante (voir graphique 8) et les anticipations tirées des enquête menées auprès des ménages ont en effet chuté à 0% en mai, un nouveau plus bas record (voir graphique 10).

Les anticipations d'inflation pourraient diminuer encore dans les prochains mois. De fait, l'inflation réelle a un impact sur la manière dont les agents économiques élaborent leurs anticipations[3]. Dès lors, le reflux des prix à la consommation pourrait pousser à la baisse les anticipations d'inflation. Or si les anticipations d'inflation se replient sensiblement, l'inflation pourrait également reculer dans un processus auto-alimenté. Si les anticipations d'inflation diminuent encore au point de ne plus être conformes à l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, on peut s'attendre à ce que la Banque adopte d'autres mesures pour stimuler l'économie et ramener les anticipations sur l'objectif à moyen terme

[3] Voir De Lucia C. (2009) "Inflation, anticipation d'inflation et risques de déflation pour la zone euro ", Conjoncture, n°6 Juin, BNP Paribas

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre du 29 juin au 3 juillet

En mai, l'indice de confiance des ménages du *Conference Board* a bondi de 40,8 à 54,9 son niveau le plus favorable depuis septembre dernier. Les autres indices de confiance des ménages ont également traduit une nette amélioration des jugements des ménages au cours des derniers mois, particulièrement en termes d'anticipations. Ce mouvement pourrait cependant s'essouffler en juin, comme l'a souligné la stabilisation de l'indice de l'Université du Michigan (de 68,7 en mai à 69,0, selon la première estimation). Plusieurs évolutions ont été moins favorables aux ménages au cours des dernières semaines : correction des marchés boursiers, redressement du prix de l'essence et hausse des taux d'intérêt hypothécaires. En juin, un léger recul de l'indice du *Conference Board* est donc envisageable (53 attendu, publication le 30 juin). Toutefois, la tendance de fond de la confiance des ménages est appelée à demeurer favorable dans les mois qui viennent, la récession se rapprochant de son terme (pertes d'emplois moins massives, marché immobilier résidentiel mieux orienté).

En mai, l'indice PMI tiré de l'enquête ISM dans le secteur manufacturier a continué à se redresser, passant de 40,1 en mai à 42,8, notamment grâce au retour de la composante « nouvelles commandes » en zone d'expansion (51,1), pour la première fois depuis 2007. La récession manufacturière se modère : les enquêtes régionales sont également orientées favorablement depuis plusieurs mois et les commandes de biens durables ont augmenté sensiblement en avril et mai, commençant à refléter l'ajustement marqué des stocks depuis le début de l'année. La tendance de fond de l'indice PMI restera sans doute favorable dans les prochains mois. Cependant, il pourrait être pénalisé en juin par les fermetures de sites décidées par GM et Chrysler. L'indice PMI devrait peu varier en juin (43 attendu, chiffre diffusé le 1er juillet).

En mai, les pertes d'emplois hors secteur agricole (345 000) ont été plus modérées qu'au cours des sept mois précédents, confirmant que la détérioration du marché du travail devenait moins violente. Les autres indicateurs ayant trait au marché du travail vont dans le même sens : les indices d'enquêtes ISM portant sur les effectifs ont rebondi depuis leurs points bas, et les premières demandes hebdomadaires d'allocations chômage ont commencé de diminuer (à 615k en moyenne en juin, contre 627k en mai et un pic à 658k en mars). Les pertes d'emplois devraient s'établir autour de 300k en juin (publication le 2 juillet). La hausse du taux de chômage devrait également devenir moins prononcée que dans un passé récent (+0,2 point attendu, de 9,4% à 9,6%).

