

L'UEM priée de serrer les rangs

Jean-Luc Proutat

L'Union économique et monétaire (UEM) surmontera ses difficultés avec du temps et de la solidarité entre les Etats. Il n'y a pas d'alternative. Prôné par certains, le retour aux monnaies nationales, non seulement ne résoudrait rien, mais aggraverait les problèmes. Une façon de s'en convaincre est de lire ou relire le grand historien des crises qu'est Charles Kindleberger [3]¹. Ses travaux ont montré comment, dans les années 1930, la défense des intérêts de chacun avait entraîné la Grande Dépression pour tous. Consciemment ou non, ils ont inspiré ceux qui, depuis la faillite de *Lehman Brothers*, ont œuvré en faveur d'une coopération monétaire et financière renforcée.

Si l'économie mondiale s'est redressée en 2010 et offre des perspectives honorables pour 2011, c'est en partie parce que le multilatéralisme a fonctionné, notamment au travers des institutions de Bretton Woods. On peut se souvenir que, portés à 1 100 milliards de dollars, les moyens du Fonds monétaire international (FMI) ont été triplés lors du « G20 » de Londres d'avril 2009. De quoi agir en coupe-circuit efficace. En assurant avec l'Union européenne la continuité des paiements de certains pays d'Europe de l'Est, le FMI a par exemple évité des difficultés supplémentaires pour les créanciers de l'Ouest les plus engagés sur la zone.

Loin de se livrer à une quelconque guerre des monnaies, les grandes banques centrales de la planète ont coopéré. Elles ont noué entre elles des accords de swap et ainsi pu fournir de la liquidité aux marchés là où des coupures menaçaient. Mal armée face à la crise, l'Union économique et monétaire a néanmoins tenu. Son mérite est d'avoir empêché les dévaluations en série, donc l'envenimement des conflits de voisinage. Comme l'ont montré les crises grecque et irlandaise, son avenir passe par le renforcement de sa gouvernance comme de ses moyens financiers. Une course à étape entamée en 2010 et qui se poursuivra en 2011.

Dispersée avant la crise...

En 2008, c'est une zone euro fragile car dispersée qui est entrée dans la crise. Dans l'esprit de ses promoteurs, elle devait être cimentée par un fédéralisme budgétaire. Or on sait qu'il n'en fut rien. Depuis plus de dix ans qu'existe la monnaie unique, les politiques fiscales n'ont pas été

harmonisées et ont même pu se faire concurrence. La dispersion des taux de prélèvement obligatoire est restée *grasso modo* la même (graphique 1). En dépit des critères édictés à Maastricht, les États ont piloté leurs comptes avec une relative liberté, certains obtenant des améliorations structurelles, d'autres pas. Les finances publiques ont ainsi pu diverger. Quant au budget de l'Union européenne, il est resté limité dans sa taille (à peine plus de 1% du PIB communautaire) comme dans ses attributions (il reste pour beaucoup dévolu à la politique agricole commune).

Aussi la zone euro ne dispose-t-elle pas à l'origine de véritables amortisseurs lui permettant d'encaisser les chocs. Selon le vocable consacré par l'économiste Robert Mundell, elle n'est pas optimale [5]. Si l'un de ses membres connaît une crise et que sa main-d'œuvre peine à s'employer ailleurs que chez elle, il lui est difficile d'en sortir. La dévaluation n'est pas possible, et la chute des rentrées fiscales n'est pas compensée par le maintien des recettes en provenance de voisins mieux lotis. Le filet de protection qui, dans un système fédéral, est tendu par les régions riches au bénéfice de celles qui le sont moins, n'est pas aussi solide. Lorsque le maillon le plus faible de la chaîne est soumis à des tensions, il peut casser.

Monnaie unique, destins multiples

On retrouve ici l'idée selon laquelle la constitution d'une union monétaire n'est pas, à elle seule, un gage de cohésion. Pour certains économistes comme Paul Krugman, un espace économiquement et financièrement intégré n'évolue pas spontanément vers une convergence de ses membres mais, au contraire, vers leur spécialisation. Le capital s'y déplace facilement et au moindre coût ; il alimente la constitution de pôles régionaux de compétitivité, dont le principal moteur est la recherche d'économies d'échelle [4].

