

Vue d'ensemble

Page 5

D'ici la fin de l'année, nouveau resserrement monétaire dans la zone euro, *statu quo* aux Etats-Unis

Focus 1

Page 6

France : les IDE entrants, reflets ambigus de l'attractivité du territoire

L'analyse des flux d'investissements directs en France relativise l'interprétation positive qu'on en tire généralement concernant l'attractivité du territoire. Le dynamisme des IDE entrant en France provient, pour une part importante, des prêts et placements aux filiales de multinationales. Cela est surtout la conséquence du niveau élevé de la fiscalité des entreprises - un signal plutôt négatif pour la compétitivité du site France. A l'instar de l'Allemagne, la France devrait être amenée à revoir sa stratégie fiscale assez rapidement.

Focus 2

Page 9

Prix de l'immobilier résidentiel en France, en Espagne et aux Etats-Unis : une approche par l'évaluation des prix d'actifs

Depuis la fin des années 1990, les prix de l'immobilier résidentiel ont fortement augmenté dans la plupart des pays occidentaux. Une formule d'évaluation des prix d'actifs est appliquée à l'immobilier résidentiel en Espagne, aux Etats-Unis et en France. L'Espagne et la France présentent les surévaluations les plus marquées. La surévaluation modérée aux Etats-Unis cache d'importants contrastes régionaux. Nous privilégions la thèse d'un atterrissage en douceur, mais l'Espagne semble plus exposée au risque d'un ajustement sévère.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Page 13

Editorial

France : dichotomie dans l'évolution des profits

La hausse des profits retient l'attention des médias de façon récurrente, la lecture qu'ils en font est souvent biaisée. De fait, si la progression des profits enregistrés par les entreprises cotées (Graphique 1, page 2) témoigne de bonnes performances -pour une part réalisées à l'étranger-, il n'en va pas de même au plan macroéconomique.

Par rapport au début de la décennie, le ratio des profits au PIB a diminué de façon sensible (Graphique 2, page 2), il en est allé de même pour le taux d'autofinancement (Graphique 3, page 2). Contrairement à ce que l'on a pu observer chez plusieurs de nos grands partenaires, le partage de la valeur ajoutée ne s'est pas déformé en faveur des entreprises. Le taux de marge (ratio Excédent brut d'exploitation/Valeur ajoutée) est quasi stable, bien plus, une proportion croissante de l'EBE a été consacrée au paiement de l'impôt sur les sociétés, conséquence des profits réalisés hors des frontières, ceci au détriment de l'autofinancement (Graphiques 4, page 2 et 5, page 3).

Editorial (suite)

France : dichotomie dans l'évolution des profits

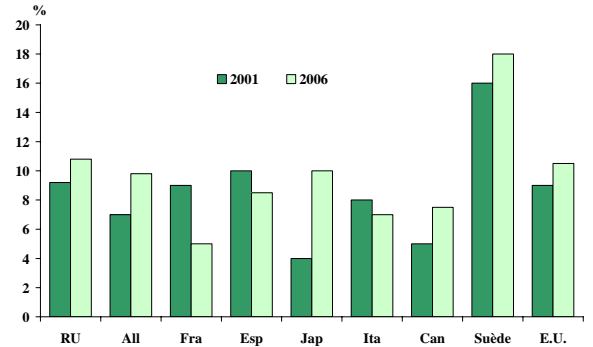
Plusieurs éléments expliquent cette évolution.

Le « pricing power » dont disposent les entreprises est limité par la concurrence extérieure comme en témoignent les déflateurs du commerce extérieur (prix à l'importation et à l'exportation, Graphiques 6 et 7) et les pertes de parts de marché (Graphique 8).

Ensuite, à cette faiblesse du « pricing power », liée à une spécialisation productive défavorable, s'ajoute une poussée des rémunérations dépassant les gains de productivité, et cela en dépit d'un chômage qui reste élevé. Cela renvoie, d'une part, aux ajustements rapides des bas salaires liés aux relèvements du SMIC (Graphique 9) et, d'autre part, à la présence de pénuries de main-d'œuvre. Le ministère du Travail (DARES) fait état, à cet égard, de ratios des nouvelles offres aux nouvelles demandes d'emploi atteignant, fin 2006, 1,03 dans les secteurs de l'hôtellerie restauration, 1,05 dans la construction électrique, 0,94 dans la maintenance, 0,83 dans la mécanique, et 0,79 dans la santé...

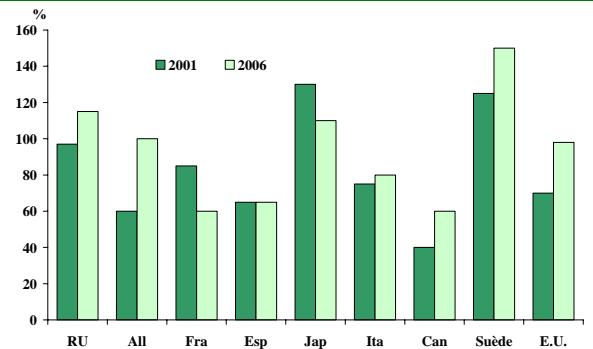
Il en résulte une progression des coûts salariaux unitaires à un rythme à peine suivi par le prix du PIB (Graphique 10), une configuration qui n'a, bien entendu, guère favorisé les profits dégagés par l'activité domestique.

