

Marché immobilier français

Changement de tendance en 2011 ?

3 février 2011

Mathilde Lemoine

Directeur des Etudes Economiques et de la Stratégie Marchés
HSBC France

01 40 70 32 66

mathilde.lemoine@hsbc.fr

avec la participation de Pierre-Emmanuel Ferraton

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

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 prix et les ventes devraient continuer à croître début 2011...**
- ▶ **... mais ils vont buter sur la contrainte de solvabilité des ménages**
- ▶ **La remontée même modeste des taux d'emprunt s'additionne désormais à la hausse des prix**

En 2010, les ventes de logements neufs ont retrouvé leur nombre d'avant crise et les prix sont désormais supérieurs à ceux observés durant le précédent boom immobilier. La chute des taux d'emprunt liée aux perspectives économiques incertaines et aux politiques monétaires ultra-expansionnistes a plus que compensé la hausse des prix qui a suivi la reprise des ventes. La solvabilité des ménages dans le neuf a ainsi progressé de plus de 2% en 2010. Toutefois, la poursuite de la remontée des taux d'emprunt pourrait peser sur les ventes puis sur les prix d'ici fin 2011.

Dans l'ancien, les transactions comme les prix n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'avant crise mais ce processus de rattrapage pourrait néanmoins buter sur la contrainte de solvabilité des ménages. En effet, la solvabilité s'est déjà stabilisée en 2010 dans l'ancien et a reculé à Paris.

Ainsi, si les prix dans l'ancien augmentaient de 1% par trimestre en 2011, la solvabilité des ménages baisserait de 5.5% en moyenne en 2011, ce qui engendrerait un recul des transactions de logements anciens de -7% selon notre modèle de prévision du nombre de ventes de logements anciens en France.

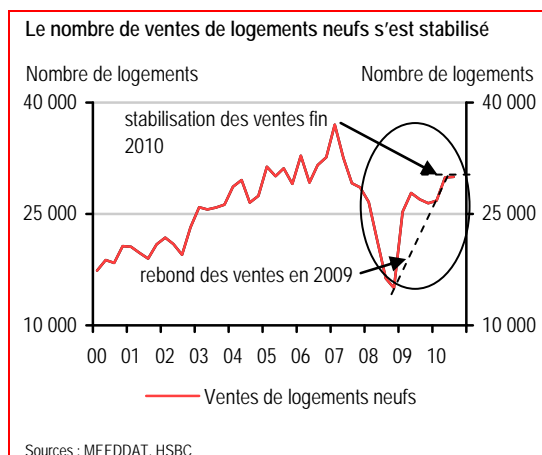
Toutefois, au premier semestre 2011, les prix devraient continuer à croître compte tenu de la progression passée des ventes mais moins fortement à cause de leur essoufflement. Si les soutiens fiscaux vont continuer à doper les ventes de logements au premier semestre 2011, la dégradation de la solvabilité des ménages pourrait engendrer leur stabilisation mi-2011. Le juge de paix de l'évolution du marché immobilier français reste les taux d'intérêt à 10 ans. S'ils remontent durablement d'ici fin 2011, la tendance à la hausse pourrait s'inverser.

Changement de tendance en 2011?

- ▶ Les ventes de logements neufs s'essouffent et les transactions dans l'ancien risquent de buter sur la contrainte de solvabilité
- ▶ La remontée même modeste des taux d'emprunt et la poursuite de la hausse des prix pourraient limiter la progression des ventes
- ▶ Selon notre modèle, une hausse des prix de 1% par trimestre engendrerait un recul des transactions de -7% en 2011

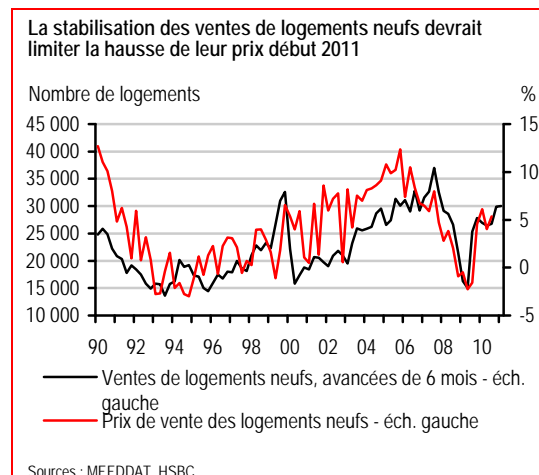
Les ventes de logements neufs ont atteint un palier...

Depuis le point bas du troisième trimestre 2008, les ventes de logements neufs ont doublé pour atteindre 29 989 au troisième trimestre 2010 et revenir à leur niveau d'avant crise. Toutefois, leur nombre est quasi stable depuis le deuxième trimestre 2010 alors qu'elles augmentaient encore de 6% au premier semestre 2010.