Du 19 au26 juin

Produit Intérieur Brut				EcoFlash
Variations en t/t % ann.	T4 08	T1 09 2ème est.	T1 09 3ème est.	
PIB	-6,3	-5,7	-5,5	
Consommation privée	-4,3	1,5	1,4	
Dépenses publiques	1,3	-3,5	-3,1	
FBCF	-22,0	-37,3	-37,6	
équipement et logiciels	-28,1	-33,5	-33,7	
résidentiel	-22,7	-38,7	-38,8	
Contributions (pp)				
Demande intérieure finale	-6,1	-5,6	-5,7	
Variations des stocks	-0,1	-2,3	-2,2	
Commerce extérieur net	-0,2	2,2	2,4	

Source : Bureau of Economic Analysis (BEA)

Commandes de biens durables				EcoFlash
Variations en % m/m, cvs	Mars	Avril	Mai	09-240
Nouvelles commandes	-2,2	1,8	1,8	
Sous- jacentes (*)	-1,4	-2,9	4,8	
Livraisons	-1,9	-0,5	-2,1	
Sous-jacentes (*)	-1,7	-2,7	0,3	
Commandes non satisfaites	-1,7	-1,1	-0,3	
Sous-jacentes (*)	-2,0	-2,1	-0,9	
Stocks	-1,7	-1,1	-0,8	
Sous-jacents (*)	-1,6	-0,9	-0,4	

Source : Census Bureau

(*) biens d'investissement hors défense et hors aéronautique

Ventes de maisons				EcoFlash
Millions, cvs	Mars	Avril	Mai	
Maisons neuves	0,34	0,34	0,34	
%, m/m	-5,4	2,7	-0,6	
%, g.a.	-34,2	-35,5	-32,8	
Maisons anciennes	4,55	4,66	4,77	
%, m/m	-3,4	2,4	2,4	
%, g.a.	-7,5	-3,9	-3,6	

Sources : Census bureau - National Association of Realtors

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

Source : Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis

Confiance des ménages - Université du Michigan				EcoFlash
Indices 1996=100, ncvs	Avril	Mai	Juin	
Indice de confiance	65,1	68,7	70,8	
Conditions actuelles	68,3	67,7	73,2	
Anticipations	63,1	69,4	69,2	

Source : Université du Michigan

Zone euro

A suivre du 29 juin au 3 juillet

Dans la zone euro, l'indice du climat économique (ESI), publié par la Commission européenne, a augmenté pour le deuxième mois consécutif en mai, à 69,3. L'indice était en hausse de 4,6 points par rapport à son plus bas historique atteint en mars dernier. Cette tendance au redressement devrait être confirmée en juin (diffusion lundi 29 juin), en ligne avec l'amélioration enregistrée par les autres indicateurs, comme l'indice PMI composite d'activité (dont l'estimation finale sera publiée mercredi 1 juillet) ou les enquêtes nationales, l'IFO allemand, l'enquête française de INSEE ou italienne de l'ISAE. Malgré l'amélioration prévue en juin, l'ESI devrait demeurer plutôt faible au regard de la série historique, et toujours cohérent avec une contraction de l'activité au deuxième trimestre 2009, bien qu'à un rythme bien plus modéré qu'au T1. Le détail de l'enquête devrait montrer une amélioration dans le secteur industriel et les services. En revanche, la dégradation des conditions sur le marché du travail pèserait sur la confiance des ménages, malgré le repli de l'inflation. En juin, l'inflation devrait être négative pour la première fois depuis le début de la série au début des années 1990 (l'estimation flash d'Eurostat sera diffusée mardi 30 juin). Le détail de l'inflation ne sera pas disponible avant la mi-juillet. Toutefois, les effets de bases relatifs aux prix de l'énergie (principalement) et de la l'alimentation seront très probablement les causes de ce repli. L'inflation devrait demeurer négative au cours de l'été, les effets de base continuant d'exercer un impact négatif encore quelques mois. Elle augmenterait de nouveau à partir du T4 2009, les effets de base jouant cette fois-ci en sens inverse.

