

Marché immobilier français

Demande de logements encore fragile

28 juillet 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

- ▶ **La reprise des ventes de logements masque la faiblesse structurelle de la demande**
- ▶ **La baisse des prix persisterait sans s'amplifier**

À la suite de l'ajustement brutal du marché immobilier observé fin 2008, la baisse des prix des logements anciens s'est effectivement amplifiée début 2009. En revanche, les transactions de logements anciens sont mieux orientées au deuxième trimestre. Dans le neuf, le recul des prix a été moins important au premier trimestre 2009 par rapport à la fin de l'année 2008. Par ailleurs, la réduction très importante des mises en vente de logements neufs et la légère reprise des ventes au premier trimestre en lien avec le dispositif « Scellier » ont permis une baisse des stocks de logements neufs.

Ces éléments de stabilisation ne doivent toutefois pas masquer la correction immobilière encore en cours. Par ailleurs, les transactions restent faibles et leur hausse récente ne suffit pas à anticiper un renversement du marché. Elles vont de plus rester contraintes par l'évolution du marché du travail. La remontée du chômage fait en effet peser une incertitude sur les revenus futurs qui renforce l'aversion au risque et donc l'attentisme. Ainsi les prix devraient continuer à reculer. Mais l'ampleur de la baisse pourrait se stabiliser d'ici fin 2009.

Nous anticipons donc toujours un recul de -7% en moyenne en 2009 des prix des logements anciens et de -5% des prix des logements neufs. L'actualisation de notre modèle de projection laisse encore attendre une poursuite de l'ajustement au-delà de 2009 malgré les évolutions favorables du début de l'année.

Marché immobilier français: demande de logements encore fragile

- ▶ La remontée des ventes de logements n'a pas stabilisé les prix immobiliers...
- ▶ ...et la baisse des taux d'intérêt n'a pas enrayé la chute des nouveaux crédits à l'habitat
- ▶ Durant les prochains mois, le rebond de la demande de logements devrait rester limité par la remontée du chômage

Les derniers indicateurs immobiliers publiés masquent la poursuite de la correction observée sur ce marché. En effet, la remontée des ventes de logements n'a pas stabilisé les prix et la diminution des taux d'emprunt immobilier n'a pas soutenu la demande de crédit. De plus, les baisses passées des transactions dans l'ancien laissent attendre une poursuite de la baisse des prix. Par ailleurs, la demande de logements reste déterminée par les anticipations de revenu futur et par l'aversion au risque. Or la remontée importante du chômage continue de faire peser une incertitude sur les revenus futurs des ménages et donc sur leur capacité d'emprunt.

Les prix immobiliers devraient donc continuer à reculer. L'ampleur de la baisse se stabiliserait d'ici fin 2009. Et le différentiel d'évolution entre les prix dans l'ancien et dans le neuf que nous avions anticipé persisterait.

Certaines variables ont évolué favorablement...

Les taux d'emprunt immobiliers ont diminué début 2009, ...

Suite à la baisse des taux d'intérêt survenue au second semestre 2008, les taux d'emprunt immobiliers ont diminué début 2009 (*cf. tableau 1*). Selon la Banque de France, les prêts à taux fixes auraient reculé de -84 points de base entre décembre 2008 et mai 2009 et de -140 points de base pour les prêts à taux variables. Si cette baisse est désormais moins rapide, elle se poursuivrait selon Empruntis : entre la fin du mois de mai et le 15 juillet, pour les différentes maturités de prêts à taux fixes, les taux ont encore légèrement diminué de 6 points de base.

1. Principaux taux d'emprunt immobiliers en France

	___ Taux fixes ___		___ Taux variables ___	
	Taux d'emprunt	OAT 10 ans	Taux d'emprunt	Euribor à 3 mois
Janv-06	3.52%	3.34%	3.34%	2.51%
Janv-07	3.98%	4.07%	4.06%	3.75%
Juin-07	4.12%	4.62%	4.31%	4.15%
Janv-08	4.70%	4.15%	4.89%	4.48%
Juin-08	4.74%	4.73%	4.94%	4.94%
Déc-08	5.19%	3.54%	5.38%	3.29%
Mai-09	4.35%	3.80%	3.98%	1.28%
Juin-09	4.33%	3.89%	3.70%	1.23%
Déc-09	4.5%	3.9%	2.4%	1.3%
Moyenne 08	4.9%	4.2%	5.1%	4.6%
Moyenne 09	4.5%	3.8%	3.6%	1.5%

Sources : Banque de France, Thomson Financial Datastream, prévisions HSBC
En gras et italique : prévision HSBC France

...les ventes de logements anciens ont créé la surprise...

La baisse sur un an des ventes de logements anciens est moins forte au deuxième trimestre selon la Chambre des Notaires de Paris-Ile-de-France. A Paris, le nombre de transactions diminuait de -29% sur un an en mai 2009 contre -39% sur un an au premier trimestre 2009. En Ile-de-France, le recul des transactions de logements anciens n'était plus que de -32% sur un an en mai 2009 contre -42% sur un an au premier trimestre 2009. Comme le laissaient attendre les promesses de vente, ces chiffres indiquent que le nombre de transactions de logements anciens serait remonté au deuxième trimestre 2009 par rapport au premier trimestre.

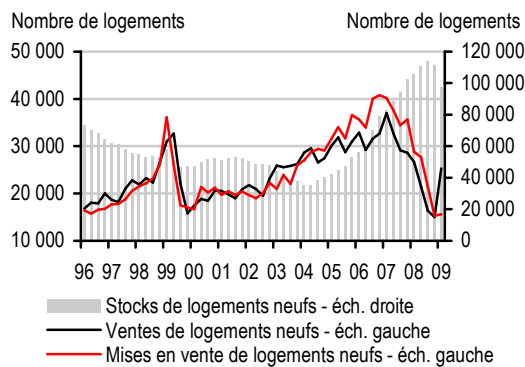
... comme celles des logements neufs...

Les ventes de logements neufs, soutenues par la hausse de la prime de risque et par la mise en place du dispositif « Scellier »¹, ont augmenté au premier trimestre 2009 de 69%. Quant aux mises

¹ Le dispositif « Scellier » complète avant de remplacer au 1^{er} janvier 2010 le « Robien recentré » et le « Borloo populaire ». A la différence des deux dispositifs précédents, le dispositif « Scellier » consiste en une réduction directe d'impôt au lieu d'un amortissement créant un déficit fiscal et réduisant le revenu imposable. Selon nos calculs, le dispositif « Scellier » est plus intéressant fiscalement que les précédents et permet d'accroître la rentabilité d'un investissement locatif de 3%. Pour plus de détails, cf. notre publication « Marché immobilier français : La crise s'installe », février 2009.

en vente, elles ont crû de 2% par rapport au trimestre précédent.