Graphique 2 : Profits des sociétés en % du PIB



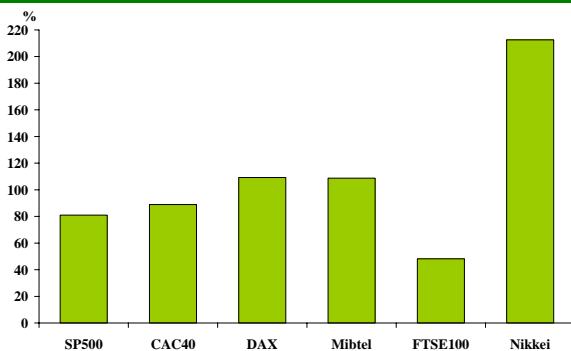
Sources : nationales

Graphique 3 : Taux d'autofinancement des sociétés



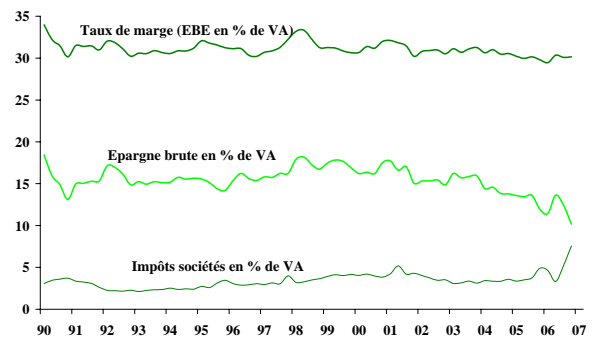
Sources : nationales

Graphique 1 : Croissance du bénéfice par action, cumul 2002-2006



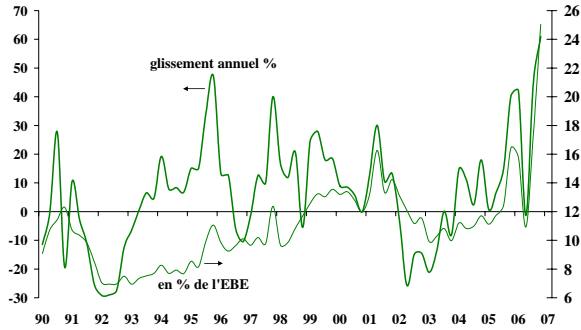
Sources : nationales

Graphique 4 : Comptes des sociétés non financières



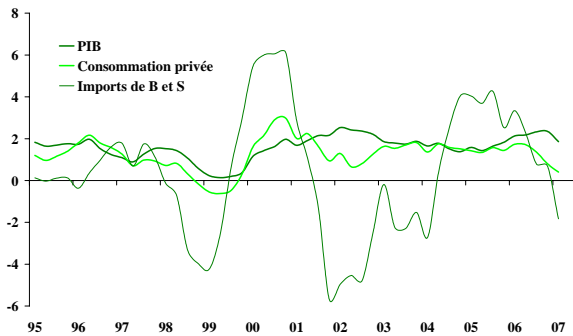
Source : INSEE

Graphique 5 : Impôts sur les sociétés non financières



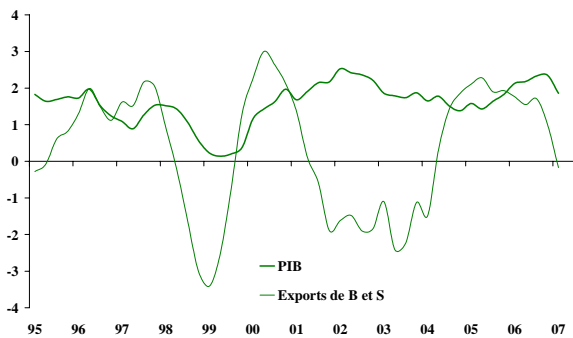
Source : INSEE

Graphique 6 : Déflateurs, glissement annuel %



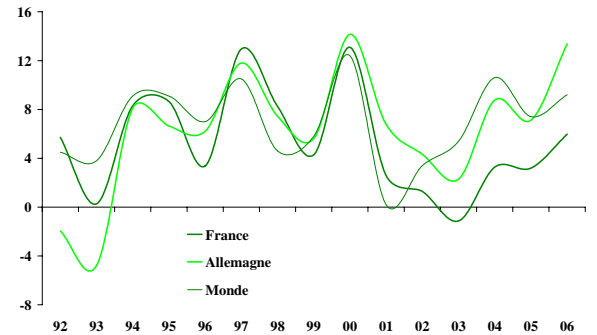
Source : INSEE

Graphique 7 : Déflateurs, glissement annuel %



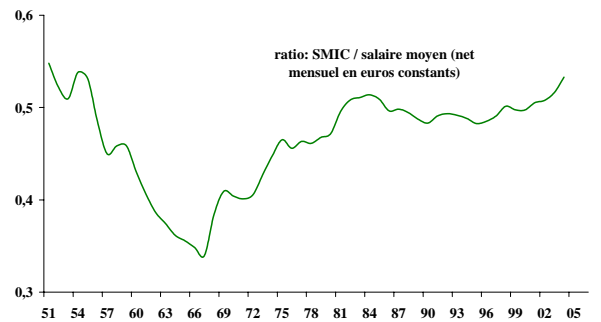
Source : INSEE

Graphique 8 : Exports de biens et services, volume, glissement annuel %



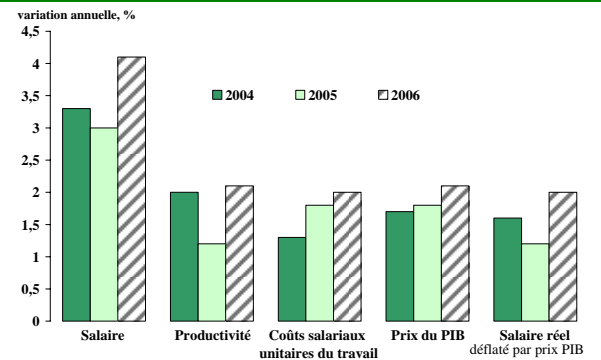
Sources : INSEE, Buba, FMI

Graphique 9 : SMIC / salaire moyen



Source : INSEE

Graphique 10 : Salaires, prix et productivité



Sources : INSEE, OCDE

Philippe d'Arvisenet

Nos articles les plus récents

| | | | | |
|--------------|----------------------|-------|---|---|
| JUIN | 1 ^{er} juin | 07-20 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | Croissance potentielle en France Shanghai : Acte 1, Scène II BCE : après le 6 juin, quelle politique monétaire ? Turquie : retour des tensions politiques : quel impact pour l'économie ? |
| MAI | 25 mai | 07-19 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | La croissance potentielle, les gains de productivité et l'innovation La forte reprise économique a bénéficié aux comptes publics de la zone euro Royaume-Uni : les dix ans du Comité de Politique Monétaire Augmentation rapide de la dette extérieure russe : faut-il s'alarmer ? |
| | 11 mai | 07-18 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | Agenda chargé pour le nouveau président BoE, Fed, BCE : une « relance », deux passent France : premiers tests pour la "rupture tranquille" BCE : le <i>refi</i> à 4% en juin |
| AVRIL | 27 avril | 07-17 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | Etats-Unis : croissance potentielle et mobilisation du travail L'Allemagne reste la locomotive de la zone euro La structure financière des sociétés italiennes : loin de Modigliani-Miller ? Ukraine : bonnes performances économiques en dépit des difficultés |
| | 20 avril | 07-15 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | BCE : data driven Euro et sterling soutenus par des anticipations de hausse de taux L'appréciation du yuan devrait rester modérée Fonds de garantie des retraites : une assurance limitée |
| | 13 avril | 07-14 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | La BCE est-elle vraiment si restrictive ? Statu quo monétaire des grandes banques centrales BCE : vers un <i>refi</i> à 4% en juin ... et après Inde : Perspectives à moyen terme – Forces et faiblesses |
| MARS | 30 mars | 07-12 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | Liquidité mondiale : comment les risques du carry trade pourraient-ils se matérialiser ? Croissance toujours solide dans la zone euro Allemagne : où est passé l'effet inflationniste de la TVA Japon : les flows of funds du quatrième trimestre 2006 |
| | 23 mars | 07-11 | Editorial Vue d'ensemble Focus 1 Focus 2 | Retour sur la correction immobilière américaine : l'emploi et la question du marché <i>subprime</i> FOMC : de deux maux, il faut choisir le moindre Elections France 2007 : enjeux et projets Royaume-Uni : dernier budget du Chancelier Gordon Brown |

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

Vue d'ensemble

D'ici la fin de l'année, nouveau resserrement monétaire dans la zone euro, *statu quo* aux Etats-Unis

Comme largement attendu, la BCE a relevé le taux *refi* de 25 pb à 4%, le mercredi 6 juin. Cette huitième hausse depuis que le cycle actuel de resserrement monétaire a débuté en décembre 2005 pourrait ne pas être la dernière. Ainsi, le ton, tant de la déclaration introductive que des réponses de M. Trichet aux questions des journalistes au cours de la traditionnelle conférence de presse, indique que le biais restrictif de la politique monétaire est maintenu. Tout d'abord, recourant au même langage codé qu'au cours des réunions précédentes, le président Trichet a précisé que la politique monétaire « est encore plutôt accommodante ». Ensuite, pour la Banque centrale, les risques pour la stabilité des prix demeurent orientés à la hausse, avec le maintien des taux d'utilisation des capacités à des niveaux proches de leur pic et le fait que l'*output gap* se referme plus rapidement que prévu. Par ailleurs, la vigueur de l'activité - pour 2007, la BCE a légèrement revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB à 2,6% contre 2,5% précédemment - pourrait conduire à des augmentations de salaires plus fortes que prévu. Enfin, l'évolution des agrégats monétaires demeure une source d'inquiétude pour la stabilité des prix. Certes, la BCE semble reconnaître que les hausses de taux passées commencent à avoir un effet, mais M3, malgré une décélération au mois d'avril (+10,4% contre 10,9% en mars), progresse toujours à un rythme trop élevé au goût de la BCE, (la valeur de référence de la Banque est 4,5%).

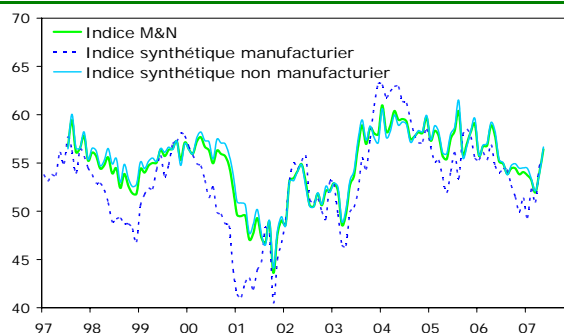
Toutefois, la date du prochain resserrement reste incertaine. Le président Trichet a répété que la Banque ne prenait aucun engagement à l'avance, et que ses prochaines décisions seront liées à l'évolution conjoncturelle. La BCE désire garder les mains libres, afin de pouvoir réagir opportunément aux évolutions économiques et monétaires à venir. Tout d'abord, dans le discours introductif de la réunion du 6 juin, M. Trichet a déclaré que le Conseil des gouverneurs allait « surveiller de près » toutes les évolutions qui pourraient menacer la stabilité des prix à moyen terme, alors que c'étaient les termes « surveiller de très près » qui avaient été retenus à l'occasion des deux derniers relèvements du *refi* en décembre 2005 et en mars 2006. Ensuite, la référence au caractère modéré du niveau actuel des taux

d'intérêt a été retirée, signe que l'on est proche du niveau neutre et qu'il convient de ne rien brusquer. En effet, M. Trichet a indiqué que, pour le Conseil des gouverneurs, le taux de croissance potentielle du PIB se situait aux environs de 2,25%. Avec une inflation proche mais au-dessous de 2%, le taux d'intérêt nominal neutre devrait donc se situer entre 4 et 4,25%. Au total, s'il est possible que le *refi* soit porté à 4,25% en septembre, la BCE pourrait tout aussi bien attendre octobre.

