

# France : perspectives toujours instables

Nouvelles prévisions trimestrielles

2 octobre 2009

**Mathilde Lemoine\***

Directeur des Etudes Economiques et de la Stratégie Marchés  
HSBC France

01 40 70 32 66

mathilde.lemoine@hsbc.fr

HSBC Global Research sur : <http://www.research.hsbc.com>

\*Employé par un affilié non américain de HSBC Securities (USA) Inc. et non agréé en vertu des règles édictées par les organismes d'autorégulation américains (NYSE et /ou NASD)

Société émettrice de l'étude : HSBC France

## Disclaimer & Déclarations

Cette étude ne doit pas être lue sans les informations et attestations des analystes financiers figurant en Annexe, ni sans l'Avertissement, qui en constituent une partie intégrante

- ▶ **Les politiques monétaires et budgétaires sans précédent ont arrêté la récession...**
- ▶ **...mais la fin des plans de relance et la baisse de la consommation des ménages en 2010 vont limiter la reprise...**
- ▶ **... comme la poursuite du désendettement des acteurs privés puis les risques de krach obligataire**

Les signes estivaux d'amélioration sont incontestables mais ils ne nous conduisent pas à modifier nos prévisions. En effet, ils résultent principalement de l'impact plus rapide que prévu des soutiens publics sur les secteurs financier et automobile mais aussi immobilier. Or, au deuxième semestre 2009, nous avons déjà anticipé une légère hausse du PIB français en lien avec la progression de l'investissement public. En revanche, plusieurs facteurs vont peser sur la croissance en 2010. D'une part, la fin de la baisse des prix et des mesures sociales de soutien du revenu disponible brut va limiter la consommation des ménages. Et la dégressivité de la prime à la casse entraînera un recul des achats d'automobiles par rapport à début 2009. D'autre part, l'arrêt des primes à la casse allemande et anglaise réduira les exportations françaises comme l'appréciation de l'euro. Enfin, la fin des mesures publiques additionnelles de soutien aux entreprises et d'investissement aura un effet dépressif sur l'activité économique. Parallèlement, les entreprises et les ménages vont continuer de se désendetter et les institutions financières poursuivront la reconstitution de leurs fonds propres.

Nous continuons donc d'anticiper un léger recul du PIB français début 2010 avant qu'il redémarré durablement. Ces prévisions supposent bien évidemment que les Banques centrales réussissent à retirer la liquidité adéquate et à contrer la remontée des rendements obligataires. C'est une hypothèse forte car les politiques monétaires menées depuis le début de la crise sont inédites de par leur ampleur et les moyens utilisés.

# Sommaire

Perspectives toujours instables	3	Le déficit commercial se détériorerait à nouveau	23
Nos prévisions de croissance pour la France et le Reste du monde	8	La fin du plan de relance et de la baisse des prix pèsera fortement sur la consommation	26
France	8	La baisse de l'emploi s'atténuera	29
Reste du Monde	9	Annexes	32
La prime à la casse au secours de la croissance	10	Mesures de soutien à l'activité annoncées en France depuis la faillite de Lehman Brothers	32
Poursuite du déstockage industriel	13	Principales statistiques	36
L'investissement continuera de diminuer	16	Déclarations importantes	40
L'ajustement immobilier se poursuivra mais à un rythme moins prononcé	19	Avertissement	41

# Perspectives toujours instables

- ▶ Les politiques monétaires et budgétaires sans précédent ont stoppé la récession ...
- ▶ ... mais la fin des plans de relance et la baisse de la consommation des ménages pourraient stopper la reprise ...
- ▶ ... alors que les politiques monétaires seraient moins expansionnistes fin 2010

## Rebond boursier et hausse du PIB au deuxième trimestre grâce aux politiques budgétaires ...

Les soutiens publics au secteur automobile et notamment la prime à la casse expliquent en grande partie la progression inattendue du PIB en France comme en Allemagne.

Nous avons certes prévu un moindre recul du PIB français au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre grâce notamment à la bonne tenue de la consommation. En effet, les achats des ménages français sont moins cycliques que ceux des ménages européens et américains grâce à la relative stabilité du revenu disponible. La redistribution, les emplois publics et les indemnités chômage limitent l'impact de la crise sur les revenus. Et les mesures sociales annoncées lors du sommet social du 18 février visaient à augmenter le revenu courant et donc à soutenir la consommation. Les prestations sociales ont d'ailleurs augmenté de 6.1% sur un an au deuxième trimestre 2009. Par ailleurs, les primes à

la casse ont habituellement pour effet d'inciter les ménages à avancer les achats prévus d'automobiles, et donc de soutenir les dépenses privées. C'est ce qui a été effectivement observé puisque la consommation des ménages français a augmenté de 0.2% au deuxième trimestre et celle des ménages allemands de 0.7%.

Mais, la mise en œuvre de la prime à la casse en Allemagne, au Royaume-Uni, en Espagne et aux Pays-Bas a eu des effets inattendus sur les exportations françaises en engendrant une forte hausse des exportations d'automobiles. Ces dernières ont crû de 11.5% au deuxième trimestre 2009 après avoir reculé de -18.4% au premier trimestre 2009 et -22.4% au dernier trimestre 2008 par rapport au trimestre précédent. En conséquence, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance à hauteur de +0.8 point de % après avoir amputé la croissance de -0.3 point de % en 2008 et de -0.8 point de % en 2007.

---

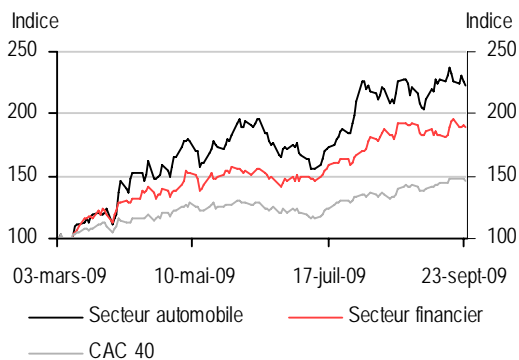
**Mathilde Lemoine\***  
Economiste, Directeur des  
Etudes Economiques et de la  
Stratégie Marchés  
HSBC France  
+33 1 40 70 32 66  
mathilde.lemoine@hsbc.fr

---

Au total, selon nos calculs, plus de deux tiers de la hausse de 0.3% du PIB français au deuxième trimestre vient des mesures de prime à la casse.

Le soutien au secteur automobile explique aussi en partie le rebond des indices boursiers. Depuis le point bas de mars 2009, les valeurs boursières du secteur automobile ont augmenté de 120% et le CAC 40 de 46%. Les valeurs financières ont également joué un rôle important.

L'indice CAC 40 et ses composantes des secteurs automobile et financier, base 100 au 2 mars 2009, a rebondi

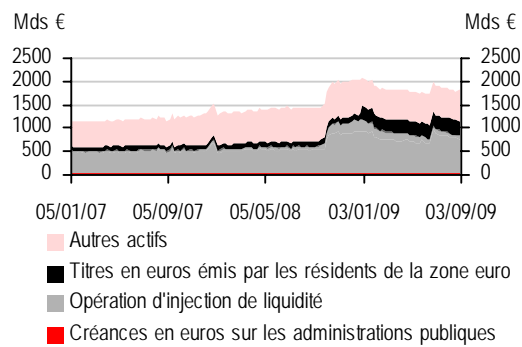


Sources: Bloomberg, HSBC

## ... et monétaires ...

Depuis deux ans, les institutions financières ont bénéficié d'un montant croissant de liquidité de la part de la Banque Centrale Européenne pour une durée de plus en plus longue. En août 2007, le montant de liquidité injecté par la BCE dans le système bancaire s'élevait à 452 milliards d'euros (dont 67% via les opérations principales de refinancement et 33% via les opérations de refinancement à plus long terme). En août 2009, il a atteint 788 milliards d'euros (dont 12% via les opérations principales et 88% via les opérations à plus long terme). En conséquence, l'actif du bilan de la BCE est passé de 1 200 milliards d'euros début août 2007, à 2 090 milliards d'euros début janvier 2009 et était au 25 septembre 2009 de 1 790 milliards d'euros.

L'actif du bilan de la BCE montre sa détermination



Sources: BCE, HSBC

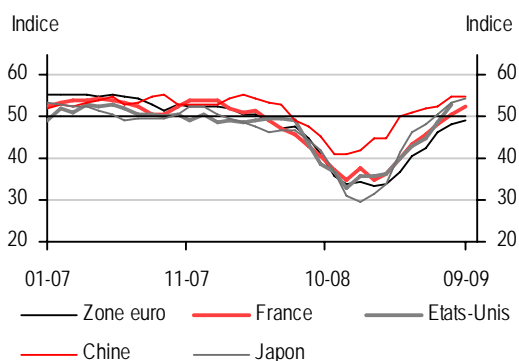
Une telle politique a permis aux institutions bancaires de reconstituer une partie de leurs fonds propres et de maintenir à un faible niveau les taux du marché interbancaire. Par exemple, l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le rendement de l'obligation gouvernementale allemande à 3 mois, qui avait atteint 340 points de base le 8 octobre 2008, est revenu à 44 points de base le 23 septembre 2009. Et celui observé entre le taux Eonia et le taux Euribor 12 mois est passé de 167 points de base en juin 2008 à 90 points de base le 23 septembre 2009.

Nous ne prévoyons pas pour l'instant de changement d'orientation de la politique monétaire dans la plupart des pays développés. Le taux de refinancement de la zone euro devrait rester au moins jusqu'à l'été 2010 à 1%. Parallèlement, la BCE va continuer à fournir de la liquidité aux banques afin d'écarter tout risque de restriction de crédit dans la mesure où le système européen de financement reste très intermédié. En effet, alors que la part d'encours de crédits bancaires au secteur privé est de 63% du PIB aux Etats-Unis, elle atteint 145% du PIB en zone euro. Quant aux émissions de titres du secteur privé, elles correspondent à 168% du PIB aux Etats-Unis et seulement à 81% du PIB en zone euro.

## ... alors que l'activité économique reste très faible et que la consommation des ménages va flancher

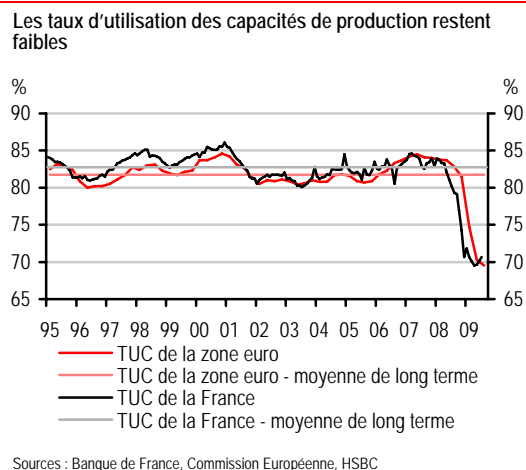
Si les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises laissent attendre une progression de l'activité en France mais aussi aux Etats-Unis et au Japon, l'activité devrait rester faible. En effet, les indices de ces enquêtes ont juste passé la barre des « 50 ». Et leur progression résulte pour une part importante d'une forte amélioration du sentiment des chefs d'entreprises du secteur automobile. Or les précédents Juppé et Balladur nous montrent que les soutiens publics à l'automobile et notamment les primes à la casse ont un effet très temporaire puisqu'ils incitent seulement les ménages à avancer leurs achats automobiles et non pas à acheter plus de voitures. La baisse des immatriculations à venir devrait donc être d'une ampleur comparable à la hausse observée durant la période d'application de la prime à la casse. Une telle diminution pèsera sur la consommation des ménages, les exportations mais aussi limitera la progression à venir des perspectives d'activité d'ici la fin de l'année.

Les indices PMI manufacturiers dépassent pour la plupart la barre des "50"



Sources: Markit, HSBC

Par ailleurs, les taux d'utilisation des capacités de production restent faibles. Ils sont de 71% en France contre 83% en moyenne et de 70% en zone euro contre 82% en moyenne.



Sources: Banque de France, Commission Européenne, HSBC

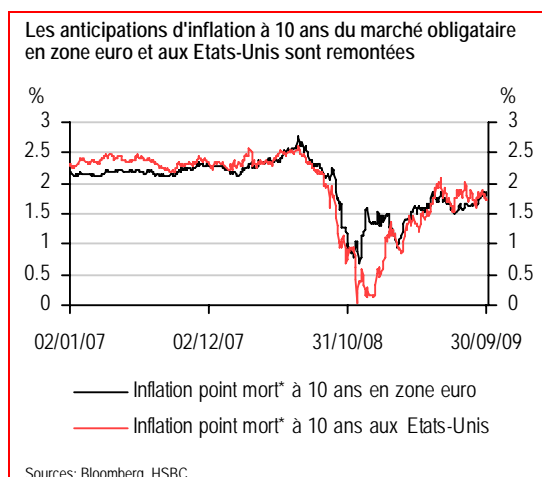
De plus, le coût de financement est encore élevé. Certes, les primes CDS à 5 ans sur les entreprises « investment grade » européennes sont redescendues de 145 points de base mais elles restent supérieures de 40 points de base à leur niveau d'avant crise.

Enfin, les perspectives d'activité sont conditionnées à l'évolution de la demande interne et notamment de la consommation des ménages qui devrait rester faible voire reculer en France début 2010 selon nos prévisions. En effet, la fin de la baisse des prix à la consommation et l'arrêt des mesures sociales de soutien du revenu disponible brut vont limiter significativement les dépenses des ménages. L'incertitude qui pèse sur les revenus futurs aura le même effet dans la mesure où elle contraint les ménages à épargner, par précaution ou en vue d'une augmentation future d'impôts. C'est déjà ce qu'on a observé au deuxième trimestre 2009 car le taux d'épargne est remonté à 16.7% après 15% au troisième trimestre 2008. Mais la remontée de l'épargne devrait se poursuivre car quand le déficit public augmente fortement les ménages français développent alors un comportement « ricardien ». Cela signifie qu'ils épargnent une partie des soutiens conjoncturels au revenu en prévision des augmentations d'impôts à venir, afin de lisser leur revenu et de maintenir constant leur revenu

permanent. Nous avons montré qu'une hausse de 1 point de pourcentage du déficit public par rapport au PIB amputait la croissance de la consommation des ménages de 0.7 point de % en France (cf « *L'exception consummatrice française est-elle soluble dans la crise ?* », juin 2009). Par ailleurs, la hausse du taux de chômage a aussi un effet négatif sur les dépenses des ménages. Selon nos calculs, une hausse de 1 point de % du taux de chômage les diminue de 1 point de %. Au total, le taux de chômage hors Dom-Tom ayant progressé de 1.8 point de % pour atteindre 9.2% en moyenne en 2009 contre 7.4% en 2008 selon l'INSEE et le déficit de près de 4 points de % selon nos prévisions, nous continuons donc d'anticiper un recul de la consommation des ménages français au premier semestre 2010.

## L'endettement public comme le désendettement privé vont limiter l'ampleur de la reprise

Les politiques monétaires sans précédent menées par les Banques centrales comme les plans de relance ont sans aucun doute permis d'écarter le risque déflationniste. C'est ce que montrent le rebond des anticipations d'inflation et la progression des perspectives d'activité et des valeurs boursières.



Toutefois, il est trop tôt pour crier victoire :

- ▶ une fois les plans de relance passés, le PIB devrait à nouveau reculer car l'investissement des entreprises ne sera pas en mesure de prendre le relais compte tenu de la faiblesse de la consommation des ménages et des taux d'utilisation des capacités de production ;
- ▶ le choix d'une résolution au fil de l'eau de la crise bancaire et financière oblige au maintien de politiques monétaires très accommodantes pour éviter le « credit crunch » ;
- ▶ la faiblesse des taux longs malgré le rally boursier et le rebond de l'activité observé est le signe de la persistance de déséquilibres ;
- ▶ les agents privés vont continuer à se désendetter compte tenu de la dégradation des marchés du travail ;
- ▶ l'utilisation des politiques monétaires et budgétaires a un coût qui est actuellement masqué par la politique monétaire. Mais il réapparaîtra dès que l'aversion au risque se sera durablement réduite et que l'incertitude financière sera définitivement dépassée ;
- ▶ les politiques monétaires quantitatives modifient le prix relatif des actifs et trompent l'allocation des ressources, ce qui peut générer de nouveaux déséquilibres.

