

Vue d'ensemble **Le G8 des ministres de l'Énergie en appelle à la raison**

Page 2

Focus 1 **Zone euro : la dégradation des finances publiques restera modérée cette année**

Page 3

Le déficit, corrigé des variations cycliques, de la zone n'a jamais été aussi faible, à -0,7% du PIB en 2007. Ce redressement sera interrompu cette année. La dégradation sera, toutefois, limitée, le relâchement budgétaire mis en œuvre dans certains Etats étant partiellement compensé, ici par une croissance encore robuste, là par la volonté de contenir un accroissement des déficits jugé dangereux.

Focus 2 **Etats-Unis : ménages : la fête est finie**

Page 5

Au premier trimestre, l'endettement du secteur non financier a continué à ralentir. Cette modération reflète le freinage observé du côté des ménages, en liaison avec le retournement immobilier. L'évolution des actifs des ménages témoigne également des crises immobilière et financière : pour la première fois depuis 2002, ils ont diminué pour le deuxième trimestre consécutif.

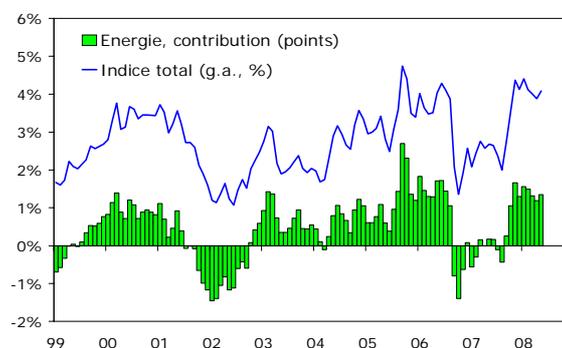
Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 8

Le graphique de la semaine

Etats-Unis : hausse de 0,6% m/m des prix à la consommation en mai et progression du taux d'inflation de 3,9% en avril à 4,2%.

De nouveau, la hausse est guidée par les prix de l'énergie (+ 4,4% m/m)



Source : Bureau of Labor Statistics

**Eco
WEEK**

 Direction
 des Études
 Économiques

Vue d'ensemble

Le G8 des ministres de l'Énergie en appelle à la raison

L'or noir a battu de nouveaux records en début de semaine, frôlant 140 dollars le baril. Réunis à Aomori, dans le Nord du Japon, les ministres de l'Énergie du G8 ont lancé un appel à la raison aux pays producteurs de pétrole. Le communiqué soulignait que « les niveaux élevés actuels étaient sans précédent et n'étaient dans l'intérêt ni des consommateurs ni des producteurs ». Cherchant à apaiser les tensions actuelles, les pays réunis (G8 ainsi que Chine, Inde et Corée du Sud) ont travaillé sur plusieurs pistes de réflexion. Les pays producteurs du Groupe (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni et Russie) se sont engagés à accroître leur production et à inciter les autres nations productrices à investir pour augmenter leurs capacités de production. Les Etats-Unis, le Japon, la Chine, la Corée du Sud et l'Inde ont appelé au démantèlement des subventions des carburants, sans toutefois s'engager sur un éventuel calendrier, en qui concerne la Chine et l'Inde. Une telle mesure risquerait, en effet, d'avoir un coup social particulièrement élevé. Les pays consommateurs (les onze nations réunies consomment, à elles seules, environ les deux tiers de la production mondiale de pétrole) souhaitent augmenter leurs efforts pour réduire leur intensité énergétique (quantité d'énergie primaire nécessaire pour produire une unité de PIB), en développant leur programme nucléaire ainsi qu'en favorisant le transfert de technologie vers les pays émergents très consommateurs d'énergie fossile, comme la Chine et l'Inde. A cet égard, le dernier rapport de l'Agence Internationale pour l'Énergie, dont les conclusions ont servi de base aux réflexions menées par les ministres réunis au Japon, tire la sonnette d'alarme. Toutes choses égales par ailleurs, la demande de pétrole augmenterait de 70% d'ici à 2050.

Aux Etats-Unis, la flambée du prix de l'or noir, assortie à la faiblesse du dollar, est au centre des préoccupations du Président de la Réserve fédérale. A l'occasion d'un discours à la Fed de Boston, Ben Bernanke soulignait que l'augmentation récente des prix de l'énergie alimentait les risques haussiers sur les prix et sur les anticipations d'inflation des acteurs économiques. En outre, il a rappelé que la Fed « lutterait » contre la détérioration des anticipations d'inflation à long terme dans la mesure où celle-ci

pouvait être déstabilisante tant en termes de croissance que d'évolution des prix. Clairement, l'équilibre des risques s'est récemment modifié. Le FOMC juge désormais l'activité moins menacée qu'auparavant, la probabilité d'une baisse substantielle de la croissance ayant diminué au cours du mois écoulé. Mais il s'inquiète, à présent, aussi des risques pesant sur la stabilité des prix. Le Beige Book, publié en milieu de cette semaine, semble confirmer le constat du Président. En effet, cinq districts sur les douze interrogés estimaient que l'activité s'était stabilisée en mai, contre trois seulement en avril. Se pose désormais la question de savoir de quelle façon le FOMC « luttera » contre l'évolution des anticipations d'inflation. Se contentera-t-il d'un discours menaçant ? Pour l'heure et tant que le creux du cycle actuel n'apparaît pas clairement dépassé, la Fed devrait opter pour un *statu quo* monétaire prolongé.