... ce qui devrait limiter la hausse des prix dans le neuf début 2011

Le ralentissement des ventes de logements neufs et le bas niveau des stocks devraient limiter la progression des prix dans le neuf début 2011.



De plus, les taux d'intérêt qui ont soutenu la demande tout au long de l'année 2010 sont légèrement remontés en lien avec la progression des rendements obligataires à 10 ans. Or le recul

de 180 points de base des taux d'emprunt fixes entre décembre 2008 et novembre 2010 et de 240 points des taux d'emprunt variables durant la même période avait largement soutenu la demande de logements.

Principaux taux d'emprunt immobiliers en France (nouveaux prêts, hors assurance et coûts associés)

	Taux fixes		Taux variables	
	Taux d'emprunt	OAT 10 ans	Taux d'emprunt	Euribor 3 mois
Déc-08	5.19%	3.54%	5.38%	3.29%
Juin-09	4.27%	3.90%	3.85%	1.23%
Déc-09	3.91%	3.48%	3.33%	0.71%
Juin-10	3.65%	3.07%	3.15%	0.73%
Nov-10	3.43%	3.00%	2.99%	1.04%
Déc-10	3.5%	3.33%	3.1%	1.02%
Juin-11	4.2%	4.2%	3.6%	1.2%
Moyenne 2009	4.4%	3.6%	3.9%	1.2%
Moyenne 2010	3.6%	3.1%	3.2%	0.8%

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

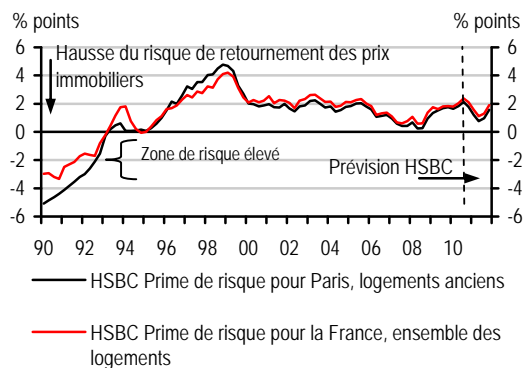
Et cette remontée des rendements obligataires français à 10 ans va limiter la progression de la prime de risque associée à un investissement résidentiel¹ en France. En effet, au quatrième trimestre 2010, le rendement des OAT à 10 ans est remonté à 3% en moyenne. En outre, nous anticipons une poursuite de leur augmentation, jusqu'à 4.2% à la fin du deuxième trimestre 2011 à cause de la persistance des tensions sur les marchés obligataires européens.

Ainsi, même si les prix de vente se stabilisaient, et malgré une accélération des loyers à +0.6% par trimestre en moyenne en 2011, la prime de risque associée à un investissement locatif diminuerait de 2.1% au quatrième trimestre 2010 à 1.1% à la fin du deuxième trimestre 2011. Les investisseurs seraient alors moins incités à se tourner vers le marché immobilier. Selon nos calculs, il faut que la prime de risque soit supérieure à 1.8% pour que les ventes de logements neufs augmentent. Si la prime de risque était de 1.5% en moyenne en

¹ 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.

2011, le nombre de logements achetés pour réaliser un investissement locatif diminuerait de -2% par trimestre en moyenne en 2011, soit -2% en 2011.

La prime de risque baisserait en 2011 en raison de la remontée du rendement des OAT



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

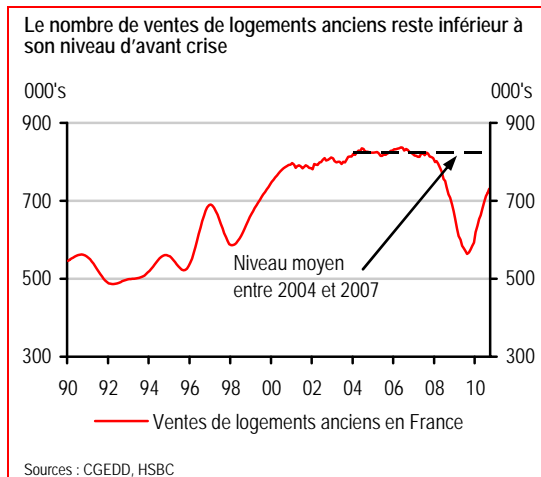
Enfin, la solvabilité² des ménages dans le neuf a continué de s'améliorer tout au long de l'année 2010 malgré la hausse de près de 4% en moyenne en 2010 des prix des logements. Fin 2010, elle était encore 2.4 % supérieure à celle observée fin 2009. Cela signifie que les ménages pouvaient acheter un peu plus de 2 m² supplémentaires si leur projet initial consistait en un achat de 100 m². Mais dès le début de l'année 2011, leur solvabilité devrait cesser de s'améliorer à cause de l'effet conjugué de la remontée des taux d'emprunt et de la poursuite de la hausse des prix.