Si les risques déflationnistes et l'ampleur de la récession ont légitimé l'utilisation sans précédent des politiques monétaires et budgétaires, ils ne doivent pas empêcher de mettre en évidence les déséquilibres que peuvent générer de telles actions afin d'en limiter le coût.

Par ailleurs, la faiblesse des taux directeurs notamment américains peut détourner les flux de capitaux vers l'Asie et engendrer une situation inflationniste dans les émergents. Ce risque est faible l'année prochaine car l'économie reste

soutenue par les plans de relance et par un recul des prix à la consommation. Mais il peut croître avec la progression des prix des matières premières qui ne manquera pas de survenir avec le rebond de croissance du PIB que notre économiste « Chine », attend pour la Chine en 2010, +9% en moyenne.

## **Nous réitérons nos prévisions : légère hausse du PIB jusqu'à la fin de l'année 2009 mais nouveau recul de l'activité début 2010 dans un contexte marqué par l'instabilité**

Les signes estivaux d'amélioration sont incontestables mais ils ne nous conduisent pas à modifier nos prévisions. En effet, ils résultent principalement de l'impact plus rapide que prévu sur les secteurs financier et automobile mais aussi immobilier du soutien public. Mais nous avons déjà anticipé une progression du PIB au deuxième semestre 2009 grâce aux effets du plan de relance et notamment à l'investissement supplémentaire. Toutefois, les études que nous avons réalisées montraient qu'à la fin de la prime à la casse, les achats d'automobiles reculeraient en France comme dans les pays ayant mis en œuvre une telle mesure. Ce sera en octobre en Allemagne et en novembre au Royaume-Uni selon nos prévisions<sup>1</sup>. Parallèlement, la baisse des prix aura pris fin et le taux d'épargne sera remonté. La consommation des ménages pourrait alors reculer comme les exportations d'automobiles. De plus, les exportations françaises vers les pays tiers ne bénéficieront que peu du rebond de croissance asiatique car elles seront pénalisées par l'appréciation de l'euro qui devrait atteindre 1.50 dollar d'ici la fin de l'année selon les prévisions d'HSBC. Or selon nos calculs

(cf p.25 ci-après), les exportations françaises sont plus sensibles aux variations de prix que les exportations allemandes dans la mesure où elles se caractérisent par une faible compétitivité hors prix.

Parallèlement, les entreprises et les ménages vont continuer de se désendetter et les institutions financières poursuivront la reconstitution de leurs fonds propres. Et la dégradation du marché du travail en pesant sur les salaires limitera les dépenses de consommation et donc la progression de la production industrielle et de l'investissement des entreprises.

Ainsi, même si l'activité reprend peu à peu, il est peu probable que la croissance soit suffisamment dynamique pour que nous puissions retrouver le niveau de PIB par habitant de 2007 dès 2010. En effet, il faudrait pour cela que la croissance soit de 3.6% en 2010 après -2.2% en 2009.

De plus, le PIB français pourrait légèrement diminuer début 2010.

Nos prévisions supposent que les Banques centrales réussissent à retirer la liquidité adéquate et à contrer un krach obligataire. C'est une hypothèse forte car les politiques monétaires menées depuis le début de la crise sont inédites de par leur ampleur et les moyens utilisés.

<sup>1</sup> Pour plus de détails, voir notre « Economics Europe : Mixed fortunes », septembre 2009.

# Nos prévisions de croissance pour la France et le Reste du monde

## France

### 1. Nos Prévisions de croissance pour la France

	2008	2009p	2010p	2011p	T3 09p	T4 09p	T1 10p	T2 10p	T3 10p	T4 10p
Consommation des ménages	0.9	0.7	0.1	1.0	0.8	0.8	0.4	-0.1	-0.1	0.1
Consommation des administrations publiques	1.1	1.8	2.2	1.6	2.0	2.7	3.5	2.4	1.7	1.2
Investissement total	0.4	-4.1	-0.6	2.1	-3.5	1.8	1.4	1.2	-1.4	-3.5
Investissement des entreprises	2.4	-7.8	-1.7	3.4	-8.6	-6.8	-3.8	-3.0	-1.0	1.0
Investissement des ménages	-1.4	-7.0	-0.5	2.0	-6.5	-4.6	-2.7	-0.7	0.3	1.3
Investissement des administrations publiques	-4.5	14.9	2.1	-3.0	22.3	49.2	30.1	20.7	-6.2	-21.9
Stocks (% PIB)	0.6	-1.1	-1.3	-1.2	-1.5	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2	-1.1
Stocks (contribution à la croissance du PIB)	-0.3	-1.8	-0.2	0.2	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Demande intérieure	0.7	-1.7	0.3	1.6	-1.9	-0.5	0.2	0.5	0.3	0.1
Exportations	-0.6	-10.9	2.4	3.3	-10.9	-4.8	3.0	2.5	2.0	2.0
Importations	0.6	-8.9	2.6	4.0	-9.7	-4.7	0.9	3.8	3.3	2.4
PIB	0.3	-2.1	0.2	1.3	-2.0	-0.3	0.8	0.1	-0.1	-0.1
PIB (var. trimestrielle %)	-	-	-	-	0.4	0.3	-0.3	-0.4	0.2	0.4
Production manufacturière	-3.1	-14.8	-1.2	1.4	-14.6	-9.5	-1.6	-1.5	-2.0	0.2
Production industrielle	-2.5	-13.6	-1.7	1.4	-13.8	-9.5	-3.1	-2.0	-2.0	0.2
Taux de chômage selon l'INSEE* (%)	7.4	9.2	10.3	10.9	9.4	9.6	9.9	10.1	10.5	10.9
Taux de chômage selon Eurostat (%)	7.8	9.5	10.6	11.2	9.7	9.9	10.1	10.4	10.8	11.2
Salaire mensuel de base	2.9	2.1	1.3	1.6	1.7	1.6	1.3	1.2	1.3	1.4
Prix à la consommation (mesure nationale)	2.8	0.1	1.4	1.8	-0.4	0.4	1.2	1.3	1.6	1.6
Prix à la consommation (IPCH)	3.2	0.1	1.6	2.0	-0.5	0.5	1.4	1.5	1.9	1.8
Balance commerciale (Mds d'euros)	-54.4	-43.1	-40.2	-41.6	-9.5	-10.0	-9.8	-9.8	-10.2	-10.4
Balance courante (% du PIB)	-2.3	-1.6	-1.3	-1.3	-	-	-	-	-	-
Déficit budgétaire (% du PIB)	-3.4	-7.4	-7.6	-6.5	-	-	-	-	-	-
Taux à 3 mois (%)	4.6	1.1	1.4	2.6	0.8	0.9	1.0	1.3	1.6	1.8
Taux à 10 ans (%)	4.2	3.6	3.4	3.4	3.5	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4

Notes : \* = Taux de chômage BIT pour la France métropolitaine



## Reste du Monde <sup>2</sup>

### 2. Nos prévisions de croissance, d'inflation et de politiques monétaires pour les pays du G7

	Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)			Taux directeurs (% fin d'année)		
	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p	2008	2009p	2010p
Etats-Unis	-2.4	2.8	4.5	-0.5	1.3	1.2	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
Japon	-5.7	1.2	1.1	-1.2	-1.4	-0.8	0.10	0.10	0.10
Zone euro à 15 (*)	-3.9	0.7	1.2	0.4	1.3	1.7	2.50	1.00	1.50
Allemagne	-4.9	1.4	1.2	0.3	0.7	1.5	-	-	-
France	-2.1	0.2	1.3	0.1	1.6	2.0	-	-	-
Italie	-5.0	0.2	0.8	0.8	1.7	1.5	-	-	-
Royaume-Uni	-4.3	1.7	2.3	2.1	2.4	2.2	2.00	0.50	2.00
Canada	-2.3	2.6	3.1	0.3	1.2	2.0	1.50	0.25	0.75
<b>Monde</b>	<b>-2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.6</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	-	-	-
<b>Monde (PPA)</b>	<b>-0.7</b>	<b>3.9</b>	<b>4.4</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	-	-	-

(\*) IPCH  
Source : Global Economics, Q4 2009

### 3. Nos prévisions de taux de change et d'indices boursiers

	Taux de change (fin d'année)				Indices boursiers (fin d'année)			
	2007	2008	2009p	2010p	2007	2008	2009p	
EUR/USD	1.46	1.39	1.50	1.50	S&P 500	1 468	903	1 020
GBP/USD	1.99	1.44	1.62	1.75	Euro Stoxx 50	4 400	2 448	2 730
JPY/USD	112	91	100	105	DAX 30	8 067	4 973	5 500
Yuan/USD	7.31	6.82	6.80	6.66	CAC 40	5 614	3 218	3 550
EUR/JPY	163	126	150	158				
EUR/GBP	0.73	0.97	0.93	0.86				

Source : Global Economics, Q4 2009

### 4. Nos prévisions de croissance et d'inflation pour les pays asiatiques et émergents

	Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)				Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)		
	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p		2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p
<b>Asie hors Japon</b>	<b>4.9</b>	<b>7.7</b>	<b>7.7</b>	<b>2.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>Amérique latine</b>	<b>-3.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>
Chine	8.1	9.5	8.9	-0.6	2.6	2.5	Mexique	-7.0	3.6	3.4	4.1	4.0	3.4
Hong Kong	-4.0	3.8	4.3	0.6	2.3	3.0	Brésil	0.4	5.3	4.2	4.7	5.0	5.3
Inde	6.2	7.2	8.9	10.5	9.6	6.0	Argentine	-3.5	2.4	2.6	14.6	15.7	13.9
Indonésie	4.3	5.8	5.5	5.3	7.9	7.0	Chili	-1.7	4.0	4.6	-1.5	2.5	3.2
Malaisie	-2.0	6.8	5.5	0.8	3.3	2.5	<b>EMEA*</b>	<b>-3.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.7</b>	<b>7.8</b>	<b>6.4</b>	<b>8.5</b>
Philippines	1.8	4.2	4.7	3.2	4.8	5.9	Rép. tchèque	-3.7	1.5	2.5	1.1	1.2	1.8
Singapour	-2.5	6.5	5.5	0.3	2.5	2.0	Hongrie	-5.9	-0.6	3.5	4.3	2.9	2.0
Corée du Sud	-0.4	4.6	4.9	2.8	3.1	3.2	Pologne	1.0	2.0	3.4	3.6	2.6	2.5
Taiwan	-4.2	4.4	4.9	-0.7	1.1	1.6	Russie	-8.3	3.1	2.4	11.9	8.7	15.4
Thaïlande	-2.8	4.5	4.9	-0.9	3.3	3.6	Turquie	-5.3	2.9	4.1	6.4	8.7	6.7
Vietnam	4.9	6.8	5.9	7.6	10.4	7.1	Arabie Saoudite	-1.1	4.1	5.9	5.0	3.8	6.0
							Afrique du Sud	-1.8	1.6	2.8	7.0	5.7	6.5

Source : Global Economics, Q4 2009

Notes : \* = la zone EMEA inclut l'Europe de l'Est, le Moyen-Orient et l'Afrique

2 Pour plus de détails, voir "Global Economics" by Stephen King and Stuart Green, Q4 2009, 1 October 2009

# La prime à la casse au secours de la croissance

- ▶ Plus de deux tiers de la croissance du PIB français a résulté des primes à la casse appliquées en France et à l'étranger
- ▶ Mais ces soutiens ne sont que temporaires, ...
- ▶ ...leur arrêt, même dégressif, va donc peser significativement sur la croissance des trimestres à venir

## La prime à la casse a soutenu la consommation...

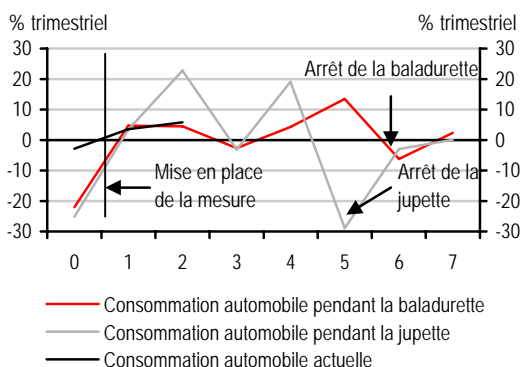
En France, la prime à la casse a été mise en place en décembre 2008. Comme nous l'avions prévu, cette mesure a soutenu la consommation des ménages<sup>3</sup>. La consommation automobile a augmenté de 2.3% en rythme trimestriel au premier trimestre 2009 puis de 3.8% au deuxième trimestre contre un recul de -2.1% par trimestre en moyenne en 2008. Ainsi, les achats de voitures ont expliqué presque la totalité de la

<sup>3</sup> Pour plus de détails, cf. notre publication « France : une réalité peu portuese », décembre 2008, p.27.

croissance de la consommation totale des ménages, qui était de 0.2% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent. Lors des deux précédentes mesures de prime à la casse, la baladurette puis la jupette, instaurées en France en 1994 et en 1995, la consommation automobile des ménages avait augmenté fortement au cours des deux premiers trimestres d'application<sup>4</sup>. Puis elle avait diminué légèrement avant de remonter fortement au cours du trimestre précédent leur arrêt. Néanmoins, ces deux précédents montrent que de telles mesures

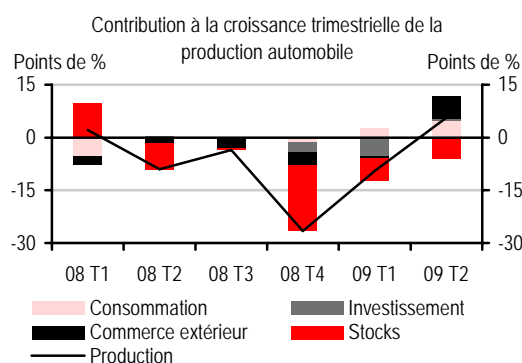
<sup>4</sup> Pour plus de détails, cf. notre publication « France : risques de déconvenues », juillet 2009, p.17.

La consommation automobile devrait diminuer avec la dégressivité de la prime à la casse



Sources : INSEE, HSBC

La prime à la casse a permis une hausse de la production automobile malgré un déstockage marqué



Sources : INSEE, calculs HSBC

conduisent uniquement à avancer les achats automobiles des ménages. Lors de leur fin, la consommation automobile avait fortement diminué. Nous prévoyons donc une baisse de la consommation automobile des ménages au troisième trimestre 2009. Ensuite, elle rebondirait au quatrième trimestre 2009 avant de reculer fortement au premier trimestre 2010 en lien avec la dégressivité de la mesure<sup>5</sup>.

### ...les exportations...

Outre la France, plusieurs pays européens ont mis en place des mesures de prime à la casse, comme l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne, qui sont nos principaux partenaires commerciaux (voir notre diagramme ci-dessous pour le calendrier des arrêts programmés des primes à la casse en Europe).

Grâce à la mise en place des primes à la casse à l'étranger, les exportations automobiles françaises ont fortement rebondi. Elles augmentaient de +11.5% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent après

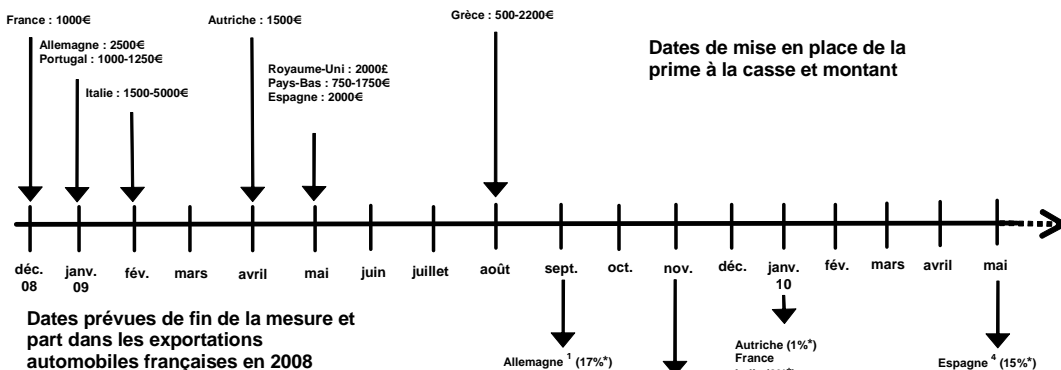
-18.4% au premier trimestre et -22.4% au quatrième trimestre 2008. Ainsi, la hausse des exportations automobiles expliquait la totalité de la croissance des exportations de biens et services, qui était de 0.7% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent.