Dans la zone euro, les statistiques d'inflation ne sont pas de nature à rassurer M. Trichet. En France, la hausse des prix était de 3,3% en mai, après un repli temporaire à 3% en avril, au plus haut depuis juillet 1991. En Allemagne, elle s'est inscrite à 3,1% après 2,6% le mois précédent. Dans un pays comme l'autre, l'essentiel de cette poussée de fièvre est expliqué par les éléments les plus volatiles : d'une part l'énergie et d'autre part des facteurs nationaux plus spécifiques (l'alimentation en France, la restauration et l'hôtellerie en Allemagne). L'inflation sous-jacente est demeurée en conséquence très modérée. Etant donné la poursuite des tensions et l'incertitude régnant sur les marchés de matières premières, le pic d'inflation pourrait n'être atteint qu'au T3 dans la zone euro. L'inflation atteindrait 3,6% en moyenne en 2008, après 2,1% en 2007, pour repasser sous 3% en 2009. Une hausse des taux en juillet semble maintenant acquise. Le Président de la BCE suggérait, toutefois, la semaine dernière, que le resserrement serait limité (25 pb selon ses propres termes). En outre, il ne constituerait pas l'annonce « d'une série de hausses », comme a tenu à le souligner plus récemment Jürgen Stark.

Devises et taux d'intérêt

	Jeudi 12 juin	Jeudi 5 juin	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines		Jeudi 12 juin	Jeudi 5 juin	Plus haut 52 semaines	Plus bas 52 semaines
Libor à 3 mois	3,00	2,85	5,83	2,65	EUR/USD	1,5420	1,5536	1,5980	1,3364
US-Bonds 10 ans	4,21	4,04	5,19	3,32	USD/JPY	108,01	106,12	124,09	96,90
Euribor à 3 mois	4,98	4,98	4,99	4,14	EUR/JPY	166,51	164,87	168,61	152,30
Bund 10 ans	4,60	4,49	4,67	3,68	EUR/GBP	0,7925	0,7948	0,8073	0,6687
Taux à 3 mois	0,98	0,98	1,10	0,71	USD/CHF	1,0449	1,0412	1,2428	0,9861
JGB 10 ans	1,81	1,73	1,98	1,27	EUR/CHF	1,6114	1,6177	1,6786	1,5537

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

Focus 1

Zone euro : la dégradation des finances publiques restera modérée cette année

■ L'amélioration des finances publiques en 2007 est sensiblement moins importante que celle enregistrée en 2006, dans une situation conjoncturelle pourtant à peine moins favorable. Au total toutefois, le déficit, corrigé des variations cycliques, de la zone n'a jamais été aussi faible (-0,7% du PIB).

■ Ce redressement sera interrompu cette année. La dégradation sera, toutefois, limitée, le relâchement budgétaire mis en œuvre dans certains Etats étant partiellement compensé, ici par une croissance encore robuste, là par la volonté de contenir un accroissement des déficits jugé dangereux.

Après avoir encore enregistré une amélioration sensible l'an dernier, les finances publiques dans la zone euro commenceront à se détériorer l'an prochain. Face au ralentissement de la croissance, la plupart des Etats devraient se contenter de laisser jouer le mécanisme des stabilisateurs automatiques¹. Les orientations budgétaires sont déjà ou pourraient, toutefois, être revues dans certains Etats : soit pour relancer l'activité, comme en Espagne, soit pour tenter de se maintenir dans le cadre européen du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), ailleurs.

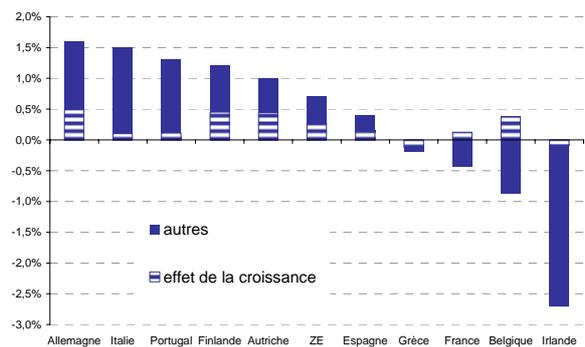
Nouvelle amélioration des comptes publics en 2007 dans la zone euro, en dépit d'évolutions moins homogènes parmi les Etats membres

Selon la première estimation fournie par Eurostat, le solde général des finances publiques de la zone euro s'est établi à -0,6% du PIB en 2007, après -1,3% en 2006. C'est le déficit le plus faible depuis 2000, année où les ventes de licence UMTS avaient temporairement soutenu les recettes budgétaires. C'est un redressement important (-0,7 point de PIB, graphique 1), mais sensiblement inférieur à celui dégagé en 2006 (-1,2 point), dans une situation conjoncturelle pourtant à peine moins favorable, puisque la croissance de la zone a finalement très peu ralenti l'an dernier (2,6%, après 2,9% en 2006).

De fait, observées par pays, les évolutions ont effectivement été beaucoup moins homogènes qu'elles n'avaient pu l'être en 2006. Malgré une situation conjoncturelle plutôt favorable, le solde des finances publiques s'est légèrement détérioré en France, en Grèce, aux Pays-Bas et en Belgique. En Irlande, le retournement

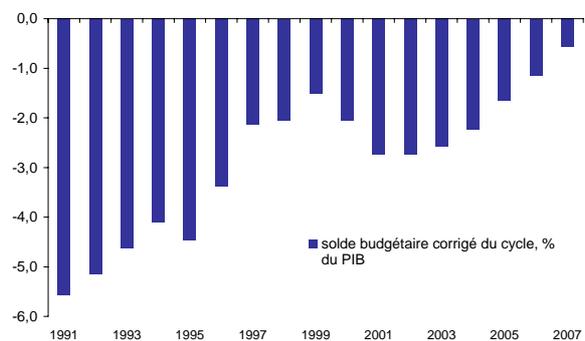
du marché immobilier, *via* son effet sur les recettes fiscales, a très fortement accentué la dégradation des comptes publics, dont le solde s'est finalement établi à 0,3% du PIB, après 3,0% en 2006.