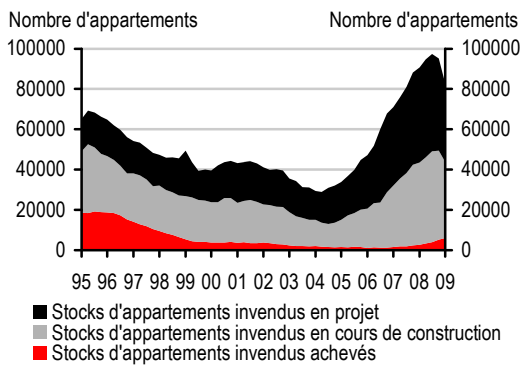
2. Le maintien des mises en vente à bas niveau a permis de réduire les stocks de logements invendus



Sources : MEEDDAT, HSBC

La hausse des ventes de logements neufs a permis de réduire les stocks de logements invendus. Au premier trimestre 2009, 97 252 logements étaient invendus contre 110 960 le trimestre précédent soit -13 708 unités. Si la diminution des stocks de logements invendus provient encore essentiellement de la réduction des stocks de logements en projet de construction, ceux des logements en cours de construction ont aussi commencé à se réduire fortement. En effet, pour les seuls appartements, ils ont diminué au total de -12 521 unités au premier trimestre 2009. Les stocks d'appartements en projet de construction ont reculé de -6 948 unités, ceux qui sont en cours de construction de -6 377 unités. Seuls les stocks d'appartements achevés continuaient d'augmenter de +804 unités pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis le quatrième trimestre 1998.

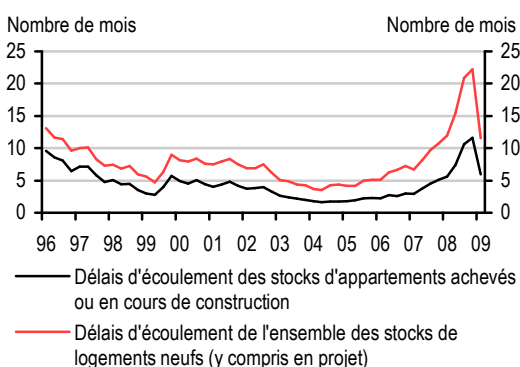
3. Les stocks d'appartements en cours de construction ont légèrement diminué...



Sources : MEEDDAT, HSBC

Compte tenu de la baisse des stocks de logements invendus et de la remontée simultanée des ventes de logements, le délai d'écoulement des stocks de logements invendus, qui rapporte le nombre de logements en stock au nombre de ventes du même trimestre, est redescendu fortement. Au premier trimestre 2009, les stocks totaux ne représentaient plus que 12 mois de vente, contre 22 mois le trimestre précédent. Pour les seuls appartements achevés ou en cours de construction, le délai d'écoulement des stocks est redescendu à 6 mois de vente au premier trimestre 2009 après 12 mois le trimestre précédent.

4. ...ce qui, cumulé au sursaut des ventes, a réduit le délai d'écoulement des stocks

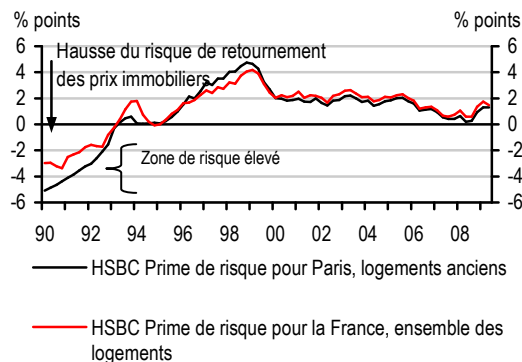


Sources : MEEDDAT, HSBC

... soutenues par la prime de risque

Notre prime de risque associée à un investissement résidentiel² a retrouvé son plus haut niveau depuis le premier trimestre 2006. Pour l'ensemble de la France, elle atteignait 1.7% au premier trimestre 2009 après 1.4% le trimestre précédent et contre 1.0% en moyenne entre 2006 et 2008. A Paris, elle s'élevait à 1.3% au premier trimestre 2009 après 0.9% fin 2008 et contre 0.8% entre 2006 et 2008.

5. Après être fortement remontée début 2009, la prime de risque s'est stabilisée en-deçà de 2%



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

En France comme à Paris, les prix de vente des logements ont diminué au premier trimestre 2009 alors que les loyers continuaient de progresser. Selon l'INSEE, les loyers d'habitation effectifs ont augmenté de +0.2% en France au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent et la FNAIM relève une hausse de +0.5% des loyers à Paris pendant cette période. L'indice de référence des loyers a quant à lui augmenté de 1.31% au premier trimestre 2009 sur un an après 2.24% au quatrième trimestre 2008. De plus, le recul du rendement des OAT à 10 ans à 3.6% au premier trimestre 2009 après 3.9% au quatrième trimestre 2008 et 4.1% en moyenne entre 2006 et 2008 a permis de soutenir temporairement notre prime de risque. Par ailleurs, l'amortissement fiscal

² Notre prime de risque associée à un investissement résidentiel, basée sur la formule de Gordon-Shapiro, compare le rendement d'un investissement locatif duquel on déduit un taux d'intérêt sans risque, le rendement des OAT à 10 ans.

« Scellier », intégré à la loi de finances rectificative pour 2008 du 30 décembre 2008 a accru la rentabilité d'un investissement locatif de 3% selon nos calculs³.

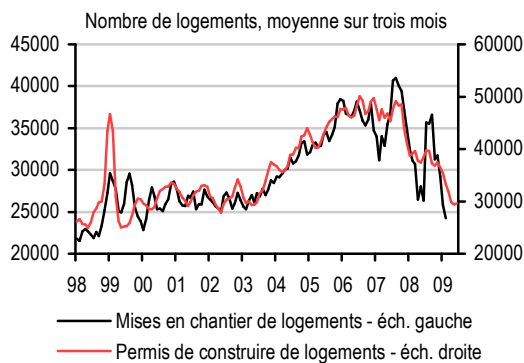
...mais le marché immobilier a continué de s'ajuster...

Les mises en chantiers restent faibles et les permis de construire reculent encore fortement.

Durant les deux premiers mois de l'année⁴, les mises en chantier de logements reculaient de -14% par rapport au quatrième trimestre 2008 et de -15% sur un an après -16% en moyenne en 2008. En 2008, on dénombrait 368 252 mises en chantier contre 436 945 en 2007.

Quant aux permis de construire, ils ont diminué de -12% en rythme trimestriel au premier trimestre 2009 et de -7% au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre. Sur un an, les permis de construire baissaient ainsi encore de -22% en moyenne au deuxième trimestre 2009, après -19% au premier trimestre 2009. En moyenne sur trois mois, le nombre de permis de construire a d'ailleurs atteint son plus bas niveau depuis mai 2003.

6. Les permis de construire ont encore diminué au premier semestre 2009

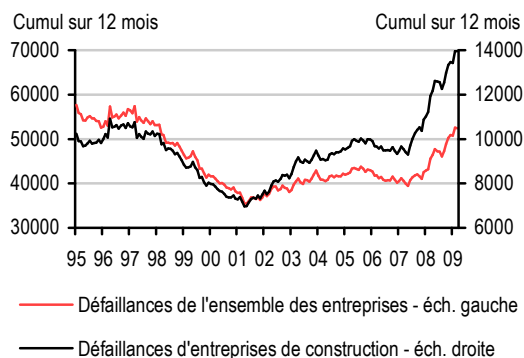


Sources : MEEDDAT, HSBC

De plus, les mises en vente restent très peu nombreuses. Si elles ont augmenté de 2% par rapport au trimestre précédent, seulement 15 579 logements ont été mis en vente, soit un nombre inférieur de -46% par rapport à l'année passée et de -54% par rapport à la moyenne des mises en vente enregistrées entre 2004 et 2007.