Aux Etats-Unis, alors que la demande des ménages est en train de fléchir, après avoir été particulièrement solide au T4 06 et au T1 07, celle en provenance de l'industrie semble nettement plus robuste qu'il y a quelques mois. En outre, les enquêtes ISM de mai signalent un raffermissement de la croissance au deuxième trimestre, après une performance très faible au T1. L'indice M&N - que nous calculons pour l'ensemble de l'économie à partir des deux enquêtes ISM - s'est redressé de 54,0 en avril à 56,4 en mai (51,9 en mars). Dans le même temps, hors énergie et alimentation, l'inflation a décéléré substantiellement au cours de la période récente, s'établissant à 2,0% en glissement annuel en avril au vu du déflateur des dépenses de consommation (« *core PCE* »). Toutefois, il semble que la Fed souhaite un repli encore plus marqué, vers 1,75%. Dans ces conditions, et alors que l'emploi résiste, nous tablons désormais sur un maintien du taux des Fed funds à 5,25% d'ici à la fin de l'année.

Le graphique de la semaine

Etats-Unis : redressement de l'indice M&N



Sources : ISM, BNP Paribas

Devises et taux d'intérêt

| | Jeudi 31 mai | Jeudi 24 mai | Plus haut 52 semaines | Plus bas 52 semaines | | Jeudi 31 mai | Jeudi 24 mai | Plus haut 52 semaines | Plus bas 52 semaines |
|------------------|-----------------|-----------------|--------------------------|-------------------------|---------|-----------------|-----------------|--------------------------|-------------------------|
| Libor à 3 mois | 5,33 | 5,33 | 5,54 | 5,31 | EUR/USD | 1,3459 | 1,3457 | 1,3660 | 1,2493 |
| US-Bonds 10 ans | 5,13 | 4,89 | 5,25 | 4,43 | USD/JPY | 121,45 | 121,84 | 122,04 | 113,81 |
| Euribor à 3 mois | 4,13 | 4,12 | 4,13 | 2,94 | EUR/JPY | 163,43 | 163,94 | 164,47 | 143,91 |
| Bund 10 ans | 4,53 | 4,40 | 4,53 | 3,66 | EUR/GBP | 0,6795 | 0,6803 | 0,6944 | 0,6556 |
| Taux à 3 mois | 0,67 | 0,66 | 0,69 | 0,28 | USD/CHF | 1,2242 | 1,2256 | 1,2756 | 1,1920 |
| JGB 10 ans | 1,88 | 1,76 | 1,99 | 1,57 | EUR/CHF | 1,6476 | 1,6493 | 1,6561 | 1,5512 |

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

Source : Financial Times, cours de clôture du jeudi

Focus 1

France : les IDE entrants, reflets ambigus de l'attractivité du territoire

- L'analyse de la composition des flux d'investissements directs en France relativise l'interprétation positive qu'on en tire généralement concernant l'attractivité du territoire.
- Le dynamisme des IDE entrant en France provient, pour une part singulièrement importante, des prêts et transferts aux filiales de multinationales.
- Si les fusions et acquisitions peuvent expliquer en partie cet état de fait, il est surtout la conséquence du niveau élevé de la fiscalité des entreprises - un signal plutôt négatif pour la compétitivité du site France.
- A l'instar de l'Allemagne au cours de ces deux dernières années, la France devrait être amenée à revoir sa stratégie fiscale assez rapidement.

Une nouvelle exception française

- L'attractivité du territoire et des entreprises français compenserait-elle la dégradation des comptes courants ?

L'analyse de la balance des paiements montre que la dégradation prolongée de la balance courante n'a eu qu'un impact très modeste sur l'évolution des avoirs de réserve de la Banque de France au cours des deux dernières années. De fait, la balance financière compense largement cette détérioration (Graphique 1).

Sous réserve de révisions probables du poste "erreurs et omissions"¹, on observe que les flux nets de capitaux entrant sous la forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille ou autres (crédits commerciaux et prêts) ont nettement accéléré à partir de 2006, ce qui a permis d'éponger les piètres performances commerciales françaises au bilan de la Banque de France.

A première vue, l'attractivité du territoire et les bonnes performances des multinationales françaises attireraient donc des flux permettant de financer le déficit courant.

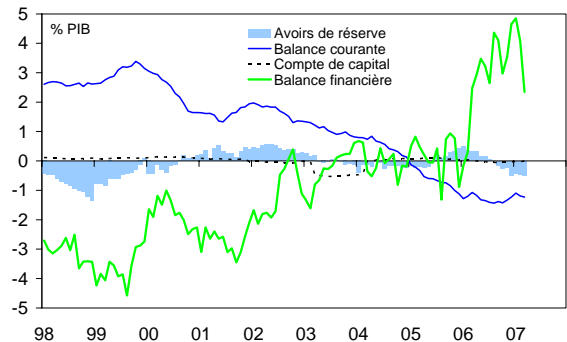
- La France, 4^{ème} destination d'IDE...

En particulier, le dynamisme des investissements directs étrangers (IDE) entrants contredirait les enquêtes qualitatives menées sur la compétitivité du site France, dont les résultats sont pour le moins mitigés². Cette conclusion est cependant à

¹ Comme le montre - en creux - le Graphique 1, l'ampleur de ce poste est très significative depuis août 2005 (-3,4% du PIB en 2006).

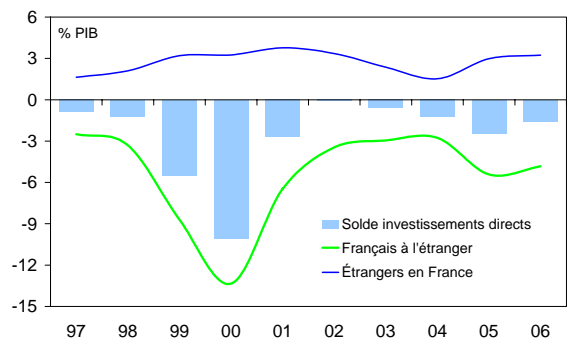
² Voir M. Kaiser, "France : attractivité du territoire, attractivité des entreprises", BNP Paribas, EcoWeek 06-25, juin 2006.

1 - Balance des paiements - principales composantes



Sources : Banque de France, INSEE, calculs BNP Paribas

2 - Balance des investissements directs étrangers



Sources : Banque de France, INSEE, calculs BNP Paribas

nuancer : l'analyse des flux d'IDE entrant en France débouche en réalité sur des conclusions relativement ambiguës en ce qui concerne l'attractivité du territoire.

De fait, depuis 1998, les entrées d'investissements directs étrangers en France ont dépassé 2% du PIB chaque année (sauf en 2004). Elles se sont vivement redressées en 2005, pour atteindre 58 milliards EUR en 2006, soit 3,2% du PIB (Graphique 2). La France s'est ainsi située, en moyenne, entre le 3^{ème} et le 4^{ème} rang mondial des pays récepteurs d'IDE au cours de la dernière décennie.

- ... grâce aux mouvements de trésorerie entre affiliés

Mais le détail des flux et des stocks d'IDE montre une répartition très différente selon qu'ils sont entrants ou sortants. Fin 2004 (dernière donnée disponible auprès de la Banque de France)³, les investissements sous forme de capitaux propres représentaient 64,7% des IDE sortants mais seulement 49,6%

³ Le bulletin mensuel de mai de la Banque de France fournira les données actualisées pour 2005.

des IDE entrants. Inversement, les prêts et transferts entre affiliés représentaient une part plus importante des stocks d'IDE entrants que des IDE sortants (39,2% contre 33,6%).

Force est de constater que les flux des deux dernières années n'ont fait que renforcer ces disparités. En 2005 et 2006, les "autres opérations" ont constitué plus de 60% des 51 et 58 milliards d'euros d'IDE entrant respectivement ces deux années (Graphique 3). Ces "autres opérations" n'ont représenté que 55% et 39% des IDE sortants (Graphique 4). Les premiers mois de 2007 ont même vu ces écarts s'accroître.

Si elle témoigne certes de l'importance croissante des multinationales dans l'activité économique mondiale, une telle proportion de prêts entre affiliés dans les IDE entrants par rapport aux investissements en capital constitue, de fait, une véritable exception française.