Selon notre analyse détaillée des chiffres des douanes en valeur, le rebond des exportations automobiles de la France est essentiellement dû aux mesures étrangères de prime à la casse. Les pays d'Europe ayant décidé une telle mesure expliquaient 58% de la hausse trimestrielle des exportations automobiles au deuxième trimestre 2009. En outre, les exportations du secteur automobile ont fortement progressé vers les pays où les constructeurs français possèdent des usines de production. Notamment, les exportations vers la Turquie, la Pologne, la République Tchèque, la Slovaquie et la Roumanie ont expliqué 24% de la croissance trimestrielle des exportations du secteur automobile au deuxième trimestre 2009.

Mais les fins successives des primes à la casse étrangères vont limiter les exportations automobiles françaises. Ces exportations ralentiraient à +2% au troisième trimestre 2009

<sup>5</sup> La prime à la casse de 1 000€ doit normalement prendre fin en France le 1<sup>er</sup> janvier 2010. Toutefois, le gouvernement a annoncé la possibilité d'une extinction progressive de cette mesure, à 700€ début 2010, puis 500€ au second semestre 2010.

Dates de mise en place et d'arrêt des mesures de prime à la casse en Europe



1 Allemagne : le crédit de 5 mds € a été épuisé début septembre selon le Bafa, l'organisme officiel qui comptabilise le nombre de demandes des particuliers  
 2 Royaume-Uni : le dispositif, qui concernait 300 000 véhicules initialement, a été étendu à 100 000 véhicules supplémentaires le 28 septembre. Malgré cette extension, la mesure prendrait fin au mois de novembre.  
 3 Pays-Bas : crédit total de 85 millions d'euros  
 4 Espagne : fin quand 200 000 véhicules auront bénéficié de la prime, et au plus tard en mai 2010  
 \* Part du pays dans l'ensemble des exportations automobiles françaises en 2008

Sources : HSBC

par rapport au trimestre précédent et diminueraient de -3% au quatrième trimestre. En effet, la fin de la prime à la casse allemande intervenue en septembre à la suite de l'épuisement des crédits et l'arrêt de la prime anglaise au quatrième trimestre réduira les exportations automobiles vers ces pays. Cela ne serait alors que partiellement compensé par la poursuite des exportations vers les autres pays où la prime à la casse est encore en place. Ensuite, aux premier et deuxième trimestres 2010, l'arrêt de la prime à la casse en Autriche, en Italie, au Portugal et aux Pays-Bas puis en Espagne conduirait à un recul plus important des exportations automobiles, de -4% par trimestre en moyenne.

Au total, la contribution du secteur automobile à la croissance trimestrielle de l'ensemble des exportations ne serait plus que de 0.1 point de % au troisième trimestre 2009. Ensuite, elle serait négative : -0.2 point de % au quatrième trimestre 2009 puis -0.3 point de % par trimestre en moyenne au premier semestre 2010.

### ...et la production automobile

Le rebond de la consommation automobile des ménages français et des exportations automobiles a soutenu la production automobile en France. En rythme trimestriel, elle a augmenté de 14.5% au deuxième trimestre 2009 après -11.1% au premier trimestre 2009 et -31.3% au quatrième trimestre 2008. Selon nos calculs, la consommation automobile des ménages expliquait 66% de cette hausse et les échanges commerciaux d'automobiles 86%. En revanche, la contribution des stocks à la croissance trimestrielle de la production automobile demeurait négative. En effet, comme nous l'avions anticipé<sup>6</sup>, les constructeurs

automobiles n'ont pas accru leur production à hauteur du surcroît de demande. Ils ont profité de l'augmentation de la demande automobile pour accroître le rythme de leur déstockage.

Au regard des exemples précédents de prime à la casse, les constructeurs automobiles anticiperaient la hausse de la consommation des ménages du quatrième trimestre et lisseraient leur production. Ainsi, bien que la demande automobile diminuerait légèrement au troisième trimestre 2009, la production automobile continuerait d'augmenter. En revanche, malgré le rebond de la demande au quatrième trimestre 2009, la production automobile commencerait à se replier. Puis au premier trimestre 2010, la chute de la demande intérieure et extérieure entraînerait un nouveau recul de la production automobile.

### Après avoir soutenu la croissance du PIB, la prime à la casse la déprimerait début 2010

Selon nos calculs, la consommation automobile et les échanges extérieurs d'automobiles ont expliqué plus des deux tiers de la croissance trimestrielle du PIB au deuxième trimestre 2009. Leur contribution à la croissance deviendrait nulle au troisième trimestre en raison du ralentissement des exportations et de la légère diminution de la consommation des ménages. Au quatrième trimestre 2009, le rebond de la consommation des ménages permettrait une contribution de +0.1 point de % de la demande automobile à la croissance trimestrielle du PIB malgré la baisse des exportations. En revanche, au premier trimestre 2010, la chute des exportations automobiles et de la consommation des ménages pèserait à hauteur de -0.2 point de % sur la croissance trimestrielle du PIB.

<sup>6</sup> Pour plus de détails, cf. notre publication « France : risques de déconvenues », juillet 2009, p.17.

# Poursuite du déstockage industriel

- ▶ Le rebond de la production automobile a atténué la récession industrielle mais les autres secteurs n'ont pas redémarré...
- ▶ ...et le déstockage se poursuit alors que la production automobile devrait s'affaiblir...
- ▶ ...ce qui peut stopper la remontée des perspectives d'activité industrielle d'ici fin 2009

## La chute de la production industrielle s'est atténuée...

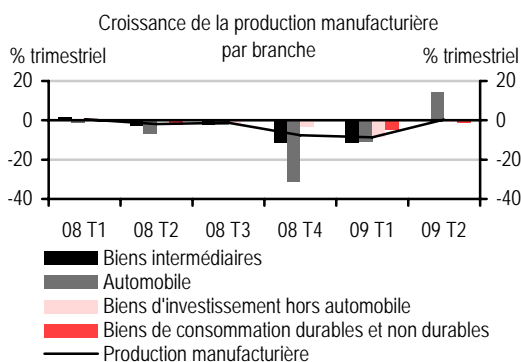
Le recul de la production industrielle s'est atténué au deuxième trimestre 2009 à -0.7% par rapport au trimestre précédent, après -7.2% au premier trimestre. Cela s'explique essentiellement par le rebond de la production automobile de 14.5% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent. Celle-ci a été soutenue par la hausse des ventes liée aux mesures de prime à la casse

instaurées en France et en Europe<sup>7</sup>. De plus, la demande accrue de biens intermédiaires de la part du secteur automobile a stabilisé la production de biens intermédiaires. En revanche, la production des autres secteurs manufacturiers a continué de diminuer, bien qu'à un rythme moins prononcé qu'au premier trimestre, comme nous l'avions anticipé. La production de biens de consommation durables et non durables s'est repliée de -1.5% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre

Pierre-Emmanuel Ferraton\*  
Economiste  
Direction des Etudes  
Economiques d'HSBC France  
+33 1 40 70 79 92  
pierre-emmanuel.ferraton@hsbc.fr

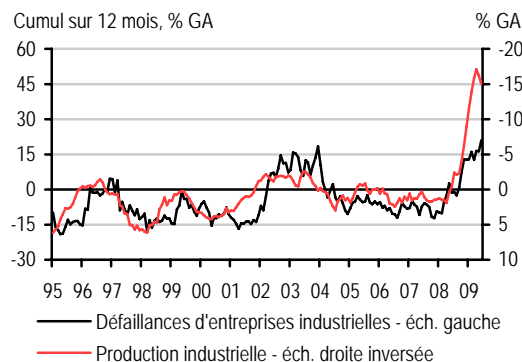
<sup>7</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.

Le rebond de la production automobile a stabilisé la production industrielle...



Sources : INSEE, HSBC

...mais pas les défaillances d'entreprises



Sources : INSEE, HSBC

précédent après -4.8% au premier trimestre. La production de biens d'équipement électriques et électroniques et d'autres machines a baissé de -2.4% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent après -14.4% au premier trimestre.

### ...mais elle continuerait de baisser

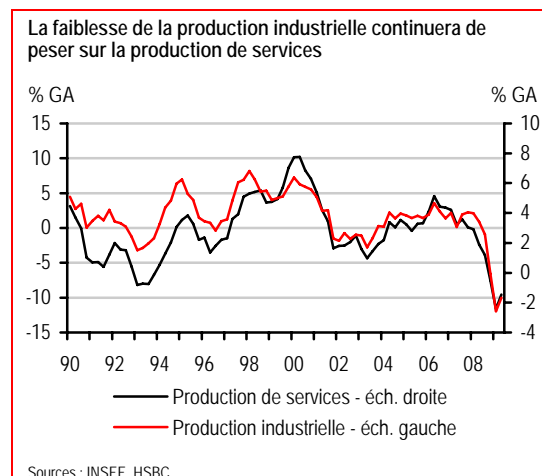
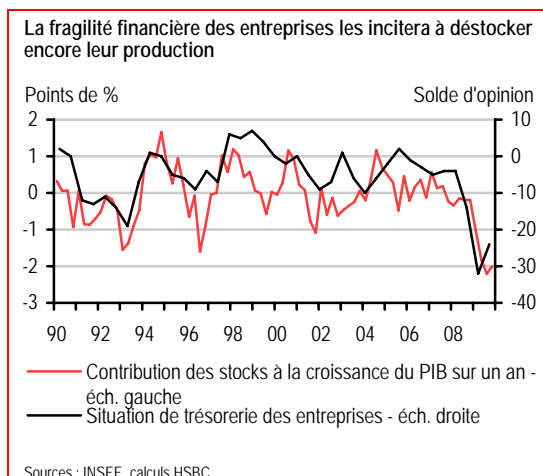
Au troisième trimestre 2009, la production automobile ralentirait avec la fin des primes à la casse. Puis, elle reculerait de nouveau au quatrième trimestre 2009 et au premier trimestre 2010<sup>8</sup> et pèserait sur la production de biens intermédiaires. De plus, la fin des mesures du plan de relance et de la baisse des prix freinerait le pouvoir d'achat des ménages en 2010. Leur consommation diminuerait au premier semestre 2010 et pèserait sur la production de biens de consommation. En outre, la société Airbus a annoncé une réduction de la cadence de production d'Airbus A320 au mois d'octobre 2009, ce qui affaiblirait la production de biens d'équipement.

Par ailleurs, le déstockage industriel se poursuivrait. Certes, les industriels jugent le niveau de leurs stocks moins lourd qu'auparavant. Mais leur fragilité financière les inciterait encore à

réduire leurs coûts et les pousserait à accroître leur déstockage. En effet, le taux d'endettement des entreprises a atteint son plus haut niveau historique. De plus, le solde d'opinion des industriels sur la situation de leur trésorerie restait faible à -24 en juin 2009 contre une moyenne de longue période de -10. En outre, l'accélération des défaillances d'entreprises industrielles à +25% sur un an en moyenne au premier semestre 2009 après +16% sur un an en moyenne en 2008 montre que les entreprises industrielles restent fortement exposées à la récession.

Les perspectives personnelles d'activité des industriels, qui se sont améliorées à -11 en septembre 2009 après un point bas de -47 en mars 2009, demeurent d'ailleurs inférieures à leur moyenne de long terme de +5. Cela souligne que malgré le soutien du secteur automobile, l'activité des autres secteurs de production reste anémiée. La faiblesse de leurs perspectives d'activité et leur besoin de désendettement continueraient de tirer l'investissement des entreprises à la baisse jusqu'au premier trimestre 2010. Cela accentuerait le recul de la production industrielle en limitant la reprise de la production de biens d'investissement.

<sup>8</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.



## La production industrielle ne redémarrerait qu'au deuxième trimestre 2010

A partir du deuxième trimestre 2010, la production industrielle repartirait à la hausse grâce notamment à la fin de la chute de la production automobile. En effet, les achats automobiles redémarreraient doucement après le fort repli lié à la fin des primes à la casse en France et à l'étranger. De plus, le besoin de déstockage s'atténuerait. En effet, lors des récessions passées, les stocks avaient pesé sur la croissance de la production industrielle pendant quatre trimestres<sup>9</sup>. Ainsi, une fois que le déstockage sera totalement transmis à l'ensemble des secteurs industriels, il cessera d'affaiblir la production industrielle. En outre, la production industrielle de la zone euro bénéficierait à partir du premier trimestre 2010 de la reprise des

exportations allemandes vers l'Asie notamment. Cela bénéficierait à la production industrielle française à partir du deuxième trimestre 2010. Alors, la production industrielle française repartirait lentement à la hausse. Au total, elle reculerait de -13.6% sur un an en 2009 puis de -1.7% sur un an en 2010.

La diminution de la production industrielle continuerait de réduire la production de services aux entreprises, de transport et de commerce. Or, ces secteurs représentent 61% de la production de services marchands. Ainsi, la corrélation entre la croissance de la production industrielle et celle de la production de services marchands est de 81% en rythme trimestriel et de 87% en rythme annuel. Au total, malgré la faible exposition conjoncturelle de la production de services non marchands, la production de l'ensemble des services baisserait de -1.1% sur un an en 2009 puis augmenterait de +0.2% sur un an en 2010.

<sup>9</sup> Pour plus de détails, cf. notre publication « France : risques de déconvenues », juillet 2009, p.18.

# L'investissement continuera de diminuer

- ▶ Les perspectives d'activité et de profit des entreprises restent faibles et défavorables à l'investissement...
- ▶ ...et leur rentabilité ne s'est que peu améliorée
- ▶ Leur besoin de désendettement et leur faible capacité à investir freineront l'investissement jusque fin 2010

## La baisse du taux d'investissement...

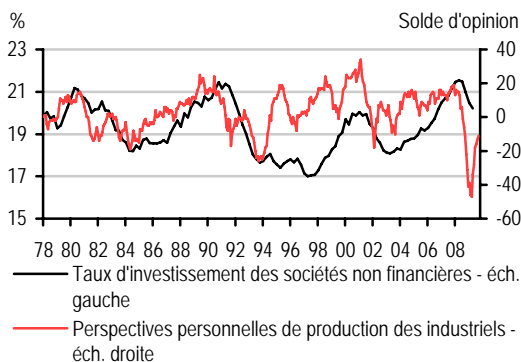
La chute de l'investissement des entreprises au premier semestre 2009 a engendré une baisse de leur taux d'investissement<sup>10</sup>. Celui-ci reculait à 20.3% au deuxième trimestre 2009 après 20.5% au premier trimestre et 21.4% en moyenne en 2008. Cependant, le taux d'investissement des entreprises reste encore nettement supérieur à sa moyenne de longue période de 19.3%.

<sup>10</sup> Le taux d'investissement des entreprises rapporte la valeur de l'investissement des entreprises à celle de leur valeur ajoutée.

## ...est insuffisante compte tenu des faibles perspectives d'activité et de profit

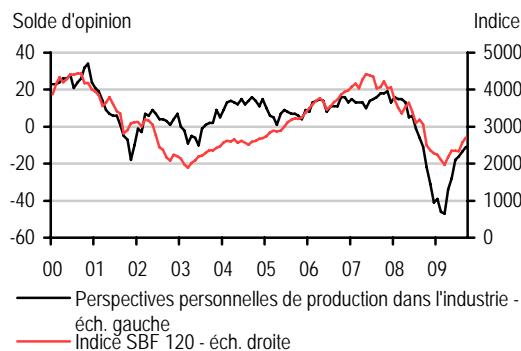
Le taux d'investissement des entreprises apparaît d'autant plus élevé que les perspectives d'activité des entrepreneurs demeurent en deçà de leur moyenne de longue période. En septembre 2009, le solde d'opinion relatif aux perspectives personnelles de production dans l'industrie était à -11, contre une moyenne de longue période de +4. De ce fait, les perspectives

Malgré une légère diminution au premier semestre, le taux d'investissement des entreprises apparaît encore élevé compte tenu de la faiblesse de leurs perspectives d'activité



Sources : INSEE, HSBC

La faiblesse des perspectives d'activité pèse sur les perspectives de profit des entreprises, comme le reflète l'indice SBF 120



Sources : Thomson Financial Datastream, INSEE, HSBC



de profit des entreprises restent dégradées. Même si, au mois de septembre 2009, l'indice SBF120 était remonté de 38% par rapport au mois de mars 2009, il demeurait inférieur de -38% à son point haut de mai 2007. Selon notre analyse, la production industrielle ne redémarrerait qu'au deuxième trimestre 2010. Les perspectives d'activité et de profit des entreprises resteraient donc faibles et pèseraient sur leur incitation à investir jusqu'au premier semestre 2010.