Depuis sa création jusqu'à son entrée dans la crise, l'UEM a bien divergé selon la théorie de Krugman, y compris sur le terrain des spécialisations. De 1998 à 2008, certains pays, comme l'Allemagne, l'Autriche ou les Pays-Bas, ont maintenu, voire renforcé, leur base industrielle. D'autres, comme la France, la Belgique, l'Italie, ou l'Espagne, l'ont vu fondre, au profit d'activités telles que les services aux entreprises, les services financiers ou encore l'immobilier².

Les positions concurrentielles ont fait le grand écart. Toujours de 1998 à 2008 et d'après l'OCDE, les coûts salariaux unitaires de l'Allemagne (ce qu'un employé « coûte » en salaire et cotisations rapporté à ce qu'il produit) ont pu baisser de presque 10%, lorsque ceux de l'Italie ou de l'Espagne augmentaient de 30% à 35% (graphique 2). Le renchérissement relatif aurait donc été de quelque 40%.

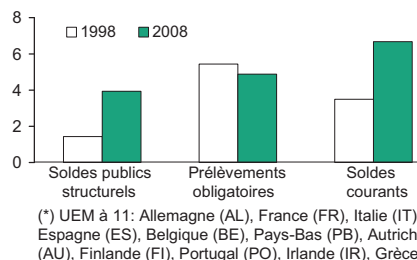
Ces divergences transparaissent aussi dans les chiffres du commerce extérieur, beaucoup plus dispersés en 2008 qu'avant l'arrivée de la monnaie unique (graphique 1). Ainsi l'Allemagne aborde-t-elle la crise avec un excédent courant record de 6,7% du PIB, lorsqu'aux antipodes la Grèce, le Portugal et l'Espagne affichent des déficits respectifs de 14,6%, 11,6%, et 9,7% du PIB. Loin d'être accidentels, ces écarts se sont creusés année après année. Il n'est donc pas inexact d'affirmer que, durant la majeure partie de son existence, l'UEM a manifesté des besoins de financement récurrents au Sud auxquels ont répondu les excédents d'épargne du Nord. Le groupe des trois pays précités enregistre, par exemple, ses plus importants déficits vis-à-vis de l'Allemagne ; il est aussi celui dont la position extérieure nette (le solde des avoirs et engagements vis-à-vis du reste du monde) s'est la plus détériorée : débitrice, elle s'est creusée en moyenne de 38 points de PIB en Espagne, au Portugal et en Grèce, durant la période d'expansion de 2003-2008.

L'Irlande est un cas particulier, qui a vu le gonflement de sa dette extérieure longtemps compensé par la valorisation de ses avoirs détenus auprès du reste du monde. C'est l'effondrement de la valeur de ces derniers qui, à partir de 2008, a révélé la fragilité financière de l'Ile et de ses banques.

... priée de coopérer depuis

Si les Etats membres de la zone euro ont pu diverger de la sorte tout en étant signataires du Pacte de stabilité et de croissance, ce n'est pas seulement en raison des libertés prises avec ce dernier. Les critères définis à Maastricht furent inopérants parce qu'ils supposaient que la cloison resterait étanche entre les problématiques de dettes publiques, auxquels ils répondaient, et privées, qu'ils ignoraient. La porosité des frontières fut révélée par la crise. Juste avant que celle-ci n'éclate, l'Irlande et l'Espagne faisaient encore figure de bons élèves ; leurs comptes budgétaires étaient excédentaires et leurs dettes publiques contenues, à respectivement 29% et 42% du PIB en 2007. Trois ans plus tard, les dommages collatéraux causés par l'explosion des bulles immobilières ont

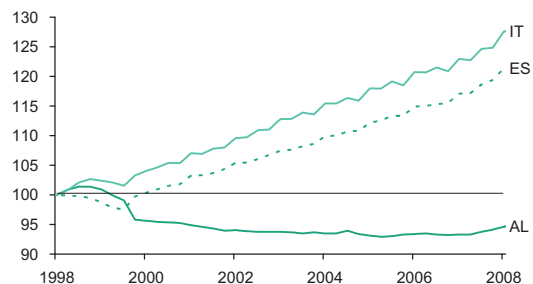
Eloignés dans l'Union Ecart-types en points de PIB, Etats membres de l'UEM (*)



Graphique 1

Sources : Eurostat, BNP Paribas

Creusement des écarts de compétitivité Coûts salariaux unitaires, 1998=100 (manufacturiers)



Graphique 2

Sources : OCDE, BNP Paribas

transformé la donne. Les États irlandais et espagnols accusent des déficits considérables (respectivement 32,3% et 9,2% du PIB en 2010) et payent des primes de risque élevées pour se financer sur les marchés. La discrimination pratiquée par ces derniers n'obéit finalement pas tant à l'origine publique ou privée des dettes qu'à leur dérive passée. Ceux qui, aujourd'hui dans l'UEM, se financent avec le plus de difficulté, sont souvent les mêmes qui, des années durant, ont aligné des déficits non pas publics mais courants (graphique 3).

