



Conjoncture

Taux

Change

Eco

CONJONCTURE
TAUX CHANGE

Direction
des Études
Économiques

Sommaire

economic-research.bnpparibas.com
Rédacteur en chef : Philippe d'Arvisenet

	Page
Editorial	2
Etats-Unis Le dilemme du banquier central	4
Japon Après le beau temps, la pluie	9
Zone euro Un bon début mais des difficultés en perspective	14
Allemagne Un démarrage en trombe	20
France Après un dernier baroud...	24
Italie Une reprise modeste	28
Espagne « Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel »	32
Royaume-Uni Stagflation modérée	36
Prévisions financières 3, 6 et 12 mois	41
Taux d'intérêt et de change Données récentes	42
Direction des Etudes Economiques	43

Rédaction achevée le 20 juin 2008

Editorial

Vers un scénario de stagflation de type années 1970 ?

Les craintes de matérialisation d'un risque systémique ont été repoussées, l'aversion au risque a diminué. Pour autant, la crise financière n'est-elle pas totalement terminée, comme le montrent la persistance de *spreads* anormalement élevés sur les marchés monétaires ou encore la dégradation récente des notes des assureurs « monolines ». Le pire paraît en tout cas avoir été évité. Toutefois, les conséquences de la crise sur l'économie réelle ont à peine commencé à se faire sentir. Hausse du coût de l'argent et resserrement des critères de distribution du crédit, dont témoignent aussi bien les enquêtes de la FED (le Senior Loan Officer Opinion Survey) que les enquêtes trimestrielles de la BCE, conduisent à un ralentissement de l'endettement, déjà patent du côté des ménages. Par delà la poursuite du marasme immobilier, la baisse des prix de l'immobilier (près de 15% en glissement annuel pour les vingt principales agglomérations selon l'indice Case Shiller) a aussi interrompu la capacité des ménages américains à extraire de la liquidité à partir de leur richesse immobilière. Les Flows of funds du premier trimestre font état d'une amorce de contraction de l'encours des Home Equity Loans.

Pour l'heure, l'économie américaine, grâce à la contribution positive du commerce extérieur (effet différé de la dépréciation du dollar, recul des importations lié au tassement de la demande interne), a pu éviter l'entrée en récession. La croissance a certes été très modeste, mais pas négative. L'indicateur ISM s'inscrit toujours à des niveaux nettement supérieurs à ceux observés à l'aube des récessions passées. Si, suite à la détérioration du marché du travail, avec cinq mois consécutifs de baisse des effectifs, et à l'envolée des prix de l'alimentation et de l'énergie, le pouvoir d'achat des revenus s'est trouvé amputé et si la confiance des particuliers a renoué avec des niveaux historiquement bas, la mise en œuvre du programme d'allègements fiscaux adopté l'hiver dernier a commencé à porter ses fruits avec, en mai, un rebond de 1% des ventes au détail par rapport au mois précédent. Dans ce contexte, la FED, tout en reconnaissant la persistance de risques pour l'activité, a annoncé un coup d'arrêt à la baisse des taux.

Dans la zone euro, la croissance a été très soutenue au premier trimestre, ressortant à 2,2% en glissement annuel. Si les indicateurs économiques conduisent à anticiper un ralentissement sensible dans les trimestres à venir (le PMI composite apparaît compatible avec un taux de croissance du PIB de l'ordre de 0,3 -0,4% t/t au deuxième trimestre), on reste loin d'un effondrement. Dans ces conditions, la BCE a renforcé sa rhétorique musclée en avertissant de la possibilité d'un relèvement du taux refi. Cela a conduit à des anticipations de hausses sur les marchés. Dans ces conditions, il paraît difficile de voir la BCE faire machine arrière, il en irait de sa crédibilité. Rappelons que la hausse du refi au-dessus de son niveau actuel de 4% était envisagée à la veille de l'éclatement de la crise des « subprime », la BCE considérait alors qu'il s'agissait de revenir à la neutralité. Le taux neutre est typiquement l'addition du taux de croissance potentiel et de la cible d'inflation. Or, depuis, le rythme de la hausse des prix s'est accéléré. La poussée des prix, dans un contexte de ralentissement, a fait apparaître les craintes d'entrée dans une phase de stagflation. Pour l'heure, cependant, la hausse des prix relatifs de l'énergie et de l'alimentation n'a pas été suivie par une dérive de l'inflation sous-jacente. Pour qu'il en demeure ainsi, il faut éviter que les anticipations inflationnistes, très sensibles au comportement des prix de l'alimentation et de l'énergie, perdent leur ancrage et aboutissent à la mise en place d'une spirale prix-salaires. Lorsqu'une telle configuration se matérialise, elle est très coûteuse à éliminer en termes de croissance et d'emploi, comme l'a montré l'expérience du tournant des années 1970-1980. Cette préoccupation est renforcée, dans le cas américain, par le fait que les anticipations de baisse des taux pèsent sur le dollar, ce qui dans les dernières années n'a pas été sans conséquences sur les cours du pétrole. En Europe, le fait que la courbe de Phillips soit aplatie (ou si l'on préfère que la hausse des prix soit devenue moins sensible à l'évolution de l'*output gap*) rend la lutte contre l'inflation plus coûteuse en termes d'activité, d'où la nécessité de ne pas se retrouver « behind the curve » et de préserver une crédibilité anti-inflationniste, alors même que les taux d'inflation point mort se sont redressés, dans les derniers mois, passant de 2 à 2,6% dans la zone euro). L'attitude que paraissent devoir suivre les banques centrales des pays occidentaux – éviter qu'un phénomène de prix relatif (cours pétrolier) ne se transforme en inflation – devrait conduire à repousser le risque de voir se matérialiser un scénario du type années 1970. Le succès ne peut venir des seules banques centrales des pays avancés.



Dans les dernières années, la globalisation a contribué à contenir la hausse des prix *via* la montée des importations en provenance des pays à surcoût, ce qui a sans doute conduit à un biais accommodant de la politique monétaire. La globalisation a aujourd'hui l'effet inverse. La demande supplémentaire de pétrole vient pour plus des 4/5 des pays émergents. C'est de là que proviennent les tensions inflationnistes actuelles. Le caractère de « choc extérieur » de la hausse des prix du pétrole, mis en avant par certains pour critiquer l'insistance portant sur le risque inflationniste, ne peut naturellement pas avoir un caractère général. Le choc ne peut être « extérieur » partout.

L'inflation mondiale est passée de 3% en moyenne entre 2000 et 2007 ; elle atteint aujourd'hui 5% en glissement annuel et 8% pour les seuls pays émergents. Pour nombre d'entre eux, le souci de préserver la croissance *via* les exportations conduit à conserver des objectifs de change qui mènent à nourrir la liquidité et à importer l'inflation. La croissance de la base monétaire mondiale atteint 16% et touche les 37% en moyenne pour les pays émergents, principalement sous l'effet de la poussée des réserves officielles. Plus généralement, même lorsque les politiques monétaires se resserrent, les hausses de taux décidées sont insuffisantes pour éviter des taux réels négatifs, ce qui stimule l'endettement (le crédit augmente au rythme de 18% l'an), la hausse de la demande et, *in fine*, celle des prix, notamment de l'énergie et des produits alimentaires déjà alimentée par la persistance d'interventions publiques éloignant les prix des niveaux du marché (plafonds, subventions...), dont les coûts pour les finances publiques paraissent, pour l'heure, les seules limites. La BCE et la Fed montrent le chemin à suivre pour éviter l'ouvrage d'une inflation « style 1970's » dont le coût d'élimination serait massif.

Philippe d'Arvisenet

philippe.darvisenet@bnpparibas.com



Etats-Unis

La faiblesse de l'activité, qui reste cependant légèrement orientée à la hausse d'un trimestre sur l'autre, et le niveau élevé de l'inflation, dopée par les prix de l'énergie, se combinent pour rendre la période peu favorable aux consommateurs... et aux banquiers centraux. Si les premiers font part de leur déprime, les statistiques de consommation affichent cependant une certaine résistance. Quant aux seconds, ils ont modifié leur appréciation des risques, ce qui rend probable un statu quo de la politique monétaire dans les prochains mois.

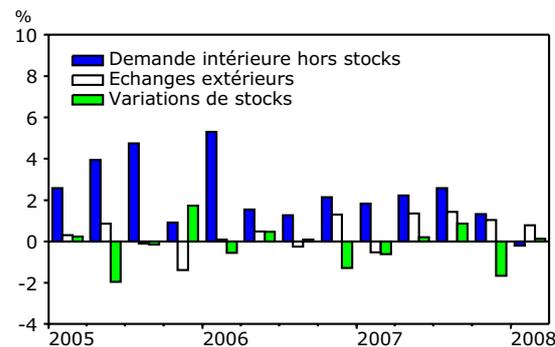
Le dilemme du banquier central

Une croissance légèrement positive en début d'année

L'économie américaine résiste, soutenue par les échanges extérieurs.

En ce début d'année comme en fin d'année dernière, l'activité a très légèrement progressé. Le PIB a crû de 0,9% t/t annualisé au premier trimestre, après 0,6% au précédent. Le fléchissement marqué de la croissance par rapport au milieu de l'année dernière reflète sans surprise celui de la demande intérieure hors stocks, qui s'est repliée pour la première fois depuis 1991 en début d'année, retirant 0,2 point de croissance. Les dépenses de consommation des ménages ont décéléré (+1,0% t/t annualisé), dans un contexte défavorable à différents points de vue (emploi, prix, immobilier, actions). L'investissement résidentiel a continué à se contracter, pour le neuvième trimestre consécutif et à un rythme pour l'instant inobservé au cours de ce cycle (-25,5% t/t annualisé). Après avoir été dynamique dans un passé récent, l'investissement non résidentiel a calé (-0,3% t/t annualisé); en particulier, les dépenses en matière d'immobilier commercial se sont essouffées, après avoir été excessives dans un passé récent. *A contrario*, les échanges extérieurs et les variations de stocks ont contribué positivement à la hausse du PIB au premier trimestre, à hauteur de 0,8 et 0,2 point respectivement, évitant au ralentissement de se transformer en contraction. Si le net fléchissement de la croissance se voit donc confirmé, l'absence de contraction peut être considérée comme un signe de résistance, dans le contexte actuel. L'activité devrait demeurer tout aussi molle au deuxième trimestre, avant d'être dopée, au moins temporairement, par le plan de relance adopté par le Congrès.

Contributions à la croissance trimestrielle du PIB



Source : BEA

Ménages : la déprime s'accroît, la consommation résiste

La confiance des ménages à son plus bas niveau depuis 1992... ou 1980.

Depuis l'été dernier, la baisse de la confiance des ménages a sans doute été l'une des manifestations les plus frappantes de la détérioration des conditions économiques. En mai, l'indice de confiance des ménages calculé par le Conference Board a continué à se replier, s'établissant à 57,2 après 62,8 en avril. Il a ainsi atteint son plus bas niveau depuis 1992. Quant à l'indice calculé par l'Université du Michigan, il est apparu tout aussi faible, rejoignant en mai son

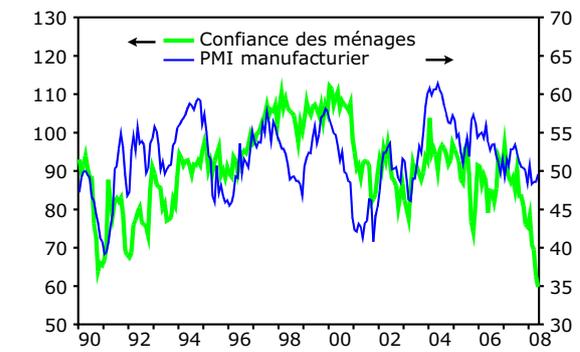


La consommation résiste.

plus bas niveau depuis 1980. Les éléments susceptibles d'expliquer cette déprime ne manquent pas : des pertes d'emplois désormais régulières, une inflation de l'ordre de 4%, et des évolutions négatives en matière de prix des actifs, immobiliers comme financiers (au premier trimestre de cette année comme en fin d'année dernière, la richesse des ménages a ainsi diminué).

Malgré ce niveau de confiance très faible, les dépenses en termes réels ont certes fléchi mais ne sont pas tombées dans le rouge. Elles ont progressé de 1,0% en termes annualisés au premier trimestre, avant de se stabiliser en avril, confirmant ainsi leur résistance (elles n'ont pas diminué d'un trimestre sur l'autre depuis 1991). En parallèle, les légers gains enregistrés en termes de revenu disponible ont été suffisants pour permettre un redressement du taux d'épargne, de -0,1% en novembre à +0,7% entre février et avril. De surcroît, la mise en place du plan de relance budgétaire soutient la consommation depuis mai, l'injection de pouvoir d'achat réalisée entre mai et juillet représentant 1,1 point de revenu disponible brut annuel. Dès mai, la progression sensible des ventes au détail (+1,0% m/m) a d'ailleurs confirmé que le plan de relance aurait un impact non négligeable en milieu d'année.

Confiance des ménages et indice PMI manufacturier



Sources : Université du Michigan et ISM

Des niveaux de confiance cohérents avec une activité quasiment stable (secteur manufacturier) ou en hausse (secteur non manufacturier).

Entreprises : pas de crise au vu des enquêtes

En comparaison des indices de confiance des ménages, les indices issus des enquêtes ISM auprès des directeurs d'achats du secteur manufacturier (PMI) et du secteur non manufacturier (NMI) sont apparus très résistants. Ceci peut s'expliquer au moins en partie par le fait que les ménages sont directement affectés par les évolutions négatives à l'œuvre, tandis que la faiblesse historique du dollar permet aux entreprises de tirer le meilleur parti de la résistance des marchés étrangers. En mai, l'indice PMI s'est ainsi redressé d'un point, de 48,6 à 49,6, son niveau le plus favorable depuis janvier. A ce niveau, il est quasiment cohérent avec une stabilisation de l'activité (situation qui correspond au seuil de 50), donc en théorie fort éloigné d'une récession. En particulier, l'indice de production est repassé en zone d'expansion (à 51,2) et celui traitant des nouvelles commandes s'est sensiblement amélioré (à 49,7). Cette résistance de l'enquête ISM dans le secteur manufacturier peut être notamment reliée à la bonne tenue du secteur exportateur, une fois encore soulignée par le niveau très favorable de la composante « nouvelles commandes à l'exportation » (59,5, un plus haut depuis quatre ans). Dans le secteur non manufacturier, l'enquête ISM n'est pas moins favorable : l'indice synthétique NMI est repassé au-dessus de 50 en avril (52) et est demeuré à peu près inchangé en mai (51,7). Les composantes clés portant sur l'activité et les nouvelles commandes s'inscrivent, en particulier, en zone d'expansion (à 53,6).

Marché du travail : logiquement dans le rouge

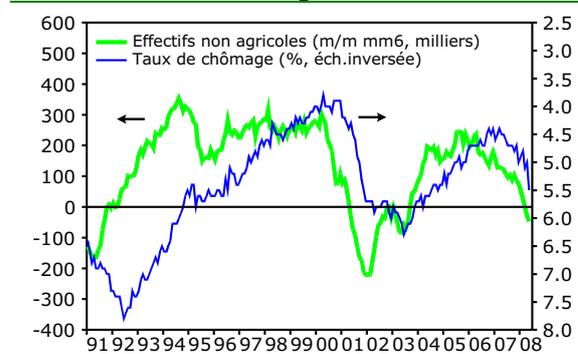
Des pertes d'emplois régulières depuis janvier.

Sur le marché du travail, les statistiques restent logiquement moroses. Les effectifs hors secteur agricole se sont contractés pour le cinquième mois consécutif en mai (-49 000, une baisse en ligne avec la moyenne des variations sur les six derniers mois). L'heure est logiquement aux destructions d'emplois, avec une croissance de l'activité inférieure à 1% en rythme annualisé au cours des deux derniers trimestres. Les tendances sectorielles restent peu ou prou les mêmes, mois après mois : les pertes d'emplois dans l'industrie manufacturière, la construction et les services les plus en prise avec les évolutions cycliques (services aux entreprises, commerce de détail, transports) sont seulement en partie compensées par des augmentations d'effectifs dans les secteurs les plus isolés du retournement conjoncturel (secteur public, éducation, santé, loisirs). Pour autant, le rythme récent des destructions d'emplois demeure finalement modéré en comparaison des récessions passées : pour l'instant, la baisse moyenne des effectifs (-65 000 depuis le début de l'année) a ainsi été quasiment trois fois moins prononcée que lors de la récession de 2001 (-181 000).

Ajustement à la hausse du taux de chômage, modération progressive des salaires.

En mai, l'évolution la plus frappante rapportée par le Bureau of Labor Statistics a sans aucun doute été le bond du taux de chômage, de 5,0% à 5,5% d'un mois sur l'autre, la hausse mensuelle la plus violente depuis 1986. Cependant, cette soudaine détérioration étant intervenue après une période de cinq mois de stabilité du taux de chômage, malgré la contraction des effectifs, elle peut être considérée pour une bonne part comme un ajustement. Les salaires horaires ayant augmenté de 0,3% m/m en mai, leur progression en glissement annuel s'est stabilisée à 3,5%. Au cours des derniers mois, ils ont logiquement décéléré, dans un contexte de hausse du chômage, soulignant combien les menaces inflationnistes actuelles les plus sérieuses ne viennent pas du marché du travail.

Effectifs et taux de chômage



Source : Bureau of Labor Statistics

Inflation : elle mord encore

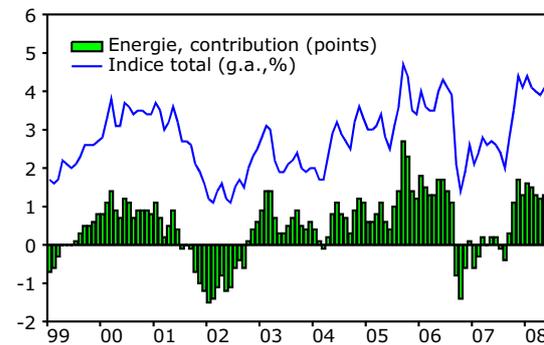
L'inflation totale au-dessus de 4%, l'inflation sous-jacente reste contenue.