Graphique 1 : Amélioration du solde budgétaire en 2007, en % du PIB



Source : Estimation BNPP d'après Eurostat

Graphique 2 : solde budgétaire de la zone euro



Source : OCDE

Dans le même temps, les efforts structurels se sont poursuivis dans plusieurs Etats. En grande partie grâce à l'augmentation de son taux de TVA, l'Allemagne a réduit son déficit de 1,6 point de PIB et est parvenue à équilibrer ses finances publiques pour la première fois depuis la réunification. On peut également citer le Portugal ou l'Italie, bien que leurs comptes publics soient encore loin de l'équilibre. En réduisant leur déficit de respectivement 1,3 et 1,5 point de PIB, ces pays ont réalisé cette année les ajustements nécessaires pour sortir, enfin, de la procédure de déficit excessif.

Au final, le déficit corrigé des variations cycliques (-0,7% du PIB) n'a jamais été aussi faible dans la zone depuis sa création en 1999 (cf. graphique 2)². Certes, dans le contexte conjoncturel actuel, l'engagement pris par les Etats membres d'équilibrer leurs finances

¹ Cela désigne le mécanisme par lequel le déficit a naturellement tendance à se creuser en cas de ralentissement de la croissance (via une moindre croissance des recettes fiscales et une progression plus rapide des dépenses sociales), et inversement lorsque la croissance accélère.

² Et même depuis 1991 si, comme le montre le graphique, on « reconstruit » la zone euro en agrégeant les comptes publics de l'époque des membres actuels.

publiques à l'horizon 2010 va devenir de plus en plus difficile à tenir. Mais, il a déjà joué un rôle incitatif important dans les efforts accomplis un peu partout ces dernières années.

En matière de finances publiques, les Etats membres abordent le ralentissement conjoncturel en ordre dispersé

Dans la plupart des Etats, les projets de budgets, puis les dernières mises à jour des programmes de stabilité, ont été préparés dans un contexte de croissance relativement forte, que beaucoup jugeaient durable. Ainsi, les hypothèses retenues dans ces mises à jour impliqueraient qu'en moyenne, la croissance de la zone s'établisse à 2,3% cette, puis à 2,2% en 2009. Nous tablons pour notre part sur une croissance de 1,7% en 2008, et de 1,1% en 2009 (cf. tableau 1).

Parmi les pays qui sont encore engagés vis-à-vis de la Commission dans un processus de réduction importante de leur déficit, seuls la Grèce et le Portugal se sont fixés des objectifs ambitieux de diminution des déficits en 2008, de respectivement plus de 1 et de 0,5 point de PIB. Les autres, la France et l'Italie principalement, ont plutôt décidé de repousser l'essentiel de l'ajustement demandé aux exercices suivants. Par ailleurs, un relâchement marqué des excédents était déjà programmé en Irlande (-1,4 point de PIB dans la mise à jour du Pacte) et, dans une moindre mesure mais avec davantage d'impact sur l'ensemble de la zone, en Allemagne (-0,5 point) et en Espagne (-0,6 point). Au total, en se basant sur l'ensemble de ces mises à jour, la Commission européenne a récemment jugé que les politiques budgétaires dans la zone pourraient se traduire par une impulsion de l'ordre de 0,3 point de PIB, principalement au travers de mesures de réduction des prélèvements dans un certain nombre de pays.

De quelle façon la modification importante du climat conjoncturel intervenue depuis modifiera-t-elle ces plans ? Pour l'instant, les pays de la zone abordent le ralentissement conjoncturel actuel en ordre dispersé, autant du point de vue des perspectives de croissance qu'en matière budgétaire. Avec un acquis de croissance supérieure à 2,0% à la fin du T1 2008, l'Allemagne devrait ainsi encore connaître une croissance supérieure à son potentiel cette année, tandis que la croissance italienne serait quasiment nulle. Par ailleurs, dans beaucoup d'Etats membres, l'état initial des finances publiques est suffisamment bon pour absorber sereinement la détérioration induite par les stabilisateurs automatiques suite au ralentissement de l'activité (graphique 3). Cela est, toutefois, loin d'être le cas au Portugal, en France et en Grèce, où le solde budgétaire s'est établi à respectivement -2,6%, -2,7% et -2,8% du PIB en 2007.

Au final, cette disparité pourrait justement mener à une dégradation modérée du déficit de l'ensemble de la zone, celui-ci restant proche de 1% du PIB (graphique 4). Le relâchement budgétaire mis en œuvre dans certains Etats serait partiellement

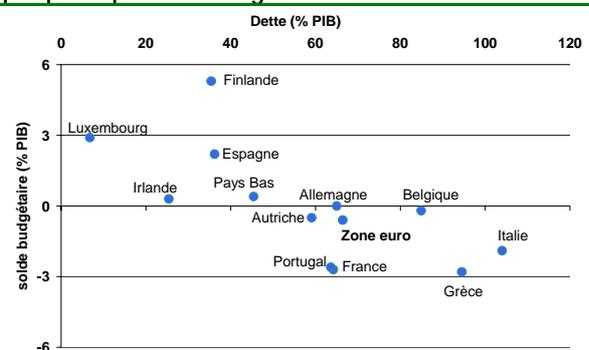
compensé, ici par une croissance encore robuste, là par la volonté de contenir un accroissement des déficits jugé dangereux. En Allemagne, le maintien d'une croissance forte en 2008 compensera la baisse du taux de l'IS et celle des cotisations chômage mises en œuvre cette année, et l'équilibre des finances publiques acquis l'an dernier pourrait être préservé. Pour sa part, avec un surplus budgétaire de plus de 2% du PIB l'an dernier, et confronté à un ralentissement conjoncturel majeur, le gouvernement espagnol n'a pas hésité à mettre en place dès le début de l'année un plan de soutien à l'activité, principalement en direction des ménages et du secteur de la construction, qui réduira à lui seul le solde budgétaire d'environ 1% du PIB en 2008. Le déficit se creuserait également de façon notable, mais tout de même moins marquée, en Italie. En revanche, en France, des mesures devraient être prises pour limiter la détérioration et tenter d'éviter que le déficit budgétaire ne franchisse la limite de 3% du PIB.