## La capacité d'autofinancement est limitée...

La baisse des prix relatifs de l'énergie fin 2008 et l'ajustement rapide de l'emploi ont permis d'accroître légèrement la profitabilité des entreprises. Leur taux de marge est remonté à 30.4% au deuxième trimestre 2009 après 30.2% au premier trimestre. Cependant, le taux de marge des entreprises restait inférieur à son niveau moyen de 31% en 2008. Au second semestre, la faiblesse de la production industrielle maintiendra le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) des entreprises à un bas niveau. En juillet et en août, il était de 71% selon la Banque de France contre une moyenne de longue période de 83%. De plus,

les suppressions d'emplois s'atténueraient fin 2009 et en 2010. Le taux de marge des entreprises resterait donc faible au second semestre 2009 et pèserait sur leur capacité d'autofinancement.

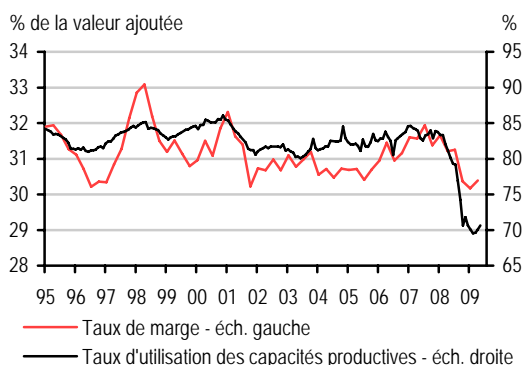
Puis en 2010, le redémarrage de la production industrielle permettrait une remontée du TUC. De plus, la réforme de la taxe professionnelle réduirait le montant des impôts payés par les entreprises, ce qui engendrerait une remontée de leur taux de marge. Ainsi, ce n'est qu'en 2010 que la capacité d'autofinancement des entreprises repartirait à la hausse et permettrait d'accroître leur capacité d'investissement.

## ...et la fragilité financière des entreprises...

La chute de l'investissement des entreprises au premier semestre 2009 n'a pas permis de réduire leur taux d'endettement<sup>11</sup>. Il atteignait 124% de la valeur ajoutée au premier trimestre 2009, soit son plus haut niveau depuis 1978. La situation financière des entreprises reste donc détériorée, ce qui induit un risque important de faillites. Le nombre de défaillances de l'ensemble des entreprises a donc encore augmenté de +12% sur un an en moyenne au premier semestre 2009,

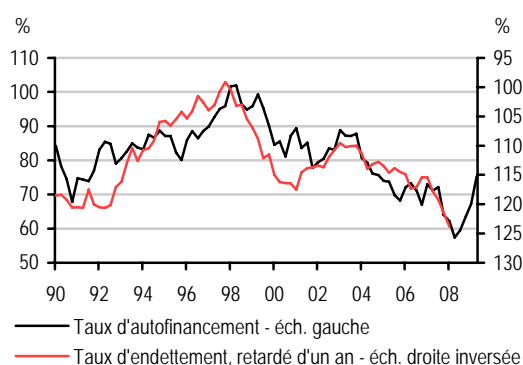
<sup>11</sup> Dette financière des sociétés non financières divisée par leur valeur ajoutée.

Le taux d'utilisation des capacités de production est historiquement bas et continuera de tirer le taux de marge et la capacité d'autofinancement des entreprises à la baisse



Sources : Banque de France, INSEE, HSBC

La réduction de leur taux d'endettement entrainera le taux d'autofinancement des entreprises à la hausse



Sources : Banque de France, INSEE, calculs HSBC

après +24% sur un an en moyenne en 2008.

## ...les pousse à se désendetter

La prime de risque reste élevée et les critères d'octroi de prêts resserrés. Le niveau moyen des *credit default swaps* (CDS)<sup>12</sup> des entreprises françaises est encore de 93 points de base le 1<sup>er</sup> septembre 2009 contre 28 points de base en moyenne en 2007. Et bien que les critères d'octroi de crédits aux entreprises ne se durcissent plus, leur resserrement marqué au second semestre 2007 et en 2008 a rendu les conditions de crédit défavorables. En effet, 2.4% des banques interrogées par la Banque de France déclaraient vouloir restreindre encore leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises au troisième trimestre 2009. Chaque trimestre en moyenne, 15% d'entre elles les durcissaient au premier semestre 2009, 54% en 2008 et 32.5% au second semestre 2007.

Pour réduire leur endettement, les entreprises font donc moins appel au crédit et continuent

<sup>12</sup> Les *credit default swaps* (CDS) sont des contrats financiers exprimés en points de base qui visent à assurer des prêteurs contre le risque de défaut de crédit de leurs emprunteurs.

d'accroître leur taux d'autofinancement<sup>13</sup>. Au deuxième trimestre 2009, celui-ci remontait à 75% après 61% en moyenne en 2008. De ce fait, la chute du montant des nouveaux prêts aux entreprises cumulés sur 12 mois s'est amplifiée. Elle était de -17% sur un an en juillet après -13% sur un an en moyenne au premier semestre 2009 et +2% sur un an en moyenne en 2008. Néanmoins, la demande de crédit des entreprises va encore diminuer au second semestre 2009. En effet, 29% des banques interrogées par la Banque de France anticipaient un nouveau recul de la demande de crédit de la part des entreprises au troisième trimestre 2009.

La faiblesse de la capacité d'autofinancement des entreprises et leur besoin de désendettement réduisent leur capacité à investir. Ainsi, malgré le redémarrage de l'activité et la remontée des perspectives d'activité et de profits au second semestre 2010, la reprise de l'investissement des entreprises serait limitée.

Au total, l'investissement des entreprises chuterait de -7.8% sur un an en 2009 et reculerait encore de -1.7% sur un an en moyenne en 2010.

<sup>13</sup> Le taux d'autofinancement des entreprises est la part de leur investissement permise par leur épargne.

# L'ajustement immobilier se poursuivra mais à un rythme moins prononcé

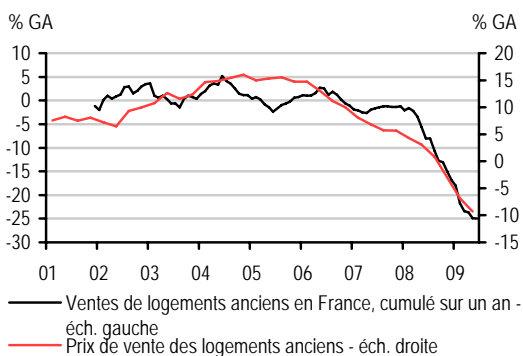
- ▶ Le rebond des ventes de logements neufs et anciens atténuerait la baisse de l'investissement résidentiel et des prix immobiliers
- ▶ Le plan de relance continuera de soutenir la construction non résidentielle au second semestre 2009
- ▶ Mais l'incertitude pesant sur les revenus futurs limitera la reprise de l'immobilier et de la construction

## La chute accrue des transactions passées a encore réduit les prix de vente des logements anciens...

Comme prévu<sup>14</sup>, les prix de vente des logements anciens ont continué de reculer. Au deuxième trimestre 2009, ils ont diminué de -2.7% par

<sup>14</sup> cf. notre publication « Marché immobilier français : demande de logements encore fragile », juillet 2009.

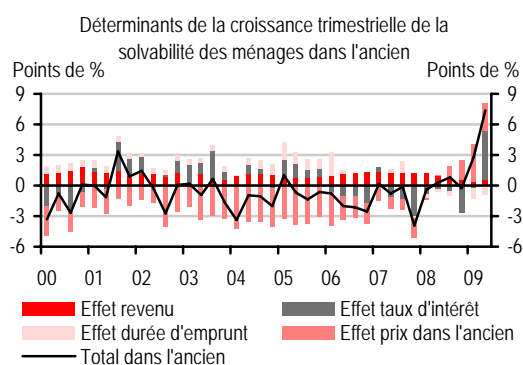
La baisse passée des ventes de logements anciens continue de peser sur leurs prix de vente...



Sources : INSEE, CGEDD, HSBC

rapport au trimestre précédent, après -3.8% au premier trimestre. Sur un an, ils se repliaient ainsi de -9.3% au deuxième trimestre 2009 après -6.9% au premier trimestre et +1.3% en 2008. Cela s'explique par la baisse passée des transactions de logements anciens en France, à 673 000 ventes en 2008 après 810 000 en 2007.

...ce qui, en plus de la baisse des taux d'intérêt, a entraîné une remontée de la solvabilité des ménages



Sources : INSEE, Friggil, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

## ...mais l'amélioration de la solvabilité des ménages et les soutiens publics semblent avoir stabilisé le marché

En rythme trimestriel, les prix de vente des logements anciens se replient depuis le deuxième trimestre 2008. De plus, les taux d'intérêt des prêts immobiliers ont cessé d'augmenter fin 2008 et sont repartis à la baisse début 2009. Ainsi, la solvabilité des ménages dans l'ancien est repartie à la hausse dès le deuxième trimestre 2008. Bien que, sur l'ensemble de l'année 2008, elle diminuait encore de -3% en moyenne, elle était en hausse de 3.7% sur un an au premier trimestre puis de 11% sur un an au deuxième trimestre 2009.

En outre, le marché immobilier a bénéficié de nombreux soutiens publics tels que la déductibilité des intérêts d'emprunt, le doublement du prêt à taux zéro et le dispositif « Scellier<sup>15</sup> ».

Les soutiens publics et la remontée de la solvabilité des ménages depuis le deuxième trimestre 2008 semblent avoir stabilisé le marché immobilier. En effet, les transactions de logements anciens ont rebondi de +25% en Ile-de-France au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, après -27% au premier trimestre 2009. Quant aux ventes de logements neufs, elles ont

<sup>15</sup>Pour plus de détails, cf. l'annexe de notre publication « Marché immobilier français : l'ajustement est brutal », mai 2009, p. 11.

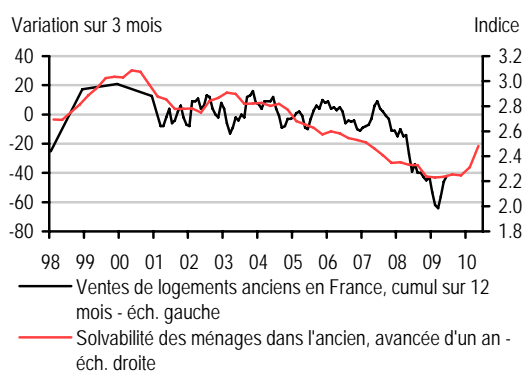
progressé de +10% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent après avoir cru de +69% au premier trimestre 2009, sous l'effet de la mise en place du dispositif « Scellier ».

Par ailleurs, les prix de vente des logements neufs ont augmenté de 3.4% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent. Ainsi, leur recul sur un an est resté limité à -2.4% au deuxième trimestre 2009 après -0.5% sur un an au premier trimestre et +1.9% en moyenne en 2008.

## L'investissement résidentiel diminuerait moins fortement jusqu'à la fin de l'année...

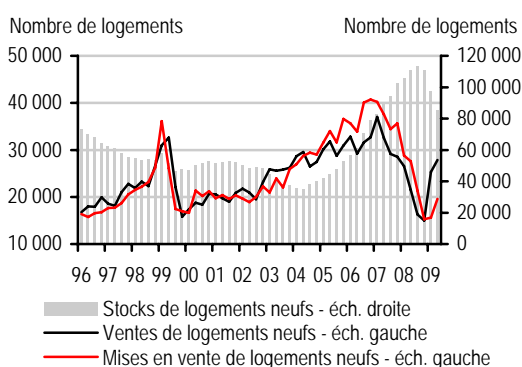
La remontée des ventes de logements neufs va tirer les mises en chantier de logements à la hausse au second semestre 2009 selon nos prévisions. Déjà, les permis de construire ont commencé à remonter au troisième trimestre 2009 : en moyenne en juillet et août, ils étaient de 6.8% supérieurs à leur niveau moyen du deuxième trimestre 2009. Mais la reprise des mises en chantier va rester freinée par le niveau élevé des stocks de logements neufs invendus. Certes, les stocks se sont réduits depuis le quatrième trimestre 2008. Mais au deuxième trimestre 2009, ils étaient encore supérieurs de 40% à leur niveau moyen entre 2004 et 2007. De plus, au troisième

La remontée de la solvabilité des ménages a stabilisé les ventes de logements anciens...



Sources : CGEDD, INSEE, Friggit, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

...et le dispositif « Scellier » a amplifié le rebond des ventes de logements neufs



Sources : MEEDDAT, HSBC

trimestre 2009, l'opinion des promoteurs immobiliers sur leur situation de trésorerie atteignait son plus faible niveau depuis le premier trimestre 1997. Les promoteurs immobiliers poursuivront donc leur déstockage. Au total, la baisse passée des mises en chantier tirera encore l'investissement résidentiel à la baisse au second semestre 2009 mais leur reprise au second semestre en atténuera le recul. L'investissement résidentiel diminuerait de -0.5% en 2010 après -7.0% en 2009 et -1.4% en 2008.

### ...et l'investissement non résidentiel sera soutenu par la poursuite de la mise en œuvre du plan de relance

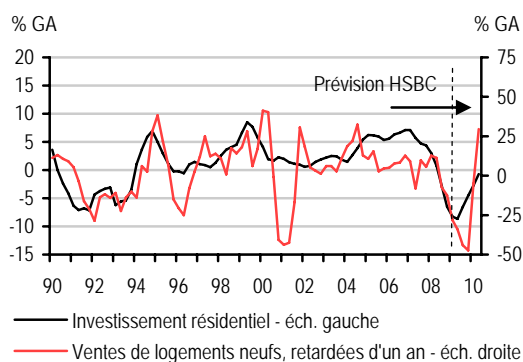
L'investissement non résidentiel des entreprises continuera de se replier en raison de la faiblesse de leurs perspectives d'activité et de leur besoin de désendettement. Néanmoins, la construction non résidentielle serait encore soutenue au second semestre 2009 par le programme d'investissement du gouvernement. Les premiers travaux associés au plan de relance ont commencé fin mars et le montant des marchés conclus dans le secteur des travaux publics est remonté après avoir atteint un point bas en avril. L'activité de travaux publics est donc repartie à la hausse au deuxième trimestre 2009 et les premières statistiques montrent une

nouvelle progression de l'activité au troisième trimestre. Selon le gouvernement, 18.2 milliards d'euros ont été injectés dans l'économie jusqu'en août 2009, soit 8 milliards d'euros de plus qu'en juin et 56% du total prévu dans le plan de relance. 700 projets d'investissement ont effectivement été lancés sur les 1 000 prévus. Fin septembre, 65% des montants décidés seraient engagés et 800 projets lancés. L'accroissement des dépenses publiques a donc été fort et rapide au troisième trimestre 2009, ce qui soutiendrait l'investissement non résidentiel et la croissance du PIB au second semestre 2009. Toutefois, la fin progressive du plan de relance déprimerait l'investissement non résidentiel en 2010.

### La baisse des prix immobiliers se modérera...

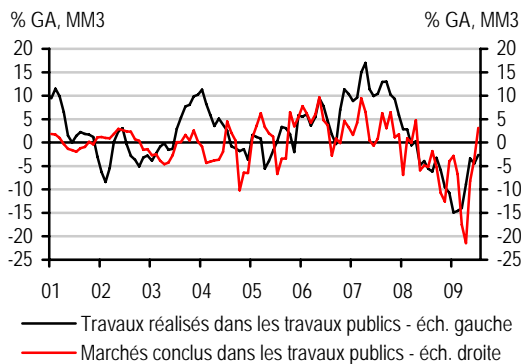
Sur le marché des logements anciens, le rebond des ventes du deuxième trimestre n'a pas suffi pour que le nombre de transactions retrouve son niveau de fin 2008. Pour l'ensemble de la France, le nombre de ventes cumulées sur un an reculait à 567 000 en juin 2009 après 609 000 en mars 2009 et 673 000 en décembre 2008. Il était inférieur de 31.2% à la moyenne observée entre 2004 et 2007. Ainsi, les prix de vente des logements anciens continueraient de baisser au second semestre 2009. Toutefois, l'amélioration de la solvabilité des

La remontée des ventes de logements neufs stabiliserait l'investissement résidentiel...