Avec la matérialisation du ralentissement de l'activité consécutif à la crise immobilière et à ses conséquences financières, il paraissait logique, il y a encore peu, de ne pas considérer l'inflation comme une menace sérieuse. Mais les marchés de matières premières en général, et les cours pétroliers en particulier, en ont décidé autrement, battant record sur record et projetant le taux d'inflation au-delà de 4%. Sous la poussée de la composante énergétique (+4,4% m/m), les prix à la consommation se sont accrus de 0,6% m/m en mai, portant le taux d'inflation à 4,2%. La poursuite de la flambée du prix de l'essence au cours des dernières semaines souligne que des pressions à la hausse demeurent : au début juin, le prix d'un gallon d'essence s'est établi au-dessus de 4 USD, soit plus de deux fois sa valeur avant 2005. En raison de la forte augmentation des prix des matières premières, l'inflation totale devrait demeurer au-dessus du seuil de 4% cette



année. Cependant, dans un contexte de faible activité et de hausse du chômage, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée. Les prix sous-jacents (hors énergie et alimentation) ont crû de 0,2% m/m en mai, confirmant que le choc inflationniste en cours était pour l'instant confiné à l'énergie et aux produits alimentaires. La tendance des prix sous-jacents a même ralenti, avec une hausse t/t annualisée (+1,7%) devenue inférieure à la progression en glissement annuel (+2,3%). Les entreprises font face à des prix d'inputs de plus en plus élevés mais ne sont généralement pas en mesure de relever leurs tarifs d'autant, d'où une pression à la baisse sur les taux de marge (mais la résistance de la productivité, +2,6% t/t annualisé au premier trimestre, joue positivement de ce point de vue).

Inflation et contribution des prix de l'énergie



Source : Bureau of Labor Statistics

Le cauchemar du banquier central

Coup d'arrêt aux baisses de taux.

Activité faible (mais moins dégradée qu'on ne pouvait le prévoir il y a quelques mois) et hausse des prix élevée dessinent un panorama peu réjouissant pour tout banquier central. Les Minutes de la dernière réunion du Federal Open Market Committee (en date du 30 avril) et les discours de ses membres au cours des dernières semaines ont davantage insisté sur les tensions inflationnistes, liées aux prix des matières premières mais aussi à la faiblesse du dollar, que sur les indicateurs d'activité. Ces signaux indiquent que l'assouplissement de la politique monétaire est parvenu à son terme. Faut-il pour autant attendre une hausse de l'objectif des Fed funds à horizon de quelques mois ? Pas nécessairement. D'une part, le marché du travail reste orienté à la baisse, la hausse du taux de chômage (un indicateur auquel le FOMC est sensible) ayant même été particulièrement prononcée en mai. D'autre part, comme indiqué précédemment, les tensions inflationnistes sont pour l'heure cantonnées aux prix volatils (énergie, alimentation). Enfin, si les anticipations de prix des ménages à court terme (un an) se sont fortement redressées au cours des derniers mois, leurs anticipations à moyen terme (cinq – dix ans) ont encore assez peu évolué, et celles des marchés financiers, appréciées à partir des points morts d'inflation, ont également peu varié. Ce point est, répètent régulièrement les membres de la Fed, crucial à leurs yeux. Pour qu'ils décident de durcir leur politique monétaire à brève échéance, sans doute faudrait-il que les anticipations d'inflation soient davantage affectées au-delà du court terme.

Arrêt de la glissade du dollar.

Alors que cette évolution sur le front de la politique monétaire aurait pu, toutes choses égales par ailleurs, soutenir le dollar, la révision parallèle des anticipations dans la zone euro limite cet effet. Malgré tout, le dollar s'est légèrement raffermi, face à l'euro (1,55 en mai-juin, contre 1,57 en avril) comme face à un panier de devises. L'hypothèse toujours plausible d'une intervention sur le marché des changes soutient également le dollar, qui devrait se réapprécier au second semestre.

Jean-Marc Lucas
jean-marc.lucas@bnpparibas.com

Etats-Unis : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	3,1	2,9	2,2	1,6	1,3	1,2
Demande intérieure hors stocks	3,3	2,8	1,8	0,9	0,9	0,6
Consommation privée	3,2	3,1	2,9	2,0	1,5	1,1
Dépenses publiques	0,7	1,8	2,0	2,2	2,0	1,6
FBCF	6,9	2,4	-2,9	-5,5	-3,4	-2,7
Stocks (contribution à la croissance)	-0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,2	-
Exportations	6,9	8,4	8,1	6,6	5,3	4,6
Importations	5,9	5,9	1,9	0,3	3,3	-0,6
Inflation et emploi (taux annuel)						
Prix à la consommation	3,4	3,2	2,9	4,5	2,6	
Prix à la consommation, hors alim. et énergie	2,2	2,5	2,3	2,2	1,8	
Salaires mensuels	3,3	3,1	3,4	3,1	3,2	
Taux de chômage (%)	5,1	4,6	4,6	5,4	6,1	
Emploi	1,7	1,8	1,1	0,0	-0,6	
Activité et épargne						
Production industrielle (taux annuel)	3,2	2,2	1,7	0,8	0,4	
Taux d'épargne	0,5	0,4	0,4	0,6	0,8	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de dollars)	-714	-759	-709	-736	-747	
Balance courante (milliards de dollars)	-755	-811	-739	-725	-746	
Balance courante (en % du PIB)	-6,1	-6,2	-5,3	-5,0	-5,0	

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas * A la fin de T1 2008

Etats-Unis : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g.t. annualisé	0,9	0,7	2,4	0,4	0,0	1,6
PIB, g.a.	2,5	1,8	1,1	1,1	0,9	1,1
Consommation privée, g.a.	1,9	1,9	2,3	1,8	1,3	1,4
FBCF, g.a.	-2,4	-5,2	-7,0	-7,4	-6,2	-4,6
Exportations, g.a.	8,8	8,0	4,7	5,1	5,8	5,4
Importations, g.a.	-0,6	0,4	0,1	1,3	2,4	2,9
Production industrielle, g.a.	1,7	0,8	0,4	0,3	-0,1	0,1
Prix à la consommation, g.a.	4,2	4,2	5,1	4,6	4,0	2,9

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel g.a. : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas

Etats-Unis : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Masse monétaire	4,4	4,8	5,9	6,4	5,7
Solde des administrations publiques (mds de \$)	-318	-248	-162	-426	-590
Solde des administrations publiques (% du PIB)	-2,6	-1,9	-1,2	-3,0	-3,9
Change et taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux Fed Funds (%)	4,25	5,25	4,25	2,00	2,75
Taux 3 mois (%)	4,54	5,36	4,82	2,30	3,05
Rendement 10 ans Etat (%)	4,40	4,70	4,04	4,30	5,25
EUR/USD	1,18	1,32	1,46	1,45	1,30
USD/JPY	118	119	111	107	108

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période

Japon

Le premier trimestre a été exceptionnellement dynamique (+1% t/t) mais ne gage rien pour l'avenir. En effet, de nombreux indicateurs montrent que l'activité a ralenti de façon marquée depuis. La consommation des ménages ne pourra continuer sur sa lancée du début 2008. Le cycle industriel s'essouffle. Les entreprises se montrent désormais prudentes et projettent de réduire fortement leurs nouveaux programmes d'investissement. Enfin, le commerce extérieur ne pourra résister longtemps au ralentissement mondial. Dans ces conditions, la Banque du Japon devrait opter pour un statu quo monétaire prolongé, misant sur un rebond provisoire de l'inflation.

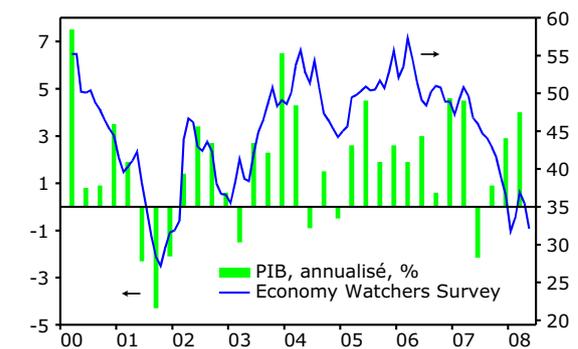
Après le beau temps, la pluie

Un dynamisme en trompe-l'œil au premier trimestre

L'absence de correction calendaire a ajouté 0,3 point de pourcentage à la croissance au T1.

La croissance du PIB a été très dynamique au premier trimestre, +1% t/t, après 0,7% au T4 07. En glissement annuel, le PIB a augmenté de 1,3% au T1 et 1,4% g.a. au T4. En termes annualisés, à 4%, la progression du PIB s'établit largement au-dessus de la fourchette de la croissance potentielle, définie par la Banque du Japon comme étant comprise entre 1,5% et 2%. Toutefois, la correction calendaire de l'année bissextile n'étant pas prise en compte par les comptes nationaux japonais, la croissance du PIB serait plutôt de l'ordre de 0,7% t/t au T1, ce qui reste néanmoins dynamique. L'activité devrait décélérer au cours des prochains mois. En effet, la consommation privée ne devrait pas rester aussi vigoureuse qu'au T1, et le dynamisme des exportations ne devrait pas résister au ralentissement attendu de la demande des pays émergents d'Asie. Enfin, l'atonie de l'investissement, l'hiver dernier, devrait s'amplifier et peser significativement sur l'activité tout au long de l'année. Somme toute, au vu de l'acquis de croissance au T1 (1,5%), le PIB réel devrait progresser de près de 1,7% cette année après 2% en 2007.

Signes avant-coureurs d'un ralentissement du PIB



Sources : ESRI et Cabinet Office

La croissance ne pourra pas se maintenir au rythme du premier trimestre.

De nombreux signes avant-coureurs montrent que l'activité est en net ralentissement depuis le printemps. A 32,1 en mai, l'indice des conditions courantes de l'Economy Watchers Survey s'est maintenu sous la barre des 50 pour le quinzième mois consécutif, proche de son plus bas niveau depuis plus de six ans. En mai, l'indice synthétique de l'enquête PMI dans le secteur manufacturier se situait sous 50 à 47,7 pour le troisième mois consécutif, signalant un fléchissement de l'activité industrielle. Plus généralement, l'indicateur avancé est resté sous 50, niveau qui délimite les phases de contraction et d'expansion de l'activité, depuis août 2007. En janvier 2001, l'indicateur avancé était passé sous la barre des 50 pour y rester toute l'année



durant. L'économie japonaise était alors entrée en récession trois mois plus tard, affichant une contraction du PIB pendant trois trimestres consécutifs à partir du T2. De surcroît, l'indicateur coïncident est demeuré sous 50 en avril pour le deuxième mois consécutif, en baisse de 27,3 en mars à 22,2.

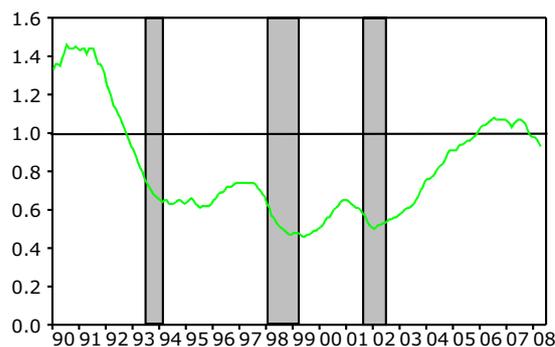
Le fort rebond de la consommation privée au T1 devrait faire long feu.

La consommation privée a fortement rebondi au T1, progressant de 1% t/t, après 0,4% au T4 et 0,0% au T3. Elle a ainsi contribué à la croissance à hauteur de 0,4 pp. En acquis pour 2008, elle a déjà augmenté de 1,2% au T1, après 1,5% en 2007 et 2% en 2006. Il faut toutefois noter que le rebond de la consommation au T1 est probablement en partie lié à la non-correction de l'effet calendaire de l'année bissextile dans les comptes nationaux. Celle-ci ne devrait pas, par conséquent, demeurer aussi robuste dans les prochains mois. La hausse des prix (de l'essence et de l'alimentation en particulier) continuera d'amputer le pouvoir d'achat des ménages, alors même que les salaires ne progressent pas. Ainsi, la confiance des ménages a encore baissé en avril, de 37,0 en mars à 35,4. Les premières données disponibles pour le deuxième trimestre ne sont pas de meilleur augure. Les dépenses réelles de consommation des ménages (dont le chef de famille est salarié) se sont repliées de 0,5% m/m en avril après -0,6% m/m en mars. En outre, les dépenses réelles de consommation de l'ensemble des ménages étaient aussi en baisse de 0,7% m/m. Enfin, les ventes au détail ont reculé de 0,1% m/m en avril. En effet, le revenu disponible des ménages peine à décoller, érodé par la hausse des prix et l'atonie des salaires. Le revenu disponible réel des ménages (dont le chef de famille est salarié) a chuté en avril, (-6% m/m), après être resté quasiment stable en mars (+ 0,1% m/m).

Le taux de chômage devrait se redresser progressivement et dépasser 4% à la fin de 2008.

Les conditions sur le marché de l'emploi se détériorent progressivement. Le taux de chômage en données corrigées des variations saisonnières est remonté de 3,8% en mars à 4% en avril, après avoir atteint un point bas à 3,6% en juillet 2007. Il devrait continuer son ascension graduelle pour dépasser 4% à la fin de 2008. Depuis le début de l'année, la population active s'est contractée de 110 000, pendant que l'économie japonaise détruisait 180 000 emplois. Le ratio des offres sur demandes d'emploi a reculé de 0,95 en mars à 0,93 en avril. Il baisse régulièrement depuis neuf mois et se situe sous 1 depuis novembre dernier. Ce repli indique une nette dégradation du marché du travail.

Le ratio des offres sur demandes d'emploi est repassé sous 1 depuis novembre dernier



Sources : ESRI et Japan institute for Labour Policy and Training (les bandes verticales marquent les phases de contraction de l'activité)

La production industrielle devrait reculer au deuxième trimestre comme au premier.

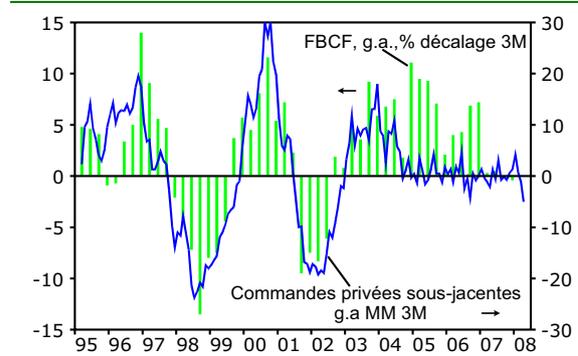
La production industrielle affiche une hausse de 1,8% en g.a. en avril, mais elle a reculé de 0,3% m/m, après avoir plongé de 3,4% en mars. Le secteur des équipements de transport (-1,2% m/m après -6,5% en mars) est particulièrement touché par l'atonie du marché automobile américain. D'après le METI, la production industrielle devrait progresser de 0,2% t/t au T2, en partie grâce à la demande liée aux jeux Olympiques de Pékin, évitant ainsi une seconde baisse trimestrielle consécutive (au T1, elle s'était contractée de 0,7% t/t). Toutefois, ces prévisions semblent bien optimistes, dans la mesure où les indicateurs avancés et les enquêtes, nationales comme internationales, indiquent que le ralentissement économique mondial s'amplifie actuellement.



Panne de moteur du commerce extérieur avant la fin de l'année.

Les exportations nettes ont apporté une contribution de 0,5 pp à la croissance du PIB au T1 2008, après +0,3pp au T4 et +0,4 pp au T3 2007. Les exportations ont accéléré par rapport au trimestre précédent, en hausse de 4% après +2,8% t/t au T3 et 2,6% au T4. Cette amélioration était anticipée, en raison de la forte demande des pays émergents d'Asie. Les importations, quant à elles, ont progressé à un rythme nettement moins soutenu, +1,4%, après 1% au T4 07. Toutefois, la contraction de la demande interne américaine devrait finir par peser sur les exportations, tandis que la demande en provenance des pays émergents d'Asie devrait ralentir d'ici peu. Le commerce extérieur ne soutiendra pas la croissance de manière aussi marquée dans les prochains trimestres.

L'investissement devrait reculer au T2



Source : ESRI

Après avoir investi massivement au cours des années précédentes, les entreprises vont se montrer plus prudentes.

L'investissement des entreprises a franchement ralenti au premier trimestre, progressant de seulement 0,2% t/t (révisé à la hausse par rapport à -0,9% t/t en première estimation) après +1,2% au T4 2007. Sa contribution à la croissance du PIB a donc été nulle au premier trimestre. En acquis pour 2008, l'investissement est encore en hausse de 0,8% au T1. Il a progressé de 2% en 2007 après 4,3% en 2006. Pour l'ensemble de l'année, nous attendons toutefois une contraction. En effet, les entreprises devraient adopter une attitude très prudente, reportant ou réduisant leurs programmes d'investissement, compte tenu de la conjoncture incertaine à travers le monde ainsi qu'au Japon. Selon le dernier Tankan de mars, l'ensemble des entreprises interrogées prévoient de réduire leurs investissements pour l'année budgétaire 2008 (qui se terminera au 31 mars 2009) de 5,8% g.a., après une hausse de 6% en 2007.

Malgré sa bonne performance au T1, l'investissement résidentiel ne redémarrera que très graduellement en 2008.

L'investissement résidentiel a franchement rebondi au premier trimestre, en hausse de 4,6% t/t, contribuant à la croissance à hauteur de 0,1pp. Malgré cette hausse, son acquis de croissance pour 2008 est encore négatif au T1 (-7,4%). La principale raison de la contraction de l'année dernière (-9,3% en moyenne en 2007) réside dans l'introduction en juin dernier d'une nouvelle réglementation plus sévère pour l'obtention des permis de construire (en réponse au scandale des faux certificats de constructions anti-sismiques en 2005). L'investissement résidentiel devrait se redresser progressivement au cours de 2008.

Les pressions haussières se font sentir progressivement sur les prix.

Selon le Tankan de mars, le pouvoir de fixation des prix de l'ensemble des entreprises n'a jamais été aussi faible historiquement (début de la série au deuxième trimestre 1974). Malgré la hausse rapide des prix des intrants (+3,7% g.a. en avril), l'inflation totale demeure modeste (+0,8% g.a. en avril). L'envolée mondiale des prix de l'énergie et de l'alimentation ne se diffuse que très progressivement à l'ensemble de l'économie. En avril, l'inflation, hors produits frais, était de 0,9%, en léger recul par rapport au pic de mars à 1,2%, qui constituait sa plus forte hausse en dix ans. Ce repli devrait, toutefois, n'être que temporaire. En effet, il provient principalement de la suppression provisoire de la taxe sur l'essence, que le gouvernement n'a pas réussi à proroger, alors qu'elle arrivait à expiration au 1^{er} avril. Les prix de l'essence ont donc baissé de 13,8% m/m



en avril. L'inflation nationale devrait se redresser en mai, la réintroduction de la taxe ayant finalement été votée le mois dernier. Les hausses de prix restent toutefois encore cantonnées à certains secteurs de l'économie, comme en atteste l'évolution de l'indice hors alimentation et énergie. Ce dernier a reculé en avril (-0,1% g.a.) après avoir augmenté de 0,1% g.a. en mars pour la première fois en dix ans.