On le mesure en corrigeant le total des IDE de la composante « autres opérations ». Dans le classement qui en ressort depuis 1995, la France apparaît, selon les années, en retrait d'une ou deux places par rapport au classement des récepteurs des IDE totaux, que ce soit en niveau absolu ou en part du PIB.

Interprétation : la compétition fiscale fait rage

Le fait que les IDE entrants soient plutôt composés d'investissement en capital social (achat ou implantation d'entreprises) ou d'autres opérations (mouvements de trésorerie entre entreprises affiliées) n'est pas neutre en termes d'impact des IDE sur l'économie française.

■ Les mouvements de trésorerie accompagnent des fusions-acquisitions en forte croissance...

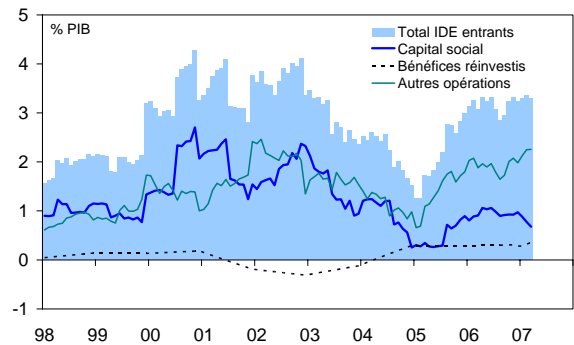
Certes, la prudence s'impose avant d'interpréter hâtivement "l'exception française de la composition des IDE" : la Banque de France relève que substituabilité entre investissements sous forme de capitaux propres et de prêts s'accroît. Concrètement, cela signifie que les filiales à l'étranger effectuent souvent les opérations de fusions-acquisitions pour le compte de leur groupe, que celui-ci peut financer sous forme de prêts à ces filiales.

Cependant, ce phénomène est mondial et ne peut donc expliquer à lui seul la particularité française. Ainsi, en 2005, Allemagne, Italie et Royaume-Uni ont reçu une bonne part d'IDE à la suite de fusions-acquisitions, mais les "autres opérations" n'ont pas représenté une part supérieure.

■ ... mais c'est surtout la fiscalité des entreprises qui semble être le facteur décisif dans le cas de la France

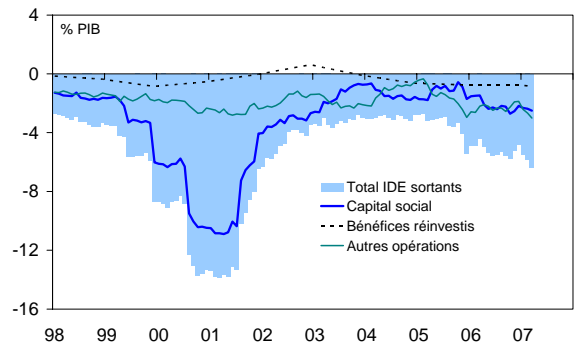
Les prêts aux filiales donnent lieu à des remboursements aux maisons-mères ou aux autres filiales créancières. Non soumises à l'impôt sur les sociétés, ces charges permettent en réalité de transférer une part des profits vers ces dernières sans qu'ils soient fiscalisés dans le pays d'origine. Le prêt à des filiales est donc d'autant plus intéressant quand elles sont implantées dans les pays où le taux d'imposition est relativement élevé.

3 – IDE entrants par types



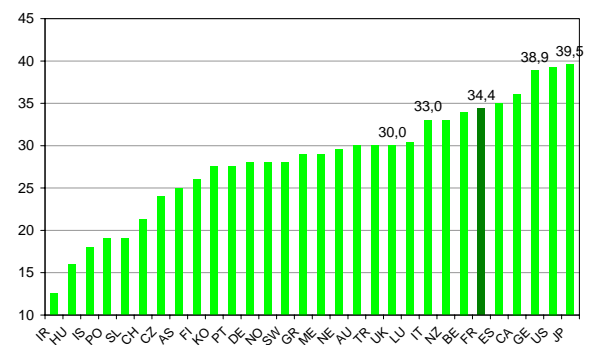
Sources : Banque de France, INSEE, calculs BNP Paribas

4 – IDE sortants par types



Sources : Banque de France, INSEE, calculs BNP Paribas

5 – Taux d'imposition des sociétés (2006)



Source : OCDE - Le taux français de 34,4% a été calculé hors taxe professionnelle et contribution de solidarité. Au total, il serait plus proche de 38%.

Or, les données internationales compilées par l'OCDE montrent que la France se situe parmi les pays dont les taux d'imposition du capital et des revenus de l'entreprise sont les plus hauts (Graphique 5).

Dans une publication récente⁴, la Commission européenne a d'ailleurs montré que la fiscalité des entreprises a un effet très fort

⁴ H. Huizinga, L. Haeven, "International Profit Shifting within Multinationals: A multi-country perspective", Commission européenne, Economic Papers, 260, décembre 2006.

sur leur propension à transférer leurs profits entre pays européens, malgré des coûts de transferts relativement élevés. Ils concluent qu'en net de nombreux pays y ont gagné, essentiellement aux dépens de l'Allemagne. Ce n'est très probablement pas le cas de la France, ou alors de manière marginale, étant donné ce que nous avons observé sur la composition des IDE et le taux d'imposition effectif des sociétés.

Au cours des deux dernières années, l'Allemagne a cependant déjà considérablement abaissé les charges sociales et fiscales pesant sur les entreprises installées sur son sol. D'une part, un tiers des recettes supplémentaires générées à la hausse de 3 points du taux normal de TVA finance la moitié de la réduction, de 6,5% à 4,5% du taux des cotisations chômage. D'autre part, elle vient de décider une profonde réforme de sa fiscalité, consistant dans une baisse du taux d'imposition des sociétés, qui va passer de 39,5% à moins de 30%, dès le 1^{er} janvier 2008.

Cela laisse la France au premier rang de l'Union européenne en matière de fiscalité des entreprises. Certes, les infrastructures que les recettes fiscales permettent de financer sont souvent citées parmi les principaux facteurs d'attractivité du territoire. Cependant, les bénéfices nets du système fiscal français mériteraient d'être évalués en termes d'investissement, d'activité et, au final, de recettes pour les administrations publiques.

Conclusion : course au moins-disant ou harmonisation fiscale ?

Au-delà, il est évident que c'est la multiplicité des systèmes fiscaux en Europe qui rend possible l'arbitrage géographique des multinationales dans la déclaration de leurs résultats. Il ouvre la porte à des comportements non coopératifs nuisibles pour la construction européenne de la part des Etats. Bien que la Commission européenne ne constate pas de course au moins-disant fiscal, elle est consciente que des gains de bien-être collectifs importants pourraient être dégagés d'une véritable coordination fiscale⁵. D'où sa ferme intention de proposer, au premier semestre 2008, une assiette fiscale commune pour les entreprises ayant des activités dans plusieurs pays de l'Union européenne (ACCIS). Cette mesure pourrait être adoptée par les 27 ou par des pays volontaires dans le cadre d'une "coopération renforcée"⁶. Présentée comme une option, elle permettrait aux entreprises qui la choisiraient de ne déclarer leurs bénéfices que dans un seul Etat.

Incidemment, l'application de cette mesure limiterait l'intérêt - et donc l'ampleur - des prêts aux filiales pour motif fiscal. Dès lors, les IDE rendraient mieux compte de l'attractivité des territoires..., ce qui pourrait contribuer, *de facto* (par une vive concurrence fiscale) ou *de jure* (par l'instauration d'un taux minimum), à une plus grande harmonisation des taux d'imposition des sociétés

⁵ G. Nicodème, "Corporate tax competition and coordination in the European Union: What do we know? Where do we stand?", Commission européenne, *Economic Papers*, 250, juillet 2006.

⁶ E. Vergnaud, R. Van der Putten, "UE : concurrence ou harmonisation fiscale ?", BNP Paribas, *EcoWeek 06-23*, juin 2006.

Focus 2

Prix de l'immobilier résidentiel en France, en Espagne et aux Etats-Unis : une approche par l'évaluation des prix d'actifs

- Depuis la fin des années 1990, les prix de l'immobilier résidentiel ont fortement augmenté dans la plupart des pays occidentaux. Une formule d'évaluation des prix d'actifs est appliquée à l'immobilier résidentiel en Espagne, aux Etats-Unis et en France.
- Nos résultats confirment l'existence de surévaluations, à des degrés divers. L'Espagne et la France présentent les surévaluations les plus marquées. La surévaluation modérée aux Etats-Unis dissimule toutefois d'importants contrastes régionaux.
- La hausse du ratio prix/loyer est largement imputable à la baisse des taux d'intérêt réels et les niveaux atteints ne sont pas révélateurs de l'intensité de la correction. Si nous privilégions la thèse d'un atterrissage en douceur, l'Espagne semble néanmoins plus exposée au risque d'un ajustement sévère.