Sources : MEEEDDAT, INSEE, HSBC

...et le plan de relance aiderait le secteur des travaux publics



Sources : FNTPT, HSBC

ménages au premier semestre 2009 et le rebond des transactions de logements anciens au deuxième trimestre atténueront la chute des prix immobiliers au second semestre 2009.

### **...mais le marché immobilier et la construction resteront peu dynamiques compte tenu de l'incertitude pesant sur les revenus futurs**

L'évolution des revenus futurs des ménages reste incertaine. Les destructions d'emploi et le ralentissement des salaires pèseraient encore sur le RDB des ménages au second semestre 2009 et, dans une moindre mesure, en 2010. De plus, le taux de chômage continuerait d'augmenter et inciterait encore les ménages à privilégier une épargne liquide plutôt qu'immobilière. Déjà, la part de l'épargne financière des ménages rapportée à leur épargne totale remontait à 44% au deuxième trimestre 2009 après 32% en moyenne en 2008 et contre une moyenne de longue période de 34%.

De plus, les critères d'octroi de crédit restent plus restrictifs qu'avant la crise. Certes, 8% des banques interrogées par la Banque de France anticipaient d'assouplir légèrement leurs critères d'octroi de crédits à l'habitat au troisième trimestre 2009. Mais cette proportion reste faible : en moyenne en 2008, chaque trimestre, 20% des banques déclaraient durcir leurs critères d'octroi de prêts à l'habitat.

Au total, en 2009 et en 2010, compte tenu de l'incertitude pesant sur le revenu futur des ménages, le nombre de ventes resterait inférieur à celui observé en 2007. La baisse passée des transactions de logements continuera de peser sur les prix immobiliers mais l'amélioration de la solvabilité des ménages et le rebond des ventes de logements début 2009 atténueraient la baisse des prix. Enfin, la production de construction reculerait de -2.5% sur un an en moyenne en 2009 puis de -0.3% sur un an en moyenne en 2010.

# Le déficit commercial se détériorerait à nouveau

- ▶ Le rebond du prix du pétrole, la fin des mesures étrangères de prime à la casse et l'appréciation de l'euro...
- ▶ ...entraîneront une dégradation du déficit commercial au second semestre 2009 et en 2010 après l'amélioration du début d'année
- ▶ En 2009 et 2010, le déficit commercial restera néanmoins inférieur au déficit observé en 2008

## Le déficit commercial a baissé...

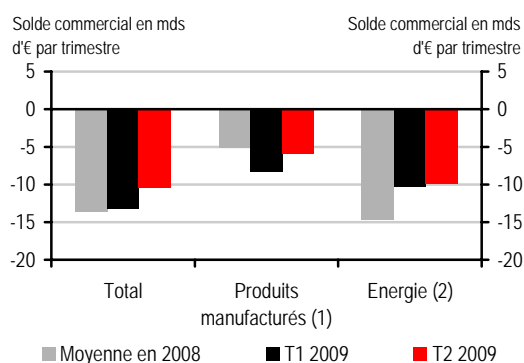
Après avoir atteint le record de -54 milliards d'euros en 2008, le déficit commercial est devenu moins important. La baisse du prix du pétrole, le rebond des exportations automobiles, les grands contrats et le recul des importations ont permis de réduire le déficit commercial à -24 milliards

d'euros au premier semestre 2009 après -28 milliards d'euros au second semestre 2008.

## ...grâce à la chute du prix du pétrole,...

La baisse du prix du pétrole s'est traduite par une réduction du déficit énergétique. En effet, le prix du Brent a reculé, de 77 euros par baril en

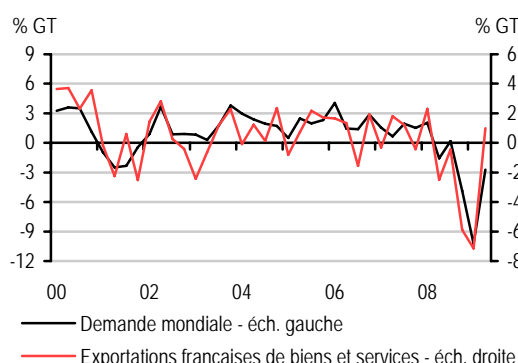
La chute du prix du pétrole puis l'amélioration du déficit manufacturier ont réduit le déficit commercial début 2009



Sources : Douanes, INSEE, HSBC

Notes : 1 = Équipements mécaniques, matériel électrique, électronique et informatique, Matériels de transport et Autres produits industriels hors matériel militaire ; 2 = Hydrocarbures naturels, autres produits des industries extractives, électricité, déchets, Produits pétroliers raffinés et coke

La chute de la demande mondiale s'est atténuée...



Sources : COE-Rexecode, INSEE, HSBC



moyenne au troisième trimestre 2008 à 35 euros par baril en moyenne au premier trimestre 2009. Au deuxième trimestre 2009, le prix du Brent est remonté à 44 euros par baril en moyenne. Néanmoins, grâce au repli du volume d'énergie importé, le déficit énergétique est resté inchangé.

### ...aux exportations automobiles et aux grands contrats

Au deuxième trimestre 2009, les importations de produits manufacturés en volume ont diminué de -2.2% par rapport au trimestre précédent en raison de la faiblesse de l'activité française et de l'investissement des entreprises.

De plus, les exportations de produits manufacturés en volume ont progressé de +0.9% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent. Cela s'explique essentiellement par la croissance de +11.5% du volume d'exportations automobiles<sup>16</sup> ce trimestre. Les exportations de matériels de transport associées aux grands contrats ont aussi rebondi : 78 Airbus ont été livrés au deuxième trimestre 2009 contre 62 au premier trimestre. De plus, les exportations de biens intermédiaires destinées à l'extérieur de l'Union Européenne sont remontées et ont permis une légère augmentation du volume d'exportations de ce secteur. En revanche, les exportations de biens d'équipement

<sup>16</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.

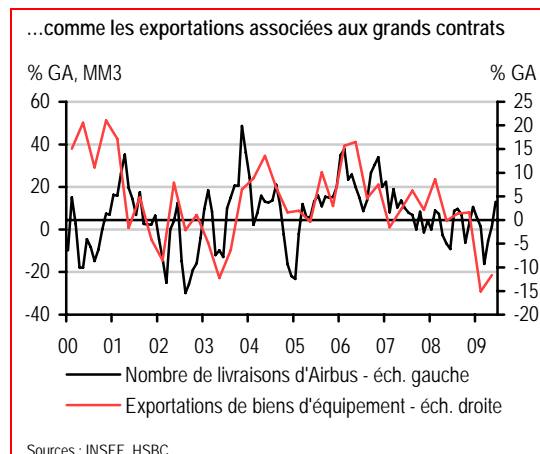
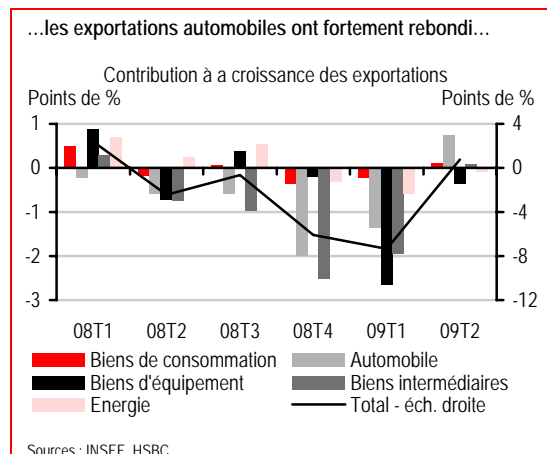
mécaniques, électriques, électroniques et informatiques ont encore reculé.

### Mais le prix du pétrole est remonté...

Au second semestre 2009, le déficit énergétique resterait encore stable. En effet, le prix du pétrole a à nouveau légèrement augmenté à 47 euros par baril en moyenne en septembre. Cela serait toutefois compensé par un nouveau recul du volume d'énergie importé lié à la baisse de la production industrielle au quatrième trimestre 2009 et au repli de la consommation de carburant par le secteur des transports de marchandises. Au total, le déficit des échanges d'énergie serait de -39 milliards d'euros en 2009 puis de -38 milliards d'euros en 2010 après -58 milliards d'euros en 2008.

### ...les exportations de produits manufacturés freineraient...

Certes, les exportations de biens intermédiaires resteraient stables au second semestre 2009 puis redémarreraient en 2010 grâce à la reprise de la production industrielle en zone euro. Mais les exportations de biens d'équipement seraient encore pénalisées par la baisse de l'investissement des entreprises en zone euro jusqu'au second semestre 2010. De plus, la diminution de la cadence de production d'Airbus annoncée pour le





mois d'octobre pèserait sur les exportations de biens d'équipement au quatrième trimestre 2009 et en 2010. Enfin, les exportations automobiles ralentiraient au troisième trimestre 2009 avant de reculer au quatrième trimestre 2009 puis au premier semestre 2010 en raison de l'extinction progressive des mesures étrangères de prime à la casse<sup>17</sup>.

En outre, les exportations françaises seraient pénalisées par la remontée de l'euro. Au mois de septembre, l'euro s'échangeait contre 1.46 dollar, soit une hausse de +11.7% par rapport au premier trimestre 2009. *HSBC Economics* prévoit que l'euro s'échangera contre 1.50 dollar au quatrième trimestre 2009 et en 2010. L'euro s'apprécierait donc contre dollar de +4.6% sur un an en moyenne au second semestre 2009 puis de +7.6% sur un an en 2010. L'économie française serait fortement pénalisée par la hausse de l'euro, notamment par rapport à l'Allemagne, en raison d'une faible compétitivité hors-prix<sup>18</sup>. Selon nos calculs, une telle appréciation affaiblirait la croissance sur un an des exportations de -1.3 point de % au second semestre 2009, puis de -2.2 points de % en 2010.

<sup>17</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.

<sup>18</sup> Pour plus de détails, cf. notre Actualités Economiques « Le commerce extérieur peut-il encore soutenir la croissance française ? », février 2008.

Au total, les exportations de l'ensemble des biens et services en volume diminueraient de -10.9% en 2009 après -0.6% en 2008. En 2010, leur reprise serait limitée à +2.4%.

## ...et les importations repartiraient à la hausse

Les importations de produits manufacturés repartiraient quant à elles à la hausse au second semestre 2009. L'activité industrielle et les mesures du plan de relance entraîneront un besoin de produits intermédiaires. Certes, au premier semestre 2010, le nouveau recul de l'activité et la baisse de la consommation des ménages pèseraient sur les importations. Mais au second semestre 2010, le redémarrage de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et de la production industrielle dynamisera de nouveau les importations de biens et services. En volume, elles diminueraient ainsi de -8.9% en 2009 après +0.6% en 2008, puis augmenteraient de +2.6% en 2010.

Au total, les échanges de biens et services en volume pèseraient sur la croissance annuelle du PIB à hauteur de -0.3 point de % en 2009, comme en 2008, puis de -0.1 point de % en 2010. En valeur, le déficit commercial se réduirait alors à -43 milliards d'euros en 2009, puis à -40 milliards d'euros en 2010 après -54 milliards d'euros en 2008.

# La fin du plan de relance et de la baisse des prix pèsera fortement sur la consommation

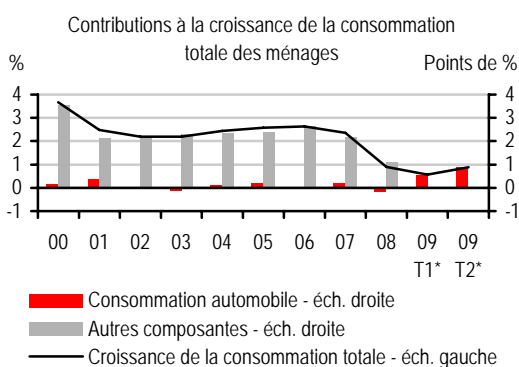
- ▶ Les mesures fiscales et sociales et la prime à la casse soutiendraient encore la consommation des ménages fin 2009...
- ▶ Leur fin, la remontée du chômage et l'accentuation du déficit public...
- ▶ ...tireront le taux d'épargne à la hausse jusqu'au premier semestre 2010, ce qui limitera fortement la consommation

## Avec le plan de relance et la baisse des prix, la consommation a résisté

Comme anticipé, la mise en œuvre du plan de

relance et la baisse des prix ont soutenu la consommation des ménages au premier semestre 2009. Ainsi, alors que la croissance trimestrielle de la consommation des ménages était nulle en

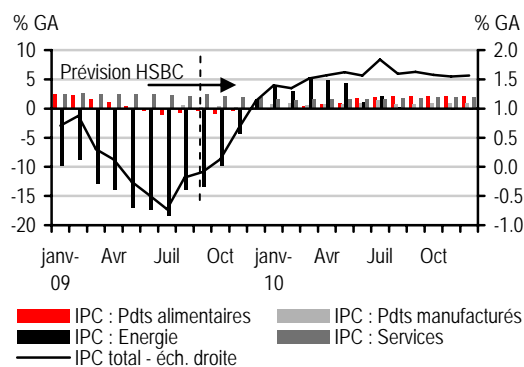
La reprise de la consommation des ménages au premier semestre 2009 s'explique surtout par la prime à la casse



Sources : INSEE, HSBC

Notes : \* = croissance trimestrielle annualisée

L'inflation repartirait progressivement à la hausse au second semestre 2009 et en 2010



Sources : INSEE, prévisions HSBC

moyenne en 2008, elle a été de +0.1% au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, puis de +0.2% au deuxième. Les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages<sup>19</sup> ont limité le ralentissement du revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages. De plus, l'inflation a ralenti, de +2.8% sur un an en 2008 à +0.2% sur un an au premier semestre 2009. Les prix baissaient même de -0.2% sur un an au deuxième trimestre. Cela a dynamisé le RDB réel des ménages. Enfin, la prime à la casse a tiré la consommation automobile à la hausse<sup>20</sup> puisque cette dernière expliquait la quasi totalité de la croissance trimestrielle de la consommation totale au deuxième trimestre 2009. Toutefois, même si elle a été plus soutenue qu'en 2008, la consommation des ménages est restée faible à cause de la remontée du taux d'épargne des ménages jusqu'à 16.7% au deuxième trimestre 2009 après 15.3% en moyenne en 2008, comme nous l'avions prévu<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Au premier semestre 2009, les ménages ont bénéficié de mesures importantes de soutien à leur pouvoir d'achat : la prime de solidarité active de 200€, le paiement d'une prime de 500€ aux chômeurs justifiant entre deux et quatre mois de travail au cours des 28 mois précédents, la revalorisation de 6.9% du minimum vieillesse, le non-paiement du second tiers de l'impôt sur le revenu pour les ménages dont le revenu est compris entre 5 852€ et 11 673€, la prime de rentrée scolaire de 150€ et la distribution de bons d'achat de services à la personne. L'ensemble de ces mesures est chiffré à 2.5 milliards d'euros, soit 0.2 point du RDB annuel des ménages. Pour plus de détails, cf. notre tableau présentant les mesures de soutien à l'activité en annexe.

<sup>20</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.

<sup>21</sup> cf. notre publication « De sombres perspectives », octobre 2008.

## Au deuxième semestre, les compléments de revenus la soutiendront encore...

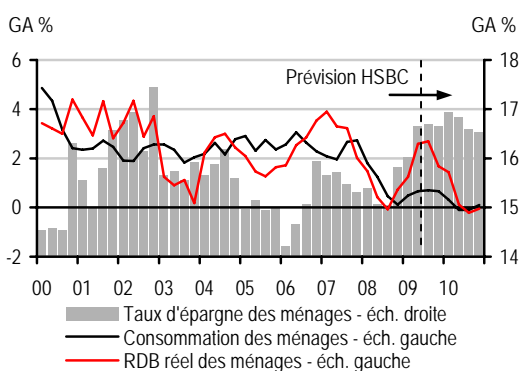
Au second semestre 2009, le ralentissement des salaires et la diminution de l'emploi pèseraient encore sur le RDB nominal des ménages. De plus, l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels freinerait à nouveau. Mais les mesures fiscales et sociales continueraient de soutenir la croissance du RDB nominal des ménages. Les versements associés à la mise en place du RSA ont commencé en juillet 2009 et la prime de rentrée scolaire a été revalorisée de 3% en août. En outre, les ménages à faible revenu bénéficieront de l'abattement du troisième tiers des impôts sur le revenu. Au total, le RDB nominal des ménages augmenterait de +2.2% sur un an en moyenne au second semestre 2009 après +1.8% sur un an en moyenne au premier semestre et +3.5% sur un an en moyenne en 2008.