Tableau 1 : prévisions de croissance récentes pour la zone euro

	PSC	CE	OCDE	FMI	BNPP
2008	2,3	1,7	1,7	1,4	1,7
2009	2,2	1,5	1,4	1,2	1,1

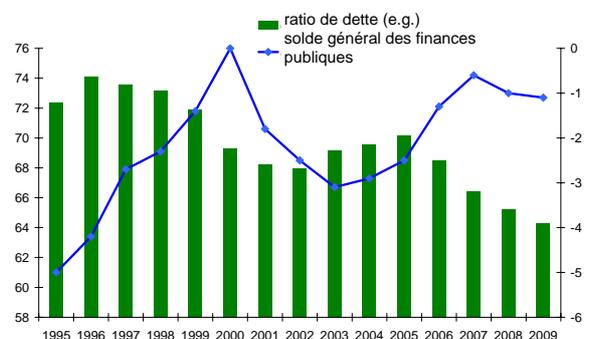
Sources : mises à jour des PSC (fin 2007), CE (printemps 2008), OCDE (juin 2008) et

Graphique 3 : position budgétaire des Etats membres



Source : Eurostat

Graphique 4 : solde budgétaire et taux d'endettement, en % du PIB



Sources : Eurostat, prévisions CE et BNPP

Focus 2

Etats-Unis : ménages : la fête est finie

- Au premier trimestre, l'endettement du secteur non financier a continué à ralentir.
- Cette modération reflète le freinage observé du côté des ménages : leur endettement a progressé de 3,5% t/t annualisés, sa hausse la plus modeste depuis plus de quinze ans (1992), en liaison avec le retournement du secteur immobilier résidentiel.
- L'évolution des actifs des ménages témoigne également de la crise immobilière, ainsi que de la crise financière qui en a résulté. Pour la première fois depuis 2002, les actifs des ménages ont diminué pour le deuxième trimestre consécutif.

Au premier trimestre, l'endettement du secteur non financier a continué à ralentir, progressant à son rythme le plus modéré depuis cinq ans (+6,7% t/t annualisés, tableau). Cette modération reflète essentiellement, comme au cours des derniers trimestres, le freinage observé du côté des ménages, lesquels voient en parallèle leurs actifs perdre de leur valeur. Ces évolutions traduisent naturellement l'impact de la crise immobilière (puis financière) sur la situation des ménages.

Freinage de l'endettement

L'endettement total des ménages a progressé de 3,5% t/t annualisés au premier trimestre, sa hausse la plus modeste depuis plus de quinze ans (1992). En conséquence, le ratio de la dette au revenu disponible brut a légèrement diminué d'un trimestre sur l'autre, passant de 133,5 à 132,9%. En fait, il a peu évolué depuis la fin de l'année 2006, après avoir connu une ascension impressionnante au cours des six années précédentes (2000-2006) (graphique 1).

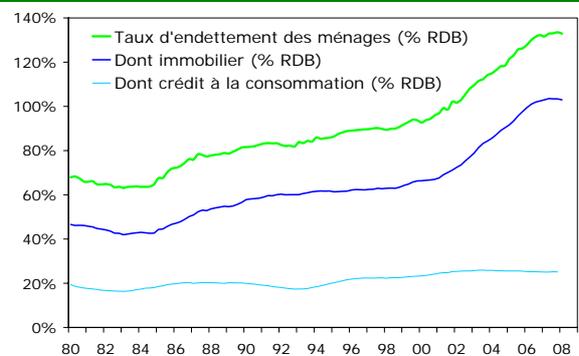
Cette inflexion reflète évidemment le retournement du marché immobilier résidentiel, l'encours de crédit immobilier des ménages ayant progressé à son rythme le plus modeste depuis la crise immobilière du début des années 1990 (+3,1% t/t annualisés). En revanche, la croissance des crédits à la consommation ne montre pas pour l'instant de signes d'essoufflement (+5,8% t/t annualisés, une hausse en ligne avec l'évolution en glissement annuel). La comparaison des deux grandeurs¹ explique que la tendance des crédits immobiliers dicte l'évolution générale de

Tableau : Endettement du secteur non financier

	2000	2007	T3 07	T4 07	T1 08
Total (t/t ann)			9,5%	7,8%	6,7%
Total (g.a.)	4,9%	8,2%	8,4%	8,2%	7,8%
Total (% PIB)	181,9%	222,0%	219,5%	222,0%	223,7%
Ménages (t/t ann)			6,5%	6,2%	3,5%
Ménages (g.a.)	9,3%	6,8%	7,2%	6,8%	5,9%
Ménages (% PIB)	70,4%	98,3%	97,6%	98,3%	98,3%
<i>dont crédits immobiliers (t/t ann)</i>			5,4%	6,0%	3,1%
<i>dont crédits immobiliers (g.a.)</i>	8,7%	6,8%	7,1%	6,8%	5,5%
<i>dont crédits immobiliers (% PIB)</i>	48,4%	74,8%	74,3%	74,8%	74,7%
<i>dont crédits consommation (t/t ann)</i>			8,4%	3,9%	5,8%
<i>dont crédits consommation (g.a.)</i>	12,1%	5,7%	5,9%	5,7%	6,0%
<i>dont crédits consommation (% PIB)</i>	17,5%	18,2%	18,1%	18,2%	18,3%
Entreprises (t/t ann)			14,5%	11,3%	9,5%
Entreprises (g.a.)	9,0%	11,8%	12,0%	11,8%	11,7%
Entreprises (% PIB)	65,4%	71,7%	70,4%	71,7%	72,8%
Secteur public (t/t ann)			8,4%	6,0%	8,9%
Secteur public (g.a.)	-5,8%	6,1%	6,0%	6,1%	6,3%
Secteur public (% PIB)	46,0%	52,0%	51,6%	52,0%	52,6%

Source: Federal Reserve

Graphique 1 : Endettement des ménages (% revenu disponible brut)



Source : Federal Reserve

¹ Le volume des crédits immobiliers représente quatre fois celui des crédits à la consommation.

l'endettement des ménages. Ainsi, la décélération de l'endettement des ménages n'est probablement pas achevée : l'activité sur le marché immobilier continue de reculer et le durcissement des critères d'octroi de crédits se poursuit apparemment.