En Allemagne, selon l'Office fédéral du travail, le taux de chômage s'était établi à 8,2% en mai, en baisse de 0,1 point par rapport au mois précédent. L'augmentation du nombre de chômeurs avait en effet marqué une pause, avec seulement +1K après +57K en avril. Le taux de chômage devrait toutefois poursuivre sa trajectoire haussière en juin (publication le mardi 30 juin) en raison de la poursuite de la dégradation de l'activité au début du deuxième trimestre. Le recours au chômage partiel (+1,1 million depuis septembre 2008) a pour l'instant permis d'atténuer la progression du chômage mais les coûts salariaux unitaires horaires ont fortement progressé depuis la fin 2008 (+8,4% g.a. au T1 2009) en liaison avec la baisse du taux d'utilisation des capacités de production. Dans la perspective d'une reprise lente et progressive de l'activité, les entreprises devront donc ajuster progressivement leurs effectifs à la baisse. L'indice PMI composite de l'emploi suggère par ailleurs la poursuite de la détérioration du marché du travail au cours des prochains mois. Il a progressé en juin par rapport à mai (à 43,5) mais il reste inférieur au seuil de 50.

Du 22 au 26 juin

Zone euro - PMI estimations *flash*				EcoFlash
	Avril	Mai	Juin	09-239
Secteur manufacturier				
Indice total	36,8	40,7	44,3	
Secteur services				
Indice d'activité	43,8	44,8	44,5	
Indice composite activité	41,1	44	44,4	

Source: Markit Economics

Allemagne – Enquête IFO				EcoFlash
Indice base 100 en 2000	Avril	Mai	Juin	09-237
Climat des affaires	83,7	84,3	85,9	
Situation courante	83,5	82,5	82,4	
Anticipations	84	86	89,5	

Source : IFO

Allemagne - Prix à la consommation					EcoFlash
Variations en % - ncvs		Avril	Mai	Juin	09-245
IPC	g.a.	0,0	-0,1	0,4	
	m/m	0,7	0,0	0,1	
IPCH	g.a.	0,1	-0,1	0,4	
	m/m	0,8	0,0	0,0	

Source : Statistisches Bundesamt

France – Confiance des ménages				EcoFlash
Soldes d'opinion, CVS	Avril	Mai	Juin	09-244
Indicateur résumé	-40	-40	-37	
Sit. Financ. perso. future *	-17	-16	-13	
Niveau de vie France futur*	-53	-50	-47	
Opportunité d'acheter *	-30	-28	-27	
Chômage – perspectives	84	89	96	
Prix – perspectives	-53	-55	-53	

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

France - Confiance dans l'industrie				EcoFlash
Soldes d'opinion, CVS	Avril	Mai	Juin	09-238
Climat des affaires	71	73	75	
Production passée *	-54	-48	-42	
Stocks *	21	13	11	
Commandes *	-69	-69	-70	
Persp. perso. de prod. *	-34	-28	-18	
Persp. gén. de prod.*	-57	-50	-40	

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

France - Dépenses des ménages en produits manufacturés					EcoFlash
Variations en %, CVS-CJO		mars	avril	mai	09-238
Total	m/m	0,7	0,5	-0,2	
	g.a.	-1,0	0,5	-1,6	
Biens durables	m/m	-0,6	1,9	0,7	
	g.a.	-0,9	2,1	0,1	

Source : INSEE

Japon

A suivre du 29 juin au 3 juillet

La production industrielle a progressé de 5,2%, m/m en avril, après déjà +1,6% en mars. Elle a particulièrement augmenté dans le secteur des pièces électroniques et des pièces détachées (+15,7% m/m après +10,4% en mars). Ce secteur, fortement touché par la crise mondiale au cours des mois passés, bénéficie désormais des efforts déployés par la Chine pour soutenir sa demande interne. En mai (diffusion lundi 29 juin), la production industrielle devrait avoir augmenté de façon encore plus marquée. En effet, le PMI manufacturier japonais a poursuivi son redressement, de 41,4 en avril à 46,6 en mai. Il se retrouve ainsi sur ses niveaux d'août 2008, confirmant que le point bas du cycle industriel a été atteint en début d'année. Au total, l'activité industrielle augmenterait de près de 10% t/t au deuxième trimestre, progressant pour la première fois depuis le T1 2008.