La BoJ se trouve sur le fil du rasoir, prise entre tensions inflationnistes et perspectives d'activité assombries.

Les pressions sur les prix devraient conduire la Banque du Japon à maintenir sa politique monétaire inchangée au moins jusqu'à la fin de l'année en dépit de perspectives économiques assombries, *ajustant sa politique monétaire en fonction des évolutions économiques*. En effet, dans son rapport semestriel sur les perspectives de croissance et de prix, elle a révisé à la baisse ses prévisions de PIB pour l'année budgétaire 2008 à 1,5% et ses prévisions d'inflation à la hausse à 1,1% (voir Ecoflash 08-169). De plus, la Banque du Japon estime que l'environnement économique actuel est des plus incertains, ajoutant qu'il *n'est pas approprié de décider à l'avance de l'orientation future de la politique monétaire*. En effet, les évolutions à venir des économies étrangères, (la crise) des marchés financiers mondiaux et les prix élevés de l'énergie et des matières premières sont des risques baissiers pesant sur les perspectives de croissance du Japon.

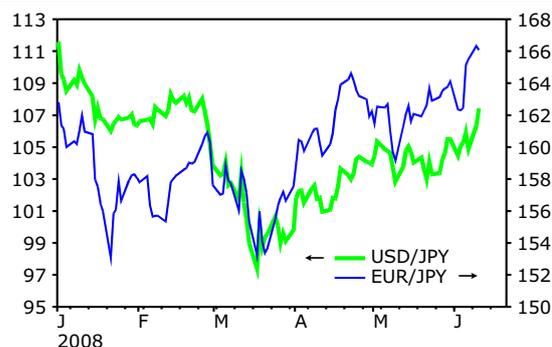
Remontée des taux longs japonais.

Au deuxième trimestre, les rendements sur les JGB's à 10 ans se sont nettement redressés, dans le sillage des marchés obligataires mondiaux, poussés à la hausse par l'envolée des prix des matières premières, les craintes sur l'inflation et celles d'un changement de cap éventuel des politiques monétaires. A la mi-juin, ils étaient remontés à plus de 1,80%, après avoir touché à la fin mars un plus bas depuis deux ans et demi à 1,25%. Ils pourraient approcher les 2% en fin d'année, à la faveur du retournement du cycle mondial et d'un renforcement des anticipations de hausse des taux.

Le yen devrait se maintenir autour des niveaux actuels.

Après être passée sous le seuil symbolique des 100 yens pour 1 dollar à la mi-mars, la monnaie nippone a, de nouveau, perdu du terrain contre le billet vert. Au début juin, elle s'établissait à près de 107 et devrait rester autour de ces niveaux jusqu'à la fin de l'année.

Repli du yen contre dollar et euro au printemps



Source : Reuters EcoWin Pro

Caroline Newhouse-Cohen
caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com

Japon : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	1,9	2,4	2,1	1,5	1,0	1,5
Consommation privée	1,2	2,0	1,4	1,3	0,8	1,2
Investissement résidentiel	-1,5	0,9	-9,2	-3,0	4,0	-7,4
Investissement en capital privé	9,3	4,3	2,2	-1,5	-2,7	0,8
Consommation publique	1,6	-0,4	0,8	0,8	0,6	0,3
Investissement public	-9,7	-8,5	-2,1	-2,4	-2,6	-0,1
Stocks (contribution à la croissance)	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,0	
Exportations	6,9	9,7	8,6	10,1	6,3	7,9
Importations	5,9	4,5	1,8	2,6	1,9	2,2
Inflation et emploi (taux annuel)						
Prix à la consommation (hors produits frais)	-0,1	0,1	0,0	1,6	0,9	
Salaires mensuels	0,7	0,2	-0,7	1,3	0,3	
Taux de chômage (%)	4,4	4,1	3,8	4,0	4,2	
Emploi	0,7	1,5	0,9	0,1	0,2	
Activité et épargne						
Production industrielle (taux annuel)	1,5	4,5	2,8	0,4	1,1	
Taux d'épargne (%)	3,0	3,3	3,3	2,5	2,5	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (trillions de yens)	10,3	9,5	12,5	8,5	11,3	
Balance courante (trillions de yens)	18,3	19,8	25,0	21,8	24,7	
Balance courante (en % du PIB)	3,6	3,9	4,8	4,2	4,8	

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas * A la fin de T1 2008

Japon : Profils trimestriels

	T1 08	T2 08 ⁽¹⁾	T3 08 ⁽¹⁾	T4 08 ⁽¹⁾	T1 09 ⁽¹⁾	T2 09 ⁽¹⁾
PIB, g.t.	1,0	-0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
PIB, g.a.	1,3	1,7	1,8	1,2	0,5	1,1
Consommation privée, g.a.	1,4	0,9	1,1	0,9	0,3	0,8
FBCF, g.a.	-0,4	0,1	-1,7	-3,8	-4,4	-3,0
Investissement résidentiel, g.a.	-16,5	-10,0	0,8	14,3	9,3	6,1
Consommation publique, g.a.	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6
Investissement public, g.a.	-3,2	-2,0	-2,4	-2,4	-2,6	-2,6
Exportations, g.a.	11,1	10,9	9,9	8,8	6,1	6,7
Importations, g.a.	2,9	2,3	2,8	2,4	1,5	2,0
Production industrielle g.a.	-0,7	-1,1	0,4	0,2	0,3	0,3
Prix à la consommation hors produits frais, g.a.	1,0	1,4	2,1	1,7	1,3	1,1

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel g.a. : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas

Japon : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Masse monétaire (M2 + CD) (g.a.)	1,9	1,1	1,6	1,9	1,8
Solde administrations publiques (trillions de yens)	-29,2	-21,4	-19,6	-25,8	-28,7
Solde administrations publiques (en % du PIB)	-5,8	-4,2	-3,8	-5,0	-5,5
Change et taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux JJ (%)	0,001	0,25	0,50	0,50	0,50
Taux 3 mois (%)	0,07	0,57	0,85	0,80	0,80
Rendement Etat 10 ans (%)	1,48	1,69	1,50	2,00	2,20
USD/JPY	118	119	111	107	108
EUR/JPY	139	157	163	155	140

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période

Zone euro

La croissance du PIB a été supérieure aux prévisions au premier trimestre, grimant de 0,8% en glissement trimestriel. Cette vigueur est cependant le fait de facteurs temporaires, notamment un hiver doux dans une bonne partie de l'Europe, favorable au secteur du bâtiment. Les indicateurs avancés laissent à présent entrevoir une modération de l'activité au second trimestre. Le plus inquiétant reste la consommation, fragilisée par la baisse du pouvoir d'achat et le resserrement des conditions monétaires. L'inflation, toujours aussi élevée en mai, à 3,7%, devrait s'orienter vers 4% au cours de l'été pour se replier ensuite autour de 3% à la fin de l'année. Dans ce contexte, la BCE a indiqué qu'un relèvement des taux en juillet n'était pas exclu. Mais celui-ci ne constituerait pas l'amorce d'un nouveau cycle de resserrement monétaire.

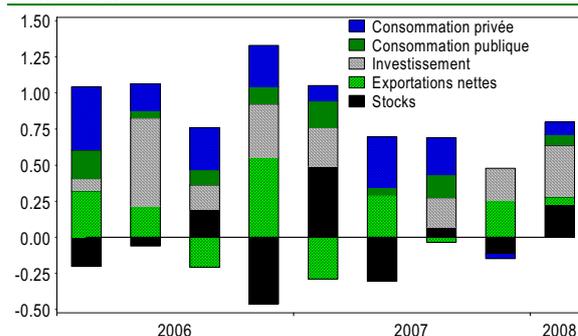
Un bon début mais des difficultés en perspective

Croissance robuste du PIB au premier trimestre 2008

Croissance du PIB de 0,8% t/t au premier trimestre 2008.

L'activité a considérablement augmenté dans la zone euro au premier trimestre 2008. Selon les premières estimations d'Eurostat, la croissance du PIB a été de 0,8% en glissement trimestriel contre 0,3% au T4 2007. La demande intérieure a contribué à hauteur de 0,5% à cette expansion dont elle a été le principal moteur. L'investissement a été très robuste, augmentant de 1,6% t/t, contre 1,0% t/t au trimestre précédent. La consommation privée était, en revanche, moins dynamique. C'est à peine si elle a progressé de +0,2% t/t, après une contraction de 0,1% au trimestre précédent. On note également une assez bonne tenue des exportations au premier trimestre 2008, en hausse de 1,8% en glissement trimestriel ; mais, comme les importations ont grimpé de 1,8% t/t, la contribution des exportations nettes à l'expansion a été plutôt modeste (+0,1%). Enfin, les stocks ont ajouté 0,2% à la croissance.

Contribution à la croissance du PIB en glissement trimestriel



Source : Eurostat

Les chiffres du premier trimestre doivent être interprétés avec la plus grande prudence.

La prudence s'impose, néanmoins, face aux données du premier trimestre. En effet, la solide performance du PIB au cours des trois premiers mois de l'année reflète, au moins dans une certaine mesure, des facteurs temporaires tels qu'une météorologie particulièrement clémente dans la plupart des pays européens et propice au secteur de la construction. En Allemagne, l'investissement dans le secteur du bâtiment a été exceptionnellement élevé, grimant de 4,5% t/t, après une contraction de 0,5% au T407. Mais, d'après les derniers chiffres, cette tendance s'est d'ores et déjà inversée. Après une progression notable en janvier et en février, l'activité dans le secteur de la construction en Allemagne s'est effondrée en mars (-13% m/m) et en avril (-3% m/m).

Des nuages à l'horizon

L'économie va être confrontée à des facteurs défavorables.

A l'évidence, l'économie de la zone euro a très bien commencé l'année, essentiellement grâce à la croissance vigoureuse du PIB allemand (+1,5% en glissement trimestriel). L'acquis de croissance du PIB est déjà de 1,5%. Cependant, les perspectives pour les prochains trimestres sont moins encourageantes. La zone euro doit, en effet, faire face à de nombreux facteurs défavorables : la fermeté de l'euro, l'envolée des prix des denrées alimentaires et du pétrole, le resserrement des conditions monétaires, les conditions plus restrictives du crédit et l'effet de contagion lié à la morosité de la demande des ménages aux Etats-Unis.

La production manufacturière devrait ralentir dans un avenir proche.

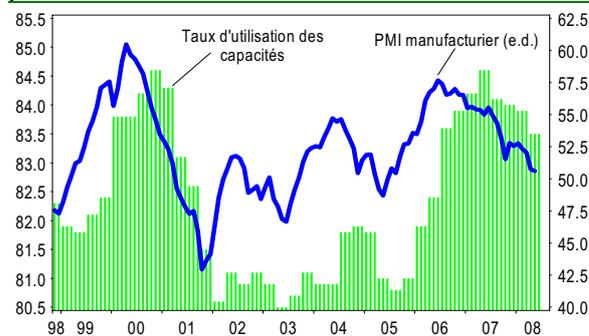
La production industrielle, qui s'était repliée de 0,5% m/m en mars, a enregistré un rebond supérieur aux prévisions (+0,9% m/m). Cependant, la tendance sous-jacente, telle que mesurée par le taux de variation sur six mois, est en train de ralentir. Au cours de la période de six mois finissant en avril, la progression était de 1%, contre 1,3% en mars et 1,7% en janvier. Or, d'après les résultats d'enquêtes, le tassement devrait se poursuivre. En mai, le PMI manufacturier était toujours cohérent avec l'activité en cours mais, à 50,6, il se situait à peine au-dessus de la barre de 50, ligne de partage entre expansion et contraction de l'activité. Confrontées à un repli de la demande, les sociétés alignent leur production en conséquence. Selon l'enquête de la Commission européenne, l'utilisation des capacités de production par les entreprises est moins intensive qu'auparavant. Les taux d'utilisation des capacités amorcent une décline même s'ils restent relativement élevés. Depuis le sommet cyclique du second trimestre 2007, ces derniers ont reculé de plus de 1%, passant de 84,6% à 83,5%. Une tendance qui devrait se confirmer dans les prochains mois. Avec le repli de la demande, on observe une diminution des délais de livraison des entreprises et des commandes en attente (enquête PMI dans le secteur manufacturier).

Le marché intérieur suscite des inquiétudes

Morosité dans les services.

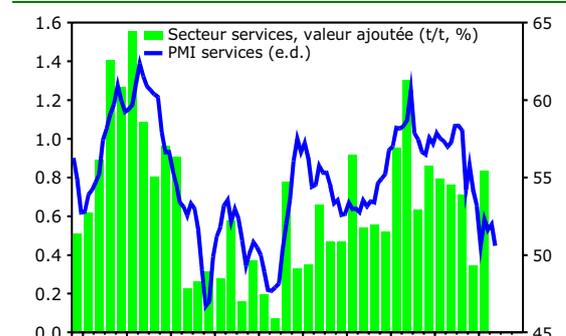
L'économie de la zone euro semble particulièrement exposée à la détérioration de l'environnement extérieur. Dans le secteur des services, davantage tourné vers le marché intérieur, l'activité a nettement ralenti au cours des derniers mois. Selon l'enquête PMI, l'indice d'activité des entreprises a reculé à 50,6 en mai, le niveau le plus bas en près de cinq ans, tandis que la confiance dans le secteur des services a considérablement chuté depuis l'été dernier.

Utilisation moins intensive des capacités de production



Sources : Eurostat et NTC

Tassement de l'activité dans le secteur des services



Sources : Eurostat et NTC

Chute sensible de la confiance des ménages depuis l'été dernier.

Le plus inquiétant reste la consommation. La confiance des ménages a reculé de plus de 10 points depuis l'été dernier, pour atteindre -15, un niveau extrêmement bas au regard du passé. D'après l'enquête de la Commission européenne, les consommateurs sont particulièrement inquiets face au contexte économique en général et leur crainte du chômage ne fait qu'augmenter.

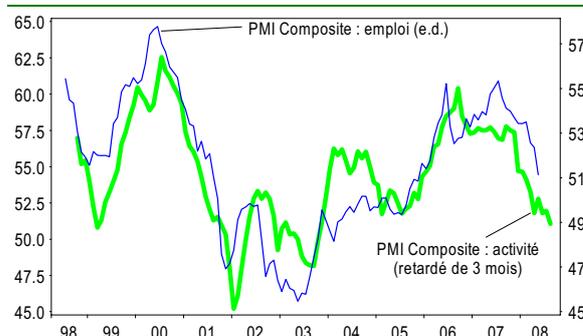
Les ventes au détail sont de nouveau en repli en avril.

Les données disponibles sur les dépenses de consommation au second trimestre sont plutôt mauvaises. En avril, les ventes au détail se sont contractées pour le troisième mois d'affilée (-0,6% m/m contre -0,9% m/m en mars), indiquant que les consommateurs préfèrent épargner au lieu d'acheter, compte tenu de la dégradation de la situation économique générale et de la hausse des prix. La stagnation des dépenses de consommation reflète en partie la baisse du pouvoir d'achat. D'après les derniers chiffres de la BCE, le revenu disponible dans la zone euro a augmenté de 3,8% en g.a. au quatrième trimestre 2007. Cependant, une fois déflaté de l'IPCH, le revenu disponible n'a progressé que de 0,9% toujours en g.a. pour la même période, et la tendance est orientée à la baisse.

Décélération de la croissance de l'emploi.

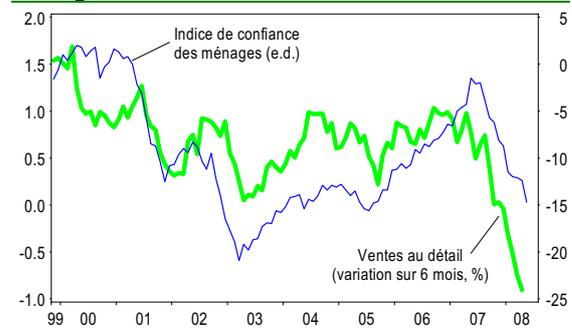
La dynamique de la consommation repose sur deux facteurs clés : la croissance de l'emploi et du revenu réel disponible¹. Selon les résultats d'enquêtes publiés récemment, la croissance de l'emploi, qui suit normalement l'activité avec un certain décalage, est en train de baisser, une tendance qui s'accélère. Avec des créations d'emplois moins nombreuses à court terme et une inflation élevée qui entame le revenu disponible des ménages, les dépenses de consommation seront probablement moroses dans les trimestres à venir. Mais l'inflation et les incertitudes économiques ne sont pas les seules à peser sur les décisions de consommation ; les conditions du crédit se sont également resserrées. La croissance du crédit bancaire aux ménages est la plus faible depuis 2001. Selon la dernière enquête de la BCE sur les prêts bancaires, les conditions du crédit en faveur des particuliers sont devenues nettement plus restrictives au premier trimestre 2008, et elles devraient le rester tout au long du trimestre suivant.

Ralentissement de la croissance de l'emploi



Source : NTC

Repli de la confiance et des dépenses des ménages



Sources : Eurostat et Commission européenne

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

$$\Delta c_t = \alpha_i \sum_{j=0}^4 \Delta RDI_{t-j} + \beta_i \sum_{j=0}^4 \Delta emp_{t-j} + \gamma_i \sum_{j=0}^4 \Delta rir_{t-j} + \lambda ECM_{t-1} + \xi_t$$

où MCE mesure la relation fixe à long terme entre la consommation réelle (C), le revenu disponible réel (RDI), l'emploi (emp) et le taux d'intérêt réel à long terme (rir). Toutes ces variables sont des valeurs logarithmiques à l'exception du taux d'intérêt. Δ correspond à la première différence. Des décalages sont introduits pour corriger les auto-corrélations et font l'objet d'estimations économétriques. (décalages=0;2;3;4 pour ΔRDI , décalage=2 pour Δemp et décalages=0;3;4 pour Δrir). $ECM_t \Rightarrow c_t = const + 0.31^{(3.09)} RDI_t + 0.95^{(7.55)} emp_t - 0.007^{(-4.35)} rir_t$ Etant donné que $\lambda = -0.29^{(-3.04)}$ le modèle n'est pas explosif. Les données trimestrielles

entre T4 1999 et T2 2007 sont celles communiqués par Eurostat et la BCE (les chiffres entre parenthèses sont des t-Student).