En conséquence, les ventes de logements neufs devraient continuer à augmenter mais moins fortement qu'en 2010. La progression des prix dans le neuf pourrait donc être inférieure de moitié à celle de 2010 selon nos hypothèses.

² 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 de vente des logements.

Dans l'ancien, le rattrapage va se poursuivre ...

Au troisième trimestre, le nombre de ventes de logements anciens cumulé sur un an a augmenté de 6% après avoir crû de 14.3% au premier semestre 2010 sur un an. Néanmoins, les transactions dans l'ancien restent -11% inférieures à leur nombre d'avant crise. Entre 2004 et 2007, 820 500 logements étaient vendus chaque année contre 731 000 au mois de septembre 2010 en cumul sur un an.

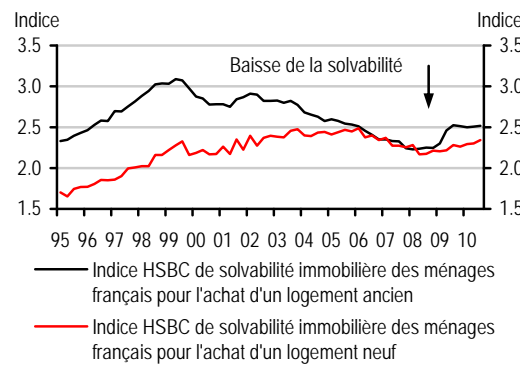


Compte tenu du niveau élevé de la solvabilité, les transactions devraient encore croître début 2011. Ainsi, les prix continueraient d'augmenter vigoureusement début 2011 avant de se stabiliser.

... mais les ménages vont buter sur la contrainte de solvabilité

Nous avons largement montré, lors de nos précédentes études, l'impact de la faiblesse des taux d'emprunt et des mesures de solvabilisation de la demande sur les ventes de logements anciens. Grâce à des niveaux historiquement faibles de taux d'emprunt, la solvabilité des ménages a progressé de 10% entre fin 2008 et fin 2009, ce qui a soutenu les transactions qui ont redémarré dès la fin 2009.

La solvabilité des ménages est remontée en 2009 puis s'est stabilisée en 2010



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

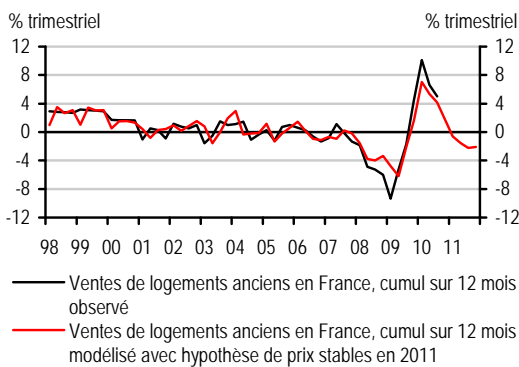
Toutefois, le mouvement s'est déjà inversé puisque, depuis le début de l'année 2010, la solvabilité des ménages dans l'ancien s'est stabilisée. Le recul des taux d'emprunt a été plus que compensé par la hausse des prix, les effets des autres déterminants de l'évolution de la solvabilité comme l'augmentation du revenu disponible brut et la réduction de la durée des emprunts s'étant quasiment annulés.

Les évolutions ont été différentes selon les régions. En province, hors Paris et Ile-de-France, la solvabilité des ménages dans l'ancien a progressé de 1% en 2010 car la baisse des taux d'emprunt n'a pas été totalement compensée par l'augmentation des prix de 7.8% entre le deuxième trimestre 2009 et le troisième trimestre 2010. Mais à Paris, compte tenu de la forte hausse des prix de 14% depuis le troisième trimestre 2009, la solvabilité des ménages a reculé de 4.5% en 2010.

Ainsi, la solvabilité des ménages devrait continuer à reculer à Paris mais aussi dans le reste de la France en raison de la remontée des taux d'emprunt. Si les prix augmentaient de 1% chaque trimestre dans l'ancien et que le rendement des OAT à 10 ans progressait jusqu'à 4.2% mi-2011 avant de reculer à 3.2% fin 2011, la solvabilité des ménages dans l'ancien reculerait de -5.5% en 2011. En revanche, si les prix se stabilisaient à

leur niveau de fin 2010, leur solvabilité baisserait de 3% en moyenne en 2011, ce qui engendrerait un recul des transactions de logements anciens de -6% en 2011 par rapport à 2010 selon notre modèle de prévision du nombre de ventes de logements anciens en France.