Les dépenses de consommation de l'ensemble des ménages ont baissé de 0,9% en termes réels en avril. Elles devraient avoir encore reculé en mai (diffusion mardi 30 juin), en dépit des premiers chèques de l'Etat reçus par les ménages. La détérioration des conditions sur le marché du travail, couplée avec la contraction de l'activité, entame la confiance des ménages (elle a rebondi de 28,9 en mars à 32,7 en avril et demeure toutefois à un niveau proche de son point bas historique, atteint en décembre), et grève leur pouvoir d'achat.

En hausse depuis près d'un an, le taux de chômage a continué de progresser en avril, s'établissant à 5% après 4,8% en mars. Le secteur manufacturier était le premier touché par les réductions d'effectifs. En mai (diffusion mardi 30 juin), le taux de chômage devrait atteindre 5,2%, son plus haut niveau depuis septembre 2003. Par ailleurs, le ratio des offres sur demandes d'emploi, qui se replie régulièrement depuis près de deux ans, se situe sous 1 depuis novembre 2007. Il a atteint 0,46 en avril (au plus bas depuis juin 1999), après 0,52 en mars et pourrait encore avoir reculé en mai.

Le Tankan de mars montrait que la confiance des entreprises japonaises avait fortement reculé au premier trimestre. En effet, l'indice général de confiance des chefs d'entreprises avait baissé de -24 en décembre à –46, enregistrant sa plus forte chute depuis 1974. Il se situait à son niveau le plus bas depuis décembre 1998 et était inférieur à zéro pour le cinquième trimestre consécutif. En juin (diffusion mercredi 1er juillet), il devrait s'être redressé, dans un contexte de reprise dans le secteur industriel, alimentée par un important mouvement de déstockage. L'indice général pourrait ainsi s'établir à -43, un niveau proche de ceux atteints au cours des trois derniers épisodes de récession

Du 22 au 26 juin

Indice d'activité du secteur tertiaire					EcoFlash
Variations en %		Février	Mars	Avril	09-236
Indice tertiaire	m/m	-2,0	-2,8	2,2	
	g.a.	-5,9	-8,1	-6,2	

Source : METI

Prix à la consommation					EcoFlash
Variations en %		Avril	Mai	Juin	09-243
Tokyo					
Total	m/m, cvs	0,0	-0,2	-0.4	
	g.a.	-0,1	-0,8	-1.5	
Sous-jacent *	m/m, cvs	0,0	-0,3	-0.4	
	g.a.	0,0	-0,7	-1.3	
National					
Total	m/m, cvs	0,1	-0,2	nd	
	g.a.	-0,1	-1,1	nd	
Sous-jacent *	m/m, cvs	0,0	-0,2	nd	
	g.a.	-0,1	-1,1	nd	

Source : Cabinet Office, *: hors produits alimentaires frais

Data Focus
Zone euro : enquêtes PMI (juin)

La contraction économique poursuit son ralentissement en juin

- Le repli de l'activité économique a encore marqué le pas en juin. Selon des estimations préliminaires, le PMI composite de l'activité, qui constitue normalement un bon indicateur avancé de la croissance du PIB, a progressé de 0,4 point à 44,4.

- Il s'agit là de la quatrième augmentation mensuelle consécutive de l'indice. Après avoir atteint un plus bas record en février, le PMI composite a regagné plus de 8 points. Cependant, la hausse du mois de juin n'était pas aussi forte que les améliorations record des trois mois précédents. Le PMI composite continue à refléter un repli de l'activité, quoique à un rythme bien plus modéré qu'au premier trimestre 2009.