Par ailleurs, les défaillances d'entreprises ont encore crû vivement puisqu'elles ont augmenté de +17% au premier trimestre 2009 sur un an après +28% en 2008.

7. Les défaillances d'entreprises ont augmenté fortement dans le secteur de la construction



Sources : INSEE, HSBC

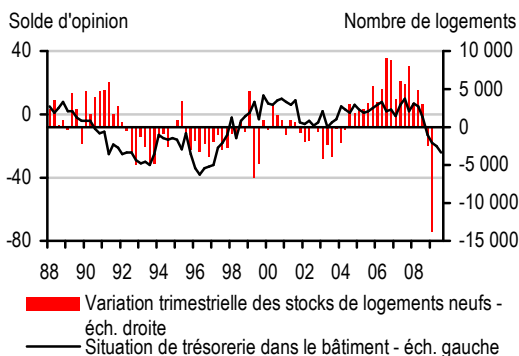
³ Pour plus de détails sur ce dispositif, cf. notre publication « Marché immobilier français : La crise s'installe », février 2009.

⁴ En raison d'un changement d'application informatique, le Ministère de l'Ecologie, de l'Energie, du Développement Durable et de la Mer (MEEDDAT) n'est pas en mesure de publier les dernières statistiques de mises en chantier.

Et les difficultés de trésorerie persistent. Depuis le quatrième trimestre 2008, l'opinion des entrepreneurs de la construction sur leur situation de trésorerie est inférieure à sa moyenne de long terme. Cette situation est proche de celle observée

entre le troisième trimestre 1990 et le deuxième trimestre 1998, lorsque les promoteurs avaient réduit leurs stocks. Ils devraient donc continuer à faire de même.

8. La situation de trésorerie des professionnels du bâtiment s'est dégradée, ce qui les incite à réduire leurs stocks

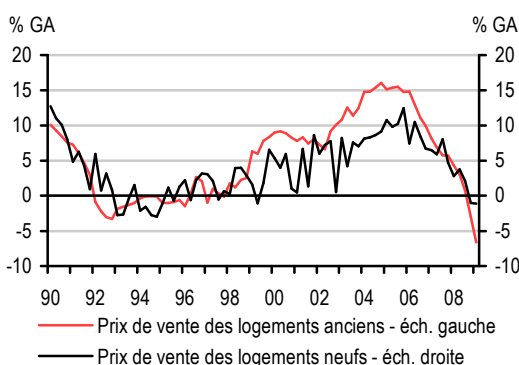


Sources : INSEE, MEEDDAT, HSBC

... et les prix de baisser

Les prix de vente des logements neufs ont diminué de -1.2% au premier trimestre 2009 par rapport au quatrième trimestre 2008, après -4.4% le trimestre précédent. Sur un an, les prix reculaient donc de -1.1% au premier trimestre 2009, comme le trimestre précédent après une hausse de +1.9% sur un an en moyenne en 2008.

9. Les prix de vente des logements neufs reculent moins fortement que ceux des logements anciens



Sources : INSEE-Notaires de France, MEEDDAT, HSBC

Dans l'ancien, les prix immobiliers ont diminué de -3.3% au premier trimestre par rapport au trimestre précédent selon l'indice INSEE-Notaires

de France, après déjà -1.9% au quatrième trimestre 2008, -1.2% au troisième et -0.2% au deuxième. Sur un an, ils reculaient ainsi de -6.6% après -3.0% le trimestre précédent et contre une hausse de +1.3% sur un an en moyenne en 2008. C'est notamment le résultat de la chute des ventes de logements anciens qui auraient été de 603 000 seulement en France au mois de mars 2009 en cumul sur un an contre 673 000 en 2008 et 810 000 en 2007 selon le conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD).

10. La baisse des transactions de logements anciens s'est accélérée

Cumul sur un an	Nombre de transactions trimestrielle (milliers)	Variation trimestrielle (milliers)	Taux de croissance trimestriel	Glissement annuel
T1 08	795	-15	-1.9%	-2.2%
T2 08	756	-39	-4.9%	-8.0%
T3 08	716	-40	-5.3%	-12.8%
T4 08	673	-43	-6.0%	-16.9%
T1 09	603	-70	-10.4%	-24.2%

Sources : CGEDD d'après DGFiP (MEDOC) et bases notariales, HSBC

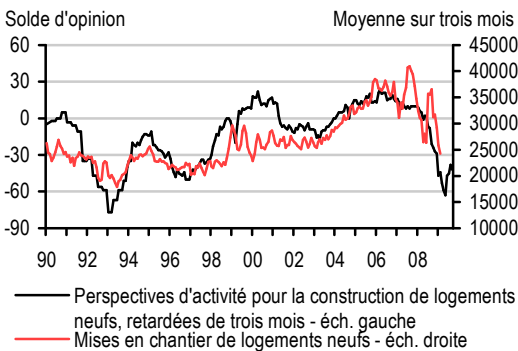
La baisse des prix de vente des logements anciens s'est encore accentuée au deuxième trimestre 2009 à Paris et en Ile de France selon la Chambre des Notaires. A Paris, ils ont reculé de -5.9% sur un an en mai contre -1.0% sur un an au premier trimestre 2009. En Ile-de-France, ils se repliaient de -7.9% sur un an en mai après -5.1% sur un an au premier trimestre.

Selon la FNAIM, qui avait enregistré une chute des prix de vente des logements anciens en France très brutale fin 2008, le recul des prix a été moins important au premier trimestre 2009 et les prix de vente des logements anciens en France sont même remontés de +3.9% en données brutes au deuxième trimestre 2009 par rapport au premier trimestre. Toutefois, les prix de vente des logements anciens en France diminuaient encore de -6.6% sur un an au deuxième trimestre 2009 et de -7.5% fin juin sur un an.

Les perspectives d'activité se stabilisent...

Le climat des affaires dans le bâtiment a de nouveau diminué en juillet et atteignait son plus faible niveau depuis juin 1997. Mais dans le seul secteur du logement neuf, les perspectives d'activité sont légèrement remontées au mois de juillet et sont très supérieures à celles de début 2009.

11. Les perspectives de construction de logements neufs restent dégradées malgré l'amélioration récente

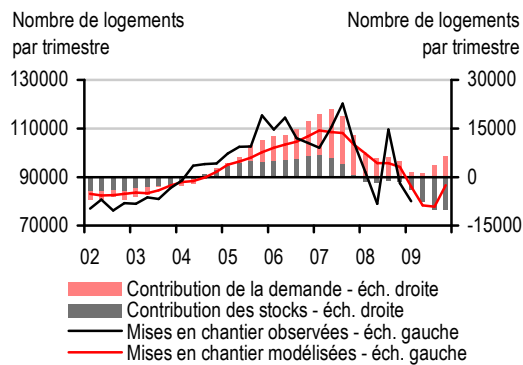


Sources : INSEE, MEEEDDAT, HSBC

De plus, les promoteurs immobiliers déclarent que la demande de logements neufs à acheter pourrait poursuivre sa remontée.