Il ressort clairement de la relation à long terme qu'un repli de la croissance de l'emploi et du revenu disponible réel entraîne un ralentissement de la croissance de la consommation.



L'économie pourra désormais moins compter sur le secteur extérieur.

L'économie de la zone euro doit également faire face à la dégradation du contexte international. L'indice IFO sur le climat économique mondial est passé de 90,4 au premier trimestre, à 81,4 au second, son plus bas niveau depuis le quatrième trimestre 2001 ; autrement dit, la demande mondiale est en train de marquer le pas. Quant aux nouvelles commandes à l'exportation, telles que mesurées par l'enquête PMI dans le secteur manufacturier, elles n'ont jamais été aussi basses depuis juillet 2003. Si l'on ajoute à cela la forte appréciation de l'euro au cours de la période récente, les perspectives relatives aux exportations de la zone euro ne sont guère brillantes.

La croissance du PIB devrait ralentir cette année et de manière plus prononcée encore l'année prochaine.

Dans ces conditions, la croissance de l'activité, robuste au premier trimestre 2008, devrait se replier sensiblement au second. Les indicateurs avancés disponibles pour le second trimestre, tels que le PMI composite pour l'activité et l'indicateur EuroCoin, vont dans le sens d'une croissance du PIB inférieure au potentiel au second trimestre 2008. L'expansion du PIB devrait rester plutôt médiocre au second semestre de cette année pour se redresser progressivement par la suite. Sur l'ensemble de l'année, elle devrait reculer aux environs de 1,7% et se situer à peine au-dessus de 1% l'année prochaine.

Une inflation toujours élevée

Hausse de l'IPCH à 3,7% en mai.

L'inflation reste forte. Après avoir cédé quelques points en avril, elle a augmenté de 0,4% en mai à 3,7%. Elle se maintient au-dessus de 3% depuis novembre sous l'effet des hausses récentes des prix mondiaux de l'énergie et des denrées alimentaires. Malgré de puissantes forces extérieures, l'inflation sous-jacente est restée modérée au cours de la période récente, mais les pressions liées à ces composantes volatiles semblent être plus permanentes et structurelles que lors des chocs antérieurs. Aussi l'inflation sous-jacente devrait-elle, selon notre analyse, grimper quelque peu dans les mois à venir. Cependant, elle n'augmentera que progressivement à court terme. Il faut s'attendre à des hausses salariales dans les trimestres à venir, des hausses qui resteront néanmoins limitées du fait du fléchissement du marché du travail.

L'IPCH va progresser à court terme.

Comme les cours du pétrole vont probablement rester élevés à court terme, l'inflation va poursuivre sa progression dans les prochains mois, culminant aux environs de 4% pendant l'été. Puis elle amorcera un repli, grâce à un effet de base plus favorable lié à l'énergie et aux denrées alimentaires et au recul des prix de l'énergie au quatrième trimestre 2008.

La BCE en état d'alerte

La BCE craint les effets de second tour.

Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, la BCE a maintenu le taux *refi* inchangé à 4%, mais elle n'en a pas moins durci le ton. Le Conseil des gouverneurs de la BCE est en état d'alerte renforcée. La dynamique de l'inflation est particulièrement préoccupante pour la Banque centrale européenne. Selon ses prévisions, les perspectives à moyen terme pour l'inflation demeurent soumises à des risques à la hausse. Ces risques sont liés à un nouveau renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires. Comme ces postes ont un impact particulier sur les anticipations de prix, la Banque craint que l'accroissement des anticipations d'inflation n'induisse une hausse des revendications salariales supérieure au niveau actuellement prévu, générant une spirale salaires-prix.

Relèvement de 25 pb en juillet.

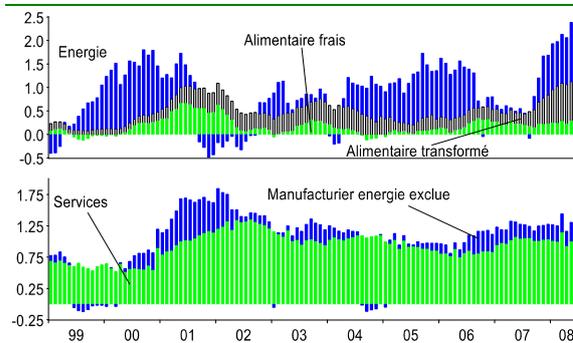
Dans ces conditions, le Président Trichet a indiqué qu'une hausse des taux (limitée à 25 pb selon ses propres termes) ne pouvait être exclue lors de la réunion de juillet. Dès lors, sauf mauvaise surprise concernant l'activité ou les marchés financiers, il faut s'attendre à une augmentation du taux *refi* à 4,25% le mois prochain. Après quoi, le Conseil des gouverneurs devrait conserver un ton plutôt restrictif, étant donné que l'inflation demeurerait élevée. Quoi qu'il en soit, l'essoufflement de l'économie limitera la marge d'augmentation des taux par la BCE. Même si, pour le moment, le fléchissement de l'activité n'est pas la priorité de la Banque centrale européenne, les interventions récentes des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE montrent que le mouvement de juillet ne devrait pas marquer le point de départ d'un cycle de durcissement monétaire.



Des conditions monétaires déjà restrictives.

Rappelons, en outre, que les conditions monétaires, déjà restrictives, ont continué à se resserrer au cours des derniers mois. En mai, l'indicateur des conditions monétaires de la Commission européenne a atteint son plus haut niveau depuis le début de la série en 1999. Si la contribution des taux d'intérêt réels à court terme a quelque peu diminué au cours des derniers mois en raison de la hausse de l'inflation, celle du taux de change effectif réel a considérablement augmenté. Depuis le début de l'année, l'euro s'est apprécié d'environ 3% en termes effectifs réels et d'environ 6% face au dollar. Cependant, l'euro devrait perdre du terrain au second semestre dans la mesure où les perspectives dans la zone euro vont s'obscurcir, en particulier dans les pays du Sud. L'euro, qui traite actuellement aux environs de 1,55 USD devrait se déprécier vers 1,45 d'ici à la fin de l'année.

Contribution à l'IPCH



Source : Eurostat

Clemente De Lucia
clemente.delucia@bnpparibas.com

Zone euro : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008 *
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	1,5	2,9	2,6	1,7	1,1	1,5
Demande intérieure hors stocks	1,7	2,7	2,3	1,2	1,2	1,0
Consommation privée	1,4	1,9	1,6	0,5	1,0	0,5
Consommation publique	1,4	2,0	2,3	1,4	1,6	0,8
FBCF	2,8	5,5	4,4	3,1	1,3	2,9
Stocks (contribution à la croissance)	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
Exportations(2)	4,5	8,1	6,0	4,9	2,8	3,5
Importations(2)	5,5	7,7	5,3	3,8	2,9	2,9
Inflation et emploi (taux annuel)						
Prix à la consommation	2,2	2,2	2,1	3,6	2,8	
Inflation sous-jacente	1,4	1,4	1,9	1,8	2,0	
Prix à la production	4,1	5,1	2,8	5,8	2,2	
Rémunération par salarié	1,6	2,2	2,3	3,0	2,9	
Coûts salariaux unitaires	0,9	0,9	1,5	2,5	2,2	
Emploi	0,9	1,6	1,8	1,1	0,5	
Taux de chômage, %	8,9	8,2	7,4	7,2	7,6	
Activité						
Production industrielle (taux annuel)	1,2	4,0	3,5	1,5	0,1	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de EUR)	19	-14	22	-15	-20	
Balance courante (milliards de EUR)	-8	-1	26	-25	-35	
Balance courante (% du PIB)	-0,1	0,0	0,3	-0,3	-0,4	

Source: BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Commerce intra-communautaire inclus * A la fin du T1 2008,

Zone euro : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g,t,	0,8	0,1	0,2	0,1	0,2	0,4
PIB, g,a,	2,2	1,9	1,5	1,3	0,7	0,9
Consommation privée, g,a,	1,2	0,4	0,0	0,3	0,4	0,9
FBCF, g,a,	3,6	3,6	3,2	2,1	0,5	1,2
Exportations, g,a,	5,4	5,7	4,1	4,1	2,5	2,1
Importations, g,a,	4,3	4,5	2,9	3,7	2,1	2,4
Prix à la consommation, g,a,	3,4	3,6	4,0	3,6	3,2	2,9
Production industrielle, g,a,	2,8	2,7	0,6	0,0	-0,8	-0,8
Taux de chômage	7,1	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g,t, : glissement trimestriel g,a, : glissement annuel (1) Prévisions BNPP

Zone euro : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Masse monétaire (g,a.) ⁽²⁾	7,3	10,0	11,5	7,9	5,5
Solde des administrations publiques (mds EUR)	-200	-114	-57	-84	-123
Solde des administrations publiques (% du PIB)	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,3
Change et Taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux de refinancement (%)	2,25	3,50	4,00	4,25	4,25
3 mois, (%)	2,49	3,73	4,68	4,55	4,25
10 ans (%) ⁽³⁾	3,30	3,96	4,32	4,50	4,75
EUR/USD	1,18	1,32	1,46	1,45	1,30
EUR/GBP	0,69	0,67	0,73	0,77	0,76
EUR/JPY	139	157	163	155	140

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période (3) Bund allemand

Allemagne

Non seulement la performance du PIB au T1 (+1,5% t/t) ne sera pas répétée, mais elle appelle même une correction qui devrait se traduire par une contraction de l'activité au deuxième trimestre. Au-delà de ces à-coups, l'économie allemande reste finalement assez fidèle à elle-même : les exportations, tout en ralentissant, font de la résistance et soutiennent l'investissement, tandis que la consommation des ménages ne progresse pas. L'activité restera modérée au second semestre, mais, malgré cela, la croissance pourrait encore dépasser 2% sur l'ensemble de l'année 2008.

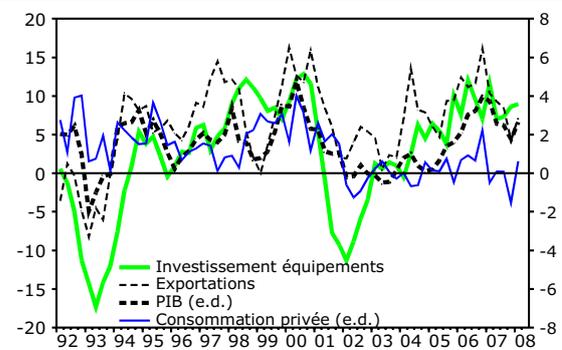
Un démarrage en trombe

Après une progression heurtée au premier semestre, l'activité retrouvera un profil de croissance modérée dans la seconde moitié de l'année

L'ampleur inattendue de la croissance au T1...

L'Office fédéral des statistiques a récemment confirmé que la croissance du PIB avait été de 1,5% t/t au T1 2008. Après +0,3% t/t au T4 2007, les données d'enquêtes, de même que les données mensuelles d'activité avaient permis d'anticiper un rebond au début de 2008, mais son ampleur était largement inattendue. Ainsi, à l'issue du premier trimestre, la progression annuelle du PIB est revenue à 2,6% g.a., un niveau bien supérieur à celui sur lequel elle avait terminé l'année 2007, soit 1,8% au T4.

Les composantes du PIB (g.a., %)



Source : Bundesbank

... relève largement de facteurs exceptionnels.

La publication des données détaillées des comptes trimestriels a permis de montrer que cette progression trimestrielle "hors normes" (6,5% en rythme annualisé) était, dans une large mesure, le résultat de facteurs exceptionnels et temporaires. En effet, les variations de stocks (+0,7 pp) et la croissance de l'investissement en construction (+4,5% t/t) expliquent à elles deux environ un point de la croissance trimestrielle du PIB. Ainsi, la douceur de l'hiver, qui a permis à l'activité de se poursuivre à un rythme inhabituellement élevé pour la saison dans le bâtiment, et les ajustements de stocks, souvent très volatils en Allemagne, ont très largement contribué au rebond de l'activité.

En contrepoint, il faut souligner la faiblesse persistante de la consommation des ménages qui, malgré une chute de -0,8% t/t à la fin de 2007 et la célébration des fêtes de Pâques en mars, n'a progressé que de 0,3% t/t au début de 2008. Au final, elle ne s'établit que 0,6% au-dessus du niveau auquel elle était tombée un an auparavant, juste après l'augmentation du taux de TVA. La principale surprise a finalement été la poursuite d'une très forte croissance des dépenses

d'équipement (+4,0% t/t après +3,4% au T4), alors que la modification au début de 2008 (dans le cadre de la réforme de l'impôt sur les sociétés) des règles fiscales d'amortissement aurait pu inciter les entreprises à avancer leurs dépenses d'investissement à la fin de 2007. Cet ajustement n'a pour l'instant pas eu lieu. Il pourrait se matérialiser dans les mois à venir mais, dans l'immédiat, il faut surtout retenir que la croissance des dépenses d'équipement a probablement été stimulée au début de 2008 par la vigueur de la demande étrangère adressée à l'industrie allemande : suite à une forte accélération des commandes adressées à l'industrie manufacturière à la fin de 2007, les exportations de biens et services ont à nouveau fortement progressé au T1, de 2,4% t/t.

Dans l'ensemble, l'analyse des comptes trimestriels confirme que si la croissance enregistrée au T1 ne reflète pas, loin s'en faut, la tendance sous-jacente de l'activité allemande, cette dernière a tout de même mieux résisté au début de 2008, qu'on ne l'avait généralement espéré, à la dégradation de l'environnement des affaires. Néanmoins, les facteurs exceptionnels ayant fait exploser la croissance au T1 appellent un contrecoup, qui est d'ailleurs déjà bien entamé dans le secteur de la construction, avec une production en repli de plus de 13% m/m en mars et de près de 3% m/m en avril.

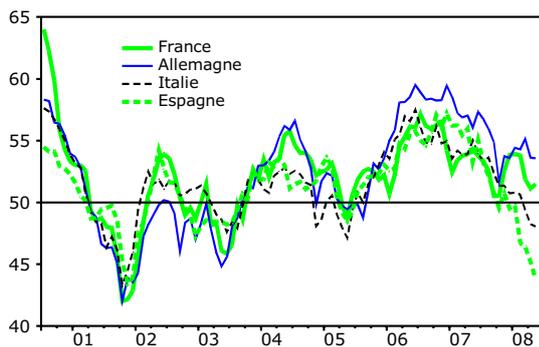
Une contraction du PIB est probable au T2...

Plus généralement, la croissance du PIB dans son ensemble devrait être négative au T2. Aux corrections attendues de l'investissement en construction et des stocks s'ajouterait d'ailleurs une nouvelle contraction de la consommation des ménages (la troisième au cours des six derniers trimestres). En effet, soumis aux coups de boutoir de l'inflation (3,1% en mai), les ménages ont recommencé à réduire le volume de leurs achats : après un sursaut en janvier et février derniers, les ventes au détail sont reparties à la baisse dès le mois de mars et, fin avril, leur acquis de croissance, automobiles incluses, était de -4,9% t/t, après +1,3% au T1 2008.

... malgré cela, la croissance dépassera 2% cette année.

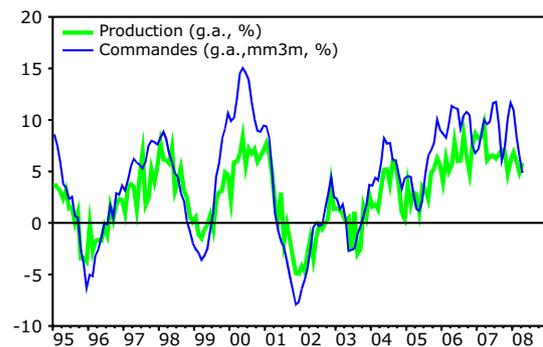
Dans l'ensemble, la croissance du PIB pourrait tout de même atteindre 2,3% en moyenne en 2008 (l'acquis est d'ores et déjà de 2,1% à l'issue du T1). Au second semestre, l'évolution du PIB retrouverait un profil plus conforme à la tendance sous-jacente de l'activité et ralentirait à un rythme proche de 0,3%-0,4% t/t. La consommation des ménages ne se redresserait que modérément et connaîtrait une nouvelle année blanche en 2008 (0% de croissance, après -0,5% en 2007). Ce sont les exportations qui, tout en ralentissant, continueraient à tirer l'activité et à soutenir un peu l'investissement.

Evolution de l'activité manufacturière dans les grands pays de la zone euro (indices PMI)



Source : NTC

Production et commandes manufacturières



Source : Bundesbank

Dans le secteur manufacturier, les indices du climat des affaires (IFO et PMI) appuient, pour l'instant, cette image de relative résistance. Ils ne se sont détériorés en avril et en mai que de façon limitée par rapport aux niveaux enregistrés au T1, et illustrent toujours la capacité de ce secteur à mieux tirer parti que ses partenaires européens des moindres soubresauts de la demande étrangère. Encore à près de 6% g.a. en avril, la production manufacturière devrait toutefois décélérer de façon substantielle d'ici à la fin de l'année.



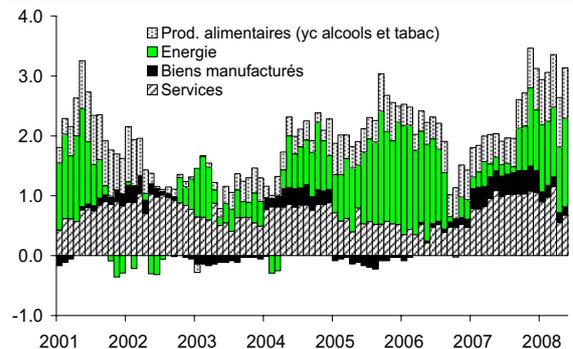
Dans ce cadre, les évolutions perceptibles sur marché du travail restent pour l'instant favorables. Les créations d'emplois ont, tout comme le PIB, subi les à-coups du secteur de la construction : c'est ainsi qu'il faut interpréter la baisse très rapide du taux de chômage au T1 (-0,5 point), et sa stabilisation en avril et en mai, à 7,9% de la population active. Au-delà, et d'après les dernières enquêtes, les perspectives d'embauches sont, certes, sensiblement moins bonnes qu'elles ne l'étaient l'été dernier, mais toujours compatibles avec un ralentissement progressif des créations d'emplois, encore à 1,6% g.a. en avril. Dès lors, le repli du taux de chômage devrait se poursuivre dans les mois à venir.