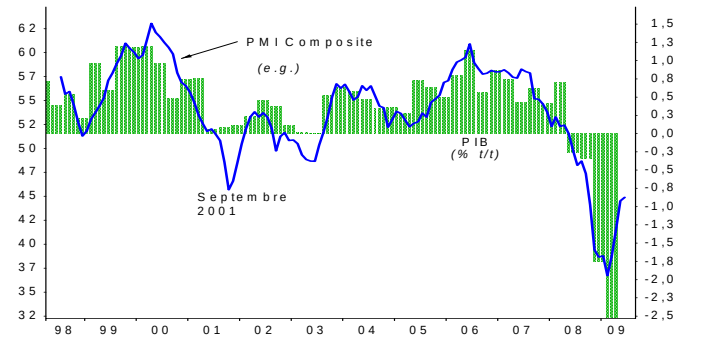
- Le ralentissement dans le secteur manufacturier a nettement diminué, l'indice de la production augmentant de 1,7 point par rapport au mois de mai.

- Ces derniers mois, les résultats des enquêtes ont montré que les entreprises avaient nettement réduit leurs stocks. A en juger par les données publiées en juin, ce processus se poursuit, les stocks de produits finis se situant toujours à des niveaux proches des plus bas historiques enregistrés en mai. Toutefois, le mouvement de déstockage semble s'essouffler et les entreprises devraient, reconstituer les stocks dans les mois à venir. La baisse des nouvelles commandes continue à ralentir, poussant de nouveau à la hausse le ratio nouvelles commandes sur stocks. Ce ratio, qui a tendance à être un indicateur fiable de la dynamique du secteur manufacturier, montre que la production dans ce secteur pourrait augmenter de manière significative dans les prochains mois.

- Les conditions sur le marché de l'emploi demeurent extrêmement mauvaises, en particulier dans le secteur manufacturier D'après l'enquête, l'emploi dans l'industrie manufacturière a continué à se contracter à un rythme très soutenu, contrairement au secteur des services où le repli a été plus modéré.

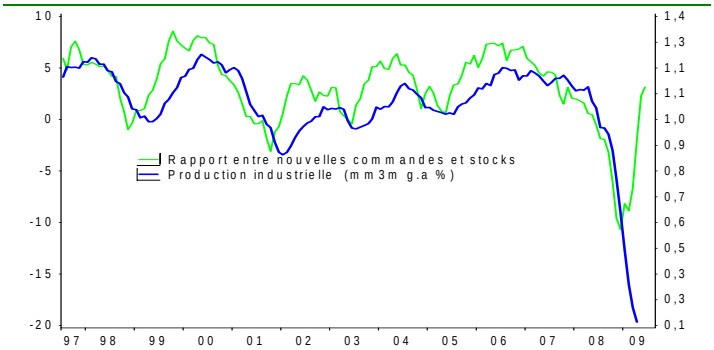
- Au T1 2009, l'emploi dans la zone euro a reculé de 0,8% t/t, la pire performance jamais enregistrée, accusant un repli de 1,3% en glissement mensuel. Comme il constitue un indicateur retardé, la tendance à la baisse devrait persister dans les prochains trimestres.

D'après les résultats des enquêtes, la croissance du PIB a connu une chute bien moins sévère au T2