## ...mais la remontée du taux d'épargne en limitera l'impact

Le taux d'épargne des ménages continuerait d'augmenter jusqu'au premier semestre 2010 en raison de leur comportement « ricardien »<sup>22</sup>. Le taux de chômage augmenterait à 9.6% fin 2009, puis à 10.9% fin 2010, après 9.1% au deuxième

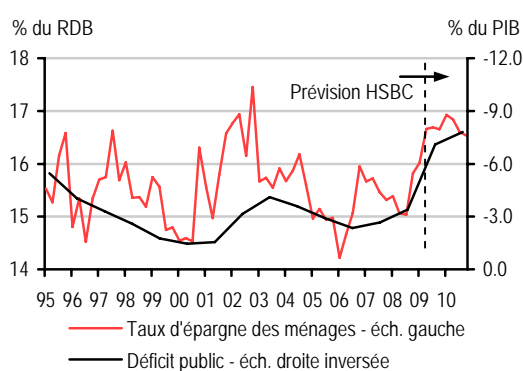
<sup>22</sup> Pour plus de détails, cf. notre publication « L'exception consummatrice française est-elle soluble dans la crise ? », juin 2009.

Le tassement du RDB réel des ménages entrainerait une stabilisation de la consommation des ménages en 2010...



Sources : INSEE, prévisions HSBC

...et la hausse du déficit public et du taux de chômage, une nouvelle progression du taux d'épargne



Sources : INSEE, prévisions HSBC

trimestre 2009 selon la mesure de l'INSEE pour la France métropolitaine. Cela inciterait les ménages à épargner par précaution. En outre, le déficit public atteindrait -7.4% du PIB en 2009 puis -7.6% du PIB en 2010 après -3.4% en 2008. Cela conduirait les ménages à anticiper une hausse future de leur imposition et les inciterait à épargner en conséquence. Selon notre modèle<sup>23</sup>, la hausse du déficit public réduirait la croissance annuelle de la consommation des ménages de -2.6 points de % en 2009 puis de -1.8 point de % en 2010. De plus, la remontée du taux de chômage pèserait sur la croissance annuelle de la consommation des ménages à hauteur de -0.5 point de % en 2009, puis de -0.3 point de % en 2010. La diminution des taux d'intérêt des livrets réglementés soutiendrait la consommation des ménages en 2009 mais plus en 2010. Au total, selon nos prévisions, le taux d'épargne atteindrait 16.9% en moyenne au premier semestre 2010 après 15.3% en 2008 et 16.5% en 2009.

## La consommation reculerait début 2010

En 2010, la baisse de l'emploi serait moindre et l'activité des entrepreneurs individuels redémarrerait en lien avec la production industrielle et l'investissement résidentiel. De plus, les revenus de la propriété cesseraient de reculer avec la reprise plus durable des marchés boursiers. Néanmoins, la fin des mesures fiscales et sociales entraînerait un léger ralentissement du RDB nominal des ménages, à 1.8% sur un an en moyenne. Si le RDB résiste, l'inflation repartirait progressivement à la hausse par rapport à son point bas de -0.7% sur un an atteint en juillet 2009. Déjà, la baisse des prix s'est atténuée à

-0.2% sur un an en août 2009. Sur l'ensemble du second semestre 2009, la croissance des prix à la consommation resterait faible à +0.1% sur un an en moyenne après +0.2% sur un an au premier semestre 2009. Mais en 2010, elle atteindrait +1.4% sur un an. Les tarifs réglementés de l'électricité ont été relevés de 2.3% en moyenne le 15 août 2009 et la baisse du prix du gaz qui aurait dû avoir lieu en octobre a été annulée. En outre, les producteurs de tabac ont demandé au gouvernement de valider une hausse de 6% du prix des cigarettes. Selon les premières déclarations du gouvernement, cette demande devrait être acceptée, mais l'arrêté ministériel précisant l'ampleur et la date de la hausse n'a pas encore été signé. Ainsi, le RDB réel des ménages freinerait à 0.3% sur un an en moyenne en 2010 après 2.2% sur un an au second semestre 2009, 1.9% sur un an au premier semestre 2009 et 0.6% sur un an en 2008.

La stabilisation du pouvoir d'achat des ménages et la remontée de leur taux d'épargne entraîneraient un recul de leur consommation au premier semestre 2010. En outre, leur consommation automobile baisserait au premier trimestre 2010 en raison de la fin de la prime à la casse<sup>24</sup>. Puis au second semestre 2010, la stabilisation du déficit public et le ralentissement du taux de chômage entraîneraient une légère diminution du taux d'épargne des ménages. Cela leur permettrait d'accroître de nouveau leur consommation.

Au total, la consommation des ménages se stabiliserait à +0.1% sur un an en moyenne en 2010 après +0.7% sur un an en moyenne en 2009 et +0.9% sur un an en moyenne en 2008.

<sup>23</sup> Pour le détail de notre modèle, cf. notre publication « De sombres perspectives », octobre 2008, p.8.

<sup>24</sup> Pour plus de détails, cf. notre analyse sur la prime à la casse dans ce document p.10.

# La baisse de l'emploi s'atténuera

- ▶ L'emploi s'est fortement et rapidement ajusté à la chute du PIB grâce à la baisse de l'emploi intérimaire
- ▶ Hors intérim, l'emploi est retardé par rapport à l'activité économique et continuerait de reculer fin 2009 et en 2010...
- ▶ ...mais la brutalité de la chute de l'emploi au premier semestre 2009 limitera sa baisse future

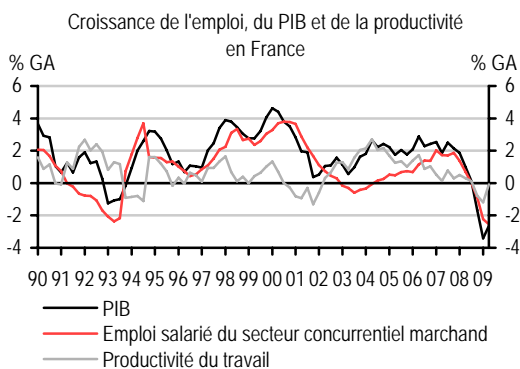
## La chute de l'emploi a été forte début 2009...

Au premier semestre 2009, les destructions d'emplois ont été nombreuses. En cumul au cours de ces deux trimestres, 299 500 emplois ont été détruits dans le secteur concurrentiel marchand, ce qui n'avait jamais été observé depuis la création de cette statistique en 1970. Ainsi, le taux de chômage est remonté fortement au premier semestre 2009. Selon l'INSEE, pour la France

métropolitaine, il a atteint 9.1% au deuxième trimestre 2009 après 7.8% au quatrième trimestre 2008. Selon Eurostat, il était de 9.4% en moyenne au deuxième trimestre 2009 après 8.3% en moyenne au quatrième trimestre 2008.

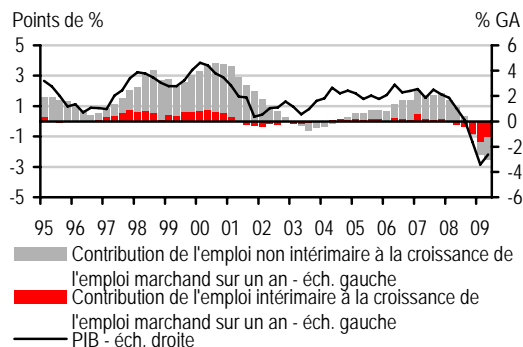
Certes, au deuxième trimestre, la chute de l'emploi s'est atténuée avec 113 700 suppressions de postes après 185 900 au premier trimestre. Mais malgré cette moindre baisse, la diminution de l'emploi est restée historiquement élevée.

L'emploi a rapidement et fortement diminué en réaction à la chute du PIB...



Sources : INSEE, HSBC

...grâce à un fort ajustement de l'emploi intérimaire



Sources : INSEE, HSBC

Ce recul rapide de l'emploi a permis de limiter la baisse de la productivité du travail malgré l'ampleur et la brutalité de la récession. Ainsi, en France, la productivité du travail ne diminuait plus que de -0.3% sur un an au deuxième trimestre 2009 après -1.3% sur un an au premier trimestre 2009. La réactivité du marché du travail français a été aussi forte qu'aux Etats-Unis. Elle a été beaucoup plus importante qu'en Allemagne, où la productivité du travail diminuait encore de -6% sur un an au deuxième trimestre 2009 (cf. graphique ci-dessous).

### ...et rapide, grâce à l'intérim

La rapidité d'ajustement de l'emploi à la récession a été permise par l'utilisation massive de l'emploi intérimaire comme variable d'ajustement. Au deuxième trimestre 2009, le travail intérimaire ne représentait plus que 2.7% de l'emploi salarié du secteur concurrentiel marchand, contre 4.1% au premier trimestre 2007. Ainsi, au second semestre 2008 et au premier semestre 2009, l'intérim expliquait en moyenne 65% de la baisse sur un an de l'emploi du secteur marchand.

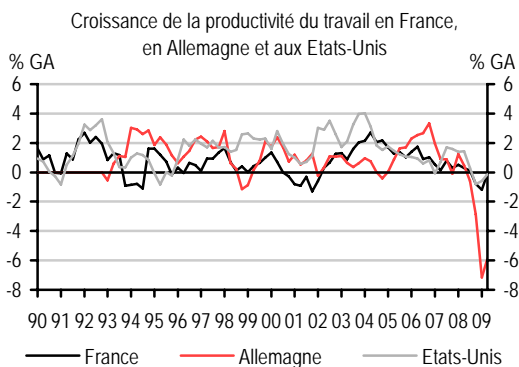
Hors intérim, l'emploi a aussi diminué, comme anticipé. Les destructions d'emplois se sont amplifiées à 116 100 au deuxième trimestre 2009 après 98 600 au premier trimestre malgré la hausse du PIB de +0.3% ce trimestre. Cela s'explique par

le délai de réaction de l'emploi à l'activité économique, qui est de un trimestre en moyenne depuis 1990.

### Les destructions d'emplois s'atténueraient au second semestre 2009...

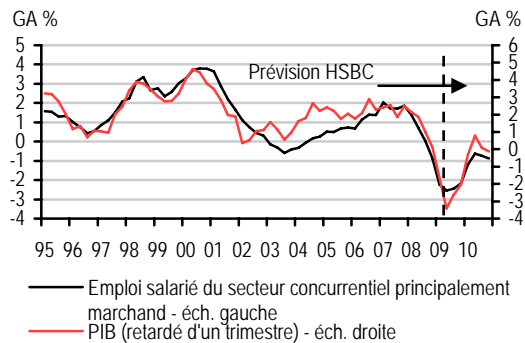
Au second semestre 2009, le PIB serait encore soutenu par le plan de relance de l'économie. Cela permettrait d'atténuer les destructions d'emplois au sein des entreprises des secteurs de la construction, de l'industrie, du commerce et des services aux particuliers. Notamment, dans le secteur automobile, les mesures étrangères et française de prime à la casse ont permis un rebond temporaire de la production. Certaines usines automobiles ont annoncé une hausse de leur cadence de production, voire même pour certaines la mise en place d'une équipe de nuit. Néanmoins, ces mesures sont temporaires et conduiront à une baisse de l'activité lors de leur arrêt. Ainsi, les entrepreneurs favoriseraient l'emploi intérimaire, qui repartirait à la hausse au second semestre 2009. Déjà, la croissance du PIB de +0.3% au deuxième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent a permis de créer 2 500 emplois intérimaires au deuxième trimestre, alors que le nombre d'employés du secteur de l'intérim diminuait encore de -87 300 le trimestre précédent.

La vitesse et l'importance de l'ajustement de l'emploi ont permis de limiter la baisse de la productivité du travail...



Sources : INSEE, BLS, Destatis, Bundesagentur Fuer Arbeit, HSBC

...ce qui permettrait d'atténuer le recul de l'emploi dès le second semestre 2009



Sources : INSEE, prévisions HSBC

En outre, le plan d'urgence pour les jeunes soutiendrait l'emploi dans le secteur marchand via les contrats d'apprentissage et de professionnalisation.

Au total, les destructions d'emplois pourraient être moins nombreuses que prévu au deuxième semestre 2009 dans le secteur marchand mais s'accroître à nouveau en 2010 avec la baisse du PIB que nous anticipons début 2010. Au total, de début 2009 à fin 2010, on pourrait comptabiliser jusqu'à 500 000 destructions d'emplois selon nos prévisions.

Par ailleurs, l'emploi augmenterait encore dans le secteur concurrentiel non marchand. De plus, 330 000 emplois aidés seraient créés dans le secteur non marchand et le gouvernement a mis en place des « contrats passerelle emploi » dans les collectivités territoriales, dont il attend 30 000 contrats fin 2009. Le secteur non marchand

limiterait la baisse de l'emploi total à -320 000 emplois en 2009, puis à -100 000 emplois en 2010.

### ...mais le taux de chômage rejoindrait son plus haut niveau historique

Le taux de chômage continuerait alors de remonter, mais moins fortement qu'au premier semestre 2009. Sous l'hypothèse d'une hausse de la population active de même ampleur qu'en 2008, le taux de chômage atteindrait 9.9% de la population active fin 2009 puis 11.2% fin 2010 après 8.3% fin 2008 au sens d'Eurostat. Selon la mesure de l'INSEE pour la France métropolitaine, il s'établirait à 9.6% de la population active fin 2009 après 7.8% fin 2008, puis à 10.9% fin 2010. Le taux de chômage rejoindrait alors son précédent point haut historique de 1994.

# Annexes

## Mesures de soutien à l'activité annoncées en France depuis la faillite de Lehman Brothers

### Mesures annoncées par le gouvernement français depuis notre dernier trimestriel

Mesures	Volume (Mds €)	Effet annoncé par le Gouvernement	Notre analyse
<b>ASSURANCE CREDIT</b>			
<u>Extension de l'assurance crédit aux entreprises exportatrices</u>	1		Cette nouvelle extension du dispositif d'assurance crédit vise à protéger les entreprises exportatrices françaises lors de défaut d'un client étranger. Ce dispositif permet de garantir jusqu'à 1 milliard d'euros d'encours de crédits interentreprises entre la France et l'étranger et pourrait soutenir les exportations françaises.
<b>FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT DANS LES PME</b>			
<u>Extension de la couverture du risque</u>			Les fonds de placement disposaient initialement d'un délai de 30 mois pour investir les montants recueillis au titre de la réduction d'ISF prévue dans la loi TEPA. Désormais, la moitié de leur quota d'investissement devra être réalisée après 6 mois, puis la totalité dans un délai d'1 an. Le raccourcissement du délai de mise à disposition des fonds dans le capital des PME permettra de réduire les difficultés de trésorerie des PME et de limiter la chute de leur investissement.
<b>TAXATION</b>			
<u>Réforme de la taxe professionnelle</u>			Le projet de réforme de la taxe professionnelle vise à supprimer la taxation actuelle, basée sur la valeur locative des actifs fixes corporels utilisés par l'entreprise, et à la remplacer par une cotisation économique territoriale, comprenant une cotisation locale d'activité reposant sur le foncier et une contribution complémentaire basée sur la valeur ajoutée.
<u>Contribution climat énergie</u>			Le projet de « taxe carbone » vise à taxer les activités polluantes des entreprises et des ménages. Ainsi, les énergies fossiles seraient imposées dès 2010.
<b>AUTRES MESURES</b>			
<u>Emploi des jeunes</u>		30 000 contrats conclus d'ici la fin de l'année	Ces contrats visent à développer des compétences transférables au secteur privé, permettant une réinsertion plus facile dans le secteur privé au terme du contrat.
<u>Automobile</u>			Le montant de la prime pourrait être réduit à 700 euros au premier semestre 2010, puis à 500 euros au second semestre. Mais cette dégressivité n'empêchera pas une diminution de la consommation automobile au premier trimestre 2010.
<u>Soutien aux producteurs de fruits et légumes</u>	0.015		Prise en charge d'une partie des intérêts d'emprunt des producteurs de fruits et légumes et des cotisations sociales des exploitants en situation d'impayé.
<u>Allocation de rentrée scolaire</u>		Augmentation des versements de 1.5mds€	Cette revalorisation permettra de soutenir le RDB des ménages au second semestre 2009.
<u>Chômage partiel</u>			Auparavant, toutes les branches disposaient d'un quota de 800 heures, sauf le secteur automobile et les industries du textile-cuir qui disposaient déjà d'un quota de 1 000 heures. Cette mesure permettrait de limiter les suppressions d'emploi et la hausse du chômage car le chômage partiel n'est pas intégré dans le calcul du taux de chômage au sens du BIT.