La baisse de la solvabilité des ménages en 2011 entrainera un nouveau recul des ventes de logements anciens



Sources : CGEDD, modélisation HSBC

Modélisation de la variation trimestrielle du nombre de ventes de logements anciens cumulé sur 12 mois (milliers de logements)

Période d'estimation : 93-10	Coef.	Std. error	t-stat	Prob.
Constante	-90.9	24.62	-3.69	0.00
Solvabilité des ménages, retardée d'1 trimestre	34.9	9.21	3.79	0.00
Terme autorégressif d'ordre 1	0.78	0.08	10.41	0.00
Terme de correction d'erreur d'ordre 4	-0.90	0.04	-21.49	0.00
R ² ajusté	77%			
Erreur quadratique moyenne de la régression (milliers de logements)	10.17			

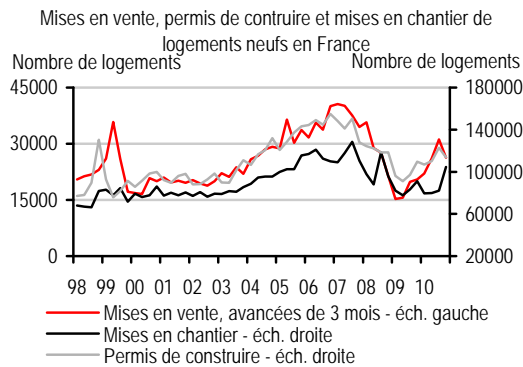
Source: modélisation réalisée par les auteurs

Si la réforme du prêt à taux zéro³ est de nature à améliorer la solvabilité des ménages achetant un logement peu énergivore ou situé dans une zone à forte densité, ses effets seront limités par l'inélasticité de l'offre.

Au troisième trimestre 2010, le stock de logements neufs était de 62 452 unités, soit le plus bas niveau depuis le deuxième trimestre 2006. Et le délai d'écoulement des stocks de logements neufs invendus était de 6 mois de vente contre

22 mois au quatrième trimestre 2008. Pour autant, les mises en chantier n'ont redémarré qu'au quatrième trimestre 2010 après avoir reculé de -3% par trimestre en moyenne entre le premier et le troisième trimestre 2010 comme prévu⁴.

Les mises en chantier sont enfin reparties à la hausse fin 2010 mais les permis de construire ont rechuté



Sources : MEEDDAT, HSBC

Et ce mouvement pourrait s'essouffler car les permis de construire ont reculé, -7.5% au quatrième trimestre 2010 par rapport au trimestre précédent. De plus, selon notre modèle de demande potentielle de construction de logements⁵, le niveau élevé des mises en chantier au quatrième trimestre 2010 serait dû en partie à un effet de rattrapage. En effet, les mises en chantier de logements neufs ont été inférieures à leur niveau d'équilibre pendant les trois premiers trimestres 2010 avant de bondir au quatrième trimestre 2010. En 2011, selon notre modèle, les mises en chantier d'équilibre se stabiliseraient en raison du ralentissement du nombre de ventes de logements neufs en 2010. Au total, si le rattrapage des mises en chantier se prolongeait jusqu'au premier trimestre 2011 et que celles-ci retrouvaient ensuite leur niveau d'équilibre, alors sur l'ensemble de l'année 2011, le nombre de logements mis en chantier serait en hausse de

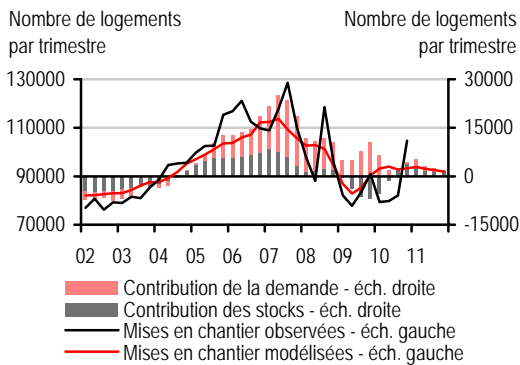
³ Pour plus de détail, cf. les annexes 3 et 4 sur la réforme des mesures d'aide au marché immobilier de notre publication « Marché immobilier français : La consolidation ? », octobre 2010.

⁴ Pour plus de détail, cf. notre publication « Marché immobilier français : La consolidation ? », octobre 2010

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

+9% par rapport à l'année 2010 et atteindrait 377 000 logements après 346 000 en 2010.