Sous la pression des marchés

Au même titre que les agences de notation, les investisseurs peuvent sans doute être critiqués pour leur versatilité. Eux qui, jusqu'en 2007, finançaient la Grèce peu ou prou au même coût que l'Allemagne, considèrent aujourd'hui que les dettes italiennes ou belges sont plus risquées que celle du Kazakhstan³. Les primes de financement des États membres de l'UEM intègrent à l'évidence une composante spéculative. Elles ont un

caractère auto-réalisateur dans la mesure où elles contribuent à accroître les difficultés qu'elles anticipent.

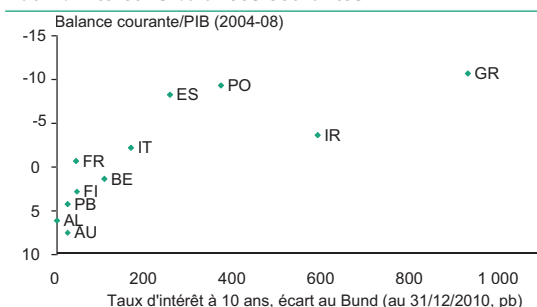
Il n'empêche, leur apparition courant 2008 puis leur écartement en 2009-2010 auront forcé l'Union à rechercher la cohésion qui lui manquait. Des positions qui semblaient inconciliables se sont rapprochées. Partant d'une feuille blanche, les Seize sont parvenus à une ébauche de gouvernance. Confrontée pour la première fois en 2010 au risque de défaillance de deux de ses membres (la Grèce et l'Irlande) l'Union a dû inventer des solutions. Le 9 mai, les Seize ont constitué une structure de financement *ad hoc* pouvant mobiliser jusqu'à 440 milliards d'euros. C'est le Fonds européen de Stabilité financière (FESF) dont les ressources - des titres de dette émis sur les marchés - sont garanties par les États au *pro rata* de leur participation au capital de la BCE. L'UE a, par ailleurs, mis à la disposition de ses 27 membres une facilité de prêt pouvant atteindre 60 milliards d'euros. Le FMI complète le dispositif pour moitié des engagements européens. Ce sont donc 750 milliards d'euros qui sont mis à la disposition des États, moins en réalité si l'on considère que ceux qui reçoivent ne contribuent pas.

Du FESF au MES

Cet arsenal communautaire aurait dû se limiter à une forme de présence rassurante pour les marchés. Il n'était prévu ni pour durer, ni même pour fonctionner aux yeux de l'Allemagne, très réticente à l'accepter. La première puissance européenne est, en effet, la plus susceptible de payer pour les autres. Son engagement de garanties auprès du FESF atteint 119 milliards d'euros (27% de l'enveloppe). Avec la France, elle cautionne près de la moitié des sommes susceptibles d'être levées dans le cadre d'une assistance aux autres membres de l'UEM. Vus d'outre-Rhin, où la maîtrise des finances publiques est inscrite dans la Constitution, les plans de soutien valent tant que l'on ne s'en sert pas, le meilleur moyen de s'en passer étant de faire des économies.

Las ! La crise ayant rattrapé l'Irlande dans le courant de l'automne 2010 et menaçant désormais le Portugal, la solidarité entre États a pris un tour concret. La date du 28 novembre 2010 aura ainsi marqué une étape. Elle ne restera pas seulement celle du déclenchement de l'aide à l'Irlande (encadré 1). Elle institue aussi le mécanisme européen de résolution des crises (ou de stabilité, MES) qui se substituera au FESF à expiration de ce dernier, en juillet 2013. Le MES introduit deux petites révolutions.