En conséquence et selon notre modèle de demande potentielle de construction de logements⁵, les mises en chantier pourraient se stabiliser aux deuxième et troisième trimestres 2009. Les promoteurs immobiliers en profiteraient pour continuer à réduire leurs stocks. Puis les mises en chantier repartiraient à la hausse au quatrième trimestre 2009. En moyenne, elles reculeraient de -15% en 2009.

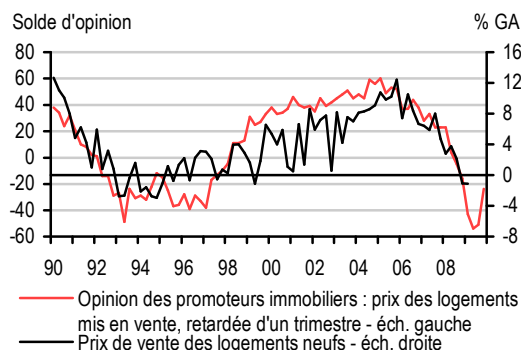
12. Les mises en chantier pourraient se stabiliser sans augmenter d'ici la fin de l'année



Sources : MEEEDDAT, calculs et prévisions HSBC

En outre, les promoteurs immobiliers interrogés par l'INSEE signalent encore un recul marqué des prix de vente des logements neufs mis en vente en juillet 2009.

13. Les promoteurs immobiliers continuent d'anticiper des baisses de prix de vente des logements neufs



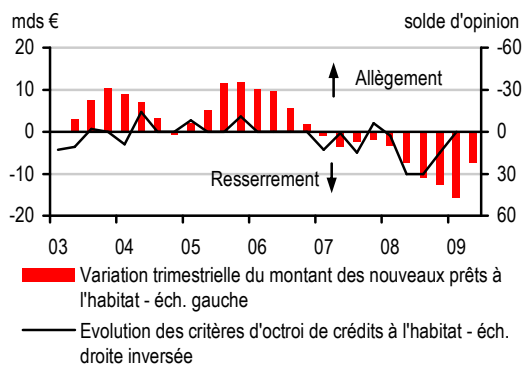
Sources : INSEE, MEEEDDAT, HSBC

... comme les critères d'octroi de crédit...

Les conditions d'emprunt immobilier ont cessé de se durcir tout en restant restrictives. Les banques interrogées par la Banque de France au premier trimestre 2009 déclarent en effet ne plus resserrer leurs critères d'octroi de prêts à l'habitat, mais sans les relâcher toutefois.

⁵ Pour le détail de notre modèle de demande potentielle, cf. notre publication « France : Dégradation du marché immobilier », mai 2007.

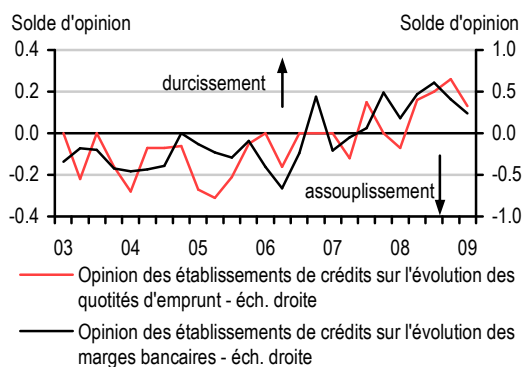
14. Les critères d'octroi de prêts à l'habitat ne se sont pas relâchés



Sources : Banque de France, HSBC

Néanmoins, toujours selon la Banque de France, les banques ont relevé leurs marges sur les prêts à l'habitat. Au premier trimestre 2009, 24% d'entre elles déclaraient encore avoir augmenté leurs marges sur les montants moyens des prêts à l'habitat alors qu'en 2008, 42% d'entre elles déclaraient accroître leurs marges en moyenne. Enfin, 13% des banques ont aussi abaissé leur quotité d'emprunt au premier trimestre 2009 en demandant un apport personnel plus élevé.

15. Les banques ont relevé leurs marges sur les prêts à l'habitat et ont abaissé la quotité d'emprunt acceptée



Sources : Banque de France, HSBC

... mais les perspectives de la demande de logements restent dégradées

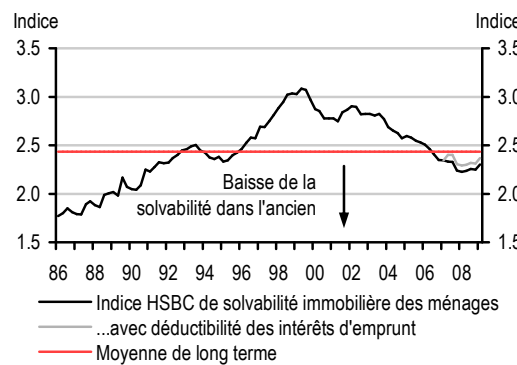
Quelles que soient les stabilisations récentes, l'évolution à venir du marché immobilier reste déterminée par la demande de logement. Or s'il

existe un déficit de logement qui peut être de nature à soutenir la demande, il faut qu'elle soit solvable.

Une analyse complète de la situation des ménages montre que leur solvabilité reste très faible, que leurs revenus se stabilisent et que l'incertitude pesant sur leurs revenus futurs s'accroît. Il est donc peu probable que leur demande de logement se raffermisse d'ici 2010.

Si la solvabilité immobilière des ménages⁶ est remontée de +2.5% au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, elle reste faible. Elle est toujours égale à celle observée au troisième trimestre 2007. Pour retrouver son niveau du premier trimestre 2003, il faudrait qu'elle remonte encore de 22%.

16. Malgré une légère remontée en 2008 et début 2009, la solvabilité des ménages reste faible



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

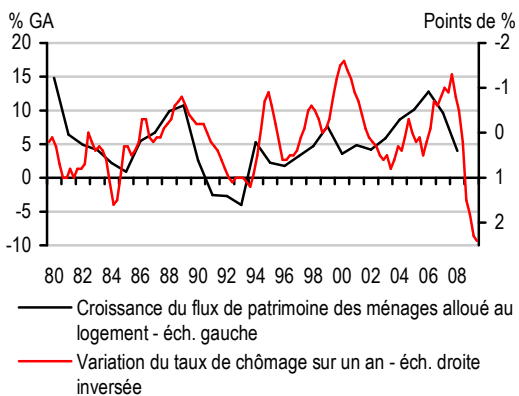
Le ratio du prix de vente des logements anciens au revenu disponible brut (RDB) annuel moyen par ménage s'est lui aussi amélioré mais trop faiblement. Au premier trimestre 2009, le RDB annuel moyen par ménage leur permettait d'acquérir un logement de 18m², contre 17m² en 2008 et 30 m² en moyenne entre 1997 et 1999.