Inflation : modération en trompe-l'œil

L'inflation n'augmente pas...

Depuis qu'il a touché, pour la première fois, un plus haut à 3,3% en novembre dernier (selon l'IPCH), le taux d'inflation a connu des évolutions en dents de scie, pour finir à 3,1% en mai. Dans l'ensemble pourtant, et à l'inverse de ce qui se passe dans les autres pays de la zone, le niveau acquis en novembre n'a pas été dépassé, et on décèle même une légère tendance à la baisse.

Contributions à l'inflation totale



Source : Bundesamt, calculs BNPP

... mais certains prix si !

Pourtant, les hausses de prix observées sur les composantes alimentaires (5,1% g.a. en mai) et énergétiques (12,4%) sont tout à fait comparables à celles enregistrées ailleurs, et, de ce point de vue, le choc subi par les consommateurs allemands n'est pas moindre. En revanche, l'évolution de l'inflation totale bénéficie du ralentissement de l'inflation sous-jacente, qui s'est établie à 1,2% en mai, contre 1,6% en moyenne au T1 2008 et 2,0% au T4 2007. Rappelons que la Bundesbank estime maintenant à près de 1,5 point l'impact sur le taux d'inflation de l'ensemble de la politique fiscale, hausse de la TVA comprise, menée outre-Rhin en 2007. Ceci, par effet de base, offre cette année à l'inflation un potentiel, sinon de repli, du moins d'amortissement des chocs actuels, dont ne disposent pas les autres pays de la zone.

Au total, et étant donné la poursuite de certaines tensions sur les prix du pétrole, l'inflation totale restera élevée dans les prochains mois, atteignant de nouveau 3,3% au T3 2007, avant de repasser sous la barre des 3,0% au tournant de l'année prochaine. En moyenne, elle s'inscrirait à 3,1% en 2008. Après avoir bénéficié de l'essentiel des effets de base décrits plus haut, l'inflation sous-jacente retrouverait une tendance légèrement haussière cet été, pour s'établir, en moyenne, à 1,4%.

Frédérique Cerisier
frederique.cerisier@bnpparibas.com

Allemagne : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux ann.) – cvs et cjo						
PIB	1,0	3,1	2,6	2,3	1,4	2,1
Demande intérieure	0,5	2,1	1,1	1,6	1,0	1,8
Consommation privée	0,1	1,1	-0,5	0,0	1,1	0,1
Consommation publique	0,5	0,9	2,1	1,5	1,6	1,0
FBCF	1,2	7,0	5,1	4,8	1,3	4,9
Stocks (contribution à la croissance)	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	
Exportations	7,4	12,9	8,0	6,9	5,0	4,9
Importations	6,9	11,5	5,0	6,2	4,6	4,7
Inflation et emploi (taux annuel)						
IPCH	1,9	1,8	2,3	3,1	2,6	
IPCH sous-jacent	0,6	0,7	1,9	1,4	1,8	
Prix à la production	4,6	5,5	2,0	4,6	1,8	
Salaires mensuels	1,3	1,1	2,0	3,7	3,5	
Taux de chômage (%)	11,7	10,8	9,0	7,7	7,5	
Emploi	-0,1	0,6	1,7	1,6	0,8	
Activité et épargne						
Production industrielle (taux annuel)	2,8	5,9	6,0	4,0	1,7	
Taux d'épargne (%)	10,6	10,5	10,9	11,5	11,5	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de EUR)	157,9	159,2	199,4	214,1	222,5	
Balance courante (milliards de EUR)	116,6	141,5	184,2	196,8	205,1	
Balance courante (en % du PIB)	5,2	6,1	7,6	7,7	7,8	

Sources : Bundesbank, BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas * A la fin de T1 2008.

Allemagne : Profils trimestriels (cvs, cjo)

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g.t.	1,5	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
PIB, g.a.	2,6	2,3	2,0	2,1	0,9	1,5
Consommation privée, g.a.	0,6	-0,5	-0,6	0,5	0,5	1,2
FBCF, g.a.	4,5	5,4	5,2	3,9	0,4	1,3
Exportations, g.a.	7,2	8,1	6,5	5,7	4,3	4,4
Importations, g.a.	5,0	7,8	5,8	6,1	3,5	4,0
ICPH, g.a.	3,1	2,9	3,3	3,0	2,7	2,7
ICPH sous-jacent, g.a.	1,6	1,1	1,3	1,4	1,5	1,8
Taux de chômage (%)	8,0	7,9	7,6	7,5	7,5	7,5

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel g.a. : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas

Allemagne : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Solde des administrations publiques (mds EUR)	-72	-37	0	8	3
Solde des administrations publiques (% du PIB)	-3,2	-1,6	0,0	0,3	0,1
Taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux 3 mois (%)	2,49	3,73	4,68	4,55	4,25
Rendement 10 ans Etat (%)	3,30	3,96	4,32	4,50	4,75

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période

France

La bonne performance de la croissance au T1 n'est pas appelée à se renouveler au cours des trimestres suivants. La poussée mondiale de l'inflation menace tant les échanges extérieurs que la demande intérieure. Les dépenses des ménages sont déjà très sensiblement affaiblies, et l'emploi devrait leur apporter un soutien de moins en moins significatif au fil des mois. Les services, moteur traditionnel du PIB, voient leurs perspectives d'activité s'assombrir.

Après un dernier baroud...

Premier trimestre en trompe-l'œil

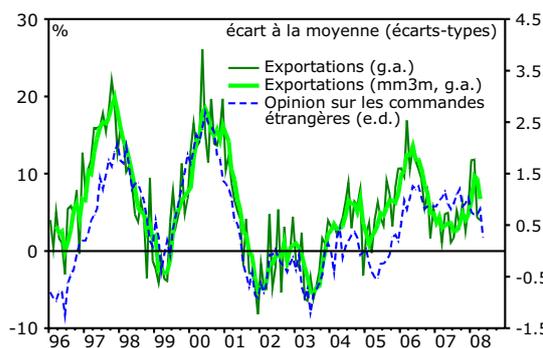
La bonne performance de la croissance au T1 paraît très temporaire car elle tient à une inhabituelle vigueur des exportations...

La croissance du PIB a enregistré une bonne performance au T1 (+0,6% t/t, +2,25% g.a.), mais cela ne doit pas faire illusion. Dans le détail, elle offre une image assez insolite de l'économie, à front renversé par rapport aux tendances lourdes observées depuis quelques années. Ainsi la demande des ménages, que ce soit sous forme de consommation ou d'investissement (immobilier), n'a contribué qu'à moins de 15% de la croissance (contre 79% en moyenne depuis 2000), tandis que le PIB a été tiré par les exportations et l'investissement des entreprises. Or, la probabilité que la compétitivité française se soit soudainement améliorée est d'autant plus faible que l'euro n'a cessé de s'apprécier depuis le début de 2006 (et à un rythme accéléré depuis la mi-2007). En 2007, le commerce extérieur a d'ailleurs ôté 0,8 point à la croissance du PIB.

... liée avant tout à l'accélération exceptionnelle de l'activité allemande.

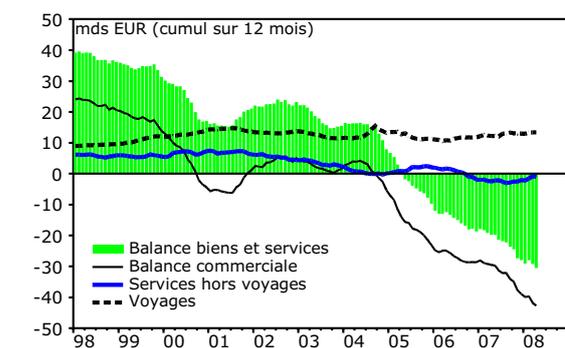
De fait, le rebond de la croissance au T1 s'est d'abord inscrit dans le sillage de l'accélération allemande, liée certes à la solidité des exportations à destination des pays émergents mais aussi à des facteurs exceptionnellement positifs pour la construction, appelés à disparaître au T2. En outre, la progression du PIB français au T1 est très cohérente avec le retard classique de deux trimestres entre les cycles américain et européen. L'activité américaine ayant commencé à nettement freiner au T4 2007, les effets de cette modération devraient se faire sentir à partir du T2 2008 en France. Après avoir sensiblement accéléré au T1 (en euros constants : +1,2% t/t et +5,7% g.a. après -0,2% t/t et +3,4% g.a.), les exportations tendent d'ailleurs à ralentir depuis mars, poussant le déficit extérieur au-delà des 40 milliards EUR en cumul sur 12 mois. Au final, il est difficile d'envisager que le commerce extérieur se substitue durablement à la demande intérieure comme moteur de la croissance. La configuration du T1 2008 paraît donc temporaire.

Les exportations ralentissent...



Source : INSEE

... et le déficit extérieur bat record sur record



Source : Douanes

Quand l'inflation devient un problème pour la croissance...

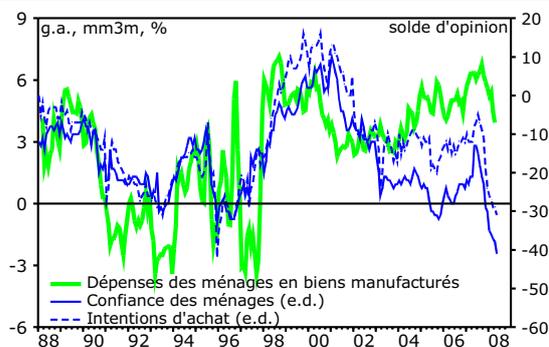
La demande, extérieure comme intérieure, paraît sérieusement menacée par l'accélération des prix.

En réalité, le facteur exogène qui paraît le plus inquiétant dans l'immédiat pour l'activité est la persistance des tensions sur les prix des produits pétroliers et alimentaires, qui portent sur des dépenses difficilement compressibles. D'une part, ces tensions menacent la demande des pays émergents d'un ralentissement très marqué car ces biens représentent une part particulièrement importante du budget des ménages de ces pays. Plus sûrement que le resserrement du crédit, la poussée d'inflation mondiale pourrait donc précipiter le freinage des échanges internationaux (et donc des exportations françaises).

L'inflation française dépasserait 3% en 2008, entamant le pouvoir d'achat et l'ensemble de la consommation.

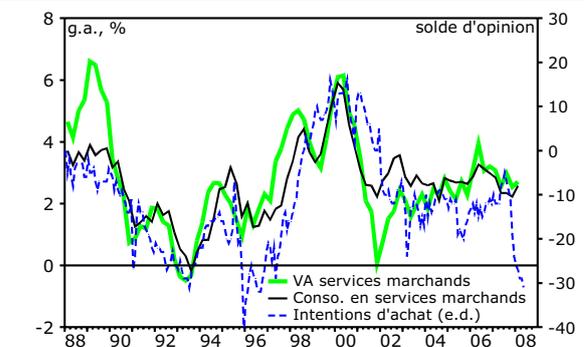
D'autre part, l'accélération des prix de l'énergie et de l'alimentation freine de plus en plus la demande des ménages français. L'inflation a atteint 3,3% en mai (un plus haut depuis juillet 1991), un niveau que les composantes énergétiques et alimentaires expliquaient aux deux tiers. La persistance des tensions sur le marché pétrolier fait craindre une inflation supérieure à 3% en moyenne en 2008, soit plus du double de celle observée en 2007. Ce rythme de progression des prix ne pouvant être atteint par les salaires, le pouvoir d'achat de ces derniers est mécaniquement entamé. Cela pèse sur les perspectives de consommation et d'investissement des ménages, déjà assombries par le retournement assez rapide du marché immobilier. L'enquête de conjoncture de l'INSEE auprès des consommateurs en témoigne : l'indice de confiance bat record de faiblesse sur record de faiblesse (-41 en mai), et les intentions d'achat, au plus bas depuis septembre 1996, n'en finissent plus de s'écrouler avec les attentes en matière de situation financière personnelle. C'est de mauvais augure à court terme non seulement pour les dépenses en biens manufacturés, déjà bien à la peine depuis le début d'année (3 reculs sur les 4 premiers mois de l'année, soit -1,8% depuis décembre), mais plus généralement pour l'ensemble de la consommation, notamment en services marchands.

L'inflation menace la consommation de biens...



Source : INSEE

... et l'activité des services marchands



Source : INSEE

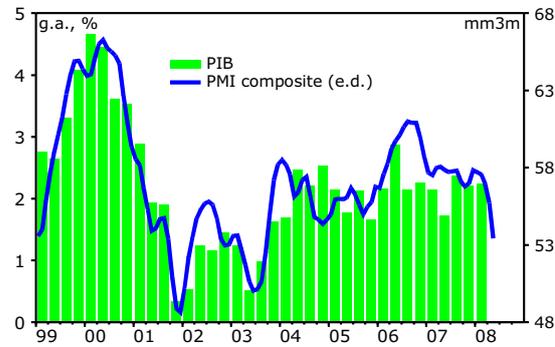
Avec l'affaiblissement de la demande des ménages et la crise financière, la confiance dans les services a reculé rapidement, ce qui pèse sur les perspectives de croissance de l'ensemble de l'économie.

La chute du moral des ménages, entamée mi-2007, a d'ailleurs précédé de peu le recul marqué de la confiance dans le secteur des services - alors que le climat des affaires dans l'industrie ne s'est significativement affaïssé qu'à partir de mars-avril. Ce retournement plus précoce de la confiance dans les services s'explique tant par leur plus forte exposition au marché national que par le fait que la crise a démarré dans les services financiers en août 2007.

L'affaiblissement rapide des services marchands (55% de la valeur ajoutée totale) est très inquiétant pour la croissance du PIB. On mesure cet impact en suivant l'évolution des indices des directeurs d'achat (PMI), des indicateurs avancés de l'activité économique particulièrement fiables. Après avoir enregistré son plus fort recul mensuel en avril, le PMI d'activité dans les services a continué de baisser en mai, pour atteindre son plus bas niveau depuis novembre 2001. Encore autour de 60 points en février, il se situait ainsi en mai tout juste au-dessus des 50 points marquant le seuil entre expansion et contraction de l'activité. Les composantes les plus avancées de l'enquête (activité nouvelle et anticipations) suggèrent que ce mouvement de repli devrait se poursuivre. Cette évolution pèse très logiquement sur l'indice composite des directeurs d'achat (qui inclut aussi l'indicateur d'activité de l'enquête dans le secteur manufacturier). Très bien corrélé au taux de croissance du PIB, il suggère aujourd'hui une franche modération du rythme de l'activité. En moyenne mobile sur 3 mois, il est ainsi compatible avec une croissance proche de 1,5% en glissement annuel au T2, ce qui représenterait un freinage marqué par rapport aux 2,25% enregistrés encore au T1. Cela impliquerait, toutefois, un recul en rythme trimestriel qui nous paraît peu probable. En tenant compte des mesures de soutien à la consommation prises depuis mai 2007 ("paquet fiscal", monétisation des RTT, déblocage de la participation...) et du caractère très progressif du freinage des exportations, nous tablons sur une croissance faible mais positive au T2 (+0,2% t/t en ligne avec la dernière prévision de la Banque de France).



Perspectives de croissance : décrochage



Sources : INSEE, NTC Research, calculs BNP Paribas

PMI : indice d'activité des directeurs d'achat

Poursuite probable du freinage au second semestre

Le ralentissement prévisible des créations d'emplois et la stabilisation du chômage vont s'ajouter aux facteurs de modération de la consommation au deuxième semestre.

Le ralentissement devrait cependant se poursuivre au deuxième semestre. Du côté de la demande intérieure, le soutien des mesures fiscales à la consommation devrait certes être plus affirmé, les ménages enregistrant l'essentiel de l'impact positif sur leurs finances personnelles au moment de payer le solde de l'impôt sur le revenu (octobre). Pour autant, le maintien de l'inflation à un niveau proche de 3% en effacerait les effets sur le pouvoir d'achat.

En outre, l'emploi devrait redevenir progressivement un problème. Bien qu'il ait agréablement surpris au T1 (+0,4% t/t), l'emploi salarié dans les secteurs marchands a déjà marqué un ralentissement en rythme annuel (1,6% g.a. après 2% au T4) qui est appelé à se poursuivre. La contribution importante de l'intérim à la hausse de l'emploi du T1 (25% des nouveaux emplois) pourrait rapidement disparaître, voire s'inverser avec le freinage de l'activité économique. En outre, la construction connaît actuellement des difficultés illustrées par la chute des mises en chantier (-17% g.a. en avril, en moyenne mobile sur trois mois). Ce secteur va donc probablement peser sur l'évolution de l'emploi au cours des prochains trimestres, alors qu'il a représenté plus de 20% des créations d'emplois des secteurs marchands en 2006 et 2007 (après plus de 60% en 2005). La seule note d'optimisme tient aux services à la personne : bien qu'il puisse subir le contrecoup du recul du pouvoir d'achat des ménages, le secteur est en plein développement et est loin d'avoir atteint sa maturité. Son rythme de création d'emplois (15 000 par trimestre depuis la mi-2006, soit 20% des créations totales du T1 2007 au T1 2008) pourrait ne fléchir que très modestement et ainsi apporter un soutien bienvenu à la croissance de l'emploi. Cela ne devrait cependant pas suffire à empêcher le chômage d'arrêter de baisser, voire d'augmenter à partir de la fin 2008 : un facteur supplémentaire d'inquiétude pour les dépenses des ménages.

Amoncellement de difficultés sur le front extérieur...

L'Allemagne servira-t-elle d'airbag ?

Sur le front extérieur, l'enchevêtrement des crises (énergétique, alimentaire, immobilière, financière...) devrait en toute logique peser de plus en plus sur la demande adressée à la France, via le ralentissement américain et britannique (14,2% des exportations), l'appréciation accélérée de l'euro et l'impact de l'inflation sur la demande des pays émergents. La zone euro (60% des exportations) pourrait, cependant, amortir ces chocs sur le commerce extérieur : son activité sera, certes, pénalisée par les difficultés de l'Espagne et de l'Italie, mais la croissance allemande pourrait rester proche de son potentiel (estimé à 1,7%), avec des effets d'entraînement bénéfiques sur le reste de la région.