Le prix des déficits Taux d'intérêt vs balances courantes



Graphique 3

Sources : FMI, Thomson Reuters, BNP Paribas

Encadré 1 : l'aide à l'Irlande ou le début de la coopération en Europe

Le 28 novembre 2010, un plan d'aide à l'Irlande de 85 milliards d'euros était décidé par l'Union européenne. Sur cette enveloppe, 17,5 milliards d'euros proviennent de l'Irlande elle-même, qui mobilisera son fonds de réserve des retraites. L'aide extérieure est donc en réalité de 67,5 milliards : 22,5 milliards proviendront de la facilité de prêt mobilisable auprès de la Commission, 17,7 milliards du FESF, 4,8 milliards de financements bilatéraux de la Suède, du Danemark et du Royaume-Uni, qui fournit l'essentiel (3,8 milliards). Le FMI complète le dispositif par un prêt de 22,5 milliards à rembourser au bout d'une période de dix ans mais assorti d'un moratoire de 4 ans et demi durant lesquels l'Irlande pourra différer ses paiements. Le taux d'intérêt moyen du prêt est évalué à 5,8% par le gouvernement irlandais, pour une maturité moyenne de 7,5 ans. Sur les 85 milliards d'euros mobilisés, 50 milliards sont affectés aux besoins budgétaires, 35 milliards au soutien du système bancaire. Enfin, l'île a bénéficié d'un délai supplémentaire d'un an pour ramener son déficit de 32% du PIB en 2010 à moins de 3% du PIB en 2015. Elle a été autorisée à maintenir inchangé le taux de l'impôt sur les sociétés (12,5%). La Grèce a aussi bénéficié du pragmatisme européen, en obtenant un nouveau report de deux ans pour le remboursement du prêt de 110 milliards d'euros qui lui fut octroyé en mai 2010. Le FESF fonctionnera dès le début d'année 2011 où il est prévu qu'il fasse appel aux marchés. Une première tranche de prêt de 17,5 milliards d'euros devrait être débloquée pour l'Irlande en janvier. La facilité de prêt de l'UE devrait également être activée.

Source : BNPP, EcoWeek n°47
T. Mercier, C. Newhouse-Cohen

Il est d'abord pérenne, c'est-à-dire qu'il consacre le principe, jusqu'alors exclu par les traités, d'assistance financière mutuelle au sein de l'Union. Le MES aura la même dotation en capital que le FESF et octroiera des crédits selon le même degré d'exigence que ce dernier.

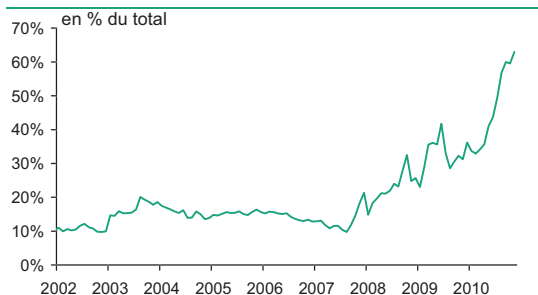
Il associe ensuite le secteur privé. Il est ainsi prévu que, lorsque le MES sera opérationnel, les obligations nouvellement émises par les Etats de l'UEM comportent des « clauses d'action collective ». Il s'agit, en clair, de reconnaître à un pays dont la dette publique est engagée sur une trajectoire insoutenable la possibilité d'en renégocier les termes avec une majorité de créanciers. L'activation des clauses d'action collective ne sera pas automatique - par exemple en cas de retard de paiement - mais décidée « au cas par cas ».

Du MES aux « eurobonds » ?

L'intégration européenne n'a jamais été un long fleuve tranquille, et c'est souvent dans les crises que les avancées le plus significatives furent obtenues. En quelques mois, l'UEM a considérablement renforcé les outils de sa stabilité financière ; la solidarité entre Etats est allée au-delà des mots, les risques ont commencé d'être mutualisés. La BCE a d'ailleurs beaucoup œuvré en ce sens. Son programme d'achats de dette publique est monté en puissance en 2010 ; au 31 décembre, elle détenait à son bilan 73,8 milliards d'euros d'obligations d'Etat. Le détail n'est pas communiqué, mais on peut supposer qu'il s'agit pour l'essentiel de titres émis par la Grèce, l'Irlande, le Portugal et, dans une moindre mesure, l'Espagne. Ces quatre pays sont aussi ceux dont les banques peinent le plus à se refinancer sur les marchés. Elles dépendent, par conséquent, beaucoup du soutien de la banque centrale. D'après nos calculs, l'encours des prêts de la BCE aux banques de l'UEM est à 63% concentré sur celles de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne et de la Grèce (graphique 4). Le degré d'engagement est élevé, car sans commune mesure avec la taille économique de ces pays (16% du PIB de la zone euro). Il recouvre aussi un risque de crédit accru, qui conduit la BCE à doubler la taille de son capital. Le 16 décembre 2010, l'Institution a annoncé qu'elle porterait ce dernier de 5,76 à 10,76 milliards d'euros.