Entre 2000 et 2006, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel ont augmenté, en moyenne annuelle, de +8,7% aux Etats-Unis, +11,5% en France et +13,3% en Espagne¹. La flambée des prix des logements est préoccupante dans la mesure où les périodes de hausses significatives des prix réels des logements ont été fréquemment suivies de baisses importantes au cours des cycles antérieurs². Le décrochage, le 24 avril 2007, des titres des sociétés immobilières espagnoles telles que Astroc ou Sacyr à la Bourse de Madrid témoigne des craintes des investisseurs. Le ralentissement est déjà à l'oeuvre : les taux de glissement annuel des prix des logements sont repassés sous le seuil des 10% en Espagne et en France aux troisième et quatrième trimestres 2006 respectivement, leurs niveaux les moins élevés depuis 2001 et 2002. Outre-Atlantique, les prix des logements, mesurés par l'indice OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), ont enregistré, au premier trimestre 2007, leur plus faible taux de croissance sur un an (5,9%), depuis 1999. Dans le même temps, certaines régions, comme la Californie et la Floride, ont même connu des baisses des prix des logements.

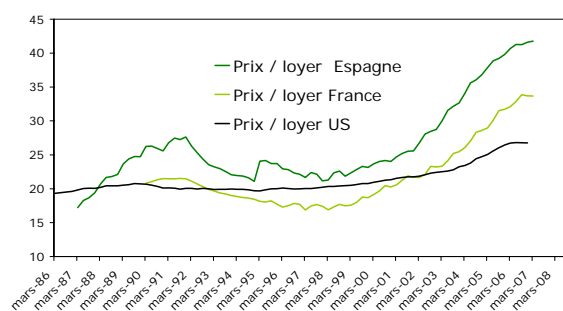
Les formules d'évaluation des prix d'actifs, appliquées à l'immobilier résidentiel en France, en Espagne et aux Etats-Unis, semblent confirmer l'existence d'une surévaluation des prix des logements. Pour autant, les résultats obtenus ne sont que

faiblement révélateurs de l'intensité des ajustements qui pourraient intervenir dans les différents pays. Ainsi, nonobstant les résultats obtenus, l'Espagne semble plus exposée au risque d'un ajustement brutal en raison de l'emballement de l'offre et de la prépondérance des financements à taux variables.

Les prix d'actifs selon la théorie financière

L'objet de cet exercice est d'évaluer l'écart entre les prix immobiliers observés et leur valeur fondamentale selon la théorie financière.

1 - Multiples Prix / Loyer en France, en Espagne et aux Etats-Unis



Sources : Bank of Spain, Eurostat, INE, IPD, OCDE, INSEE, OFHEO, BLS, IFS, NIPA et BNP Paribas

Au cours des dix dernières années, les ratios prix/loyer (P/L) ont progressé et se sont écartés de leur moyenne de longue période plus fortement dans la péninsule et en France qu'aux Etats-Unis (cf. graphique 1). Selon certains auteurs³, le ratio P/L culmine à son niveau le plus élevé depuis quarante-cinq ans aux Etats-Unis. Campbell et Schiller (1998, 2001)⁴ estiment que l'écartement significatif du *Price earning ratio* (PER) à sa moyenne de long terme est révélateur, à lui seul, d'une surévaluation des cours sur le marché des actions et annonciateur d'une correction à plus ou moins brève échéance. Les auteurs montrent, par une analyse empirique, que les ajustements s'opèrent, dans une plus large mesure, par une baisse des cours plutôt que par une hausse des bénéfices par action. La variance des prix des logements, supérieure à celle

¹ Les hausses cumulées des prix nominaux des logements s'établissent, entre le 1^{er} trimestre 2000 et le quatrième trimestre 2006, à 76% aux Etats-Unis, 108% en France, et 132% en Espagne.

² FMI, *World Economic Outlook*, chapitre II, avril 2003.

³ Davis A. et Martin F., "Housing prices and the return to housing: rents and interest rates still matter", *Federal Reserve Board*, avril 2005.

⁴ Campbell J.Y., Shiller R.J. (1998) : "Valuation ratios and the long-run stock market outlook", *Journal of Portfolio Management*, Hiver. Campbell J.Y., Shiller R.J. (2001) : "Valuation ratios and the long-run stock market outlook: an update", *NBER working paper n° 8221*, avril.

des loyers sur longue période, plaide en faveur de l'extension de cette thèse à l'immobilier résidentiel⁵. Du fait des contraintes légales dont ils font l'objet dans de nombreux pays, les loyers se caractérisent, en effet, par une rigidité beaucoup plus forte que les bénéfices par action.

Au regard de la théorie financière, ce ratio ne présente, toutefois, pas de caractère normatif. Il peut, en effet, connaître une élévation durable au gré d'évolutions financières structurelles de l'économie (baisse des taux réels à long terme dans un contexte structurellement moins inflationniste) en dehors de tout phénomène de surévaluation. Parce qu'elles prennent en considération ces facteurs, les formules d'évaluation des prix d'actifs constituent une approche plus pertinente que les ratios P/L.

La formule de Gordon-Shapiro (1956)⁶ appréhende la valeur d'un actif financier comme la somme des revenus futurs actualisés qu'il est appelé à générer. Transposée à l'immobilier, cette formule permet d'évaluer la valeur d'un bien immobilier par la somme des loyers futurs actualisés sur un horizon infini que l'on se place du point de vue de l'investisseur ou du propriétaire occupant⁷. Sous l'hypothèse d'un taux d'actualisation positif ($r - g + \tau > 0$), la formule s'écrit :

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{L_{n+t}}{(1 + r_t + \tau)^n} \approx \frac{L_t(1 + g_t)}{r_t - g_t + \tau}$$

où P_t désigne le prix théorique moyen de l'immobilier, L_t le loyer moyen, r_t le taux d'intérêt nominal sans risque, g_t le taux de croissance anticipé des loyers et τ la prime de risque exigée par l'investisseur en immobilier résidentiel. Un prix observé supérieur (inférieur) au prix théorique s'interprète comme une surévaluation (sous-évaluation) de l'actif au regard de sa valeur fondamentale⁸.

Des degrés de surévaluation en moyenne plus élevés en France et en Espagne qu'aux Etats-Unis

⁵ Case K., Shiller R.J., "Forecasting prices and excess returns in the housing market", NBER working Paper No 3368, mai 1990.

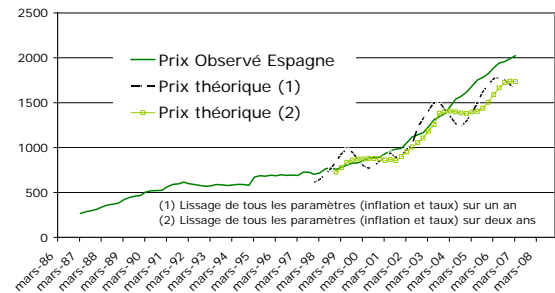
⁶ Gordon M. J. et Shapiro E. (1956) : "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit", Management Science, 31 octobre, pp. 102-10.

⁷ Dans ce cas, le loyer imputé est égal au loyer que paierait le propriétaire s'il était locataire de son logement ; il mesure la rémunération du capital immobilisé par le propriétaire dans son logement.

⁸ L'usage de ce type de formule se heurte aux limites traditionnellement relevées par la littérature quant aux hypothèses formulées – notamment celle de marchés financiers parfaits – et quant au caractère inobservable de certaines variables (taux de croissance escompté des loyers ou des prix, prime de risque). Les données utilisées sont disponibles en périodicité trimestrielle sur la période 1986-2006. Les séries relatives aux variables observables (prix, loyers, taux d'intérêt sans risque) et les proxy des variables inobservables sont décrits en annexe.

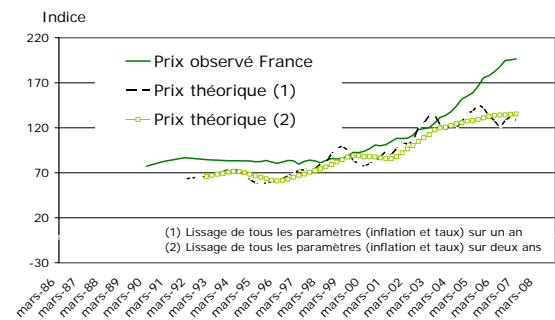
Nous présentons ici les mesures « brutes » des écarts entre les prix immobiliers et leur valeur théorique (cf. graphiques 2, 3 et 4). Ces résultats, extrêmement sensibles à la valeur des paramètres, méritent d'être discutés (cf. infra).