Mathieu Kaiser

mathieu.kaiser@bnpparibas.com



France : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance						
PIB	1,9	2,4	2,1	1,6	1,0	1,4
Demande intérieure (hors stocks)	2,6	2,7	2,7	1,5	1,2	1,3
Consommation privée	2,6	2,5	2,5	1,6	1,7	1,1
Consommation publique	1,2	1,4	1,4	0,8	1,3	0,6
FBCF	4,4	5,0	4,9	2,1	-0,5	2,5
Stocks (contribution à la croissance)	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	-
Exportations	3,1	5,6	3,2	4,1	1,3	3,9
Importations	5,9	6,5	5,9	3,8	2,8	1,0
Inflation et emploi						
Prix à la consommation	1,7	1,7	1,5	3,3	2,4	
Inflation sous-jacente	0,9	1,2	1,5	2,0	2,1	
Salaires mensuels	2,8	2,9	2,7	2,9	2,9	
Taux de chômage (%) **	9,3	9,2	8,3	7,8	8,0	
Emploi salarié - sphère privée	0,5	1,0	1,8	1,2	0,2	
Activité et épargne						
Production industrielle	0,3	1,0	1,5	1,0	0,4	
Taux d'épargne (%)	15,0	15,0	15,7	15,7	15,1	
Commerce extérieur						
Balance commerciale, milliards EUR	-23	-27	-39	-50	-52	
Balance courante, milliards EUR	-17	-22	-24	-33	-33	
% du PIB	-0,7	-0,7	-1,2	-1,7	-1,6	

Sources : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas * A la fin de T1 2008 ** selon définition Eurostat

France : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, t/t	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
PIB, g.a.	2,2	1,8	1,3	1,0	0,6	0,8
Consommation privée, g.a.	2,2	1,7	1,3	1,3	1,6	1,7
FBCF, g.a.	3,9	3,0	1,6	0,0	-1,4	-1,1
Exportations, g.a.	5,7	4,0	3,3	3,3	0,2	0,7
Importations, g.a.	4,5	3,6	2,7	4,4	2,8	2,5
Prix à la consommation, g.a.	3,0	3,3	3,8	3,1	2,8	2,4
Taux de chômage*	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0

Sources : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel g.a. : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas *selon définition harmonisée Eurostat

France : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Solde du budget de l'Etat ⁽²⁾ , milliards EUR	-44,7	-38,0	-41,5	-50,0	-52,0
% du PIB	-2,6	-2,2	-2,2	-2,5	-2,6
Solde des administrations publiques, milliards EUR	-50,6	-45,3	-50,3	-59,0	-65,0
% du PIB	-2,9	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2
Taux d'intérêt⁽³⁾					
Taux 3 mois (%)	2,49	3,73	4,68	4,55	4,25
Rendement 10 ans Etat (%)	3,31	3,99	4,44	4,70	4,90
Spread par rapport au Bund (pb)	1	3	11	20	15

Sources : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Solde d'exécution (3) Fin de période

Italie

Après avoir frôlé la récession fin 2007, avec une baisse du PIB de 0,4% au T4, l'économie italienne a retrouvé le chemin d'une croissance modérée au premier trimestre 2008, avec une progression du PIB de 0,5% t/t. Bien que comparable aux résultats de la zone euro dans son ensemble et de pays comme la France et le Royaume-Uni, le modeste redressement du PIB italien semble très déséquilibré, la bonne tenue de la balance commerciale ne devant pas faire oublier l'atonie persistante de la consommation des ménages et la stagnation des investissements. La perspective d'une reprise économique plus vigoureuse et plus générale ne se dessinera pas avant 2009. Entre-temps, les signes d'un regain de confiance seront mis à l'épreuve de la hausse de l'inflation.

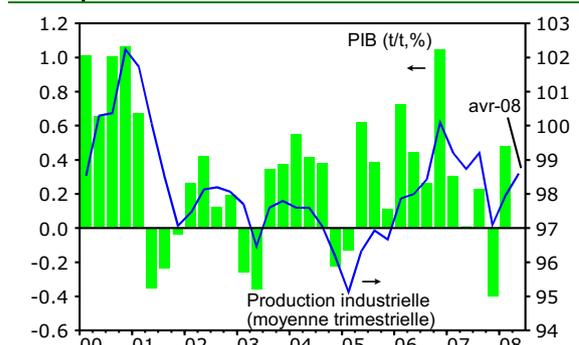
Une reprise modeste

Récession, reprise, et maintenant ?

T1 2008 : le PIB s'est redressé (passant de -0,4% à +0,5%), et...

Au cours des premiers mois de 2008, l'économie italienne a retrouvé le chemin d'une croissance modérée. Au T1, le PIB réel a rebondi de 0,5% t/t et a, de ce fait, plus que compensé la contraction du T4 2007 (-0,4%). Le taux annuel de croissance a légèrement progressé, passant de 0,1% à 0,3%. L'acquis de croissance 2008 est désormais de 0,3%. Entre janvier et mars, le solde commercial a été le principal moteur de la croissance économique, contribuant à hauteur de 0,6 point de pourcentage à la croissance trimestrielle. Cette forte contribution est la conséquence de la hausse des exportations (+1,4%) conjuguée à la baisse des importations (-0,5%). L'évolution des stocks a contribué négativement (-0,2pp) à la croissance. Si la consommation des ménages s'est légèrement redressée (passant de -0,4% au T4 2007 à +0,1%), l'investissement productif a été décevant. La FCBF a diminué de 0,2%, du fait de l'effondrement des dépenses d'équipement de transport (-3,4%). Les investissements en biens d'équipement et machines outils sont restés stables.

PIB et production industrielle



Source : Calculs effectués par BNL sur la base des données Istat

... la production industrielle a rebondi (passant de -2,1% à +0,9%)

Au T1, l'économie italienne a bénéficié du redressement de l'activité industrielle. La production a augmenté de 0,9% t/t, effaçant en partie la forte contraction du T4 2007 (-2,1%), et cette progression s'est poursuivie en avril. L'indice ajusté des variations saisonnières a crû de 0,7% m/m, soutenu par la production de biens de consommation (+3%) et de biens d'équipement (+1,5%). Malgré le rebond du T1, la conjoncture économique italienne reste fragile : les incertitudes quant au niveau actuel et futur des revenus freinent les décisions de dépenses, du côté de la consommation comme de l'investissement.

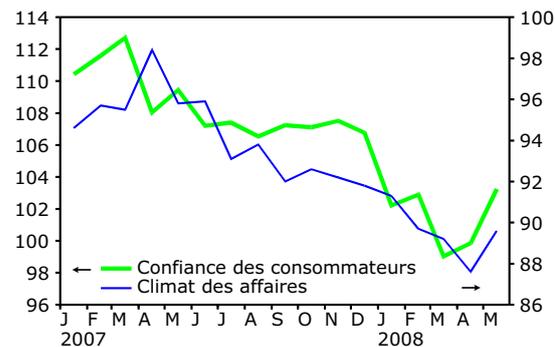


Question de confiance

Les enquêtes sur la confiance dressent un tableau contrasté : tandis que l'indice PMI se détériore, l'indice ISAE se redresse.

Les dernières enquêtes qualitatives dressent un tableau contrasté de l'économie italienne. Depuis mars 2008, l'indice PMI manufacturier stagne en dessous du seuil des 50 points, qui sépare croissance et récession, laissant entrevoir un ralentissement possible de l'activité. À l'inverse, l'indice ISAE donne des signes de redressement. Amorcée au T2 2007, la détérioration du climat des affaires a pris fin en mai, après six baisses consécutives. L'indice ISAE est passé de 87,6 à 89,6, après avoir atteint son plus bas niveau depuis trois ans. Le secteur manufacturier italien porte désormais un regard plus optimiste sur les principaux moteurs de l'activité. Les opinions sur les commandes s'améliorent, principalement pour la composante étrangère. En mai, la confiance des consommateurs s'est redressée pour le deuxième mois consécutif. L'indice ISAE a bondi de 99,9 à 103,2, plus haut niveau atteint cette année. Les anticipations des consommateurs quant à la conjoncture économique se sont significativement améliorées. L'appréciation portée par les consommateurs sur leur situation personnelle s'améliore également, comme en témoigne l'évolution des opinions sur l'opportunité d'épargner et sur la capacité future à épargner.

Climat des affaires et confiance des consommateurs



Source : ISAE

La vigueur des exportations s'ajoute à la baisse des importations en volume

En avril, les exportations vers les pays hors UE ont progressé de 19,5% g.a. (Russie +42,2% et Opep +36,5%).

Après la reprise du T1, les dernières statistiques du commerce extérieur témoignent de la vigueur persistante des exportations. Les ventes de l'Italie à l'étranger bénéficient à la fois du dynamisme de la demande des pays émergents et d'une conjoncture meilleure que prévu dans la zone euro. En avril, les exportations vers les pays hors UE ont progressé de 19,5% g.a. Le ralentissement des exportations à destination des États-Unis (-4,6%) continue à être compensé par la forte croissance des exportations à destination des pays producteurs de pétrole (+42,2% vers la Russie, et +36,5% vers l'Opep). Le solde commercial bénéficie également de l'atonie des importations en volume. La forte hausse des prix des matières premières affecte la demande italienne de biens importés, tirant leur valeur globale à la hausse tout en restreignant les volumes. Au T1 2008, tandis que l'indice des prix des importations augmentait de 2,1% t/t, le volume des biens et services achetés à l'étranger diminuait de 0,5%.

Ménages italiens : des budgets serrés pour faire face à des dépenses en augmentation

Au T1, la hausse de l'indice des prix à la consommation a dépassé de 0,7%

Les perspectives de la consommation des ménages restent assez fragiles en Italie. Leurs dépenses subissent la pression de plusieurs facteurs défavorables. Selon nos calculs, le pouvoir d'achat des consommateurs italiens, mesuré en termes de revenu disponible réel par tête, n'a crû que de 0,4%. Cette hausse résulte essentiellement de la progression de l'emploi (+1%). Le salaire



l'augmentation des salaires horaires.

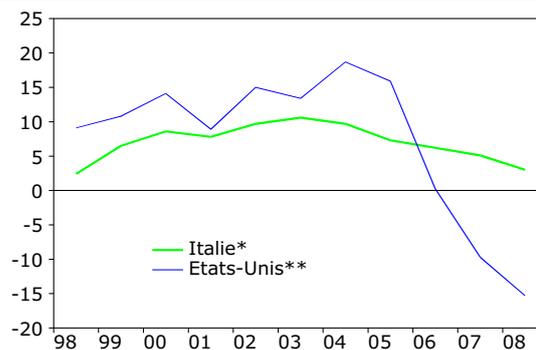
brut en équivalent temps plein a diminué de 0,1% en termes réels. Au cours des premiers mois de l'année 2008, la flambée de l'inflation, principalement tirée par la forte hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie, a entamé encore un peu plus le pouvoir d'achat des ménages. Au T1, la hausse de l'indice des prix à la consommation a dépassé de 0,7% l'augmentation des salaires horaires. Les ménages italiens sont fortement affectés par l'inflation des dépenses contraintes. Le rythme annuel de progression des prix des biens et services les plus fréquemment achetés s'est stabilisé au-dessus de 5 %.

Le PIB ne devrait pas retrouver un taux de croissance de +1% avant 2009.

Le risque de récession s'éloigne, mais le redressement n'est pas acquis

En dépit des signes de rebond que constituent la croissance globale du PIB au T1 et l'amélioration du climat des affaires et de la confiance des ménages en avril et mai, l'économie italienne, en plein ralentissement conjoncturel, ne devrait connaître qu'un répit de courte durée au cours des prochains mois. La légère embellie des perspectives de croissance sera compensée par l'évolution préoccupante de l'inflation. Le problème de la productivité n'a pas été résolu au cours des dix dernières années, et cela constitue une source supplémentaire d'effets de second tour. À la différence des autres pays européens, l'Italie souffre d'un déficit de concurrence dans le secteur des services, qu'il s'agisse de l'énergie ou des services aux collectivités.

Prix de l'immobilier résidentiel : Italie vs. Etats-Unis



Source : sources nationales.* Indice Nomisma pour 13 zones métropolitaines, prévisions 2008,** indice Case-Shiller composite 10 : valeur 2008 enregistrée en mars.

Le bon équilibre financier des ménages et l'absence de bulle immobilière constituent des facteurs favorables.

Les ménages vont rester au centre de la scène économique. Malgré l'augmentation de l'endettement - qui demeure, en tout état de cause, très bas au regard des standards internationaux - les ménages italiens continueront de se distinguer par le maintien d'un bon équilibre financier. Au regard de la décélération en douceur des prix de l'immobilier résidentiel (ils sont passés d'une hausse de 5,1% en 2007 à environ 3% g.a. en 2008) et du niveau de la dette hypothécaire (qui représente à peine plus de 15% du PIB national), la consommation des ménages italiens ne devrait pas être tellement affectée par le resserrement des conditions de crédit qui accompagnera l'évolution de la politique monétaire de la BCE au cours des prochains mois. Toutefois, les perspectives de la consommation des ménages resteront structurellement fragiles tant qu'une progression réelle et significative du revenu disponible n'aura pas eu lieu (pas avant l'année prochaine). Pour le reste de l'année 2008, l'économie italienne ne doit pas laisser échapper la possibilité de consolider l'amélioration du climat de confiance, qu'a également permis l'instauration d'un contexte politique beaucoup plus stable.

Giovanni Ajassa
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Italie : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	0,7	1,9	1,4	0,6	1,0	0,3
Demande intérieure (hors stocks)	1,2	1,4	1,3	0,3	1,0	0,1
Consommation privée	0,9	1,1	1,5	0,2	1,0	0,0
Consommation publique	1,9	0,9	1,3	0,9	1,1	0,6
FBCF	1,2	2,7	0,8	0,0	0,7	0,0
Stocks (contribution à la croissance)	-0,2	0,4	0,0	-0,1	0,0	-
Exportations	1,8	6,5	4,5	1,5	2,0	1,2
Importations	2,7	6,1	4,0	0,2	2,0	-0,9
Inflation et emploi (taux annuel)						
Prix à la consommation (IPCH)	2,2	2,2	2,0	3,6	2,5	
Inflation sous-jacente	1,9	1,6	1,8	2,4	2,3	
Salaires mensuels	3,1	2,8	2,3	3,2	2,8	
Taux de chômage (%)	7,7	6,8	6,1	5,8	5,8	
Emploi	0,7	1,9	1,0	0,4	0,6	
Activité et épargne						
Production industrielle (taux annuel)	-0,7	2,4	-0,2	0,1	0,8	
Taux d'épargne (%)	13,3	12,4	12,0	11,7	11,5	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de EUR)	0,0	-11,5	-4,0	-6,0	-5,0	
Balance courante (milliards de EUR)	-23,6	-38,5	-37,4	-40,0	-38,0	
Balance courante (% du PIB)	-1,7	-2,6	-2,4	-2,5	-2,3	

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas; * à la fin de T1 2008

Italie : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g.a	0,3	0,4	0,4	1,1	0,8	1,0
PIB, g.t	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2
Prix à la consommation, g.a. (IPCH)	3,3	3,6	4,0	3,6	2,9	2,6

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel. g.a. : glissement annuel. (1) Prévisions BNP Paribas

Italie : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables Financières					
Solde primaire (milliards de EUR)	4,3	18,6	47,5	38,4	44,7
Solde primaire (% du PIB)	0,3	1,3	3,1	2,4	2,7
Solde des administrations publiques (mds EUR)	-60,4	-49,6	-29,2	-41,6	-36,4
Solde des administrations publiques (% du PIB)	-4,2	-3,4	-1,9	-2,6	-2,2
Taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux 3 mois (%)	2,49	3,73	4,68	4,55	4,25
Rendement 10 ans Etat (%)	3,51	4,22	4,66	5,00	5,15
Spread par rapport au Bund (pb)	21	26	33	50	10

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période



Espagne

L'activité s'est nettement détériorée au T1 2008, confirmant le début d'un cycle d'ajustement douloureux pour l'économie espagnole. La dégradation des marchés du logement et du crédit se répercute à présent sur la demande intérieure. Le chômage et l'inflation augmentent désormais de manière préoccupante. Pour accompagner le ralentissement de l'économie, le gouvernement s'oriente vers une politique budgétaire expansionniste.

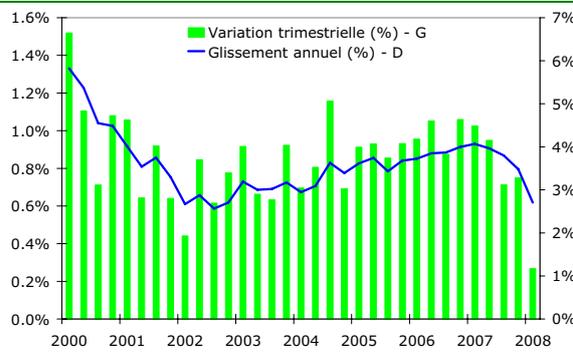
« Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel »

Ralentissement très marqué au T1 2008

Une faible progression du PIB au T1 2008.

Au T1 2008, le PIB a progressé de 0,3% t/t, soit la plus faible hausse enregistrée depuis le T3 1995. Le glissement annuel a atteint un plus bas depuis le T3 2002 avec 2,7%. La faiblesse de la demande intérieure, consommation et investissement, est à l'origine de ce ralentissement. La consommation des ménages – pénalisée par la dégradation du marché du logement, la hausse du chômage et l'inflation – n'a progressé que de 1,8%. De son côté, l'investissement total n'a crû que de 3,2%, touché par le retournement du marché de la construction et les mauvaises perspectives de l'économie. En raison d'une plus faible demande intérieure, qui a pesé sur les importations, la contribution négative du commerce extérieur à la croissance a été légèrement moins marquée qu'au trimestre précédent (de -0,4 à -0,3). Au cours des prochains trimestres, l'activité devrait continuer de se dégrader. En 2008, la croissance du PIB est attendue autour de 1,5%.

Faible croissance du PIB au T1 2008



Source : INE

Net recul de l'activité en vue

Les enquêtes anticipent une forte baisse de l'activité.

En dépit d'un léger rebond de l'indice de la production industrielle, les dernières enquêtes menées dans le secteur manufacturier indiquent un fléchissement de l'activité au cours des prochains mois. En mai 2008, le PMI manufacturier a atteint 43,8 contre 45,2 le mois précédent. Il demeure sous le seuil des 50 – supposé séparer progression et contraction de l'activité – pour le sixième mois consécutif. L'orientation à la baisse des carnets de commande indique également une poursuite du mouvement. De son côté, l'indice d'activité dans les services de l'enquête PMI est demeuré sous le seuil des 50 pour le cinquième mois consécutif (42,5). En dépit de très bons résultats dans le tourisme, les services souffrent du ralentissement général de l'économie et du retournement du marché de l'immobilier, qui touche notamment les agents et les promoteurs immobiliers.