Les efforts conjoints des gouvernements et de la banque centrale ont tout juste permis de stabiliser les primes de risque associées aux dettes souveraines. Au moment de basculer en 2011, les CDS (*credit default swaps*) à 5 ans de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne cotaient encore respectivement 977, 544,

La BCE s'expose à la périphérie : encours des prêts aux banques d'Irlande, de Grèce, du Portugal et d'Espagne



Graphique 4

Source : BNP Paribas, calculs C. De Lucia

420 et 285 points de base (pb), soit des niveaux toujours très élevés.

La taille des dettes nationales, l'éventualité qu'elles soient renégociées, l'effort considérable de comblement des déficits qu'implique leur stabilisation entretiennent le doute, donc les primes. Or le surcoût de financement des pays les plus fragiles entrave leur croissance, donc les ajustements budgétaires. Pour en sortir, il faudrait réduire les « spreads » et pouvoir aller plus loin dans le principe de mutualisation. Certes, la BCE a toujours la possibilité d'acheter d'avantage de titres dans le cadre de son SMP (*Securities Markets Programme*). Mais, ce faisant, elle s'éloignerait encore un peu plus des limites de son mandat, qui s'arrêtent à la stabilité des prix. Sa charge pourrait être partagée par un FESF (ou, plus tard, un MES) aux moyens financiers accrus, une option défendue à Francfort. Dans le même esprit, l'Allemagne a proposé de constituer, à côté de la BCE, un « Fonds de stabilité et d'investissement dans la croissance » qui aurait précisément pour fonction de racheter la dette des Etats en difficulté, moyennant toutefois des exigences de garanties très importantes.

Reste enfin l'idée que chacun puisse émettre des « eurobonds », défendue au sein de l'Eurogroupe par son président J.C. Juncker mais qui rencontre l'hostilité du couple franco-allemand. La proposition se rapproche de celle visant à scinder les dettes souveraines en une partie « bleue », mutualisée et portant un faible taux d'intérêt, et « rouge », plus risquée car assumée par les seuls Etats [2]. Elle se heurte, toutefois, à la dissémination du paysage fiscal en Europe, l'argument étant qu'il est difficile de plaider l'unicité des charges lorsqu'il y a disparité des recettes. Elle rencontre aussi des obstacles techniques (règles de partage, définition des quotas d'émission) et institutionnels (modification des traités).

Conclusion

Si la coopération financière progresse dans l'UEM, les Etats les plus fragiles auront aussi besoin de temps pour s'ajuster. Il n'y a pas d'exemple de retour à des ratios d'endettement « soutenables » qui n'ait réclamé plusieurs années : onze pour le Canada, qui a ramené sa dette publique de 102% à 65% du PIB de 1996 à 2007, et encore au bénéfice d'une expansion rapide de son activité (3,3% par an en moyenne). Les pays du Sud de l'UEM, à qui l'on prête un potentiel de croissance plutôt faible, mettront plus longtemps.

Quant à l'hypothèse d'éclatement de l'UEM, le président de la BCE, J.C. Trichet, la qualifie volontiers « d'absurde ». Il n'a pas tort. D'abord parce que, techniquement, recréer une monnaie dissoute dans la constitution de l'euro est difficile à concevoir. A quelle échéance ? Selon quelle modalité ? A quel cours ? On imagine sans peine que, compte tenu des divergences de positions concurrentielles évoquées précédemment, un retour aux monnaies nationales irait de pair avec des ajustements brutaux de parités. L'Irlande, la Grèce, le Portugal, l'Espagne ou encore l'Italie dévalueraient, ce qui aurait pour conséquence de rendre insupportable le service de leur dette constituée en euro. Compte tenu de la réapparition du risque de change, les banques de ces pays subiraient des retraits de capitaux, les refinancements auprès du reste du monde seraient assortis de taux d'intérêt prohibitifs. Il y aurait défaut, et les créanciers des pays du Nord n'auraient rien à y gagner. L'entente entre débiteurs et créanciers n'est finalement pas une option mais un impératif, l'encadré 2 fournissant un exemple de ce qui peut se produire lorsqu'elle vient à faire défaut.