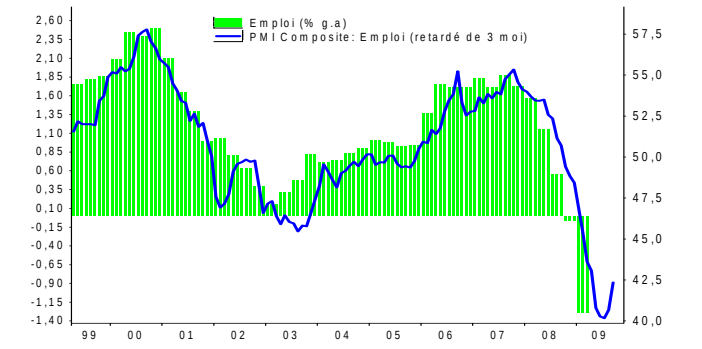
Sources : Eurostat, Markit Economics

La production manufacturière devrait rebondir prochainement



Sources : Eurostat, Markit Economics

Les conditions sur le marché du travail restent déprimées



Sources : Eurostat, Markit Economics

Nos articles les plus récents

JUIN	19 juin	09-24	Editorial	Terrain glissant
			Vue d'ensemble	Espoirs pour le second semestre
			Focus 1	Etats-Unis : poursuite du repli de l'endettement privé au premier trimestre.
			Focus 2	Japon : les flow of funds accounts du premier trimestre 2009
	12 juin	09-23	Vue d'ensemble	Le Royaume-Uni, premier à sortir de la crise ?
			Focus 1	Allemagne : la compétitivité des entreprises exportatrices reste un atout maître
			Focus 2	Vers un nouvel accord sur le climat à Copenhague
	5 juin	09-22	Vue d'ensemble	La BCE se donne le temps
			Focus 1	Zone euro : où en sont les politiques budgétaires ?
			Focus 2	Espagne : radioscopie du marché du travail
MAI	29 mai	09-21	Vue d'ensemble	La confiance revient petit à petit
			Focus 1	BCE : mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire.
			Focus 2	Japon : une légère amélioration dans le secteur industriel au début du T2
	22 mai	09-20	Vue d'ensemble	Quantitative easing, encore…
	15 mai	09-19	Vue d'ensemble	Derrière nous, le pire ?
			Focus 1	Zone euro : une profonde récession
			Focus 2	Banques américaines : des résultats de stress tests finalement proches des prévisions
	8 mai	09-18	Vue d'ensemble	La BCE, pas à pas
			Focus 1	Etats-Unis : marché du crédit : pas de progrès significatifs selon l'enquête de la Fed
			Focus 2	Australie : des signes de stabilisation
AVRIL	24 avril	09-17	Editorial	Le Japon : crise industrielle et retour à la déflation
			Vue d'ensemble	Modération de la récession
			Focus 1	Etats-Unis : quels progrès sur le marché immobilier ? (2ème partie)
			Focus 2	Royaume-Uni : l'effrayante arithmétique budgétaire
	17 avril	09-16	Vue d'ensemble	Garder patience
			Focus 1	Inde : ralentissement douloureux en 2009/2010
			Focus 2	Etats-Unis : quels progrès sur le marché immobilier ? (1ère partie)
	10 avril	09-15	Vue d'ensemble	Pour l'économie mondiale, le soleil ne se lève pas toujours à l'Est
			Focus 1	France : perspectives d'emploi
			Focus 2	Turquie : le moment de vérité face au choc externe
	3 avril	09-14	Vue d'ensemble	Un nouvel ordre mondial ?
			Focus 1	Pays-Bas : le gouvernement a dévoilé un plan de relance modeste
			Focus 2	Hong Kong : la récession en 2009 presque aussi grave qu'en 1998
MARS	27 mars	09-13	Vue d'ensemble	Docteur Easing
			Focus 1	BCE : une vie après la baisse des taux
			Focus 2	Mexique : une économie durement éprouvée mais des amortisseurs plus solides
	20 mars	09-12	Editorial	La situation financière des agents économiques américains : ruptures
			Vue d'ensemble	Encore une fois, la Fed
			Focus 1	Banques espagnoles : le risque est surtout interne
			Focus 2	Etats-Unis : quand l'endettement et la richesse diminuent

Nos publications sont disponibles sur *economic-research.bnpparibas.com*

Direction des Etudes Economiques

economic-research.bnpparibas.com

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 Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@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, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOULET 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	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	delphine.cavalier@bnpparibas.com christine.peltier@bnpparibas.com
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	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guieze@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 *economic-research.bnpparibas.com*

■ Conjoncture traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.

■ Conjoncture Taux Change assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.

■ EcoWeek étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).

■ EcoFlash est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.

■ EcoTV, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

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

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

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

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

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

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

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