L'immobilier et la construction au cœur du ralentissement.

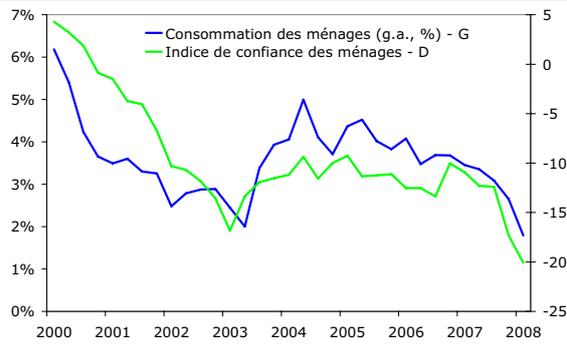
Plus largement, le retournement du marché de l'immobilier résidentiel explique en grande partie le ralentissement de l'économie espagnole : les ventes de logements ont fortement baissé, entraînant pour la première fois depuis 1997 une baisse des prix en termes réels ; le nombre de permis de construire pour les nouveaux logements a baissé de près de 50% ; l'indice de confiance dans le secteur de la construction est en chute libre depuis le début de l'année 2008 ; et les carnets de commande restent nettement orientés à la baisse. En outre, les ouvertures de crédits hypothécaires ont baissé de près de 25% en glissement annuel. L'inertie du secteur de la construction suggère un mouvement d'ajustement long. C'est pourquoi l'investissement dans la construction est attendu en net repli en 2008 (-1,8%) et en 2009 (-10,2%).

Consommation des ménages en berne

La consommation privée pourrait se contracter au T4 2008.

La consommation des ménages s'est également dégradée. Plusieurs éléments permettent d'expliquer cette évolution : la hausse du taux de chômage et la moindre progression des salaires réels ont pesé sur la demande ; l'inflation record, liée à la hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires, est venue grever le pouvoir d'achat des ménages ; le maintien de taux d'intérêts à des niveaux élevés a continué d'alourdir la charge de la dette pour les ménages, principalement endettés à taux variables ; enfin, les particuliers souffrent du resserrement des conditions d'octroi de crédit. Dans ce contexte, tout à fait logiquement, l'indice de confiance des ménages a continué de baisser, pour atteindre son plus faible niveau depuis 1993 (-31 en mai). En particulier, les anticipations de chômage ont atteint des niveaux historiquement élevés.

Confiance et consommation des ménages



Sources : INE et Commission européenne

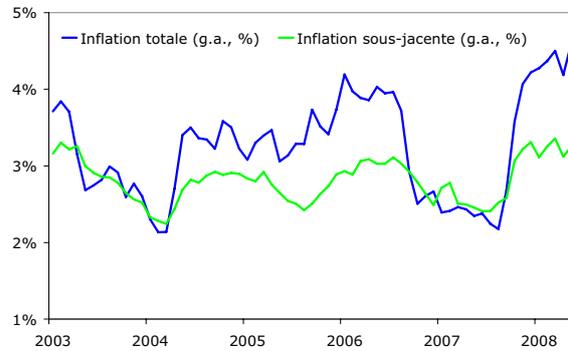
Forte détérioration du marché du travail

Le taux de chômage pourrait dépasser 10% dès 2008.

Le ralentissement de l'économie s'est traduit par une forte augmentation du nombre de demandeurs d'emploi. Le taux de chômage est passé de 8,6% au T4 2007 à 9,6% au T1 2008. Il demeure toujours plus élevé chez les femmes mais progresse plus vite chez les hommes. C'est dans le secteur des services que le nombre de chômeurs est le plus important (1,4 millions de personnes, contre 350 000 dans la construction). Mais c'est dans le secteur de la construction qu'il progresse le plus rapidement (+53% en avril, +63% en mai). Cette forte progression du chômage dans le secteur de la construction – qui représente 12% de l'emploi total – confirme l'impact significatif du retournement du marché de l'immobilier sur le marché du travail. L'augmentation du nombre de chômeurs devrait également avoir un impact négatif sur la consommation des ménages, donc sur la demande effective. C'est pourquoi le taux de chômage devrait continuer à progresser pour atteindre 10,2% en 2008 et dépasser 12,5% en 2009.



Inflation et inflation sous-jacente



Source : INE

Tensions inflationnistes préoccupantes

L'inflation pourrait baisser en fin d'année 2008.

L'inflation, mesurée selon la définition nationale, progresse à un rythme très élevé depuis le T3 2007, érodant ainsi le pouvoir d'achat des ménages. En mai, les prix à la consommation ont augmenté de 4,6% en glissement annuel, plus forte progression observée depuis plus de dix ans. Les récentes tensions sur les marchés des matières premières expliquent en grande partie ce regain d'inflation. A titre d'illustration, les prix de l'énergie et des produits alimentaires ont progressé respectivement de 10,4% et 6,9% en g.a. au mois de mai. De son côté, l'inflation sous-jacente a légèrement progressé, s'établissant à 3,3%. Cette flambée des prix pourrait néanmoins se tasser au cours des prochains trimestres. En effet, le ralentissement de l'économie, l'euro fort et la baisse attendue des prix du pétrole devraient modérer les tensions inflationnistes. L'inflation pourrait donc commencer à baisser au T4 2008, puis en 2009. Elle devrait néanmoins rester supérieure à la moyenne de la zone euro (4,6% en 2008, contre 3,6% pour la zone euro).

Marges de manoeuvre budgétaires

Le gouvernement est décidé à amortir la chute.

Dans ce moment difficile, l'Espagne peut aujourd'hui compter sur ses marges de manoeuvre budgétaires. Elle dispose en effet d'un solde budgétaire excédentaire, qui représentait 2,2% du PIB en 2007. Fort de cet excédent, le gouvernement a annoncé un plan de soutien à l'activité de 18 milliards d'euros sur deux ans, dont 10 milliards d'euros en 2008 (environ 1% du PIB). Ce plan vise à relancer la demande intérieure, en soutenant particulièrement la consommation des ménages et le secteur de la construction. Il prévoit notamment la suppression de l'impôt sur le patrimoine (1,8 milliards d'euros) et plusieurs mesures ponctuelles à destination des ménages : un allègement de l'impôt sur le revenu de 400 euros pour les retraités et les salariés, un abattement de 60 000 euros sur l'impôt sur les successions et les donations, une réduction d'impôt pour les locataires à revenus modestes notamment. Ce plan, conjugué au jeu des stabilisateurs automatiques, pourrait conduire à un déficit budgétaire supérieur à 1% du PIB en 2009, après un excédent de près de 1% en 2008. Mais ces mesures – ponctuelles pour la plupart – ne devraient pas grever la position des finances publiques à moyen-long terme.

Philippe Sabuco
philippe.sabuco@bnpparibas.com



Espagne : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	3,5	3,9	3,8	1,5	0,1	1,4
Demande intérieure (hors stocks)	5,0	4,7	4,2	1,4	-0,8	1,5
Consommation privée	4,2	3,8	3,2	0,6	-0,5	0,9
Consommation publique	4,8	4,8	5,1	6,2	8,4	3,5
FBCF	7,0	6,8	5,9	0,1	-6,6	1,4
- Construction	6,0	6,0	4,0	-1,8	-10,2	-9,8
Stocks (contribution à la croissance)	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	-
Exportations	1,5	5,1	5,3	3,0	2,3	1,6
Importations	6,9	8,3	6,6	2,4	-1,3	2,2
Inflation et emploi (taux annuel)						
Prix à la consommation (IPCH)	3,4	3,6	2,8	4,6	3,1	
Prix à la consommation, hors alim. & énergie	2,8	2,8	2,5	2,3	2,0	
Rémunérations par employé	6,1	6,7	7,1	5,1	2,3	
Taux de chômage (%)	9,2	8,5	8,3	10,2	12,6	
Emploi	3,8	3,7	3,1	0,6	-0,8	
Activité et épargne						
Production industrielle (taux annuel)	0,8	3,9	1,9	-1,5	-2,2	
Taux d'épargne (%)	10,4	10,3	10,3	10,7	10,8	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de EUR)	-77,8	-89,7	-99,0	-112,8	-104,2	
Balance courante (milliards de EUR)	-66,6	-87,7	-105,8	-118,1	-110,6	
Balance courante (% du PIB)	-7,4	-9,0	-10,1	-10,8	-9,8	

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas * A la fin de T1 2008

Espagne : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g.a.	2,7	1,9	1,1	0,4	0,1	0,0
PIB, g.t.	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH), g.a	4,5	4,6	5,1	4,2	3,6	3,3
Inflation sous-jacente (IPCH hors alim. & énergie), g.a	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	2,1

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g.t. : glissement trimestriel g.a. : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas

Espagne : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables Financières					
Solde des administrations publiques (mds EUR)	10,2	17,7	22,0	11,0	-14,6
Solde des administrations publiques (% du PIB)	1,1	1,8	2,2	1,0	-1,3
Solde primaire (mds EUR)	26,4	33,4	34,0	26,4	4,5
Solde primaire (% du PIB)	2,9	3,4	3,4	2,4	0,4
Taux d'intérêt ⁽²⁾					
Taux 3 mois (%)	2,49	3,73	4,68	4,55	4,25
Rendement 10 ans Etat (%)	3,32	4,01	4,41	4,72	5,00
Spread par rapport au Bund (pb)	2	6	8	22	25

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période



Royaume-Uni

L'activité a nettement ralenti au premier semestre 2008, principalement en raison de l'essoufflement de la demande intérieure. L'inflation a par ailleurs augmenté, obligeant la Banque d'Angleterre à renoncer à sa politique de détente monétaire. La morosité de la demande va probablement persister dans les trimestres à venir, alors que l'inflation pourrait franchir la barre de 4%. Le principal risque pour l'économie est le dérapage des anticipations inflationnistes.

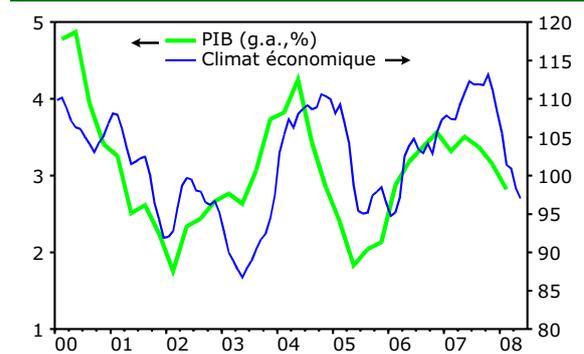
Stagflation modérée

Ralentissement de l'activité et hausse de l'inflation

La croissance marque le pas au premier semestre 2008, essentiellement en raison de la morosité du tertiaire. En revanche, les sociétés exportatrices affichent toujours le même dynamisme.

La croissance a enregistré une chute notable au premier semestre. Au premier trimestre, le PIB n'a augmenté que de 0,4% et les indicateurs conjoncturels vont dans le sens d'un nouveau tassement au second trimestre. Dans le secteur des services, l'activité s'est même contractée ces derniers mois. Les volumes d'affaires ont poursuivi leur progression dans les services professionnels et commerciaux, mais à un rythme bien plus lent que l'année dernière. Les cabinets d'avocats, comptables et consultants en management ont, néanmoins, connu une baisse de leur volume d'activité. Un fléchissement a également été enregistré dans les services à la consommation, notamment dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration ainsi que dans les loisirs. Dans l'industrie manufacturière, on observe aussi une diminution de la croissance de la production, surtout pour ce qui concerne les entreprises essentiellement tournées vers le marché intérieur. En revanche, les sociétés exportatrices affichent toujours le même dynamisme. Dans le bâtiment, les entreprises de construction d'immeubles résidentiels ont tourné bien en deçà de leurs capacités, tandis que l'activité est restée soutenue dans la construction non résidentielle.

Ralentissement de la croissance du PIB au premier semestre 2008



Sources : ONS et Commission européenne

Le tassement s'explique par la baisse de la demande intérieure alors qu'à l'exportation l'activité est toujours aussi soutenue.

Le recul de la demande intérieure est en grande partie responsable du ralentissement de l'activité. La flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires pèse sur le budget des ménages. De plus, la chute des prix dans l'immobilier résidentiel et les craintes de resserrement des conditions du crédit freinent les dépenses des particuliers. Les chiffres relatifs au secteur de la consommation indiquent une chute des ventes de biens de consommation durables. Les entreprises ont, elles aussi, mis un frein à la dépense. Les perspectives de croissance sont si incertaines que nombre d'entre elles ont différé leurs plans d'investissement. Cependant, en dehors des entreprises très endettées, peu de signes indiquent que les dépenses de biens d'équipement se soient ressenties du resserrement du crédit. En revanche, la fermeté de la demande à l'international ne se dément pas, le fléchissement des ventes aux Etats-Unis ayant été compensé par la vigueur des volumes de ventes ailleurs.

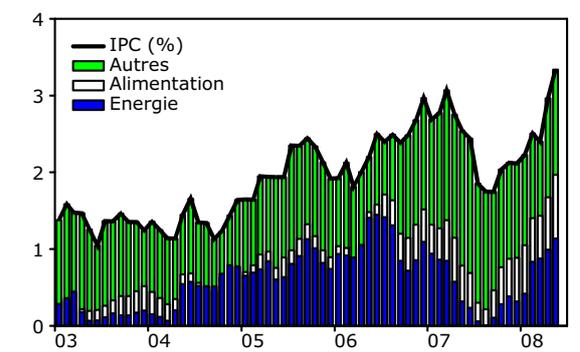
Diminution des tensions sur le marché du travail.

Le tassement de l'activité s'est soldé par un allègement des contraintes de capacités et des tensions sur le marché du travail. Les employeurs hésitent à recruter sous contrat à durée indéterminée, préférant laisser certains postes vacants ou recourir à de la main-d'œuvre temporaire. Conséquence, le chômage est sur une courbe légèrement ascendante depuis le début de l'année. Entre les mois de février et avril, le taux de chômage s'est établi à 5,3%, en hausse de 0,1% par rapport à la période de trois mois précédente. Cette détérioration semble plutôt modérée compte tenu du ralentissement de la croissance de la production. Une situation due en partie au fait que les indicateurs du marché du travail sont en décalage sur le cycle. Par ailleurs, devant la diminution des offres d'emploi, les immigrants hésitent davantage à tenter leur chance au Royaume-Uni, sans parler de la dépréciation de la livre, qui diminue l'attrait de ce pays pour les travailleurs étrangers.

Les hausses des prix de l'énergie et des denrées alimentaires ont fait grimper l'inflation à 3,3% en mai.

La croissance de la production s'essouffle dans un contexte de hausse de l'inflation. En mai, l'IPC a grimpé à 3,3%, contraignant le Gouverneur King de la BoE à adresser une lettre explicative au Chancelier. Pour le moment, l'inflation est essentiellement tirée par l'envolée des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, dont la contribution respective au taux d'inflation globale a été de 0,8% et de 1,1%. Les effets de second tour liés aux hausses salariales ont été plutôt rares jusqu'à présent. L'augmentation moyenne des salaires, hors primes, est restée remarquablement stable, autour de 3,75%.

Principal moteur de l'inflation : les hausses des prix de l'énergie et des denrées alimentaires



Source : ONS

Marge limitée de détente monétaire et budgétaire

Après avoir abaissé les taux en décembre et en février, la BoE a lancé le Special Liquidity Scheme pour améliorer la situation sur les marchés financiers.

Il y a deux mois à peine, le rebond de l'inflation semblait limité et de courte durée. De plus, on ne notait quasiment pas d'effets de second tour sur les salaires. Aussi le Comité de Politique Monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre (BoE) a-t-il lâché progressivement du lest, abaissant les taux de 25 pb en décembre et en février. Ces mesures étaient également destinées à compenser le resserrement des conditions du crédit pour les ménages et les entreprises britanniques, consécutif aux turbulences des marchés financiers mondiaux. Pour améliorer la situation des marchés financiers, la BoE a lancé en avril un dispositif spécial d'injection de liquidités (Special Liquidity Scheme) autorisant les banques à échanger des titres adossés à des actifs hypothécaires de grande qualité et autres valeurs mobilières contre des bons du Trésor britannique (voir BNP Paribas EcoWeek 08-17, 25 avril 2008).



La BoE a durci le ton en mai ; l'inflation avait en effet atteint 3% et allait probablement se maintenir à des niveaux relativement élevés pendant une longue période.

Ayant reçu un avertissement préalable du Bureau des statistiques selon lequel l'inflation avait atteint 3% en avril, le Comité a durci sensiblement le ton lors de la réunion de mai, réaffirmant sa détermination à ramener l'inflation vers l'objectif à moyen terme de la banque, soit 2%. Il a alors indiqué qu'un ralentissement de la croissance de la demande était la condition nécessaire pour remédier aux contraintes de capacités. Le ton *hawkish* ainsi utilisé par le Comité de politique monétaire (CPM) a balayé tout espoir de baisse imminente des taux et renforcé les spéculations selon lesquelles les conditions monétaires pourraient même être resserrées dans les prochains mois. Quoiqu'il en soit, les conditions monétaires sont bien plus souples que ne l'indiquent les taux d'intérêt. Depuis août 2007, le taux de change réel a perdu près de 12%, une dépréciation plus ou moins du même ordre que lorsque le sterling était sorti du SME en septembre 1992. Le coup de pouce ainsi donné par la chute du sterling équivaut à une baisse des taux d'intérêt d'environ 300 points de base.

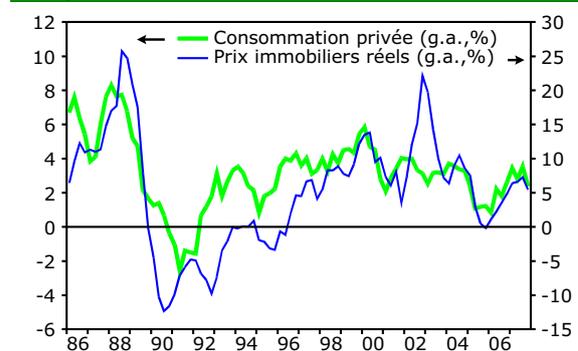
Le CPM devrait maintenir le taux directeur inchangé à 5% pendant le reste de l'année.