En 2011 et au-delà, la résolution de la crise européenne des dettes souveraines passera par leur gestion solidaire.

Encadré 2 : 1931 ou des conséquences d'une vraie guerre des monnaies

A la fin des années 1920, celle qui, en Europe, accumule les excédents n'est pas l'Allemagne mais la France. Pas seulement parce que l'une reçoit de l'autre des réparations de guerre. L'Hexagone tire aussi parti de la sous-évaluation du franc « Poincaré », notamment vis-à-vis de la livre sterling et de la lire, et aligne les surplus commerciaux. L'or afflue, et c'est en position de force que Paris négocie, souvent âprement, l'aide aux premiers « maillons faibles » rattrapés par la crise : l'Autriche et surtout l'Allemagne, qui honore bon an mal an ses paiements internationaux grâce à des prêts américains à court terme. Le début du chaos en Europe est associé à l'abandon de la Kreditanstalt, banque autrichienne de taille systémique, dont la faillite en mai 1931 entraîne celle des établissements qui lui sont liés, notamment la Danatbank en Allemagne. Le départ d'une course au rapatriement des capitaux est donné, qui emportera les monnaies des pays à fort besoin de financements extérieurs : dès juillet 1931, le Reichmark n'est plus convertible ; la livre sterling sera dévaluée en septembre 1931 et, dans son sillage, plus d'une vingtaine de devises de nations économiquement proches de l'Angleterre (celles du Commonwealth bien sûr, mais aussi de Scandinavie, d'Europe orientale, etc.). Kindleberger note que les pays qui, comme la France, ne dévaluent pas en 1931, subissent une appréciation de leur monnaie d'environ 40%. Des politiques déflationnistes se mettent en place en même temps que s'érigent des barrières protectionnistes. De 1930 à 1936, le PIB de la France se contracte de 15% ; les effectifs et la production de l'industrie manufacturière chutent d'un quart ; le nombre de chômeurs, insignifiant en 1929, atteint le demi-million au milieu des années 1930. Dans son *Histoire économique de la France*, J. C. Asselain [1] indique que, si la France est entrée relativement tard dans la crise, elle l'a vécue plus durement et a eu plus de mal à en sortir que d'autres.

Achévé de rédiger le 5 janvier 2011
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Références

- [1] Asselain J-C. (1984) : *Histoire économique de la France*, Point Histoire
- [2] Bruegel Institute (2010) : *The Blue Bond Proposal*, Policy Briefs, Mai
- [3] Kindelberger C.P. (1986) : *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press
- [4] Krugman P. (1979) : *Increasing returns, monopolistic competition, and international trade*, Journal of International Economics, vol.9
- [5] Mundell R. (1961) *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Vol. 51, No. 4

Notes

¹ Les chiffres en crochets renvoient aux références.

² Selon Eurostat, le poids de l'industrie dans le PIB de l'Allemagne reste constant entre 1998 (25,3%) et 2008 (25,6%). Il recule en France sur la même période, de 18,4% à 13,8% du PIB, alors que les activités de services financiers et aux entreprises se développent (de 29,5% à 33,6% du PIB). La désindustrialisation de l'Espagne est comparable mais elle s'accompagne d'un essor beaucoup plus spectaculaire de l'immobilier : 7,3% en 1998, 11,8% en 2008, ce qui est le poids le plus élevé au sein de la zone euro.

³ Selon la hiérarchie des CDS (Credit Default Swap) à 5 ans sur la dette des États au 30/12/2010. Source : Markitt.

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef économiste - Economies OCDE	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Jean-Luc PROUTAT Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique	01.58.16.73.32	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE, IRLANDE Thiault MERCIER	01.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Sonia MATTIO	01.40.14.97.06	sonia.mattio@bnpparibas.com
Laurent NAHMIAS	01.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com
Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	philippe.sabuco@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Adjoint	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie		
ASIE Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Christine PELTIER	01.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE	01.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Valérie PERRACINO-GUERIN	01.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques		
Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com



Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

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

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

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

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

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

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise 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 (2011). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Janvier 2011 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas

