

Marché immobilier français

2010: des déséquilibres persistants

5 février 2010

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 correction a été réelle mais stoppée par les aides fiscales et budgétaires**
- ▶ **Paradoxalement, cette stabilisation du marché immobilier va peser ...**
- ▶ **... sur la demande de logements qui reste fragile**

L'ajustement du marché immobilier a été réel puisque les prix comme les ventes de logements dans l'ancien ont reculé plus brutalement que lors des précédentes crises immobilières. Mais les incitations fiscales et les subventions publiques ont soutenu les ventes de logements en particulier dans le neuf.

Parallèlement, le repli des taux d'emprunt et la fin du processus de resserrement des conditions de crédit ont amélioré significativement la capacité d'achat des ménages.

Toutefois, la demande reste fragile car les prix sont repartis à la hausse alors même qu'ils restent surévalués comme le montre notre ratio prix / loyers. De plus, les incitations fiscales comme les soutiens budgétaires vont être moins importants en 2010. Le verdissement de la déduction fiscale pour intérêt d'emprunt comme la fin des dispositifs « Robien et Borloo » mais aussi l'arrêt du doublement du prêt à taux zéro pour le neuf fin juin 2010 vont peser sur la solvabilité des ménages. La demande de logements dans le neuf comme dans l'ancien va donc se stabiliser à son niveau de fin 2009. Les prix ne devraient donc pas croître dans le neuf en 2010 et reculer de 4% en moyenne dans l'ancien selon notre modèle d'estimation des prix immobiliers.

Marché immobilier français: 2010, des déséquilibres persistants

- ▶ Les ventes de logements et les prix ont reculé comme prévu fin 2008 et début 2009 ...
- ▶ ... mais les incitations fiscales et les subventions publiques ont stoppé l'ajustement puis poussé les prix à la hausse
- ▶ Paradoxalement, cette stabilisation du marché va peser sur la demande de logements encore fragile et donc sur les prix en 2010

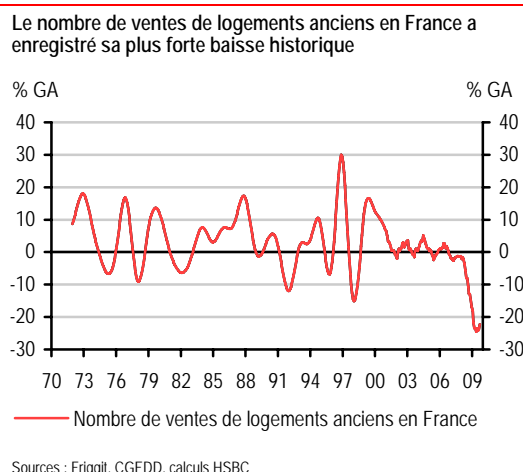
L'ajustement du marché immobilier a été réel...

Comme nous l'avions anticipé au regard d'analyses économétriques et statistiques¹, le marché immobilier français s'est retourné fin 2008 et début 2009.

Au premier semestre 2009, les transactions dans l'ancien ont diminué de -22% sur un an, soit la plus forte baisse enregistrée depuis 1970.

Au total, les prix dans l'ancien devraient avoir reculé de -7% en moyenne en 2009, soit leur recul le plus important depuis le milieu du XX^{ème} siècle². Il n'était donc pas nécessaire de parier sur

des -20/-30% de baisse pour signifier l'ampleur de l'ajustement.



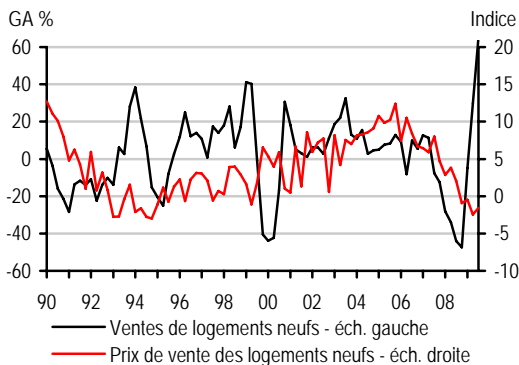
¹ Cf nos précédentes publications

² Selon Friggit, depuis 1937, la baisse la plus importante des prix de vente des logements anciens en France avait eu lieu en 1939. Elle était alors de -3.8% par rapport à l'année précédente. Lors du précédent retournement du marché immobilier amorcé en 1991, le recul des prix le plus important avait eu lieu en 1992 et était alors de -2.4% par rapport à l'année précédente. Et en 1995, année où les prix de vente des logements anciens étaient les plus bas, ceux-ci n'étaient inférieurs que de -4.8% par rapport à l'année 1991.

Dans le neuf, les ventes de logements ont reculé de -60% entre le premier trimestre 2007 et le quatrième trimestre 2008. Et les prix ont diminué jusqu'à -2.5% sur un an au deuxième trimestre 2009. La baisse a été moins forte dans le neuf au

regard des évolutions passées et notamment de celles du quatrième trimestre 1994, date à laquelle ils se repliaient de -3% sur un an.