Les perspectives de politique monétaire sont très incertaines à ce stade. Notre scénario de base prend pour hypothèse le maintien des taux inchangés à 5% au second semestre 2008. En 2009, le CPM pourrait faire un geste de 50 pb, avec l'allègement des contraintes de capacités et des tensions inflationnistes. Cependant, compte tenu de la persistance de l'inflation, il n'est pas complètement exclu que la Banque relève les taux en 2008, en ligne avec notre scénario pour la BCE. Quoiqu'il en soit, comme l'impact négatif sur l'économie nationale risque d'excéder les effets bénéfiques venant d'une baisse de l'inflation, une telle décision reste peu probable.

Nouveau coup de pouce budgétaire en faveur des revenus modestes.

La politique budgétaire, déjà très accommodante, a été encore assouplie lorsque le Chancelier Darling a accordé une enveloppe de 2,7 milliards GBP (ou 0,2% du PIB) aux ménages aux revenus modestes, pour compenser la suppression du taux d'imposition sur le revenu de 10%. Conséquence, le déficit des administrations publiques pourrait atteindre 3,5% du PIB au cours de l'exercice actuel et se maintenir au-dessus de la barre de 3% l'année prochaine. De plus, la dette brute du secteur public n'a cessé d'augmenter pour atteindre 43% du PIB à la fin 2007. En juin, le gouvernement a reçu une sévère mise en garde de la part de la Commission européenne. Mais, contrairement aux pays de la zone euro, l'UE ne peut pas imposer de sanctions au Royaume-Uni dans le cas où le gouvernement de ce pays ignorerait ses avertissements. En tout état de cause, le Chancelier pourrait avoir à payer le prix de l'accroissement rapide du besoin de financement public, par l'augmentation des rendements des emprunts d'Etat.

Les prix des logements et la consommation sont mus par des forces similaires



Sources : ONS et DCLG



Ralentissement de la croissance en perspective

Une croissance au point mort au second semestre, les consommateurs resserrant désormais les cordons de la bourse

La croissance économique devrait être au point mort au second semestre 2008, en grande partie en raison de la poursuite du ralentissement des dépenses de consommation. La dérive persistante des prix à la consommation et le fléchissement du marché de l'emploi vont de plus en plus peser sur les dépenses des ménages, des dépenses qui seront également freinées par le resserrement des conditions de crédit.

Les prix de l'immobilier résidentiel pourraient reculer de 15 à 20% dans les deux prochaines années.

Les conditions de crédit ne vont pas aider les prix du logement à se redresser, loin de là. Ces prix devraient poursuivre leur tendance baissière dans les prochains mois. Il est bien sûr difficile de faire des prévisions concernant les prix des maisons. Cependant, une baisse de 15 à 20% au cours des deux prochaines années est tout à fait possible. Comme 5% seulement des détenteurs de biens hypothécaires ont placé moins de 20% de leur capital dans leur logement, cela devrait laisser une garantie suffisante à la plupart des ménages.

L'impact de la chute des prix de l'immobilier sur l'économie est probablement limité.

L'impact des prix des maisons sur l'activité économique est difficile à évaluer, mais il est probablement plus faible que ce l'on pense en général. Il est vrai que, la plupart du temps, les prix des maisons et la croissance de la consommation privée sont étroitement corrélés. En fait, des facteurs similaires agissent dans les deux cas, notamment les conditions du marché du travail et les perspectives de revenus. Dans les périodes de chute des prix de l'immobilier, comme dans la première moitié des années 1990, l'impact sur la consommation a été bien plus limité.

Les exportations devraient soutenir davantage la croissance après la dépréciation du sterling.

L'investissement des entreprises va aussi probablement marquer le pas dans la mesure où les perspectives de production se sont assombries et où les contraintes de capacités diminuent. De plus, les entreprises pourraient différer leurs projets d'investissement en raison du resserrement des conditions du crédit. Du fait de la dépréciation du sterling, la demande extérieure pourrait soutenir davantage la croissance. Mais les exportateurs vont probablement devenir moins compétitifs sur les marchés européens en raison de l'appréciation du sterling vis-à-vis de l'euro. Une situation qui sera, néanmoins, compensée par le raffermissement de la demande des Etats-Unis, également favorisé par la dépréciation du sterling vis-à-vis du dollar. La part des pays émergents dans les exportations totales devrait croître, compte tenu du dynamisme probable et persistant de la demande en provenance de ces régions.

L'inflation dépassera probablement la barre de 4% au second semestre 2008.

Mais en raison même de ce dynamisme, les prix des matières premières vont aussi rester relativement élevés sur la période des prévisions. De plus, l'effet modérateur de la mondialisation sur les prix intérieurs est progressivement en train de diminuer en raison de la forte inflation observée dans les pays émergents et la dépréciation de la livre, en particulier vis-à-vis du dollar. Par ailleurs, le fléchissement de l'économie nationale aura certainement un impact sur les marges bénéficiaires et sur les négociations salariales qui demeureront ainsi maîtrisées. L'inflation va probablement culminer en octobre aux environs de 4,25%, pour reculer progressivement par la suite. Elle pourrait se replier en dessous de 3% vers le milieu de l'année 2009.

Le principal risque pour l'économie est le détachement des anticipations inflationnistes.

Le détachement des anticipations inflationnistes est le principal risque pour l'économie. Vers la fin 2009, le taux d'inflation devrait toujours se situer au-dessus de l'objectif à moyen terme, fixé à 2%. Comme l'économie devrait connaître une forte décélération, les autorités monétaires ne disposent guère de marge de manœuvre. Il serait tentant d'abaisser les taux d'intérêt pour aider l'économie à sortir du bourbier actuel. Il ne semble cependant pas approprié de stimuler l'économie en encourageant les ménages à s'endetter davantage, dans la mesure où cela pourrait entraîner de plus grandes difficultés économiques par la suite.

Raymond van der Putten
raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Royaume-Uni : Prévisions économiques

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	Acquis 2008*
Composantes de la croissance (taux annuel)						
PIB	1,8	2,9	3,0	1,5	1,3	1,4
Consommation privée	1,5	2,0	3,1	1,8	0,9	2,0
Consommation publique	2,7	1,7	1,9	1,9	2,0	1,1
FBCF	1,5	7,6	6,3	0,7	1,6	0,5
Demande intérieure finale	1,6	2,8	3,7	1,2	1,2	1,4
Exportations	8,2	10,7	-4,9	1,1	1,3	0,5
Importations	7,1	9,8	-2,7	0,2	0,8	0,6
Inflation et emploi (taux annuel)						
Indice des prix de détail (RPI)	2,8	3,2	4,3	4,1	3,2	
- hors paiements intérêts hypothécaires (RPIX)	2,3	2,9	3,2	4,0	3,0	
Prix à la consommation (IPCH)	2,0	2,3	2,3	3,4	3,1	
Salaires moyens, - hors bonus %	4,0	3,7	3,6	4,0	4,1	
Emploi, %	0,9	0,8	0,7	0,9	-0,4	
Taux de chômage (%)	4,8	5,4	5,4	5,5	6,2	
Activité et épargne						
Production manufacturière (taux annuel)	-2,0	0,3	0,3	-0,2	0,2	
Production services (taux annuel)	2,9	3,7	3,7	1,9	1,6	
Taux d'épargne, %	5,6	4,8	2,9	4,5	4,8	
Commerce extérieur						
Balance commerciale (milliards de GBP)	-68,8	-77,4	-87,6	-92,5	-99,6	
Balance courante (milliards de GBP)	-31,0	-50,2	-57,8	-62,2	-66,7	
En % du PIB	-2,5	-3,8	-5,0	-5,3	-5,3	

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas

* A la fin de T1 2008

Royaume-Uni : Profils trimestriels

	T1-08	T2-08 ⁽¹⁾	T3-08 ⁽¹⁾	T4-08 ⁽¹⁾	T1-09 ⁽¹⁾	T2-09 ⁽¹⁾
PIB, g,t,	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,5
PIB, g,a,	2,5	1,8	1,2	0,6	0,5	0,9
Consommation privée, g,a,	3,0	2,2	1,2	0,9	-0,1	0,4
FBCF, g,a,	1,1	2,5	0,4	-1,3	0,6	1,1
Exportation, g,a,	1,6	0,6	0,6	1,5	1,5	1,2
Importations, g,a,	1,9	2,3	-2,1	-1,2	-0,4	0,3
Prix à la conso, g,a, (IPCH)	2,4	3,1	3,8	4,1	3,8	3,2
Taux de chômage (BIT) %	5,2	5,3	5,6	6,0	6,2	6,2

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques g,t, : glissement trimestriel g,a, : glissement annuel (1) Prévisions BNP Paribas

Royaume-Uni : Prévisions financières

	2005	2006	2007	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾
Variables financières					
Déficit public (mds de GBP)	-42,1	-32,9	-39,4	-48,3	-53,0
En % du PIB	-3,3	-2,5	-2,8	-3,3	-3,5
Change et taux d'intérêt⁽²⁾					
Taux de base	4,50	5,00	5,50	5,00	4,50
3 mois (%)	4,64	5,32	5,99	5,60	4,75
Etat 10 ans (%)	4,09	4,74	4,59	5,00	5,15
Spread/Bund (pb)	79	78	27	50	40
EUR/GBP	0,69	0,67	0,73	0,77	0,76
GBP/USD	1,72	1,96	1,98	1,88	1,71

Source : BNP Paribas, Direction des Etudes Economiques (1) Prévisions BNP Paribas (2) Fin de période

Prévisions financières

Taux d'intérêt

		Niveau au 19/06/2008	Prévisions (fin de période)		
			T2 08	T3 08	T4 08
Etats-Unis	Fed Funds (Taux objectif du Fed)	2,00	2,00	2,00	2,00
	Libor 3 mois USD	2,80	2,78	2,50	2,30
	T-Notes 10 ans	4,18	4,22	4,40	4,30
Zone euro	Taux de refinancement	4,00	4,00	4,25	4,25
	Euribor 3 mois	4,96	4,96	4,75	4,55
	Bund 10 ans	4,66	4,60	4,70	7,50
	OAT 10 ans	4,84	4,81	4,90	4,70
	BTP 10 ans	5,22	5,19	5,25	5,00
Royaume-Uni	Taux de base	5,00	5,00	5,00	5,00
	Libor 3 mois GBP	5,96	5,95	5,75	5,60
	Gilts 10 ans	5,21	5,15	5,25	5,00
Japon	Overnight call rate	0,50	0,50	0,50	0,50
	Libor 3 mois JPY	0,92	0,80	0,80	0,80
	JGB 10 ans	1,80	1,85	2,10	2,00

Taux de change

		Niveau au 19/06/2008	Prévisions (fin de période)		
			T2 08	T3 08	T4 08
USD	USD / JPY	108	105	106	107
	GBP / USD	1,97	1,99	1,88	1,88
	USD / CAD	1,01	1,03	1,06	1,12
EUR	EUR / USD	1,55	1,55	1,50	1,45
	EUR / GBP	0,79	0,78	0,80	0,77
	EUR / CHF	1,62	1,61	1,60	1,57



Données récentes sur les taux d'intérêt et de change

2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008	2008
		T4	T1	T2	T3	T4	T1	MAR	AVR	MAI

TAUX D'INTERET (*)

Etats-Unis

Taux d'escompte	5.96/6.25	5.86/4.75	6.25/6.25	6.25/6.25	6.25/6.25	5.94/5.25	5.03/4.75	3.68/2.50	3.01/2.50	2.49/2.25	2.25/2.25
Fonds fédéraux	4.96/5.17	5.05/4.25	5.25/5.25	5.25/5.25	5.25/5.25	5.18/4.75	4.53/4.25	3.22/2.25	2.64/2.25	2.24/2.00	2.00/2.00
Prime rate	7.96/8.25	8.05/7.25	8.25/8.25	8.25/8.25	8.25/8.25	8.19/7.75	7.53/7.25	6.24/5.25	5.68/5.25	5.24/5.00	5.00/5.00
Bills à 3 mois	4.84/5.00	4.46/3.39	5.03/5.02	5.11/5.02	4.86/4.81	4.43/3.80	3.49/3.25	2.09/1.34	1.26/1.34	1.30/1.35	1.77/1.91
Libor \$ à 3 mois	5.20/5.36	5.30/4.70	5.37/5.36	5.36/5.35	5.36/5.36	5.44/5.23	5.03/4.70	3.29/2.69	2.78/2.69	2.79/2.85	2.69/2.68
Notes à 2 ans	4.82/4.80	4.35/3.09	4.74/4.82	4.77/4.58	4.80/4.87	4.39/3.98	3.50/3.06	2.02/1.59	1.60/1.59	2.04/2.27	2.44/2.65
Notes à 10 ans	4.79/4.70	4.63/4.07	4.63/4.70	4.68/4.65	4.84/5.03	4.73/4.59	4.26/4.03	3.65/3.41	3.49/3.41	3.65/3.73	3.88/4.07
Bond à 30 ans	4.88/4.81	4.84/4.48	4.74/4.81	4.80/4.85	4.99/5.13	4.95/4.84	4.62/4.48	4.41/4.29	4.40/4.29	4.44/4.47	4.60/4.73

Allemagne

Eonia B.C.E	2.83/3.69	3.87/3.92	3.37/3.69	3.61/3.90	3.86/4.14	4.05/4.16	3.95/3.92	4.05/4.16	4.10/4.16	3.99/4.21	4.02/4.11
Taux marginal	3.76/4.50	4.84/5.00	4.27/4.50	4.55/4.75	4.80/5.00	5.00/5.00	5.00/5.00	5.00/5.00	5.00/5.00	5.00/5.00	5.00/5.00
Taux repo	2.76/3.50	3.84/4.00	3.27/3.50	3.55/3.75	3.80/4.00	4.00/4.00	4.00/4.00	4.00/4.00	4.00/4.00	4.00/4.00	4.00/4.00
Taux dépôt	1.76/2.50	2.84/3.00	2.27/2.50	2.55/2.75	2.80/3.00	3.00/3.00	3.00/3.00	3.00/3.00	3.00/3.00	3.00/3.00	3.00/3.00
Euribor à 3 mois	3.08/3.73	4.28/4.68	3.59/3.73	3.82/3.92	4.07/4.18	4.49/4.79	4.72/4.68	4.48/4.73	4.60/4.73	4.78/4.86	4.86/4.86
Bobl à 5 ans	3.59/3.90	4.20/4.14	3.77/3.83	4.00/3.95	4.34/4.57	4.34/4.19	4.12/4.14	3.72/3.65	3.65/3.65	4.00/4.00	4.20/4.20
Bund à 10 ans	3.78/3.92	4.23/4.35	3.77/3.96	4.01/4.06	4.35/4.56	4.36/4.34	4.22/4.32	3.94/3.90	3.81/3.90	4.06/4.12	4.22/4.46
Bund à 30 ans	4.00/4.04	4.44/4.60	3.91/4.08	4.15/4.25	4.51/4.71	4.56/4.59	4.53/4.60	4.48/4.54	4.48/4.54	4.60/4.61	4.68/4.81

Royaume-Uni

Taux de base	4.65/5.00	5.51/5.50	4.89/5.00	5.22/5.25	5.39/5.50	5.74/5.75	5.68/5.50	5.35/5.25	5.25/5.25	5.08/5.00	5.00/5.00
Interbancaire 3 mois	4.70/5.03	5.63/5.41	5.07/5.18	5.40/5.47	5.63/5.85	5.87/5.73	5.63/5.41	5.19/5.05	5.12/5.05	4.96/4.96	5.03/5.12
Libor £ à 3 mois	4.85/5.32	6.00/5.99	5.21/5.32	5.54/5.62	5.77/6.00	6.35/6.30	6.35/5.99	5.72/6.01	5.89/6.01	5.92/5.84	5.83/5.87
Gilt à 15 ans	4.45/4.67	4.94/4.60	4.54/4.67	4.78/4.86	5.12/5.33	5.09/4.99	4.79/4.60	4.59/4.59	4.54/4.59	4.78/4.85	4.96/5.14

Japon

Taux d'escompte	0.24/0.40	0.70/0.75	0.40/0.40	0.55/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75	0.75/0.75
Libor Yen à 3 mois	0.30/0.57	0.79/0.90	0.49/0.57	0.62/0.67	0.69/0.76	0.89/1.03	0.96/0.90	0.92/0.91	0.97/0.91	0.92/0.92	0.92/0.92
Bond à 10 ans	1.75/1.69	1.68/1.51	1.69/1.68	1.67/1.65	1.74/1.87	1.72/1.68	1.57/1.50	1.39/1.28	1.30/1.28	1.42/1.59	1.68/1.75

France

OAT à 10 ans	3.79/3.95	4.30/4.44	3.79/3.99	4.05/4.11	4.40/4.61	4.44/4.44	4.32/4.44	4.08/4.11	4.02/4.11	4.27/4.34	4.41/4.61
Ecart avec les Bunds	0.02/0.03	0.07/0.11	0.01/0.03	0.04/0.05	0.04/0.05	0.09/0.10	0.11/0.11	0.14/0.21	0.21/0.21	0.22/0.22	0.19/0.18

TAUX DE CHANGE (**)

EUR/USD	1,256	1,371	1,289	1,311	1,348	1,374	1,449	1,498	1,553	1,575	1,556
EUR/GBP	0,682	0,685	0,673	0,671	0,679	0,680	0,708	0,757	0,775	0,795	0,792
EUR/CHF	1,573	1,643	1,593	1,616	1,648	1,647	1,660	1,601	1,572	1,596	1,625
EUR/DKK	7,459	7,451	7,456	7,452	7,450	7,445	7,456	7,453	7,456	7,460	7,461
EUR/NOK	8,050	8,018	8,271	8,169	8,106	7,918	7,878	7,958	7,972	7,963	7,865
EUR/SEK	9,253	9,252	9,135	9,189	9,257	9,264	9,290	9,400	9,402	9,370	9,311
EUR/JPY	146,0	161,2	151,7	156,4	162,9	161,9	163,8	157,8	156,6	161,6	162,3
USD/CAD	1,134	1,074	1,139	1,171	1,098	1,046	0,981	1,004	1,003	1,013	1,000
AUD/USD	0,753	0,839	0,770	0,786	0,831	0,848	0,889	0,905	0,922	0,931	0,950
GBP/USD	1,844	2,001	1,916	1,955	1,986	2,021	2,044	1,978	2,001	1,981	1,966
USD/JPY	116,3	117,8	117,7	119,4	120,8	117,8	113,1	105,4	100,8	102,7	104,4

(*) moyenne et fin de période

(**) moyenne sur la période

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-Loïc 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 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

Direction des Etudes Economiques
Banque de Financement et d'Investissement
16, boulevard des Italiens, 75009 Paris
<http://economic-research.bnpparibas.com>