2 - Immobilier résidentiel en Espagne



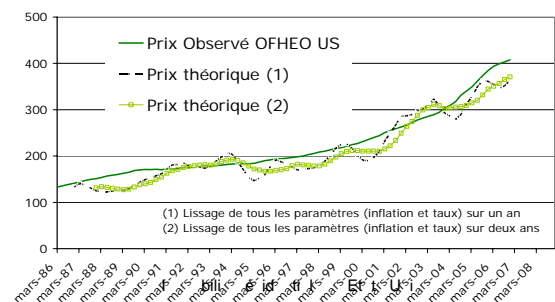
Sources : Bank of Spain, Eurostat, INE, IPD et BNP Paribas

3 - Immobilier résidentiel en France



Sources : OCDE, INSEE, IPD et BNP Paribas

4 - Immobilier résidentiel aux Etats-Unis

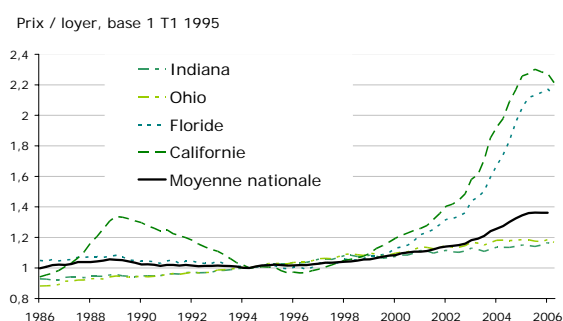


Sources : OFHEO, BLS, IFS, NIPA et BNP Paribas

La surévaluation, apparue en Espagne depuis 2005, s'élevait à près de 20% à la fin de 2006 (graphique 2). Le constat est identique pour la France, qui se caractériserait néanmoins par un

degré de surévaluation plus élevé⁹, de plus de 40% selon la formule à la fin de 2006 (graphique 3). Aux Etats-Unis, l'écart du prix observé au prix théorique est positif, de l'ordre de 10%, mais guère significatif au regard des écarts régulièrement constatés au cours de période récente (graphique 4). Cette conclusion ne vaut toutefois qu'à l'échelle nationale et dissimule d'importants contrastes régionaux. Dans certaines régions, les ratios P/L se singularisent par des progressions beaucoup plus sensibles et des niveaux significativement plus élevés que ceux du ratio P/L national (graphique 5). La probabilité de surévaluations tangibles, notamment en Californie et en Floride, s'en trouve renforcée.

5 - Etats-Unis : contrastes régionaux



Sources : Bureau of Labor Statistics (Loyers), OFHEO (Prix des logements) et BNP Paribas

En 2005, une étude de l'OCDE, fondée sur l'évaluation des prix des logements à partir du coût d'usage¹⁰, mettait en évidence un ratio prix/loyer observé supérieur au ratio fondamental pour la France et l'Espagne, suggérant une surévaluation des prix de l'immobilier dans ces deux pays depuis 2000 et un début de surévaluation aux Etats-Unis en 2004 ; conformément à nos résultats. En revanche, les auteurs obtenaient une surévaluation plus élevée en Espagne qu'en France en 2004, essentiellement du fait de choix méthodologiques différents. Dans son calcul du coût d'usage du logement, l'OCDE prend notamment en considération la fiscalité et utilise le taux d'intérêt nominal des emprunts hypothécaires. Si, dans les pays où les prêts immobiliers à taux fixe sont prépondérants, le coût de l'emprunt reproduit fidèlement les évolutions des taux de marché à long terme – utilisés au dénominateur de la formule de Gordon-Shapiro – ce n'est en revanche pas le cas en Espagne, où les taux des emprunts hypothécaires, majoritairement consentis à

⁹ Le degré de surévaluation apparaît, en moyenne, plus important aujourd'hui qu'à l'aube des années 1990 à l'échelle du pays. Ceci s'explique par le fait que la frénésie immobilière avait, pour l'essentiel, concerné la région parisienne alors que le phénomène s'étend aujourd'hui à l'ensemble du territoire. Une analyse circonscrite au seul marché parisien fournit des résultats différents : la surévaluation y apparaît actuellement moins marquée aujourd'hui qu'en 1991.

¹⁰ OCDE, *World Economic Outlook*, n° 78, chapitre III, 2005.

taux variable, font très largement écho aux taux à court terme (cf. annexe). L'OCDE adopte de surcroît une méthode de « calage » différente. L'année où le ratio P/L a été le plus proche de sa moyenne de long terme est considérée comme date de référence, où ratios effectif et fondamental sont censés s'égaliser. Nous avons, pour notre part, « rebasé » nos ratios L/P de telle sorte qu'ils coïncident avec les rendements locatifs nets moyens dégagés dans l'immobilier d'habitation.

Sensibilité des résultats aux hypothèses

Le prix théorique peut, tout d'abord, connaître des fluctuations sensibles au cours du cycle économique au gré de l'évolution des différents paramètres. Ainsi, les très faibles rendements obligataires observés à la fin de 2005 rehaussaient, *ceteris paribus*, le prix théorique et limitaient la surévaluation ainsi calculée. Ensuite, le marché locatif espagnol étant très étroit (jeunes et ménages à faibles revenus), les données de prix et de loyers utilisées – qui ne portent pas sur des logements homogènes – fournissent un indicateur de rendement locatif biaisé. Une telle approche est donc discutable dans le cas de l'Espagne.

En outre, les données disponibles nous ont contraints à utiliser les loyers moyens en cours alors qu'il eût été préférable de recourir aux loyers de relocation. Les éventuelles hausses de loyers dans le cadre de baux nouvellement conclus s'en trouvent diluées dans l'indice d'ensemble. Le prix théorique tend ainsi à être sous-estimé, ce qui a pour corollaire un degré de surévaluation plus élevé. Enfin, les résultats sont très sensibles aux hypothèses retenues. En particulier, le choix de l'inflation sous-jacente comme *proxy* du taux de croissance anticipé des loyers peut être discuté, alors que les loyers ont, au cours des années récentes, enregistré des taux de progression légèrement supérieurs à l'inflation. Il semble cependant raisonnable de considérer que la dynamique récente des loyers n'est pas extrapolable à l'infini. La BCE a d'ailleurs implicitement formulé la même hypothèse dans un article récent¹¹. Cette option conduit, toutefois, à des écarts d'inflation anticipée injustifiables, à l'infini, entre pays appartenant à la même zone monétaire. Associée au lissage des paramètres sur deux ans, cette hypothèse équivalait, au quatrième trimestre 2006 et en moyenne, à des taux de croissance anticipés des loyers de 1,1% pour la France et de 2,7% pour l'Espagne. Le fait de retenir un taux de croissance anticipé des loyers à 2%, correspondant à la cible d'inflation de la BCE¹², remet en cause la hiérarchie précédemment obtenue : le taux de surévaluation des logements devient alors plus élevé pour l'Espagne (près de 50%) que pour la France (20% environ).

¹¹ « Assessing House Price Developments in the Euro Area », BCE, *Monthly Bulletin*, février 2006. Les auteurs régressent le ratio L/P sur le taux des emprunts publics à long terme diminué de l'inflation.

¹² A l'infini, une fois la convergence achevée, les écarts d'inflation entre pays de la zone euro ont vocation à se résorber, en vertu de la théorie Balassa-Samuelson.

Une force de rappel plus vive en Espagne

Les degrés de surévaluation ainsi mesurés ne renseignent pas, à eux seuls, sur la dynamique de l'ajustement. Ainsi, en supposant que les taux d'intérêt réels fluctuent autour de leur valeur d'équilibre de long terme, le prix théorique croît tendanciellement avec les loyers. La baisse du prix observé requise pour que ce dernier rejoigne sa valeur théorique à l'issue de la phase d'ajustement sera d'autant plus forte que le taux de progression des loyers sera faible au cours de ladite phase.

En outre, l'expérience tend à montrer que la durée de la période de baisse des prix réels de l'immobilier n'est pas sans lien avec celle de la période haussière qui l'a précédée. Ainsi, si le point de retournement est difficile à prévoir, le plus probable est que le retour à l'équilibre s'effectue de manière graduelle¹³.