⁶ Notre indicateur de solvabilité des ménages est fonction du revenu disponible brut de chaque ménage, du montant du remboursement mensuel, de la durée moyenne des emprunts immobiliers et des prix des logements.

Par ailleurs, le revenu disponible brut devrait se stabiliser avec la stagnation des salaires et la chute des primes. Le recul du temps de travail est aussi à prendre en compte. Les salariés ne font plus que près de 9 heures supplémentaires au premier trimestre 2009 contre près de 10 heures au quatrième trimestre 2008.

Enfin, avec la remontée du taux de chômage, les ménages développeront une préférence pour la liquidité qui pèsera sur leur demande de logements. Selon nos anticipations, le taux de chômage pourrait remonter jusqu'à 11.8% fin 2010 selon la mesure d'Eurostat. Il faut en effet depuis 1990 une croissance du PIB de 1.0% pour que l'économie française recommence à créer des emplois.

17. La remontée du taux de chômage pèserait sur les flux de patrimoine associés au logement des ménages...



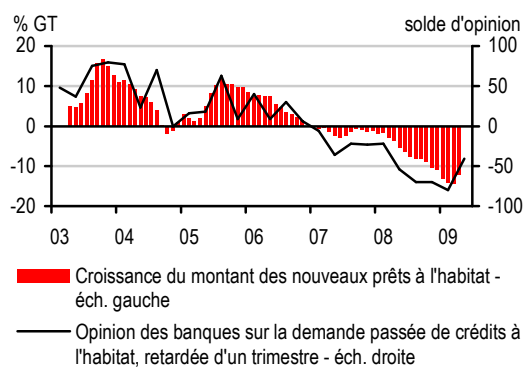
Sources : INSEE, HSBC

Ainsi, malgré le soutien des stabilisateurs automatiques et des mesures fiscales et sociales prises lors du sommet social du 18 février 2009, le RDB freinerait alors à 2% en 2009 après 3.5% en 2008. D'autre part, la durée des prêts immobiliers ne remonterait pas et les taux d'intérêt fixes des prêts à l'habitat cesseraient de baisser au second semestre 2009.

Les banques interrogées par la Banque de France s'attendent encore à un recul de la demande de crédits. Or ils sont déjà inférieurs de 36% en mai

2009 par rapport à mai 2008 contre -33% sur un an en moyenne au premier trimestre 2009 et -14% en moyenne en 2008. En cumul sur 12 mois, 87.2 milliards d'euros de crédits à l'habitat ont été accordés aux ménages en mai 2009, soit le plus faible niveau depuis janvier 2004.

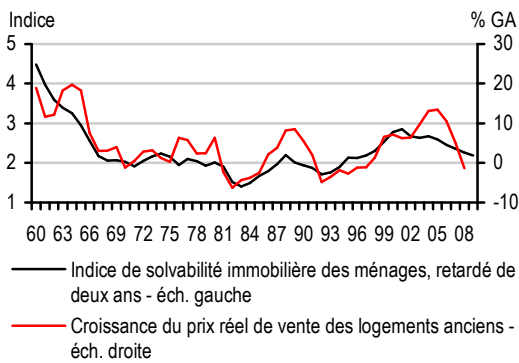
18. Les banques continuent d'observer une diminution de la demande de crédits à l'habitat



Sources : Banque de France, HSBC

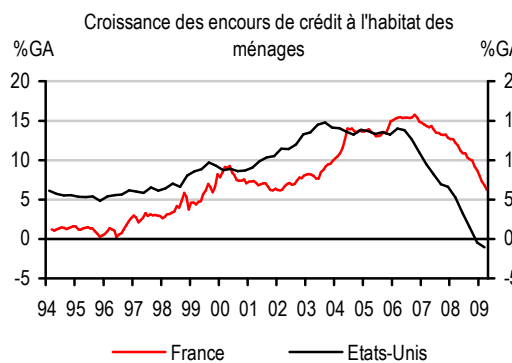
Au total, même si les ventes de logements se sont redressées en début d'année, ce mouvement resterait limité compte tenu du contexte macroéconomique et ce, malgré les nombreux dispositifs mis en œuvre pour améliorer la solvabilité des ménages (cf. Annexe). Pour que la demande de logements remonte durablement, comme lors de la précédente reprise du marché en 1996, il faudrait que les prix immobiliers reculent plus fortement et que le taux de chômage se stabilise.

19. La faible solvabilité des ménages pèserait encore sur la demande de logements



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

20. La croissance de l'encours des crédits à l'habitat des ménages suit un cycle similaire en France et aux Etats-Unis



Sources : Banque de France, Federal Reserve, HSBC

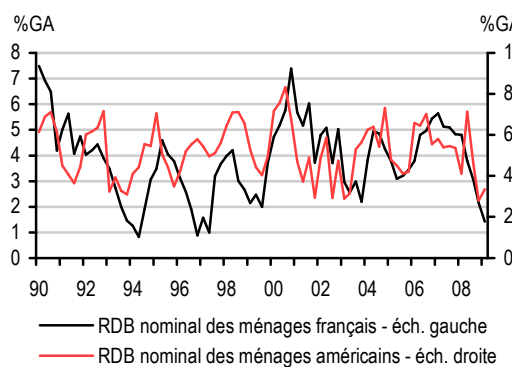
Les sous jacents du marché immobilier vont rester peu porteurs

Indépendamment du déficit de logement, le marché immobilier reste déterminé par le contexte international et par la capacité d'achat des ménages.

Selon le FMI, l'évolution des prix immobiliers répond à hauteur de 40% à un cycle international commun à cause notamment de la forte corrélation entre les taux d'intérêt. Depuis 1970, cette dernière est de 95% entre les taux d'intérêt nominaux de long terme français et américains avec un retard d'un mois en France. Or ils influencent les crédits qui sont eux aussi corrélés à hauteur de 94% entre la France et les Etats-Unis.

En outre, les cycles d'activité se propagent entre les différents pays, ce qui génère des cycles de revenu des ménages communs entre les différents pays : depuis 1990, la corrélation entre la croissance du RDB des ménages français et américains est de 39.6%, sans décalage. Cette corrélation est montée à 51.8% depuis 2000, toujours sans décalage.

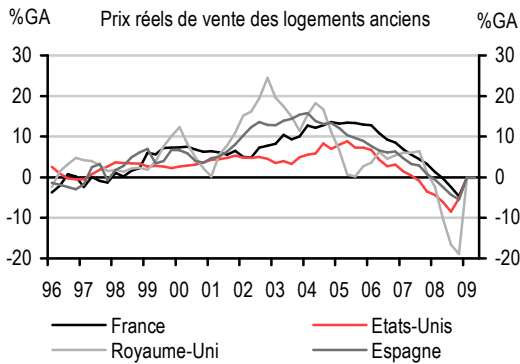
21. Les revenus des ménages suivent des cycles communs d'un pays à l'autre



Sources : INSEE, Bureau of Economic Analysis, HSBC

De ce fait, la croissance des prix immobiliers suit une évolution cyclique similaire dans les différents pays.