Diminution de la richesse

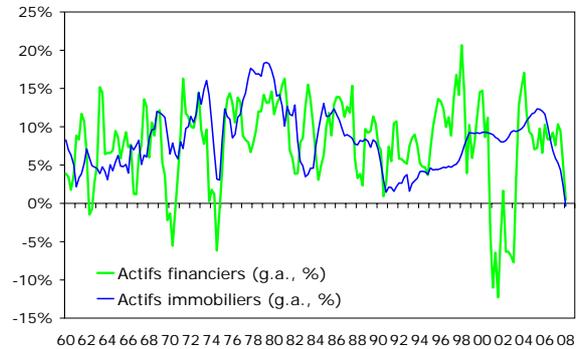
L'évolution des actifs des ménages témoigne également de la crise immobilière, ainsi que de la crise financière qui en a résulté. Pour la première fois depuis 2002, leur valorisation a diminué pour le deuxième trimestre consécutif (-8,5% t/t annualisés), sous l'impact de la baisse conjuguée des actifs immobiliers (-5,3% t/t annualisés) et financiers (-11,2% t/t annualisés). Au final, le patrimoine des ménages est à peu près au même niveau qu'un an plus tôt (graphique 2).

A la fin de 2007 comme au début de cette année, la correction des marchés actions s'est en effet conjuguée à la baisse des prix immobiliers². Si l'évolution à venir des actifs financiers est incertaine (les indices actions se sont globalement redressés dans le courant du deuxième trimestre), la baisse des prix immobiliers n'est sans doute pas encore parvenue à son terme (graphique 3). Le patrimoine des ménages restera donc sous pression au cours des trimestres à venir.

Ainsi, la richesse nette des ménages a diminué pour le deuxième trimestre consécutif au début de cette année. Elle représente désormais 5,33 fois le revenu disponible des ménages (contre 5,56 au trimestre précédent et un pic à 5,71 au deuxième trimestre 2007) (graphique 4). Une autre façon de rendre compte de la détérioration de la situation financière des ménages est de remarquer que le ratio du passif à l'actif a atteint 20,6% en ce début d'année (après 20,0% au trimestre précédent), un nouveau plus haut historique.

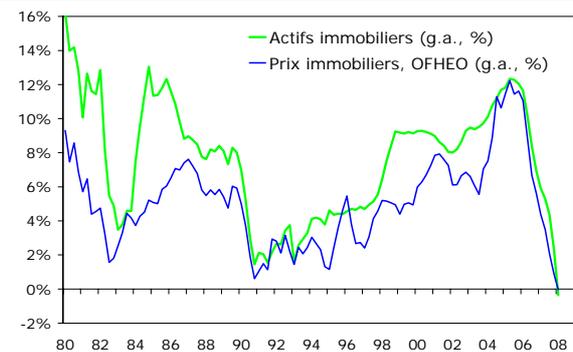
Cette réduction de la richesse est naturellement un élément supplémentaire susceptible de peser sur les dépenses de consommation (effet richesse³), qui s'ajoute notamment à la diminution des effectifs salariés et à une hausse des prix supérieure à celle des salaires. A l'opposé, les ménages bénéficieront à partir du deuxième trimestre du plan fiscal de 117mds USD (ou 1,1% de leur revenu disponible brut annuel), mis en oeuvre à partir de mai.

Graphique 2 : Actifs immobiliers et financiers des ménages (glissement annuel)



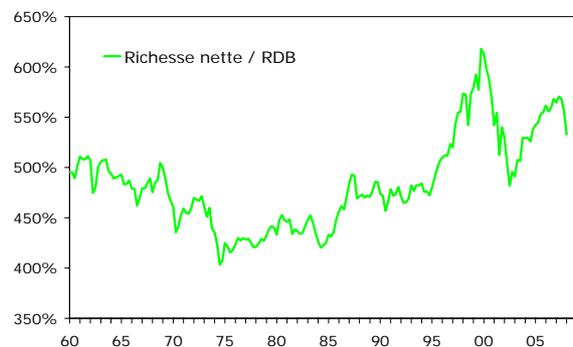
Source : Federal Reserve

Graphique 3 : Actifs immobiliers des ménages et prix des logements (glissement annuel)



Source : Federal Reserve, OFHEO

Graphique 4 : Richesse nette des ménages (% revenu disponible brut)



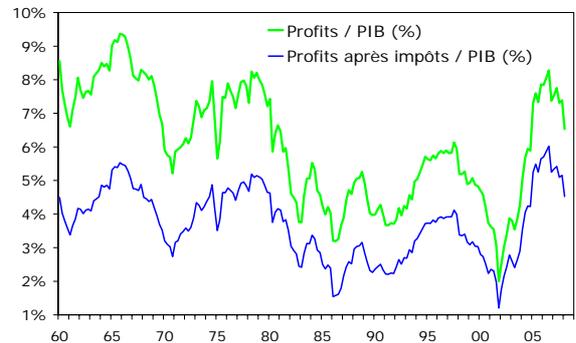
Source : Federal Reserve

² Le repli des actifs immobiliers demeure relativement modéré, car les « flow of funds accounts » utilisent comme indice de prix immobilier l'indice OFHEO (Office for federal housing enterprise oversight), qui a connu des évolutions beaucoup moins prononcées (à la hausse puis à la baisse) que l'indice S&P Case-Shiller.