Enfin, outre l'ampleur de l'écart entre ratio effectif et ratio théorique, d'autres éléments comme le dynamisme des revenus, les conditions de financement, les niveaux et délais d'écoulement des stocks de logements, les évolutions relatives de l'offre et de la demande de logements, affectent la vitesse de convergence. Ainsi, le financement par crédit s'effectue en Espagne principalement à taux variable, de sorte que la hausse des taux courts affecte non seulement les acquéreurs potentiels mais également les ménages en cours d'accession. Associée à un taux d'endettement des ménages élevé (120% des revenus), la hausse des défauts de paiement, consécutive à l'alourdissement de la charge des intérêts supportée par les ménages, et les mises en ventes de logements qui en résulteraient, pourraient amplifier l'intensité d'une éventuelle correction.

Annexe

La formule de Gordon-Shapiro est appliquée à l'immobilier résidentiel sur données trimestrielles françaises, espagnoles et américaines entre 1986 et 2006.

Données de loyers et de prix de l'immobilier résidentiel

Les statistiques disponibles ont toutefois été retravaillées pour les besoins de l'analyse. Les prix des logements et les loyers ne sont pas exprimés en unités monétaires au mètre carré mais seulement disponibles sous forme d'indices. En conséquence, leur rapport constitue un simple indicateur de rendement locatif et non un véritable taux de rendement. Il a donc été nécessaire de « rebaser » les séries de loyers¹⁴. Les indices de loyer utilisés sont les sous-composantes « loyers » des indices nationaux des prix à la consommation. Pour la France et l'Espagne, ils ont été rebasés de telle sorte que, rapportés à l'indice des prix des logements, ils fournissent un rendement net cohérent avec le

rendement locatif net moyen 2001-2002, calculé pour l'Espagne et la France par l'Investment Property Databank (IPD) à partir de données de portefeuilles d'investisseurs institutionnels en immobilier d'habitation. S'agissant des Etats-Unis, l'indisponibilité de données publiques de taux de rendement net moyen calculé à partir de données de portefeuilles nous a conduits à calculer un taux de rendement locatif net à partir des données annuelles de la Comptabilité nationale. Le taux de rendement locatif net a été obtenu en rapportant les revenus locatifs fictifs des propriétaires-occupants¹⁵ - nets de la dépréciation des logements - à la valeur du parc de logements correspondant. Le ratio annuel a ensuite été régressé, en données annuelles, sur l'indicateur de rendement locatif défini comme le rapport des loyers et des prix des logements. La relation affine ainsi obtenue entre le taux et l'indicateur de rendement nous a alors permis de trimestrialiser le premier sur la période 1986-2006 à partir de la série trimestrielle du second. La série trimestrielle « rebasée » des loyers américains a, enfin, été obtenue en multipliant le taux de rendement locatif net calculé à partir des NIPA (National Income and Product Accounts) par l'indice des prix des logements OFHEO.

Hypothèses

Nous avons retenu comme taux de croissance anticipé des loyers l'inflation sous-jacente qui, contrairement à l'inflation globale, ne subit pas les évolutions perturbatrices temporaires des prix de l'énergie et constitue, par conséquent, un meilleur point d'ancrage des anticipations d'inflation¹⁶. Le taux de rendement exigé par l'investisseur en immobilier résidentiel a été calculé comme le taux des emprunts publics à dix ans (OAT, Emprunts d'Etat espagnols, T-Notes) majoré d'une prime de risque de 2%, conformément aux règles communément admises par les évaluateurs. L'inflation sous-jacente ainsi que le taux des emprunts publics ont été lissés sur deux années afin de corriger leur forte volatilité et de limiter les fluctuations du prix théorique. Le raccourcissement à un an de la période de lissage illustre l'extrême sensibilité du prix théorique à la valeur des paramètres (courbes en pointillés des graphiques 2 à 4).

¹³ Eric Vergnaud, « Sous la menace de l'immobilier », *Conjoncture-Taux-Change*, BNP Paribas, Espagne, pp. 33-36, avril-mai 2007.

¹⁴ Option purement arbitraire puisque nous aurions pu tout aussi bien décider de « rebaser » les séries de prix des logements.

¹⁵ Ces revenus fictifs correspondent à la valeur du service de logement. Le « rental income » est calculé net de la dépréciation et des frais d'intérêts sur les emprunts hypothécaires. Par conséquent, il a été nécessaire de réintégrer les intérêts afin d'obtenir un revenu locatif avant paiement des intérêts.

¹⁶ L'inflation sous-jacente constitue un bon prédicteur de l'inflation future à long terme (J. Smith "Inflation targeting and core inflation", *Canadian Journal of Economics*, août 2005) et offre un meilleur point d'ancrage aux anticipations que l'IPCH global du fait de son caractère moins volatil (cf. J.-S. Messonnier et J.-P. Renne, "Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro", *Notes d'études et de recherche*, Banque de France, octobre 2004). Plus récemment, « Mesure et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », V. Chauvin, H. Le Bihan, *Bulletin de la Banque de France*, avril 2007.

Données et enquêtes publiées récemment et à paraître

Etats-Unis

A suivre la semaine prochaine

Les **ventes au détail** pour **mai** seront connues mercredi 13 juin. Elles s'étaient légèrement repliées en avril (-0,2% et 0,0% hors automobiles), en dépit de la hausse du prix de l'essence (les ventes de détail sont publiées en valeur). En mai, les prix de l'essence devraient être en grande partie à la source d'un rebond des ventes totales, qui pourrait atteindre 0,7% m/m (+0,8% hors automobiles).

L'**inflation** (vendredi 15 mai) bondirait en **mai** (+0,8% m/m), largement soutenue par l'augmentation des prix de l'essence. En revanche, en excluant l'alimentation et l'énergie, l'inflation sous-jacente reculerait de 2,4% à 2,3%, demeurant toutefois encore au-dessus de la zone de confort de la Fed.

La **production industrielle** pour **mai** sera publiée vendredi 15. Après la forte hausse d'avril (+0,7%), elle devrait avoir décéléré ne progressant que de 0,2%, compte tenu d'un repli dans le secteur automobile et les biens de construction et d'une décélération dans celui des produits électroniques. Le taux d'utilisation des capacités de production pourrait avoir diminué très légèrement (81,6% en avril).

Semaine du 1^{er} au 8 juin

| Enquêtes ISM et indice M&N | | | | EcoFlash |
|----------------------------|------|-------|-------------|----------|
| ISM - manufacturier | Mars | Avril | Mai | 07-222 |
| PMI | 50.9 | 54.7 | 55.0 | 07-224 |
| Production | 53.0 | 57.3 | 58.3 | |
| Nouvelles commandes | 51.6 | 58.5 | 59.6 | |
| Emploi | 48.7 | 53.1 | 51.9 | |
| Prix | 65.5 | 73.0 | 71.0 | |
| ISM - non manufacturier | | | | |
| Indice total (*) | 52.1 | 53.9 | 56.7 | |
| Activité/production | 52.4 | 56.0 | 59.7 | |
| Nouvelles commandes | 53.8 | 55.5 | 57.4 | |
| Emploi | 50.8 | 51.9 | 54.9 | |
| Indice M&N (**) | | | | |
| Indice total | 51.9 | 54.0 | 56.5 | |
| Indice d'activité (**) | 52.5 | 56.2 | 59.5 | |
| Indice d'emploi (**) | 50.5 | 52.1 | 54.5 | |

Sources : ISM et calculs BNP Paribas (*) Méthode utilisée pour la construction du PMI manufacturier ; (**) Somme pondérée (par les poids respectifs des secteurs manufacturier et non manufacturier dans le PIB) des deux indices composites.

| Rapport sur le marché de l'emploi (hors agriculture) | | | | EcoFlash |
|--|------|-------|-------------|----------|
| | Mars | Avril | Mai | 07-222 |
| Emploi m/m,000 | 175 | 80 | 157 | |
| Secteur manufacturier | -23 | -20 | -19 | |
| Services privés | 120 | 98 | 154 | |
| Taux de chômage % | 4.4 | 4.5 | 4.5 | |
| Salaires horaires g.a.% | 4.0 | 3.7 | 3.8 | |
| Horaire hebdomadaire | 33.9 | 33.8 | 33.9 | |