22. La croissance des prix immobiliers suit un cycle international commun



Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

La corrélation entre la croissance réelle des prix de vente des logements anciens en France et aux États-Unis est de 80% avec un retard de 6 trimestres des prix français sur les prix aux États-Unis. Or les prix immobiliers américains ont reculé jusqu'en avril 2009 avant de croître de 0.5% au mois de mai selon l'indice Case-Schiller. Sur un an, il diminue de 17.1%.

Les prix immobiliers français devraient donc encore reculer.

Par ailleurs, la baisse des transactions préalable au deuxième trimestre 2009 va continuer de peser sur la croissance des prix de vente des logements anciens comme observé lors des précédentes crises immobilières.

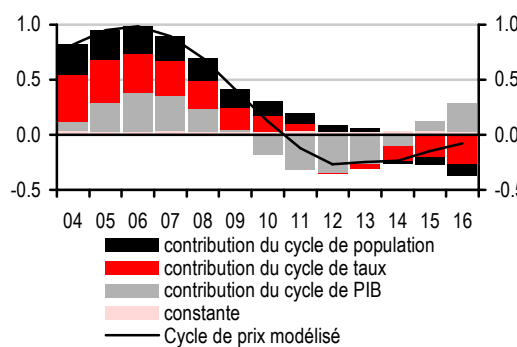
Les évolutions du premier semestre 2009 ne modifient pas les résultats de notre modèle économétrique. Nous continuons à anticiper un recul des prix dans l'ancien de -7% en moyenne.

Dans le neuf, la publication des données confirme nos prévisions. Notre modèle de prévision de croissance des prix de vente des logements neufs⁷ indique que la baisse des prix de vente des logements neufs pourrait être de -5% en 2009.

⁷ Pour plus de détails, cf. notre publication « Marché immobilier français : un ralentissement plus franc », mai 2008.

Enfin, selon notre modèle de projection cyclique⁸ des prix de vente des logements, l'ajustement devrait persister au-delà de 2009, compte tenu du cycle baissier du PIB, de la moindre croissance de la population et de la remontée passée des taux d'intérêt.

23. Notre modèle de projection des prix immobiliers laisse toujours attendre une correction jusqu'en 2012



Sources : Friggit, MEEDDAT, INSEE, Thomson Financial Datastream, HSBC

Conclusion

Même si c'est un marché spécifique au regard de l'existence de frictions et de décalages lors de l'ajustement de l'offre et de la demande, les évolutions du marché immobilier restent déterminées par l'offre et par la demande. Il est donc utile de rappeler que sa vigueur dépend aussi des achats de logements qui sont eux-mêmes déterminés par la solvabilité des ménages.

Or, si la capacité d'achat des ménages s'est améliorée avec la baisse des prix immobiliers et la prime de risque avec le dispositif « Scellier », elle reste toutefois très faible. De plus, les perspectives de revenu sont incertaines compte tenu de la baisse de la valeur du patrimoine des ménages, des primes versées aux salariés et de la stabilité des salaires. Et, la dégradation du marché du travail fait peser une incertitude sur les revenus futurs qui renforce l'aversion au risque. Enfin, les nombreuses mesures de soutien visant à inciter à

⁸ Pour plus de détails, cf. notre publication « Marché immobilier français : le coup de froid peut-il durer ? », juillet 2008.

l'achat comme la mesure « Scellier » ou la déduction des intérêts d'emprunt peuvent limiter l'ampleur de l'ajustement mais ne suffiront pas à retourner le marché. La prime de risque comme la solvabilité des ménages sont encore à un niveau trop faible pour soutenir une vraie reprise du marché. Et les perspectives sont fragiles.

Pour que la solvabilité des ménages retrouve son niveau de 2003, il faudrait que les taux d'emprunt reculent de 100 points de base et que les prix baissent encore de -11.4%, soit -17.2% au total par rapport au point haut du premier trimestre 2008. Si les taux restaient stables, les prix

devraient reculer encore de -18%, soit au total -24% pour que la solvabilité retrouve son niveau de 2003.

En conclusion, la remontée des ventes ne suffit pas à anticiper un retournement à la hausse du marché mais pourrait limiter l'ampleur de la baisse des prix en 2009. C'est pourquoi, nous continuons d'anticiper un recul de -7% des prix dans l'ancien et de -5% dans le neuf en moyenne en 2009. L'actualisation de notre modèle de projection laisse toujours attendre une poursuite de l'ajustement au-delà de 2009 malgré les éléments de stabilisation que nous avons observé.

Annexe 1

1. Mesures visant uniquement à favoriser la solvabilité des ménages :

- ▶ **Prêt à taux zéro (PTZ)** : ce prêt sans intérêt est attribué aux personnes physiques primo-accédantes qui achètent leur résidence principale. Le revenu des ménages ne doit pas excéder un certain plafond. Il permet de financer l'achat d'un logement neuf ou ancien, ainsi que les travaux d'aménagement de locaux non résidentiels en logement et l'acquisition d'un logement faisant l'objet d'un contrat de location-accession. Ce prêt est plafonné mais peut être majoré depuis le 1^{er} janvier 2007 sous certaines conditions de ressources pour l'achat d'un logement neuf donnant lieu à une aide à l'accession sociale. Dans le cas des acquisitions ou constructions de logements neufs, le nouveau prêt à 0% permet l'application de la taxe locale d'équipement et des taxes assimilées au sein de la catégorie 4, plus avantageuse que la catégorie de droit commun.
- ▶ **Le prêt à l'accession sociale (PAS)** : permet de financer l'achat ou la construction d'un logement neuf ou ancien à titre de résidence principale ou les travaux effectués dans les logements de plus de 10 ans. Il est accordé sous conditions de revenu, de surface et d'habitabilité. Le montant du prêt n'est pas plafonné. Ce prêt ouvre droit à l'APL et permet un abaissement temporaire des mensualités en cas de chômage. Le taux d'intérêt associé à ce type de prêt n'est pas toujours compétitif : selon le MEEDDAT, au 1^{er} août 2009, les taux d'intérêt des prêts à taux fixes sont au maximum de 5.55% pour une durée inférieure à 12 ans et de 6% pour une durée supérieure à 20 ans. Toutefois, ce taux est un taux maximal et le taux proposé peut être inférieur. Le PAS ne donne pas d'avantage fiscal.
- ▶ **Le prêt conventionné (PC)** : permet de financer l'achat ou la construction d'un logement neuf ou ancien à titre de résidence principale, ou les travaux effectués dans les logements de plus de 10 ans. Les propriétaires occupants et les propriétaires bailleurs peuvent en bénéficier. Il est accordé sans condition de ressource, mais sous contrainte de surface et d'habitabilité. Le montant du prêt n'est pas plafonné. Ce prêt peut être éligible à l'APL. Le taux d'intérêt associé à ce type de prêt est moins intéressant que le PAS : selon le MEEDDAT, au 1^{er} août 2009, les taux d'intérêt des prêts à taux fixes sont au maximum de 6.15% pour une durée inférieure à 12 ans et de 6.60% pour une durée supérieure à 20 ans. Le PC ne donne pas d'avantage fiscal.
- ▶ **Le prêt épargne logement (PEL)** : ce type de prêt répond à un mécanisme d'épargne puis de crédit. Les personnes physiques ayant souscrit un plan d'épargne logement (PEL) et un compte épargne logement (CEL) cumulent pendant une phase d'épargne des intérêts. Ces intérêts donnent droit à crédit. Pour le PEL, le taux d'intérêt servi pendant la phase d'épargne est déterminé au moment de l'ouverture du plan d'épargne. Pour le CEL, il est indexé sur le taux du livret A. Pendant la phase d'épargne, les intérêts perçus sont exonérés d'impôt sur le revenu mais sont soumis aux prélèvements sociaux. Si le plan d'épargne donne lieu à un prêt, les taux d'intérêt de la phase d'épargne sont majorés par une prime d'épargne versée par l'Etat. Au terme de la phase d'épargne, le particulier peut utiliser ses droits à prêts pour financer un logement occupé à titre personnel, un emplacement de stationnement ou des