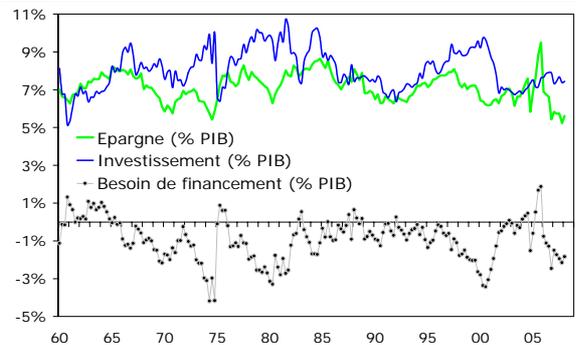
³ Lorsque leur richesse s'accroît, les ménages ont tendance à accroître leurs dépenses à la marge : lorsque le patrimoine augmente de 1 USD, il est généralement estimé que les dépenses sont accrues de 5 cents environ.

Annexe : entreprises non financières : du profit au besoin de financement

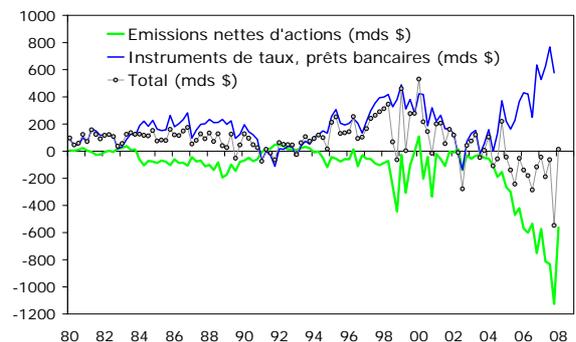
- Profits.** Les profits avant impôts des entreprises non financières non agricoles ont diminué de façon sensible au premier trimestre 2008 (-117mds⁴, ou -11,2% par rapport au trimestre précédent), s'établissant sous le seuil de 1000mds (923mds) pour la première fois depuis 2006. En pourcentage du PIB, leur proportion passe de 7,4% à 6,5% d'un trimestre sur l'autre (graphique 5) ; ce ratio atteint ainsi son niveau le plus modeste depuis 2004. Signe des niveaux particulièrement élevés de profitabilité atteints ces dernières années, ce ratio demeure cependant tout juste en phase avec sa moyenne historique.
- Dividendes.** Les dividendes nets versés ont également diminué par rapport au trimestre précédent, bien que de façon plus modérée (-3,7%) que les profits. Ils représentent les trois-quarts des profits après impôts (75,9%), une proportion plus élevée que ces dernières années.
- Autofinancement.** Les fonds internes⁵ se sont accrus (+86mds), en raison d'une hausse de la consommation de capital fixe. L'autofinancement⁶ a progressé de façon plus modeste (+26mds), la valorisation des stocks et les profits non rapatriés étant plus faibles qu'au trimestre précédent.
- Besoin de financement.** Les fonds internes ajustés de la valorisation des stocks (« l'épargne ») ayant progressé davantage que les dépenses en capital (« l'investissement ») (respectivement +56mds et +13mds), le besoin de financement⁷ a été légèrement réduit, passant de 303 à 259mds d'un trimestre sur l'autre (graphique 6).
- Rachats d'actions.** Les rachats nets d'actions des entreprises non financières ont été divisés par deux d'un trimestre sur l'autre, passant de 1125mds à 562mds. Les levées de fonds par le biais de prêts bancaires et émissions d'obligations ou de papiers commerciaux sont demeurées stables (575mds après 577mds), après être redescendues de leur pic au trimestre précédent (graphique 7).

Graphique 5 : Profits (% PIB)


Source : Federal Reserve

Graphique 6 : Besoin de financement des entreprises non financières (% PIB)


Source : Federal Reserve

Graphique 7 : Emissions nettes d'actions, et instruments de taux


Source : Federal Reserve

⁴ En termes annualisés, en USD. Par défaut, les montants évoqués ici le sont.

⁵ Profits – impôts – dividendes nets + consommation de capital.

⁶ Fonds internes + valorisation des stocks + profits non rapatriés.

⁷ Fonds internes + valorisation des stocks – dépenses en capital.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre la semaine prochaine

La production industrielle avait chuté de 0,7% m/m en avril. La production manufacturière s'était contractée de façon prononcée (-0,8% m/m). La baisse de la production est de nouveau venue au premier chef du secteur automobile. En mai, l'activité industrielle (mardi 17 juin) devrait être demeurée faible (les heures travaillées dans le secteur manufacturier ont reculé de 0,2% m/m en mai). Toutefois, les producteurs de biens de consommation ont probablement augmenté leur activité afin de profiter du surcroît de demande généré par les réductions d'impôts pour les ménages.

En mai, l'indice synthétique de l'enquête menée par la Fed de New York dans le secteur manufacturier a peu évolué (de 49,3 à 49,1), tandis que son homologue de l'enquête de la Fed de Philadelphie s'est amélioré (de 42,3 à 45,4). L'enquête menée dans le district de Philadelphie (« *Business outlook survey* ») avait montré des jugements moins défavorables au sujet des conditions d'activité (-15,6 après -24,9), des nouvelles commandes (-3,7 après -18,8) et de l'emploi (-1,0 après -11,1). Tous ces indices demeuraient cependant en « zone de contraction ». Pour sa part, l'enquête de la Fed de New York (« *Empire State Manufacturing Survey* ») a signalé une légère détérioration des jugements portant sur l'activité (de 0,6 à -3,2) et les nouvelles commandes (de 0,1 à -0,5), mais une amélioration des opinions sur le marché du travail (de 0 à 1,1). L'enquête de la Fed de New-York, publiée lundi 16 juin, devrait signaler une nouvelle détérioration de l'appréciation des conditions générales d'activité. En ce qui concerne l'enquête de la Fed de Philadelphie (jeudi 19 juin), nous tablons également sur une détérioration de l'indice d'activité, en ligne avec le ralentissement de l'investissement productif.