Source : Department of Labor - Bureau of Labor Statistics

| Revenu et consommation des ménages | | | | EcoFlash |
|------------------------------------|-----|------|--------------|----------|
| Variations en %m/m, cvs | Fév | Mars | Avril | 07-222 |
| Revenu nominal | 0.6 | 0.8 | -0.1 | |
| Consommation nominale | 0.7 | 0.4 | 0.5 | |
| Déflateur (PCE) | 0.4 | 0.4 | 0.3 | |
| Déflateur sous-jacent | 0.3 | 0.0 | 0.1 | |
| Revenu réel | 0.2 | 0.3 | -0.4 | |
| Consommation réelle | 0.3 | 0.0 | 0.2 | |

Source : Department of Commerce - Bureau of Economic Analysis

| Confiance des ménages – Université du Michigan | | | | EcoFlash |
|--|-------|-------|-------|----------|
| Indices 1996=100, ncvs | Mars | Avril | Mai | |
| Indice de confiance | 88.4 | 87.1 | 88.3 | |
| Conditions actuelles | 103.5 | 104.6 | 105.1 | |
| Anticipations | 78.7 | 75.9 | 77.6 | |

Source : Université du Michigan

| Productivité et coûts – Secteur privé non agricole | | | | EcoFlash |
|--|-------|-------|-------|----------|
| Variations % t/t ann. cvs | T3 06 | T4 06 | T1 07 | |
| Productivité | -0.5 | 2.1 | 1.0 | |
| Production | 1.9 | 2.9 | 0.6 | |
| Salaires horaires | 0.6 | 11.2 | 2.8 | |
| Coûts salariaux unitaires | 1.1 | 8.9 | 1.8 | |
| Heures travaillées | 2.4 | 0.8 | -0.4 | |

Source : Bureau of Labor Statistics

Zone euro

A suivre la semaine prochaine

Dans la **zone euro**, la **production industrielle** pour avril sera connue mardi 12 juin. Après avoir progressé de 0,4% en mars, elle devrait avoir encore augmenté, bien que plus modestement (+0,2%). Ces résultats seraient cohérents avec la stabilisation de l'enquête PMI du secteur manufacturier qui anticipe un ralentissement de l'activité dans le secteur dans les prochains mois. Confirmant l'estimation flash, l'indice des **prix à la consommation** (publié jeudi 14) pour mai serait resté stable à 1,9%, pour le troisième mois consécutif, grâce au repli des prix de l'alimentation qui avaient bondi le mois précédent, en raison de températures supérieures aux normales saisonnières.

En **France**, la **production industrielle** pour avril sera publiée lundi 11 juin. En mars, elle avait augmenté de 0,2% m/m (+1,1% g.a.). Une stabilisation est envisageable en avril, compte tenu des températures élevées pour la saison qui ont prévalu le mois dernier. En glissement annuel, la production aurait crû de 2,4%. L'**inflation** pour **mai** sera connue mercredi 13. Elle devrait avoir reculé de 1,3% à 1,1% (+0,3% m/m), compte tenu d'une moindre hausse qu'à l'accoutumée des prix alimentaires et de l'effet de base favorable sur les prix de l'énergie en dépit de leur forte progression en mai (+1,1% m/m). L'inflation sous-jacente devrait également s'être stabilisée en s'inscrivant à 1,4% (+0,3% m/m).

Semaine du 1^{er} au 8 juin

| Allemagne - Production industrielle | | | | EcoFlash | |
|-------------------------------------|------|---------|------|----------|--------|
| Variations en %, cvs | | Février | Mars | Avril | 07-230 |
| Ensemble industrie | m/m | 0.4 | 0.2 | -2.3 | |
| | g.a. | 7.0 | 8.0 | 3.7 | |
| Manufacturier et mines | m/m | 0.6 | 0.7 | -2.3 | |
| | g.a. | 7.9 | 8.9 | 5.2 | |

Source : Bundesbank

| Allemagne - Commandes manufacturières | | | | EcoFlash | |
|---------------------------------------|------|---------|------|----------|--------|
| Variations en % | | Février | Mars | Avril | 07-230 |
| Commandes totales | m/m | 4.3 | 1.1 | -1.2 | |
| | g.a. | 9.8 | 8.4 | 11.7 | |
| Commandes intérieures | m/m | 1.0 | 1.9 | -1.5 | |
| | g.a. | 8.5 | 6.9 | 11.0 | |
| Commandes étrangères | m/m | 7.5 | 0.3 | -0.7 | |
| | g.a. | 11.1 | 9.8 | 12.4 | |

Source : Bundesbank-- données cvs pour les variations mensuelles

| Allemagne - Balance commerciale | | | | EcoFlash |
|---------------------------------|---------|------|-------|----------|
| <i>Milliards EUR, cvs</i> | Février | Mars | Avril | 07- 230 |
| Solde commercial | 14.67 | 15.6 | 15.8 | |
| Exportations | 65.6 | 63.5 | 64 | |
| Importations | 80.27 | 79.1 | 79.8 | |

Source : Statistisches Bundesamt

| Italie- Produit Intérieur Brut | | | | EcoFlash |
|--------------------------------|-------|-------|-------|----------|
| <i>Variations en %, cvs</i> | T3 06 | T4 06 | T1 07 | |
| t/t | 0,3 | 1,1 | 0,3 | |
| g.a. | 1,6 | 2,8 | 2,3 | |
| Consommation privée | 0,5 | 0,3 | 0,7 | |
| Consommation publique | 0,2 | 0,0 | 0,1 | |
| Investissement | -0,4 | 2,0 | 0,7 | |
| Exportations | -1,8 | 4,3 | 0,4 | |
| Importations | 2,2 | 1,7 | -0,9 | |
| Contributions (pp) | | | | |
| Variations de stocks | 1,1 | -0,1 | -0,7 | |
| Exportations nettes | -1,1 | 0,7 | 0,4 | |

Source : ISTAT

Japon

A suivre la semaine prochaine

La **deuxième estimation du PIB** du premier trimestre sera connue lundi 11 juin. Elle devrait être légèrement révisée de +0,6% t/t à +0,8% t/t. En effet, l'investissement privé devrait être corrigé à la hausse, après une contraction de 0,9% t/t en première estimation.

L'**indice d'activité du secteur tertiaire** pour avril sera publié vendredi 15. Après avoir reculé de 2,2% m/m en mars, il devrait avoir rebondi en avril, signalant que la consommation des ménages continue de progresser modestement.

Semaine du 1^{er} au 8 juin

| Indicateurs avancé et coïncident | | | | EcoFlash |
|----------------------------------|---------|------|-------|----------|
| | Février | Mars | Avril | 07-225 |
| Indicateur avancé | 25,0 | 33,3 | 20,0 | |
| Composantes en hausse | 3,0 | 4,0 | 2,0 | |
| Indicateur coïncident | 27,3 | 9,1 | 66,7 | |
| Composantes en hausse | 3,0 | 3,0 | 6,0 | |

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

| Commandes de machines | | | | EcoFlash |
|----------------------------------|---------|------|-------|----------|
| <i>Variations en %, m/m, cvs</i> | Février | Mars | Avril | 07-228 |
| Commandes privées | -3,3 | -7,4 | 5,8 | |
| Secteur manufacturier | -8,4 | -7,5 | -1,3 | |
| Secteur non manufacturier | -1,5 | -2,5 | 5,9 | |
| Sous-jacentes* | -4,9 | -4,5 | 2,2 | |

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

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, prévisions | 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, MARCHE FINANCIER UNIQUE Eric VERGNAUD | 01.42.98.49.80 | eric.vergnaud@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 Van NGUYEN THE Responsable | 01.43.16.95.54 | van.nguyenthe@bnpparibas.com |
| Laurent QUIGNON Céline CHOLET | 01.42.98.56.54 01.57.43.02.91 | laurent.quignon@bnpparibas.com celine.choulet@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 Bulgarie, Roumanie, 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 | 01.42.98.26.77 | sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com |
| AFRIQUE Stéphane ALBY Gaëlle LETILLY | 01.42.98.02.04 01.42.98.56.27 | stephane.alby@bnpparibas.com gaelle.letilly@bnpparibas.com |
| EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Jean-Loic GUIEZE | 01 42 98 43 86 | jeanloic.guieze@bnpparibas.com |
| RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC | 01.42.98.48.45 | anna.dorbec@bnpparibas.com |
| MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX | 01.43.16.95.51 | pascal.devaux@bnpparibas.com |

Nos publications *economic-research.bnpparibas.com*

- **CONJONCTURE** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **CONJONCTURE, TAUX, CHANGE** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **FINANCES PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO**. Cette publication paraît chaque trimestre.
- **ECOFASH** 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.
- **ECOWEEK** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :

Francine BATHREAU +33.1.43.16.95.48
francine.bathreau@bnpparibas.com

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

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

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

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

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

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

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

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). Tous droits réservés