Après avoir rattrapé leur retard fin 2010 et début 2011, les mises en chantier se stabiliseraient en 2011



Sources : INSEE, HSBC

Conclusion

Les modifications incessantes des soutiens fiscaux et budgétaires à l'achat résidentiel engendrent une forte instabilité du marché immobilier français. Par ailleurs, la baisse des taux d'emprunt et les mesures fiscales telles que le « Scellier » ont stoppé la chute des ventes de logements neufs comme anciens en 2009 et repoussé l'ajustement des prix. En conséquence, la solvabilité des ménages va à nouveau reculer en 2011 compte tenu de la remontée des taux obligataires à 10 ans que nous anticipons d'ici l'été et de la poursuite de la hausse des prix. Il en résulterait une baisse des ventes de logements neufs puis anciens. D'ailleurs, selon les promoteurs immobiliers interrogés par l'INSEE, la demande de logements neufs à acheter se serait déjà légèrement contractée début 2011. En effet, le solde d'opinion sur la demande de logements neufs à acheter a reculé à -11 en janvier 2011 après -9 en octobre 2010. Un tel mouvement, s'il se confirmait, signifierait un changement de tendance et pèserait sur le redémarrage des mises en chantier.

Annexe

Les statistiques clés du marché immobilier français :

France – Ventes de logements neufs

	Niveau	% gt	% ga
2007	127 246	-	+0.8%
2008	79 400	-	-37.6%
2009	106 503	-	+34.1%
09 T3	26 965	-3.0%	+65.5%
09 T4	26 433	-2.0%	+76.1%
10 T1	26 769	+1.3%	+5.8%
10 T2	29 918	+11.8%	+7.6%
10 T3	29 989	+0.2%	+11.2%

Sources : MEEEDDAT, HSBC

France – Mises en vente de logements neufs

	Niveau	% gt	% ga
2007	147 823	-	-1.4%
2008	93 105	-	-37.0%
2009	77 861	-	-16.4%
09 T3	20 458	+3.5%	-4.3%
09 T4	22 044	+7.8%	+44.3%
10 T1	26 099	+18.4%	+67.5%
10 T2	31 131	+19.3%	+57.4%
10 T3	26 290	-15.6%	+28.5%

Sources : MEEEDDAT, HSBC

France – Stocks de logements neufs invendus

	Niveau en fin de période	Variation trimestrielle	Variation sur un an
2007	102 486	-	+23 529
2008	110 923	-	+8 437
2009	69 360	-	-41 563
10 T1	67 173	-2 187	-30 033
10 T2	66 978	-195	-18 078
10 T3	62 452	-4 526	-13 045

Sources : MEEEDDAT, HSBC

France – Mises en chantier et permis de construire

	Mises en chantier			Permis de construire		
	Niveau	% gt	% ga	Niveau	% gt	% ga
2007	465 681	-	+1.2%	567 707	-	-4.2%
2008	400 191	-	-14.1%	483 379	-	-14.9%
2009	334 430	-	-16.4%	393 997	-	-18.5%
2010	346 018	-	+3.5%	453 542	-	+15.1%
09 T3	83 457	+7.2%	-29.6%	97 283	+7.0%	-17.7%
09 T4	91 028	+9.1%	-4.9%	109 638	+12.7%	-7.4%
10 T1	79 418	-12.8%	-3.3%	106 821	-2.6%	+11.1%
10 T2	79 801	+0.5%	+2.5%	110 233	+3.2%	+21.3%
10 T3	82 112	+2.9%	-1.6%	122 882	+11.5%	+26.3%
10 T4	104 687	+27.5%	+15.0%	113 606	-7.5%	+3.6%

Sources : MEEEDDAT, HSBC

France – Transactions dans l'ancien

	Niveau	% ga
2007	810 000	-1.2%
2008	673 000	-16.9%
2009	592 000	-12.0%
Août 2009 (cumul sur un an)	564 000	-23.3%
Septembre 2010 (cumul sur un an)	731 000	+28.7%

Sources : CGEDD, HSBC

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

	Encours de crédits		Nouveaux prêts	
	Niv, mds €	% ga	Niv, mds €	% ga
Déc. 07	652.9	+13.0%	146.2	-5.5%
Déc. 08	710.0	+8.6%	108.1	-26.0%
Déc. 09	737.6	+3.9%	89.0	-17.7%
Juin 10	759.1	+5.8%	117.4	+37.5%
Nov. 10	783.7	+7.2%	145.8	+73.2%

Sources : Banque de France, HSBC

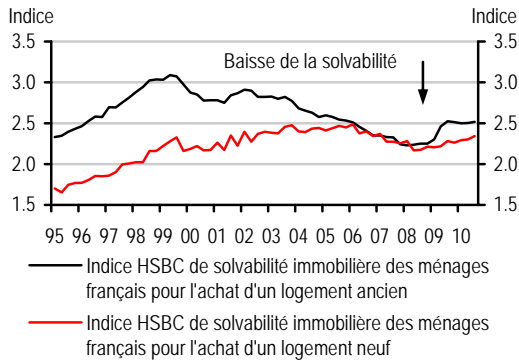
France – Prix de vente des logements neufs et anciens