Du 6 au 13 juin

Rapport sur le marché de l'emploi (hors agriculture)				EcoFlash
	Mars	Avril	Mai	08-225
Emploi m/m,000	-88	-28	-49	
Secteur manufacturier	-46	-49	-26	
Services privés	-24	60	-9	
Taux de chômage %	5,1	5,0	5,5	
Salaires horaires g.a. %	3,7	3,5	3,5	
Horaire hebdomadaire	33,8	33,7	33,7	

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

Ventes au détail				EcoFlash
Variations en %, cvs	Mars	Avril	Mai	08-233
Total m/m	0,5	0,4	1,0	
g.a.	2,3	3,0	2,5	
Hors automobiles m/m	0,8	1,0	1,2	
g.a.	4,0	5,4	4,9	

Source : Department of Commerce - Census Bureau

Prix à la consommation				EcoFlash
Variations en %	Mars	Avril	Mai	08-234
Total m/m, cvs	0,3	0,2	0,6	
g.a., ncvs	4,0	3,9	4,2	
Sous-jacent (*) m/m, cvs	0,2	0,1	0,2	
g.a., ncvs	2,4	2,3	2,3	

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

(*) : Hors alimentaire et énergie

Confiance des ménages - Université du Michigan				EcoFlash
Indices 1996=100, ncvs	Avril	Mai	Juin	
Indice de confiance	62,6	59,8	56,7	
Conditions actuelles	77,0	73,3	68,7	
Anticipations	53,3	51,1	49,0	

Source : Université du Michigan

Balance des biens et des services				EcoFlash
Milliards USD cvs	Février	Mars	Avril	
Solde (base BdP)	-60,6	-56,5	-60,9	
Biens (bal. commerciale)	-72,5	-68,4	-72,9	
Services	11,9	11,9	12,0	

Source : Department of Commerce

Zone euro

A suivre la semaine prochaine

Dans la **zone euro**, après avoir baissé en avril, l'**inflation** s'est redressée en **mai**, d'après l'estimation "flash" d'Eurostat. Le taux d'inflation dans la zone euro s'est établi à 3,6%, en hausse de trois dixièmes de points par rapport à avril. Les données par pays, pour celles qui sont disponibles, montrent que l'évolution du taux d'inflation a suivi un schéma similaire en Espagne (en hausse de 4,2% à 4,6%) et en Allemagne (de 2,6% à 3,1%). L'augmentation a été plus faible en Italie (de 3,6% à 3,7%). En Belgique, selon l'indice national, le taux d'inflation a bondi de 4,2% à 5,2% en mai. Enfin en France, l'inflation est repartie à la hausse en mai, à 3,3% après un repli temporaire à 3% en avril. Elle est au plus haut depuis juillet 1991. **L'estimation finale** (lundi 16 juin) devrait confirmer l'estimation flash. Le détail de l'évolution des prix par produits devrait montrer que le redressement de l'inflation a été principalement alimenté par de nouvelles augmentations des prix de l'énergie, qui pourraient avoir apporté 0,3pp à l'inflation en mai. Par ailleurs, **l'inflation sous-jacente** a pu progresser légèrement, après la baisse sensible enregistrée en avril. Elle s'était alors établie à 1,6%, contre 2,0% en mars. En effet, une partie de ce déclin avait pour origine la précocité des fêtes de Pâques cette année (en mars) qui a conduit les prix des services touristiques à enregistrer des hausses de prix plus faibles qu'à l'accoutumée en avril. Une correction était donc probable en mai, qui ramènerait la hausse des prix, hors produits alimentaires et hors énergie, à 1,7%.

En **Allemagne**, selon l'enquête menée par l'**institut ZEW** auprès des analystes et des investisseurs, après un léger redressement en avril, l'indice relatif aux conditions courantes de l'activité avait enregistré un franc rebond, de 33,2 à 38,6 en mai, restant certes inférieur à ses niveaux de la fin 2007 (près de 68 points, en moyenne, au T4 2007), mais toujours compatible avec une activité robuste (sa moyenne historique est de -29,7). En revanche, l'indice du sentiment économique, qui traduit l'appréciation portée sur les conditions futures de l'activité, s'était à nouveau détérioré, passant de -40,7 à -41,4 en mai. C'est un niveau très proche du creux de janvier 2008, mois au cours duquel l'indice avait atteint un plus bas de 15 ans. Dans l'ensemble, l'enquête ne démentait pas l'opinion largement partagée selon laquelle l'activité est jusqu'ici restée remarquablement robuste en Allemagne, mais devrait à l'avenir déceler de façon substantielle. Le ralentissement mondial et européen ainsi que le maintien de l'inflation à des niveaux élevés pèsent sur les perspectives de la demande intérieure et étrangère, tandis que la fermeté de l'euro érode la compétitivité de l'industrie. En **juin** (mardi 17 juin), l'enquête devrait refléter l'inquiétude des sondés, en ligne avec la probable hausse des

taux de la BCE en juillet, elle-même justifiée par la progression de l'inflation. Les deux sous-indices reculeraient (conditions courantes et sentiment économique), entraînant une baisse de l'indice synthétique.