travaux. Le taux d'intérêt du prêt est alors égal au taux d'intérêt perçu pendant la phase d'épargne, majoré des frais de gestion et des frais financiers de l'organisme prêteur, dans une limite de 150 points de base.

- ▶ **Le prêt 1% logement** : ce prêt, désormais géré par l'organisme « Action logement », est accordé sous conditions de ressources aux salariés d'entreprises assujetties qui achètent un logement neuf ou ancien ou font des travaux de rénovation. Le taux d'intérêt du prêt est de 1.5% hors assurances et garanties. En cas de mobilité professionnelle, il peut aussi prendre la forme d'un prêt relais à un taux de 1%.
- ▶ **Le prêt locatif intermédiaire (PLI)** : ce prêt permet de financer l'acquisition ou la construction de logements en vue de leur location ainsi que la transformation de locaux non résidentiels en logements. Tout type d'investisseur peut bénéficier de ce prêt, sous condition que les locataires respectent un plafond de ressources, et que les loyers soient plafonnés. Ces prêts peuvent bénéficier de tous les avantages fiscaux liés aux investissements locatifs mais ne donnent pas droit à l'APL. Le taux d'intérêt de ces prêts est indexé sur le taux du livret A : pour un taux de livret A de 1.75%, le taux du PLI va de 3.2% à 3.5%.
- ▶ **Le prêt locatif social (PLS)** : le PLS s'applique aux opérations d'acquisition ou de construction de bâtiments dans le but d'en faire des logements et de les louer, ainsi que les travaux d'amélioration correspondants et que la transformation de locaux non résidentiels en logements. Tout type d'investisseur peut bénéficier de ce prêt, sous condition de signature d'une convention avec l'Etat, de ressources des locataires et de loyer plafonnés. Le plafond de loyer et de ressource

des locataires est inférieur à celui du PLI. Le taux d'intérêt de ces prêts est indexé sur le taux du livret A mais est plus intéressant que le taux du PLI : pour un taux de livret A de 1.75%, le taux du PLS va de 2.94% à 3.11%. En outre, les opérations ainsi financées sont soumises à un taux de TVA de 5.5% et sont exonérées de taxe foncière sur les propriétés bâties pendant 15 ans.

- ▶ **Prêt social location-accession (PSLA)** : ce prêt conventionné est initialement consenti à la personne morale qui finance l'opération de construction d'un logement en vue de l'accession à la propriété de personnes respectant les plafonds de ressources du prêt à taux zéro (PTZ). Dans un premier temps, la personne occupant le logement paie une redevance correspondant à une fraction locative et à une fraction acquisitive. Lors de l'exercice de l'option d'achat, le PSLA est transférable au titulaire du contrat de location-accession. Il peut se cumuler au 1% logement et au PTZ, ainsi qu'à l'aide personnalisée au logement (APL). Le taux d'intérêt accordé pour ce type de prêt est là encore incitatif : selon le MEEDDAT, pour un taux de livret A de 2.50%, le taux du prêt irait de 3.69% à 4.05%. En outre, ce dispositif d'acquisition permet de bénéficier d'une TVA de 5.5% pour la personne morale finançant l'acquisition et d'une exonération de TVA et de droits d'enregistrement lors de la revente au locataire si l'option d'achat est exercée dans les 5 ans qui suivent l'achèvement du logement. De plus, le logement ainsi construit bénéficie d'une exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties pendant 15 ans à compter de la date d'achèvement du logement.
- ▶ **Crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunt** : pour tout achat d'une résidence principale, les

particuliers peuvent déduire de leur impôt sur le revenu 20% du montant de leurs intérêts d'emprunt versés pendant les cinq premières années du prêt, dans la limite d'un plafond d'intérêts de 3 750€ pour une personne seule et de 7 500€ pour un couple, majoré de 500€ par personne à charge. Ces plafonds sont doublés lorsqu'au moins un membre du foyer fiscal est handicapé. Au cours de la première annuité de remboursement, la déduction d'impôt est majorée à 40% des intérêts payés. En cas d'achat d'un logement neuf dont la consommation énergétique est inférieure à 50 kilowatts heure par m² par an, le crédit d'impôt porte sur une durée de 7 ans, et son taux est de 40% des intérêts payés pendant toute cette période.

- ▶ **Exonération de taxe foncière** : les acquéreurs de logements neufs sont exonérés de taxe foncière sur les propriétés bâties pendant 2 ans. La commune peut néanmoins supprimer l'exonération pour la part lui revenant.
- ▶ **« Robien recentré »** : ce dispositif fiscal permet au propriétaire d'un logement mis en location sous conditions de loyers plafonnés d'appliquer un amortissement fiscal correspondant à 50% du prix d'achat du logement sur une période de 9 ans : 6% du prix d'acquisition pendant les sept premières années, 4% de ce prix pour les deux années suivantes. L'engagement et l'avantage fiscal ne peuvent être prorogés au-delà de neuf ans. L'investisseur peut déduire de son revenu locatif la partie correspondant à l'amortissement fiscal. Cela engendre un déficit que l'investisseur peut imputer à son revenu net imposable dans la limite de 10 700 euros. Cette défiscalisation est donc proportionnelle au montant de l'investissement et au taux d'imposition.

- ▶ **« Borloo populaire »** : dans le cadre de ce dispositif, le propriétaire peut appliquer un amortissement fiscal correspondant à 65 % de l'investissement sous contrainte de ressources des locataires et de loyers plafonnés. La contrainte de plafonnement des ressources et des loyers est plus restrictive dans le cas du « Borloo populaire » que dans le cas du « Robien recentré ». L'amortissement fiscal initial a lieu sur une période de 9 ans : 6% du prix d'acquisition du logement pendant les sept premières années, 4% de ce prix pour les deux années suivantes. À l'issue de cette période initiale, le propriétaire peut, par période de trois ans et pendant six années supplémentaires au plus, continuer de bénéficier d'une déduction de l'amortissement égale à 2.5 %. Comme dans le « Robien », l'investisseur peut déduire de son revenu locatif la partie correspondant à l'amortissement fiscal. Cela engendre un déficit que l'investisseur peut imputer à son revenu net imposable dans la limite de 10 700 euros. En outre, il bénéficie d'une déduction forfaitaire de 30% des revenus bruts fonciers applicable pendant toute la durée de l'engagement de location, éventuellement prorogé.
- ▶ **« Scellier »** : ce dispositif reprend les modalités du « Robien recentré ». Cependant, l'amortissement prévu dans le « Robien recentré » est remplacé par une réduction d'impôt sur le revenu. Pour les logements acquis ou construits en 2009 ou en 2010, l'impôt sur le revenu est directement réduit à hauteur de 25% du prix du logement étalé à raison de 1/9^{ème} par an (20% pour les logements acquis ou construits en 2011 et 2012). Ce dispositif est limité à un logement par an et le plafond d'investissement est de 300 000 €. Lorsque la réduction d'impôt imputable excède l'impôt dû la même année,

la différence peut être reportée sur l'impôt sur le revenu dû les années suivantes dans la limite de 6 ans.