Sources : HSBC, MINEFE, Présidence de la République, Bloomberg.



## Mesures déjà annoncées par le gouvernement français lors de notre précédent trimestriel

Mesures	Volume (Mds €)	Effet annoncé par le Gouvernement	Notre analyse
<b>PLAN DE SOUTIEN AU SECTEUR FINANCIER</b>			
Garantie de l'Etat pour le refinancement des banques	10 (320 max)	75 Mds d'euros de crédits en plus (3 à 4 points de % d'augmentation des encours de crédits)	Le coût de refinancement n'est pas le seul déterminant de l'encours de crédit, d'autres facteurs de frein au crédit subsistent : demande de crédit, perspectives d'activité. Le principal problème aujourd'hui est le ralentissement de l'activité et la forte préférence pour la liquidité. L'encours de crédit des entreprises est en effet fortement corrélé à la croissance du PIB et aux variations boursières.
Renforcement des fonds propres des banques	11.5 (40 max)		En août, les chiffres relatifs aux nouveaux crédits (en cumul sur 12 mois) ne montrent pas de ralentissement de la baisse du crédit. Les nouveaux crédits à l'habitat pour les ménages diminuent de -35% en glissement annuel en août 2009 contre -18% en septembre 2008. Pour les sociétés non-financières, les nouveaux crédits baissent de -21% en glissement annuel en août 2009 contre +2% en septembre 2008.
<b>PLAN DE SOUTIEN AUX ENTREPRISES</b>			
Fonds stratégique d'investissement	20		La capacité d'investissement immédiate du FSI est limitée aux 6 milliards en numéraire sur les 20. Les 3 milliards à la charge de l'Etat seront financés par de la dette publique. Effet décalé pour la taxe professionnelle.
Exonération de taxe professionnelle pour les nouveaux investissements jusqu'au 1er janvier 2010	1	(1) (1) + (2) : 0.2% de croissance en 2009	
Prêts et garanties aux PME Assurance crédit	22	Maintien des encours garantis pour 6 mois	Les PME génèrent 47% de la valeur ajoutée en 2006 d'après le MINEFE.
Médiateur du crédit			11 114 dossiers ont été instruits et clôturés. Le taux de médiation réussie s'élève à 64%, permettant le maintien de 148 272 emplois. La médiation du crédit a permis de débloquer 1.47 milliard d'euros de crédits.
<b>PLAN DE RELANCE DE L'ECONOMIE</b>			
<b>Investissement public</b>			
Investissements supplémentaires des grandes entreprises publiques (EDF, GDF-Suez, RATP, SNCF et La Poste)	4		Pour environ 2.5 milliards sur les 4 de l'Etat et sans doute pour une bonne partie de la part des entreprises publiques, c'est un simple décalage temporel d'investissements prévus d'ici à 2012. Il y aura donc un effet récessif en 2011 et 2012.
Investissements de l'Etat	4		
Investissement supplémentaire des collectivités	2.5		Il s'agit d'une avance de sommes dues par l'Etat. Ces sommes vont donc accroître l'investissement en 2009 au détriment de celui des années suivantes puisque cette mesure n'est pas annoncée comme devant être pérennisée. On peut se encore s'attendre à un effet récessif dès 2010.
<b>Trésorerie</b>			
Remboursements anticipés des créances des dettes de l'Etat aux entreprises	9.7		Effet de Trésorerie uniquement au moment du rattrapage. Il s'agit de 3.8 Mds d'euros pour le crédit impôt recherche, de 3.6 Mds d'euros de remboursements mensuels de TVA pour les grandes entreprises et les PME, de 1.8 Md d'euros de remboursements des reports en arrière de déficit d'impôt sur les sociétés et de 0.5 Md d'euros de paiement des dettes aux fournisseurs de la Défense.
Amortissement accéléré des investissements en 2009	0.7		La réduction fiscale qui en sera la conséquence n'interviendra qu'en 2010.
Augmentation des avances sur les marchés publics de l'Etat	1		La encore, cette mesure anticipera des versements prévus pour les années suivantes et devrait donc compromettre d'autant les années 2010 et suivantes.
<b>Mesures sectorielles</b>			
<b>Emploi</b>	Exonération d'un an de charges patronales pour les emplois créés au SMIC en 2009 (dégressif jusqu'à 1.6 SMIC) dans les entreprises de moins de 10 salariés.	0.7	Création de 100 000 emplois
	Renforcement des politiques de l'emploi : 100 000 signatures d'emplois aidés supplémentaires, aides en cas de chômage technique, extension du contrat de transition professionnelle...	0.5	
<b>Logement</b>	Doublement du prêt à taux zéro	0.6	(2) (1) + (2) : 0.2% de croissance en 2009
	Acquisition ou construction de 100 000 logements et actions en faveur de l'hébergement et des structures d'accueil	0.557	
<b>Automobile</b>	Accélération du programme de rénovation urbaine	0.55	
	Aide supplémentaire pour l'accès à la propriété de 30 000 ménages à bas revenus.	0.05	
	Prime à la casse de 1 000 euros pour les véhicules de plus de 10 ans	0.22	
<b>Consommation</b>	Elargissement aux filiales financières des constructeurs automobiles de la garantie de refinancement de l'Etat	1	
	Prime de 200 euros en avril 2009 pour les futurs 3.8 millions bénéficiaires du RSA	0.76	
			Ceci représente +0.06 point de RDB en 2009. Si la totalité de cette somme était consommée, cela augmenterait la consommation de 0.08 point en 2009.

Sources : HSBC, MINEFE, Présidence de la République, DARES, Banque de France, INSEE, Ministère du logement.

Mesures déjà annoncées par le gouvernement français lors de notre précédent trimestriel

Mesures	Volume (Mds €)	Effet annoncé par le Gouvernement	Notre analyse
<b>SOMMET SOCIAL</b>			
<u>Mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages à faible revenu</u>	Suppression de deux acomptes sur trois de l'impôt sur le revenu pour les foyers dont le revenu net 2008 est compris entre 5 852 € et 11 673€ par part fiscale, et avantage dégressif pour ceux dont le revenu est inférieur à 12 475€ par part Versement de 150 € aux 3 millions de familles bénéficiant de l'allocation de rentrée scolaire en juin 2009 Versement de bons d'achat de services à la personne en juin 2009	1.1  0.45 0.3	Ces mesures du sommet social visent à soutenir le revenu des ménages modestes. En augmentant le RDB à court terme, elles permettraient de soutenir la consommation des ménages à hauteur de 0.8 milliards d'euros en 2009, soit +0.1 point de %. Toutefois, ce soutien à la consommation des ménages ne permettrait pas de limiter la récession industrielle, dans la mesure où, selon nos calculs, une hausse de 1 point de % de la consommation des ménages ne se traduit qu'à hauteur de 0.2 point de % sur la production industrielle.
	Versement d'une prime exceptionnelle de 500 euros pour les chômeurs pouvant justifier entre deux et quatre mois de travail sur les 28 derniers mois	0.117	
	Augmentation du minimum vieillesse de 6.9% à partir d'avril 2009 et de 25% au total d'ici 2012	0.018	
<u>Création d'un fonds d'investissement social</u>	Création d'un fonds visant à coordonner les efforts des différents acteurs sociaux en termes d'emploi et de formation professionnelle	2.5 (dont 1.3 par l'Etat)	
<b>PACTE AUTOMOBILE</b>			
<u>Financement de la filière automobile</u>	Financement des constructeurs par des prêts participatifs d'une durée de 5 ans à un taux de 6% Financement de l'innovation par des prêts bonifiés à 6%	6.5 0.25	Les CDS ( <i>credit default swap</i> ) des entreprises du secteur automobile restent élevés en France. La garantie des prêts et l'aide au financement de ces entreprises par le gouvernement leur permettraient de réduire les difficultés de trésorerie qui les poussent à réduire leur stock et leur permettraient de financer des projets de recherche et développement. Néanmoins, elle ne permettrait pas de résoudre le problème de demande auquel font face les constructeurs automobiles.
<u>Fonds de garantie pour les prêts aux équipementiers et sous-traitants</u>	Garantir, via OSEO, jusqu'à 90% du montant des prêts pour les PME et ETI de la filière automobile  Garantir jusqu'à 1 milliard d'euros supplémentaire les prêts aux filiales financières des constructeurs automobiles.	5 max.	
<b>PLAN D'URGENCE POUR LES JEUNES</b>			
<u>Développement des contrats d'apprentissage et de professionnalisation pour les jeunes</u>	Exonération de charges patronales associées aux contrats d'apprentissage pour toutes les entreprises.	0.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Au-delà des exonérations de charge, le gouvernement souhaite aussi mobiliser 100 millions d'euros pour soutenir l'offre de formation en apprentissage. Au total, près de 1.3 milliard d'euros ont été débloqués pour ce plan. Ces mesures permettraient de développer le capital humain des jeunes apprentis, de relever le taux d'emploi des jeunes et de réduire leur taux de chômage.</li> <li>Les contrats aidés « CAE-passerelle », destinés aux 16-25 ans, seront conclus au second semestre 2009. Ils devront être « enrichis par des compétences transférables vers un emploi dans le privé », en proposant notamment des périodes d'immersion dans les entreprises. Ce type d'emplois aidés permettrait une réinsertion plus facile dans le secteur privé au terme du contrat.</li> <li>Ces mesures limitent nos prévisions de destruction nettes d'emploi total.</li> <li>En plus de ces mesures d'emploi, le Gouvernement souhaite inscrire 7 200 jeunes supplémentaires dans les « écoles de la deuxième chance » en 2009 et 2010.</li> </ul>
	Dans les entreprises de moins de 50 salariés qui recrutent des apprentis supplémentaires, prime exceptionnelle de 1 800€ en plus de la suppression de charge. Versement d'une prime de 1 000€ à toutes les entreprises qui recrutent en contrats de professionnalisation (2 000€ si le niveau de diplôme est inférieur au Bac).	0.07	
<u>Développement des contrats d'accompagnement formation</u>	Faciliter la création de contrats d'accompagnement formation pour les moins de 26 ans avec un niveau de formation inférieur à Bac+3.	0.33	
<u>Incitation à l'embauche en CDI</u>	Aide exceptionnelle de 3 000€ lors d'embauche en CDI de jeunes en stage.	0.15	
<u>Augmentation des emplois aidés</u>	Nouvelle augmentation de contrats CIE dans le secteur privé et de contrats aidés dits « CAE-passerelle » dans le secteur non marchand.	0.38	
<b>ASSURANCE CREDIT</b>			
<u>Extension de la couverture du risque</u>	Couverture étendue au risque non assurable, via le dispositif CAP+ qui complète le dispositif CAP (« Complément d'Assurance Crédit »).	5	Cette extension permettra de couvrir jusqu'à 5 milliards d'euros de crédits interentreprises pour les nouvelles garanties distribuées jusqu'au 31 décembre 2009, même lorsque l'assureur s'est complètement retiré. La caisse centrale de réassurance gèrera un « fond de sécurisation du crédit interentreprises » qui sera doté de 200 millions d'euros.

Sources : HSBC, MINEFE, Présidence de la République, Bloomberg.

Mesures déjà annoncées par le gouvernement français lors de notre précédent trimestriel

Mesures	Volume (Mds €)	Effet annoncé par le Gouvernement	Notre analyse
<b>AUTRES MESURES</b>			
<u>Chômage</u>			<p>Cette mesure permettrait de limiter les suppressions d'emploi et la hausse du chômage car le chômage partiel n'est pas intégré dans le calcul du taux de chômage au sens du BIT.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'élargissement des règles et des garanties d'indemnisation chômage permettra de limiter le recul du revenu disponible brut nominal des ménages dû à la forte augmentation du taux de chômage en 2009 et en 2010.</li> <li>Cela permettra de soutenir la consommation mais le fort repli de l'activité risque d'entraîner au final la mise au chômage définitive de certains chômeurs partiels.</li> </ul>
<u>Immobilier</u>			<p>Suppression des pénalités en cas de report d'échéances de prêts relais</p> <p>Limite le risque de faillites personnelles.</p>
<u>Outre-mer</u>	0.28		<p>En plus de ces mesures, l'Etat a effectué un rôle de médiation visant à abaisser le prix de l'essence et de produits de première nécessité. Par ailleurs, l'instauration du RSTA a permis de se rapprocher des objectifs de revalorisation salariale des syndicats, mais l'atteinte de ceux-ci reste conditionnée à la signature d'accords avec les branches locales du MEDEF. En tout état de cause, ces accords limiteront les fluctuations de la consommation.</p>
	0.045		
	0.0484		
	0.052		
<u>Agriculture</u>		0.2	
	0.585 en 2009		<p>Plan soumis à acceptation par la Commission Européenne</p>
	0.300 entre 2009 et 2017		
	5 max.		
<u>Aéronautique</u>			<p>En plus du soutien aux ventes d'Airbus, 2 milliards d'euros permettraient de financer les exportations des autres secteurs mais ces derniers ne sont pas définis. Le gouvernement anticipe la création de 40 000 emplois et une baisse des prix du secteur. Nous envisageons un impact de -0.23 point de % sur l'IPC.</p>
<u>Restauration</u>		1	
<u>Création d'entreprise</u>			

Sources : HSBC, MINEFE, Présidence de la République, Bloomberg.

## Principales statistiques

### 1. PIB en volume

	2008 En mds d'euros*	Taux de croissance en 2008 (%)	Var. annuelles T1 09/T1 08 (%)
France	1 643.2	0.3	-2.6
Zone euro	7 779.3	0.6	-4.7
Allemagne	2 270.8	1.0	-5.9
Etats-Unis	12 777.0	0.4	-3.9
Japon	5 600.0	-0.7	-7.2

Notes : \* Prix 2000

Sources : Eurostat, HSBC

### 2. Taux de chômage

En % de la pop. active	T4 2008	T1 2009	T2 2009
France*	8.3	8.8	9.4
Zone euro	8.0	8.8	9.3
Allemagne	7.1	7.3	7.6
Etats-Unis	6.9	8.1	9.3
Japon	4.0	4.5	5.2

Notes : \* Mesure Eurostat

Sources : Eurostat, HSBC

### 3. Croissance des économies émergentes en 2008

En %			
Argentine	5.5	Inde	6.7
Bésil	5.1	Russie	5.6
Chine	9.0	Pologne	4.8
Singapour	1.1	Rép. tchèque	2.6

Source : HSBC

### 4. Pondération du PIB en valeur de la zone euro en 2008 (en % du total)

Allemagne	26.9	Irlande	2.0
France	21.0	Finlande	2.0
Italie	17.0	Portugal	1.8
Espagne	11.7	Slovaquie	0.7
Pays-Bas	6.4	Luxembourg	0.4
Belgique	3.7	Slovénie	0.4
Autriche	3.0	Chypre	0.2
Grèce	2.6	Malte	0.1

Sources : Eurostat, HSBC

### 5. La situation des entreprises

	Salaire horaire de base des ouvriers, secteur non-agricole (1)	Taux de marge (2)	Taux d'investissement (3)	Taux d'autofinancement (4)	Taux Pression fiscale (5)
2006	3.0	31.1	19.7	70.9	24.4
2007	2.8	31.6	20.8	70.1	23.5
2008	3.1	31.1	21.4	60.7	26.0
T1 2008	2.8	31.7	21.4	62.2	27.0
T2 2008	3.3	31.2	21.5	57.4	29.4
T3 2008	3.2	31.3	21.5	59.5	27.2
T4 2008	3.2	30.4	21.0	63.6	20.4
T1 2009	3.0	30.2	20.5	67.2	18.4
T2 2009	2.2	30.4	20.3	75.2	13.0

Notes : 1 = Croissance sur un an dans les secteurs non-agricoles ; 2 = Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée ; 3 = Formation brute de capital fixe / Valeur ajoutée ; 4 = Epargne brute / Formation brute de capital fixe ; 5 = Impôts sur le revenu / Revenu disponible brut des entreprises avant impôt.