	Logements anciens, INSEE		Logements anciens, FNAIM		Logements neufs	
	% gt	% ga	% gt	% ga	% gt	% ga
2007	-	6.6	-	3.7	-	+6.3
2008	-	1.3	-	-3.1	-	+1.9
2009	-	-7.1	-	-4.9	-	+0.1
2010	-	-	-	+1.5	-	-
09 T3	+0.2	-7.9	-1.0	-4.8	-0.1	-1.6
09 T4	+1.4	-4.4	+0.4	+2.2	+1.8	+4.6
10 T1	+2.6	+1.6	-0.6	+2.6	+0.7	+6.1
10 T2	+2.0	+6.4	+1.1	-0.1	+1.6	+4.0
10 T3	+2.4	+8.6	+0.8	+1.7	+1.2	+5.3
10 T4	-	-	+0.6	+2.0	-	-

Sources : FNAIM, INSEE-Notaires de France, MEEEDDAT, HSBC

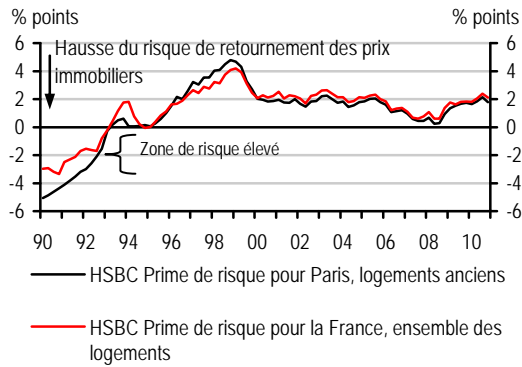
Les principales tendances du marché immobilier français :

En 2010, la baisse des taux d'intérêt a soutenu la solvabilité des ménages malgré le rebond des prix...



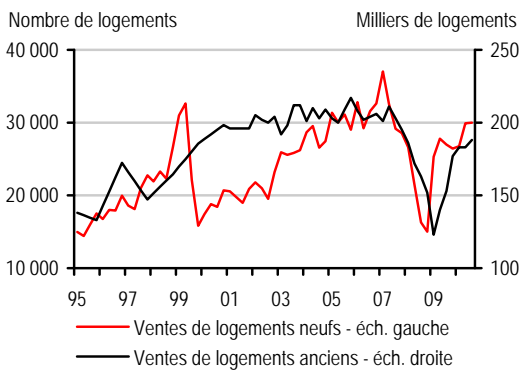
Sources : INSEE, MEEDDAT, Friggil, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

... et a accru la prime de risque d'un investissement résidentiel



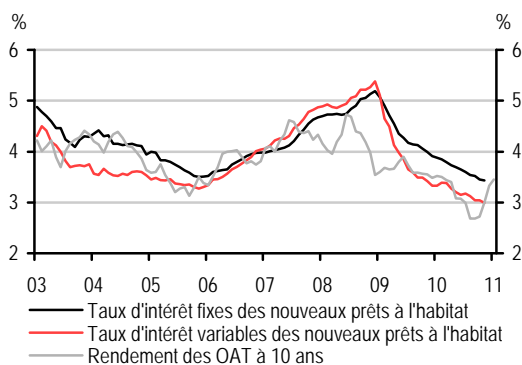
Sources : INSEE, FNAIM, Friggil, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

Mais les ventes de logements anciens et neufs se stabilisent...



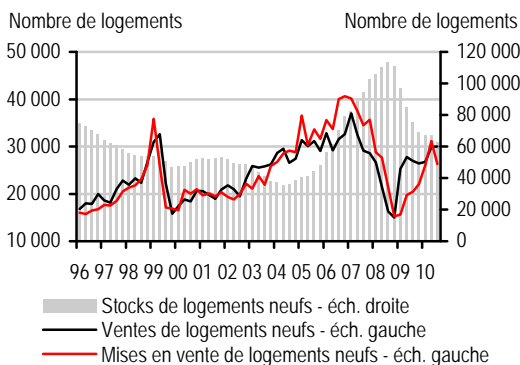
Sources : MEEDDAT, CGEDD, HSBC

... et la remontée du rendement des OAT à 10 ans va se poursuivre, tirant les taux d'emprunt immobiliers à la hausse en 2011



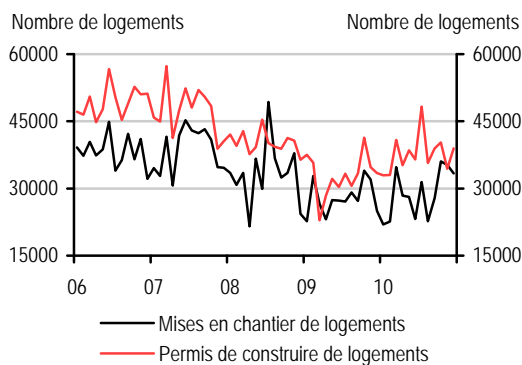
Sources : Banque de France, HSBC

Les mises en vente de logements neufs ont déjà à nouveau reculé ...