Du 6 au 13 juin

Zone euro - Production industrielle				EcoFlash	
Variations en %		Février	Mars	Avril	08-232
Industrie totale*	m/m, ncvs	0,3	-0,5	0,9	
	g.a, cja	3,2	1,8	3,9	
Allemagne	g.a., cjo	5,5	4,9	5,2	
France	g.a., cjo	3,0	-0,3	3,9	
Italie	g.a., cjo	-0,6	-2,6	2,0	
Espagne	g.a., cjo	1,9	-3,2	-0,2	

Source : Eurostat (*): Hors construction

Allemagne - Production industrielle				EcoFlash	
Variations en %, cvs		Février	Mars	Avril	08-224
Ensemble industrie	m/m	0,2	-0,8	-0,8	
	g.a.	5,7	4,2	4,8	
Manuf. et mines	m/m	-0,2	-0,3	-0,6	
	g.a.	6,0	4,9	5,8	

Source : Bundesbank

France - Production industrielle				EcoFlash	
Variations en %, CVS-CJO		Février	Mars	Avril	08-227
Ensemble industrie *	m/m	0,5	-1,0	1,4	
	g.a.	2,3	0,7	3,2	
Manufacturier	m/m	0,4	-1,6	1,7	
	g.a.	2,2	0,1	2,8	

Source : INSEE -- * hors construction

France - Indice des prix à la consommation				EcoFlash	
Variations, % - CVS sauf *		Mars	Avril	Mai	08-229
Indice national (IPC)	g.a.	3,2	3,0	3,3	
	m/m	0,8	0,3	0,5	
Indice sous-jacent*	g.a.	2,1	2,0	2,0	
	m/m	0,4	0,1	0,1	
IPCH	g.a.	3,5	3,4	3,7	
	m/m	0,8	0,4	0,6	

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

Espagne - Indice des prix à la consommation				EcoFlash	
Variations, %, g.a.		Mars	Avril	Mai	08-230
Indice national (IPC).		4,5	4,2	4,6	
Indice sous-jacent		3,4	3,1	3,3	
IPCH		4,6	4,2	4,7	

Source : INE - IPCH : Indice des prix à la consommation harmonisé

Japon

A suivre la semaine prochaine

L'indice d'activité du secteur tertiaire était en hausse de 0,3% m/m en mars, après avoir plongé de 1,6% en février. Au total, après -0,1% au T4 07, il a reculé de 1% t/t au premier trimestre, ce qui contraste avec le dynamisme de la consommation privée selon les comptes nationaux du T1. En avril (mardi 17 juin), l'indice devrait avoir encore augmenté. Toutefois, cette progression ne devrait pas se poursuivre au cours des prochains mois dans la mesure où l'activité dans les secteurs liés à la consommation privée demeurerait atone.

Du 6 au 13 juin

Indicateurs avancé et coïncident				EcoFlash
	Février	Mars	Avril	08-226
Indicateur avancé	41,7	16,7	30,0	
Composantes en hausse	5,0	2,0	3,0	
Indicateur coïncident	63,6	27,3	22,2	
Composantes en hausse	7,0	3,0	2,0	

Source : ESRI. L'indicateur avancé et l'indicateur coïncident sont des indicateurs composites. Au dessus de 50, ils indiquent que l'économie est en expansion et vice versa.

Commandes de machines				EcoFlash
Variations en %, m/m, cvs	Février	Mars	Avril	
Commandes privées	-11,1	4,8	-5,3	
Secteur manufacturier	-9,2	-7,0	1,9	
Secteur non manuf.	-13,6	-9,5	8,8	
Sous-jacentes*	-12,3	-8,3	5,5	

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

Nos articles les plus récents

JUN	6 juin	08-23	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Alerte à la BCE France : ménages sous pression Landesbanken allemandes : des rumeurs, mais une consolidation qui tarde
	30 mai	08-22	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Retour sur terre Les conséquences de l'envolée des prix de matières premières alimentaires pour les pays émergents BCE : statu quo sur les taux d'intérêt
MAI	23 mai	08-21	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Inflation Ukraine : opportunité d'évolution vers un régime de change plus flexible Suède : mondialisation heureuse
	16 mai	08-20	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Une hirondelle ne fait pas le printemps Zone euro : début de 2008 en fanfare, mais fortes divergences nationales et signes de ralentissement pour les prochains trimestres France : les entreprises face à des conditions de crédit resserrées
	9 mai	08-19	Vue d'ensemble	Et pourtant elle ralentit ... (la zone euro)
AVRIL	2 mai	08-18	Vue d'ensemble	Fed : une pause après l'effort ?
	25 avril	08-17	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 Focus 2	Euro, dollar et prix du pétrole Royaume-Uni : entre risques d'inflation et ralentissement de l'activité Indonésie : des réformes, mais encore trop lentes Norvège : la fin du cycle de resserrement monétaire est en vue
	18 avril	08-16	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Le G7 hausse le ton Chine : à l'épreuve d'un excès de liquidité persistant Italie : une majorité politique confortable face à de sérieux défis économiques
	11 avril	08-15	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Mêmes objectifs, ... politiques divergentes La corrélation des cycles économiques au niveau mondial Islande : nouveau coup de chaud à cause de la crise du crédit
MARS	4 avril	08-14	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Un certain calme BCE : <i>statu quo</i> pour le moment Afrique du Sud : montée des incertitudes
	28 mars	08-13	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	Des marchés financiers toujours prudents Belgique : enfin un nouveau gouvernement Japon : les flow of funds accounts du 4 ^{ème} trimestre 2007
	21 Mars	08-12	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2	A chaque Banque centrale, ses préoccupations Etats-Unis : une semaine chargée à la Fed Allemagne : les tendances récentes du marché du travail
MARS	14 mars	08-11	Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 Focus 3	Crises Etats-Unis : comptes financiers au quatrième trimestre Royaume-Uni : projet de loi de finances sans surprises Espagne : un nouveau mandat difficile pour José Luis Rodriguez Zapatero

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, ELARGISSEMENT UE Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, FINANCES PUBLIQUES Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@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 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 Alexandre VINCENT	01.43.16.95.41 01 43 16 95 44	delphine.cavalier@bnpparibas.com alexandre.vincent@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 Gaëlle LETILLY	01.42.98.02.04 01.42.98.56.27	stephane.alby@bnpparibas.com gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Jean-Loic GUIEZE	01 42 98 43 86	jeanloic.guieze@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 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