Sources : Thomson Financial Datastream, INSEE, HSBC

### 6. Taux de change et cours des matières premières

	Taux de change			Matières premières				
	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	Brent en €/bl.	WTI en \$/bl.	Or en \$/once	Blé n° 2 CRB ex. énergie	
2000	0.92	99.64	0.61	31.40	30.34	279.22	235.04	213.50
2006	1.26	146.15	0.68	52.29	66.08	604.09	378.60	326.52
2007	1.37	161.27	0.68	52.78	72.34	697.14	593.03	368.26
Mai 2007	1.35	163.21	0.68	50.11	63.51	668.51	461.94	354.67
Août 2008	1.50	163.87	0.79	75.99	116.70	838.26	603.55	411.26
Décembre 2008	1.35	123.32	0.91	30.01	40.64	821.95	410.67	332.60
Août 2009	1.43	135.38	0.86	49.05	71.06	950.94	331.40	370.45

Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

# Les dernières publications en français

Pour obtenir une version intégrale de ces publications ou des précédentes, vous pouvez envoyer un mail à l'adresse suivante : [meriem.oger@hsbc.fr](mailto:meriem.oger@hsbc.fr). Vous pouvez aussi les consulter sur l'intranet d'HSBC France

Titre	Date
Marché immobilier français : demande de logements encore fragile	28 juillet 2009
France : risques de déconvenues : Prévisions trimestrielles, T3 2009	1 juillet 2009
L'exception consommatrice française est-elle soluble dans la crise ?	8 juin 2009
Marché immobilier français : l'ajustement est brutal	4 mai 2009
France : chômage et déficits : Prévisions trimestrielles, T2 2009	7 avril 2009
Marché immobilier français : la crise s'installe	2 février 2009
Bilan 2008 et perspectives 2009	9 janvier 2009
France : une réalité peu porteuse : Prévisions trimestrielles, T1 2009	24 décembre 2008
Marché immobilier français : retournement durable	4 novembre 2008
Inflation : poursuite de la baisse des prix du pétrole	14 octobre 2008
De sombres perspectives : Prévisions trimestrielles, T4 2008	9 octobre 2008
Inflation : repli à un rythme encore élevé	12 septembre 2008
Marché immobilier français : le coup de froid peut-il durer ?	29 juillet 2008
L'inflation freinée par la loi de modernisation de l'économie ?	21 juillet 2008
Inflation : encore en hausse, elle devient déstabilisatrice	16 juillet 2008
Des économies asphyxiées : Prévisions trimestrielles, T3 2008	3 juillet 2008
Inflation : dernière accélération ?	11 juin 2008
Inflation : modeste repli en avril	14 mai 2008
Marché immobilier français : un ralentissement plus franc	5 mai 2008
Inflation : nouvelle envolée	15 avril 2008
Croissance 2008 : un environnement pesant, T2 2008	4 avril 2008
Hausse des prix encore vive	12 mars 2008
Inflation : les risques de dérapage se renforcent	21 février 2008
Le commerce extérieur peut-il encore soutenir la croissance française ?	7 février 2008
Marché immobilier français : baisse des prix en 2008	30 janvier 2008
Inflation : flambée des prix des produits énergétiques et alimentaires	15 janvier 2008
Perspectives 2008 : la France devra faire face à un environnement international dégradé, T1 2008	3 janvier 2008
Bilan 2007 et perspectives 2008	21 décembre 2007
Dérapage de l'inflation ?	13 décembre 2007
Marché immobilier français : mouvements erratiques avant la baisse des prix	30 octobre 2007
Rééquilibrage France-Zone euro, T4 2007	15 octobre 2007
La tendance haussière de l'inflation se confirme	12 octobre 2007
Remontée du taux de chômage ?	2 octobre 2007
Hausse des prix à la consommation	13 septembre 2007
Marché immobilier français : l'attentisme prévaut	26 juillet 2007
Réduction de l'écart de croissance entre la France et la zone euro en 2008, T3 2007	12 juillet 2007
Inflation encore très modérée en France	13 juillet 2007
Impact du « paquet fiscal » et de la TVA sociale sur la croissance	25 juin 2007
Ralentissement de l'inflation française mais remontée du sous-jacent en mai 2007	13 juin 2007
L'inflation française progresse de façon mesurée	15 mai 2007
Marché immobilier français : dégradation	3 mai 2007

# Les dernières publications en anglais

---

## Nos dernières publications en anglais

---

Titre	Date
Global Economics : The tipping point..., Q4 2009	1 October 2009
Economics Europe : Mixed fortunes	23 September 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 September 2009
Real Ideas – Inflation monthly	7 August 2009
Real Ideas – Inflation monthly	9 July 2009
Global Economics : And now for the hard part..., Q3 2009	30 June 2009
Economics Europe : Stuck on the sidelines	16 June 2009
Real Ideas – Inflation monthly	10 June 2009
French consumer spending : Resilience set to fade	8 June 2009
Real Ideas – Inflation monthly	7 May 2009
French housing market : further decline ahead	6 May 2009
French inflation briefing note : New French inflation forecasts with cut in restaurant VAT to 5.5%	29 April 2009
Economics Europe : Internal affairs	7 April 2009
Global Economics : For those in peril..., Q2 2009	1 April 2009
Real Ideas – Inflation monthly	1 April 2009
Overshooting in the eurozone : Budget deficits will be bigger than government forecast	13 March 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 March 2009
Real Ideas – Inflation monthly	10 February 2009
Real Ideas – Inflation monthly	13 January 2009
Global Economics : Lost...and not yet found, Q1 2009	23 December 2008
Economics Europe : Diving into unknown	19 December 2008
Real Ideas – Inflation monthly	19 November 2008
Global Economics : That sinking feeling Q4 2008	3 October 2008
Take a deep breath	3 October 2008
2009 French budget : worsening	1 October 2008
French trade less of a drag	6 August 2008
French inflation : Some good news at last?	18 July 2008
Global economics : Don't look now!, Q3 2008	2 July 2008
A world of two evils	30 June 2008
What lies beneath	13 May 2008
French property market : Cold snap	8 May 2008
Waiting for the fallout	7 April 2008
Global economics : A Battle of Ills, Q2 2008	31 March 2008
French property market : Price declines ahead as households' solvency worsens	8 February 2008
Global economics : Goodbye to all that, Q1 2008	21 December 2007
European Economic Watch : Squeezing into next year – the outlook for 2008	21 December 2007
EMU money markets : Still on medication	12 December 2007
Latest Sarkozy measures : Relaxation of the 35-hour work week and efforts to curb inflation	3 December 2007
French housing market : Stabilization before the slowdown	9 November 2007
The implications of America's sub-prime woes for Western Europe	11 October 2007
The 2008 French Budget : the numbers all depend on growth	28 September 2007
Sarkozy's fiscal plan : The implications	29 June 2007
French housing market : Sarkozy and the slowdown	25 June 2007
French election : comfortable majority but not a landslide	18 June 2007
EMU/German wages : Too early for an all clear	27 April 2007
French election : the final line-up	5 April 2007
French election : A new direction?	13 February 2007

---

# Notes

# Déclarations importantes

## Certification d'analystes

L'analyste financier ou les analystes financiers ayant rédigé la présente étude certifie(nt) que les opinions sur le(s) titre(s) étudié(s) et sur son (leur) émetteur(s) ou toutes autres opinions/prévisions qui y figurent, reflètent exactement l'opinion personnelle de l'analyste ou des analystes et que sa (leur) rémunération n'est, n'a été ou ne sera en aucune façon liée, directement ou indirectement, aux recommandations ou opinions indiquées ou exprimées dans la présente étude : Mathilde Lemoine

Ce rapport est destiné aux investisseurs institutionnels et doit être uniquement utilisé par eux. De plus, HSBC estime que la prise de décision d'un investissement par un investisseur pourrait dépendre d'un certain nombre de circonstances propres à l'investisseur en question telles que son portefeuille ou autre.

La rémunération des analystes est en partie fonction des profits dégagés par HSBC, notamment sur les activités de banque d'investissement.

Pour consulter les déclarations à fournir relatives à une société autre que celle(s) qui fait (font) l'objet de la présente étude, veuillez vous reporter à l'étude la plus récente publiée sur cette (ces) société(s) que vous pourrez trouver sur le site [www.hsbcnet.com/research](http://www.hsbcnet.com/research).

*\* HSBC Legal Entities are listed in the Disclaimer below.*

## Déclarations supplémentaires

- 1 La présente étude est datée du 2 octobre 2009.
- 2 Toutes les données de marché figurant dans la présente étude sont datées du 1<sup>er</sup> octobre 2009, sauf indication contraire.
- 3 HSBC a mis en place des procédures pour repérer et gérer tout conflit d'intérêt susceptible de découler de ses activités d'analyse financière. Les analystes de HSBC et les autres membres du personnel qui participent à l'élaboration et à la diffusion des analyses financières travaillent et sont placés sous l'autorité d'une hiérarchie indépendante des activités de banque d'investissement de HSBC. Les murailles de Chine qui existent entre la banque d'investissement et l'analyse financière permettent un traitement approprié de toute information confidentielle ayant un impact sur la performance boursière des titres.



# Avertissement

\*Entités juridiques au 22 octobre 2008

'UAE' HSBC Bank Middle East Limited, Dubai; 'HK' The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; 'TW' HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; 'CA' HSBC Securities (Canada) Inc, Toronto; HSBC Bank, Paris branch; HSBC France; 'DE' HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Dusseldorf; 000 HSBC Bank (RR), Moscow; 'IN' HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; 'JP' HSBC Securities (Japan) Limited, Tokyo; 'EG' HSBC Securities Egypt S.A.E., Cairo; 'CN' HSBC Investment Bank Asia Limited, Beijing Representative Office; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; HSBC Securities (South Africa) (Pty) Ltd, Johannesburg; 'GR' HSBC Pantelakis Securities S.A., Athens; HSBC Bank plc, London, Madrid, Milan, Stockholm, Tel Aviv, 'US' HSBC Securities (USA) Inc, New York; HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S., Istanbul; HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo, HSBC Bank Australia Limited, HSBC Bank Argentina S.A., HSBC Saudi Arabia Limited.

**Société émettrice de l'étude**

**HSBC France**

103 Avenue des Champs Elysées

75419 Paris Cedex 08

Téléphone : + 33 1 40 70 70 40

Fax : +33 1 58 13 96 48

Internet : [www.hsbcnet.com/research](http://www.hsbcnet.com/research)

SIREN 775 670 284 RCS Paris

Ident TVA FR 70 775 670 284

Siège social : 103 Avenue des Champs Elysées

75008 Paris

Le présent document de HSBC France (« HSBC ») est destiné à ses clients. Le présent document n'est pas et ne saurait être tenu pour une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un investissement, quel qu'il soit. HSBC a fondé le présent document sur des informations provenant de sources considérées par lui comme fiables mais ne les a pas soumises à des vérifications indépendantes. HSBC ne donne aucune garantie, assurance ou attestation et décline toute responsabilité quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les opinions exprimées sont exclusivement celles du département Recherche de HSBC et peuvent être modifiées sans préavis. HSBC, ses sociétés affiliées et/ou leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent détenir des positions sur les valeurs mentionnées dans le présent document (ou tout titre y afférant). Ils peuvent à tout moment renforcer ou alléger leurs positions sur ces valeurs (ou titres). HSBC et ses sociétés affiliées peuvent faire office de teneurs de marché ou avoir un engagement de prise ferme sur les titres des sociétés analysées dans le présent document (ou sur des titres connexes). Ils peuvent les vendre ou les acheter à des clients institutionnels dans le cadre d'une activité de contrepartie. Ils sont également habilités à fournir ou chercher à fournir des conseils ou des services de banque d'affaires pour lesdites sociétés directement ou indirectement. Les informations et opinions contenues dans les analyses utilisent les taux d'imposition applicables à la date de la publication, sachant que ceux-ci peuvent être modifiés. Les performances passées ne donnent pas nécessairement une indication sur les performances futures. La valeur d'un placement ou d'un rendement peut varier à la baisse ou à la hausse et l'investisseur n'est pas assuré de recouvrer la totalité de la somme investie. Lorsqu'un investissement est libellé dans une monnaie autre que la monnaie locale de la personne qui reçoit l'analyse financière, les fluctuations des taux de change peuvent peser sur la valeur, le prix ou le rendement dudit investissement. Dans le cas d'investissement pour lequel il n'existe pas de marché reconnu, les investisseurs peuvent avoir du mal à céder leurs titres ou à obtenir une information fiable sur la valeur ou encore sur le degré de risque auquel ils sont exposés. Au Royaume-Uni, le présent document ne peut être remis qu'aux personnes visées à l'article 19(5) du décret d'application Financial Services and Markets Act de 2000 (Financial Promotion) de 2001. Les protections conférées par la réglementation britannique ne peuvent bénéficier qu'aux personnes traitant avec un représentant de HSBC Bank plc au Royaume-Uni. Aux Etats-Unis, le présent document ne peut être remis qu'aux principaux investisseurs institutionnels américains dits "major US institutional investors" (définis par la règle 15a-6 de l'US Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié) ; lesdits destinataires doivent noter que les transactions effectuées pour leur compte le seront par l'intermédiaire de HSBC Securities (USA) Inc. aux Etats-Unis. Il faut noter toutefois que HSBC Securities (USA) Inc. ne diffuse pas le présent rapport, n'a pas contribué ou participé à sa préparation, et n'est pas responsable de son contenu. À Singapour, cette publication est distribuée par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, succursale de Singapour, pour l'information générale des investisseurs institutionnels et d'autres personnes morales ou physiques tels que décrits dans les Sections 274 et 304 du Securities and Futures Act 2001 de Singapour (« SFA ») et des investisseurs accrédités et d'autres personnes morales ou physiques, conformément aux conditions spécifiées dans les Sections 275 et 305 du SFA. Cette publication ne constitue pas un prospectus tel que défini dans le SFA. La Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, succursale de Singapour est régulée par la Monetary Authority of Singapore. HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC est agréé et régulé par le Secretaría de Hacienda y Crédito Público et la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). HSBC Bank (Panama) S.A. est régulé par le Superintendencia de Bancos de Panama. Banco Grupo del Ahorro Hondureño S.A. est régulé par la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Banco Salvadoreño S.A. est régulé par la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). Banistmo Colombia S.A. est régulé par la Superintendencia Financiera de Colombia. Banex Costa Rica S.A. est supervisé par la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). Banistmo Nicaragua, S.A. est agréé et régulé par la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF). En Australie, cette documentation a été distribuée par HSBC Stockbroking (Australia) Pty Limited (ABN 60 007 114 605). Ce document est destiné à informer ses clients institutionnels et professionnels (tels que définis par la loi australienne sur les sociétés de 2001). HSBC Stockbroking (Australia) Pty Limited n'affirme pas que des particuliers en Australie disposent des produits ou services mentionnés dans ce document et que ces documents peuvent nécessairement convenir à un particulier ou sont appropriés, conformément à la loi locale. En aucun cas les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un quelconque destinataire du présent document n'ont été pris en compte. Au Japon, la présente publication a été distribuée par HSBC Securities Japan Ltd pour information de ses clients. A Hongkong, le présent document est distribué par The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited dans le cadre de ses activités réglementaires. Il est destiné à informer ses clients institutionnels et professionnels et ne doit pas être distribué aux particuliers. The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited n'affirme pas que des particuliers à Hongkong disposent des produits ou services mentionnés dans ce document et que ces documents peuvent nécessairement convenir à un particulier ou sont appropriés en conformité avec la loi locale. Toute demande émanant de ces destinataires doit être adressée à The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited. Le présent document ne peut être redistribué en tout ou partie à quelque fin que ce soit. HSBC France est agréée par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Elle est régulée par la Commission bancaire. MICA (P) 177/08/2009