- ▶ « **Scellier populaire** » : ce dispositif reprend les modalités du « Borloo populaire ». Mais comme pour le « Scellier », il prévoit que l'amortissement prévu dans le « Borloo populaire » est remplacé par une réduction d'impôt sur le revenu. La réduction d'impôt correspond à 25% de l'acquisition, étalée à raison de $1/9^{\text{ème}}$ par an pendant 9 ans. Puis, à

l'issue de cette période initiale, le propriétaire peut, par période de trois ans et pendant six années supplémentaires au plus, continuer de bénéficier d'une réduction d'impôt correspondant à 2% du prix d'achat par an, soit un total de 12%. C'est donc jusqu'à 37% du prix du logement que le propriétaire peut déduire de ses impôts. Là encore, le propriétaire peut appliquer une déduction forfaitaire de 30% à ses revenus bruts fonciers pendant toute la durée de l'engagement de location.

2. Autres mesures associées au logement, mais non incitatives à l'acquisition :

- ▶ **Allocation logement (AL)** : cette allocation est attribuée à titre familial (ALF) ou social (ALS), sous conditions de ressources, de loyers, de superficie et décence du logement, aux propriétaires ou locataires de leur résidence principale.
- ▶ **Aide personnalisée au logement (APL)** : cette aide est versée par les caisses d'allocations familiales aux propriétaires ou locataires qui occupent un logement à titre de résidence principale selon un barème révisé chaque année par décret.

Annexe 2

Les statistiques clé du marché immobilier français :

France – Ventes de logements neufs

	Niveau	% trimestriel	% sur un an
2007	127 265	-	1.0
2008	79 421	-	-38.4
08 T1	26 610	-6.8	-28.1
08 T2	21 480	-19.3	-34.0
08 T3	16 315	-24.0	-44.0
08 T4	15 016	-8.0	-47.4
09 T1	25 314	68.6	-4.9

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Mises en vente de logements neufs

	Niveau	% trimestriel	% sur un an
2007	147 829	-	-0.7
2008	93 149	-	-37.4
08 T1	28 816	-19.2	-28.3
08 T2	27 620	-4.2	-26.4
08 T3	21 432	-22.4	-37.8
08 T4	15 281	-28.7	-57.2
09 T1	15 579	2.0	-45.9

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Stocks de logements neufs invendus

	Niveau en fin de période	Variation trimestrielle	Variation sur un an
2007	102 436	-	23 479
2008	110 960	-	8 524
08 T1	105 642	3 206	22 975
08 T2	110 419	4 777	21 706
08 T3	113 473	3 054	19 094
08 T4	110 960	-2 513	8 524
09 T1	97 252	-13 708	-8 390

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Mises en chantier et permis de construire

	Mises en chantier		Permis de construire			
	Niveau	% trim. sur un an	Niveau	% trim. sur un an		
2007	436 945	-	1.1	546 247	-	-4.5
2008	368 252	-	-15.6	455 290	-	-15.9
08 T1	92 057	-11.7	-9.2	118 983	-3.2	-15.7
08 T2	78 996	-14.2	-28.7	115 397	-3.0	-15.1
08 T3	109 685	38.8	-8.8	111 653	-3.2	-22.8
08 T4	87 514	-20.2	-15.7	109 257	-2.1	-10.1
09 T1	80 031*	-8.6*	-12.7*	95 777	-12.3	-19.7
09 T2				88 828	-7.3	-22.4

Sources : MEEDDAT, Thomson Financial Datastream, HSBC

Notes : * = acquis pour le trimestre à l'issue du mois de février

France – Encours de crédit et nouveaux prêts à l'habitat aux ménages

	Encours de crédits		Nouveaux prêts	
	Niveau, milliards d'euros	% sur un an	Niveau, milliards d'euros	% sur un an
Déc. 05	503.6	15.0	132.4	32.7
Déc. 06	578.6	14.9	154.6	16.8
Mai 07	605.8	14.3	151.4	1.7
Déc. 07	652.9	12.9	146.2	-5.5
Juillet 08	690.3	10.9	128.8	-13.6
Déc. 08	710.0	8.7	108.1	-26.0
Mars 09	712.9	6.8	92.5	-34.8
Mai 09	712.1	5.7	87.2	-36.1
Juin 09	713.4	5.0	-	-

Sources : Banque de France, HSBC

France – Prix de vente des logements neufs et anciens

	Logements anciens, INSEE		Logements anciens, FNAIM		Logements neufs	
	% trimestriel	% sur un an	% trimestriel	% sur un an	% trimestriel	% sur un an
2006	-	12.2	-	7.2	-	8.3
2007	-	6.6	-	3.7	-	6.3
2008	-	1.3	-	-3.1	-	1.9
08 T1	0.4	4.3	-1.1	0.8	-1.2	2.8
08 T2	-0.2	3.0	0.4	-0.5	5.4	3.8
08 T3	-1.2	0.8	-2.9	-2.6	-0.6	2.1
08 T4	-1.9	-3.0	-6.5	-9.9	-4.4	-1.1
09 T1	-3.3	-6.6	-1.0	-9.8	-1.2	-1.1
09 T2	-	-	3.9	-6.6	-	-
Dernier point	En Ile-de-France, -7.9% sur un an en mai après -5.1% sur un an au T1 09		-7.5% sur un an en juin 09 en France		-	

Sources : FNAIM, INSEE-Notaires de France, MEEDDAT, 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. Vous pouvez aussi les consulter sur l'intranet d'HSBC France

Titre	Date
France : risques de déconvenues : Prévisions trimestrielles, T3 2009	1 juillet 2009
L'exception consummatrice 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
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
European Inflation Watch : Core concerns?	16 September 2008
European Inflation watch : Only partly relieved	14 August 2008
French trade less of a drag	6 August 2008
French inflation : Some good news at last?	18 July 2008
European Inflation Watch : High and rising	17 July 2008
Global economics : Don't look now!, Q3 2008	2 July 2008
A world of two evils	30 June 2008
European Inflation Watch : Heading higher	23 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.

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

Déclarations supplémentaires

- 1 La présente étude est datée du 28 juillet 2009.
- 2 Toutes les données de marché figurant dans la présente étude sont datées du 28 juillet 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

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) 137/08/2006