Sources : MEEDDAT, HSBC

... ce qui stabiliserait les mises en chantier en 2011, comme ce qui a été observé pour les permis de construire fin 2010



Sources : Banque de France, HSBC

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.

Avis important

Le présent document a été rédigé et est diffusé par le Service Recherche d'HSBC. Il n'est destiné qu'aux clients de HSBC et n'est pas publié à l'attention d'autres personnes, que ce soit la presse ou autres.

Ce document n'a qu'un but d'information et ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une proposition d'achat des valeurs mobilières ou autres produits d'investissement qui y sont mentionnés et/ou une proposition de participation à une quelconque opération financière. Les conseils du présent document sont de nature générale et ne doivent pas être interprétés comme des conseils personnels car ils ont été rédigés sans prendre en compte les objectifs, la situation financière ou les besoins d'un investisseur particulier. En conséquence, tout investisseur doit, avant d'agir sur le fondement des conseils donnés dans le présent document, considérer le caractère approprié de ces conseils en fonction de ses objectifs, de sa situation financière et de ses besoins. Si nécessaire, il doit solliciter le conseil d'un professionnel en matière d'investissement et de fiscalité.

La vente de certains produits d'investissement mentionnés dans le présent document n'est peut-être pas autorisée dans certains Etats ou pays et ils ne sont peut-être pas adaptés à tous types d'investisseurs. Les investisseurs doivent donc se rapprocher de leur représentant HSBC quant à l'adéquation des produits d'investissement mentionnés dans le document et doivent prendre en compte leurs objectifs spécifiques d'investissement, leur situation financière ou leur besoins particuliers, avant de s'engager à acquérir des produits d'investissement.

La valeur et les revenus des produits d'investissement mentionnés dans le présent document peuvent fluctuer. En conséquence, un investisseur peut perdre de l'argent sur la somme qu'il avait investi à l'origine. Certains instruments à forte volatilité peuvent être l'objet de baisses de valeur soudaines et importantes qui peuvent atteindre ou dépasser le montant investi. La valeur et les revenus des produits d'investissement peuvent être affectés par les taux de change, les taux d'intérêt ou autres facteurs. Les performances passées d'un produit d'investissement ne préjugent pas de ses performances futures.

Les analystes, les économistes et les stratégestes sont en partie rémunérés en fonction de la rentabilité de HSBC qui inclut les revenus de la 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 3 février.
- 2 Toutes les données de marché figurant dans la présente étude sont datées du 3 février, 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 31 janvier 2010

'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; 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 Múltiple, HSBC Bank Australia Limited, HSBC Bank Argentina S.A., HSBC Saudi Arabia Limited, The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, New Zealand Branch.

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 exclusivement 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 est destiné à informer ses Clients (tels que définis par les Règles du FSA) et ceux de ses sociétés affiliées. Il n'est pas destiné à la Clientèle de Détail au Royaume-Uni. Si cette étude est reçue par un client d'une société affiliée de HSBC, sa prestation au bénéficiaire est soumise aux conditions entre le bénéficiaire et cette filiale. Les protections conférées par la réglementation britannique ne peuvent bénéficier qu'aux personnes traitant avec un représentant de HSBC Bank plc au Royaume-Uni. 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 (Chapitre 289) 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. Elle ne peut pas être distribuée en totalité ou en partie quel que soit l'objet. La Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, succursale de Singapour est régulée par la Monetary Authority of Singapore. Les destinataires à Singapour devront prendre contact avec un représentant de la succursale de Singapour de « Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited », quelle que soit la question ou en lien avec le rapport. 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 HSBC Honduras S.A. est régulé par la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Banco HSBC Salvadoreño S.A. est régulé par la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). HSBC Colombia S.A. est régulé par la Superintendencia Financiera de Colombia. Banco HSBC 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 est distribuée par The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737). Ce document est destiné à informer ses clients institutionnels et professionnels (tels que définis par la loi australienne sur les sociétés de 2001). Quand elle est diffusée aux clients particuliers, cette étude est distribuée par HSBC Bank Australia Limited (AFSL No. 232595). Ces entités respectives n'affirment 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. En Nouvelle-Zélande, cette publication est distribuée par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Succursale de Nouvelle-Zélande. Au Japon, la présente publication est distribuée par HSBC Securities (Japan) Ltd. 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. En Corée, cette publication est distribuée soit par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Succursale Titres de Séoul ("HBAP SLS") soit par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Succursale de Séoul ("HBAP SEL") pour l'information générale des investisseurs professionnels spécifiés à l'Article 9 du Financial Investment Services and Capital Markets Act ("FSCMA"). Cette publication n'est pas un prospectus au sens défini par le FSCMA. Elle ne peut pas être redistribuée en tout ou partie à quelque fin que ce soit. HBAP SLS et HBAP SEL sont toutes deux régulées par la Financial Services Commission et le Financial Supervisory Service of Korea. HSBC France est agréée par l'Autorité du Contrôle Prudentiel et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers et l'Autorité de Contrôle Prudentiel.

© Copyright. HSBC France 2011, tous droits réservés. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite, stockée ou transmise sous quelle que forme ou par quel que moyen que ce soit, électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou tout autre moyen, sans l'autorisation écrite préalable de HSBC France. MICA (P) 142/06/2010 et MICA (P) 193/04/2010

Équipe Stratégie et Économie - international

Économie Internationale

Stephen King
Global Head of Economics
 +44 20 7991 6700 stephen.king@hsbcib.com

Karen Ward
Senior Global Economist
 +44 20 7991 3692 karen.ward@hsbcib.com

Madhur Jha
 +44 20 7991 6755 madhur.jha@hsbcib.com

Europe

Janet Henry
Chief European Economist
 +44 20 7991 6711 janet.henry@hsbcib.com

Astrid Schilo
 +44 20 7991 6708 astrid.schilo@hsbcib.com

Allemagne
Lothar Hessler
 +49 21 1910 2906 lothar.hessler@hsbctrinkaus.de

France
Mathilde Lemoine
 +33 1 4070 3266 mathilde.lemoine@hsbc.fr

Royaume-Uni
Stuart Green
 +44 20 7991 6718 stuart1.green@hsbcib.com

Andrew Grantham
 +44 20 7991 2170 andrew.grantham@hsbcib.com

Amérique du Nord

Kevin Logan
 +1 212 525 3195 kevin.r.logan@us.hsbc.com

Ryan Wang
 +1 212 525 3181 ryan.wang@us.hsbc.com

Stewart Hall
 +1 416 868 7523 stewart_hall@hsbc.ca

Asie Pacifique

Qu Hongbin
Managing Director, Co-head Asian Economics Research and Chief Economist Greater China
 +852 2822 2025 hongbinqu@hsbc.com.hk

Frederic Neumann
Managing Director, Co-head Asian Economics Research
 +852 2822 4556 fredericneumann@hsbc.com.hk

Leif Eskesen
Chief Economist, India & ASEAN
 +65 6239 0840 leifeskesen@hsbc.com.sg

Paul Bloxham
Chief Economist, Australia and New Zealand
 +61 2925 52635 paulbloxham@hsbc.com.au

Song Yi Kim
 +852 2822 4870 songyikim@hsbc.com.hk

Donna Kwok
 +852 2996 6621 donnahkwok@hsbc.com.hk

Sherman Chan
 +852 2996 6975 shermanwkchan@hsbc.com.hk

Wellian Wiranto
 +65 6230 2879 wellianwiranto@hsbc.com.sg

Seiji Shiraishi
 +81 3 5203 3802 seiji.shiraishi@hsbc.co.jp

Yukiko Tani
 +81 3 5203 3827 yukiko.tani@hsbc.co.jp

Sun Junwei
Associate

Sophia Ma
Associate

EMEA (Europe, Moyen-Orient et Afrique)

Alexander Morozov
 +7 495 783 8855 alexander.morozov@hsbc.com

Murat Ulgen
 +90 212 376 4619 muratulgen@hsbc.com.tr

Simon Williams
 +971 4 507 7614 simon.williams@hsbc.com

Liz Martins
 +971 4 423 6928 liz.martins@hsbc.com

Amerique Latine

Argentine
Javier Finkman
Chief Economist, South America ex-Brazil
 +54 11 4344 8144 javier.finkman@hsbc.com.ar

Ramiro D Blazquez
Senior Economist
 +54 11 4348 5759 ramiro.blazquez@hsbc.com.ar

Jorge Morgenstern
Economist
 +54 11 4130 9229 jorge.morgenstern@hsbc.com.ar

Brésil
Andre Loes
Chief Economist
 +55 11 3371 8184 andre.a.loes@hsbc.com.br

Constantin Jancso
Senior Economist
 +55 11 3371 8183 constantin.c.jancso@hsbc.com.br

Marcos Fernandes
 +55 11 6847 9787 marcos.r.fernandes@hsbc.com.br

Mexique
Sergio Martin
Chief Economist
 +52 55 5721 2164 sergio.martinm@hsbc.com.mx

Amerique Centrale
Lorena Dominguez
Economist
 +52 55 5721 2172 lorena.dominguez@hsbc.com.mx

Strategie de change - international

David Bloom
Global Head of Currency
 +44 20 7991 5969 david.bloom@hsbcib.com