L'ajustement sur le marché du logement neuf a été moins marqué que dans l'ancien au regard des cycles précédents



Source : MEEDDAT, HSBC

Les mises en chantier ont au total diminué de -17% en 2009 par rapport à 2008 pour atteindre 333 247. Elles ont été ainsi 40% inférieures à celles observées en 2007.

...mais les soutiens publics et la baisse des taux d'emprunt l'ont stoppé

Dès le début 2009, des soutiens fiscaux et budgétaires ont été mis en place pour acheter des logements neufs et solvabiliser la demande³. Outre le doublement des prêts à taux zéro, le dispositif « Scellier »⁴ a incité les investisseurs à revenir sur le marché immobilier. En effet, en augmentant la rentabilité d'un investissement locatif de 3% selon nos calculs, ce dispositif a dynamisé les ventes de logements neufs. Selon la Fédération des Promoteurs Constructeurs (FPC), les ventes bénéficiant du « Scellier » ont

³ Pour plus de détails sur les dispositifs fiscaux de soutien au marché immobilier, cf. l'annexe de notre publication « Marché immobilier français : Demande de logements encore fragile », juillet 2009.

⁴ Le dispositif « Scellier » a complété le « Robien recentré » et le « Borloo populaire » en 2009 et le remplace depuis le 1er janvier 2010. A la différence des deux dispositifs précédents, le dispositif « Scellier » consiste en une réduction d'impôt au lieu d'un amortissement créant un déficit fiscal et réduisant le revenu imposable. Pour plus de détails, cf. notre publication « Marché immobilier français : La crise s'installe », février 2009.

représenté 60% des ventes de logements neufs durant les trois premiers trimestres 2009. Les ventes de logements neufs aux investisseurs privés ont ainsi augmenté de 52% au premier semestre 2009 par rapport au premier semestre 2008, quand l'ensemble des ventes de logements neufs a crû de +11% seulement.

Parallèlement, les taux d'emprunt immobilier ont reculé de 130 points de base pour les fixes et de 200 points de base pour les variables entre décembre 2008 et novembre 2009.

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%
Janv-08	4.70%	4.15%	4.89%	4.48%
Déc-08	5.19%	3.54%	5.38%	3.29%
Juin-09	4.27%	3.90%	3.85%	1.23%
Sept-09	4.13%	3.59%	3.49%	0.77%
Nov-09	3.99%	3.55%	3.33%	0.72%
Déc-09	3.91%	3.46%	3.33%	0.71%
Déc-10	4%	3.4%	3.6%	1.8%
Moyenne 08	4.9%	4.2%	5.1%	4.6%
Moyenne 09	4.4%	3.6%	3.9%	1.2%
Moyenne 10	3.9%	3.4%	3.3%	1.2%

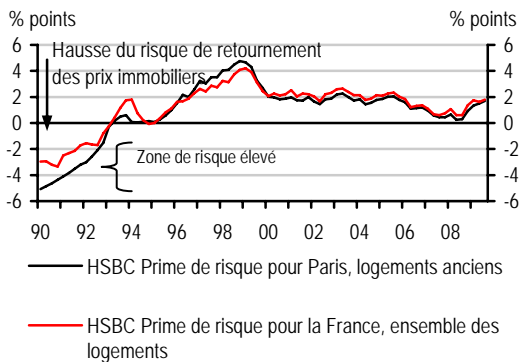
Sources : Banque de France, Thomson Financial Datastream, prévisions HSBC
En gras et italique : prévision HSBC France

Il a résulté des mesures fiscales, de la baisse des prix observée jusqu'à mi-2009 et des taux d'emprunt une amélioration de la prime de risque et de la solvabilité des ménages qui a soutenu la demande de logements.

En effet, la prime de risque associée à un investissement résidentiel⁵ en France est remontée significativement début 2009 pour atteindre 1.8% fin 2009, son plus haut niveau depuis 2006 après avoir été de 0.6% seulement au deuxième trimestre 2008. A Paris, elle était de 1.7% fin 2009 après un point bas de 0.2% au deuxième trimestre 2008.

⁵ 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.

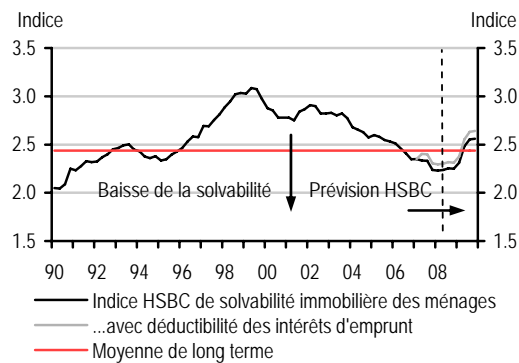
La baisse des prix immobiliers et du rendement des OAT à 10 ans ont permis une remontée de la prime de risque en 2009



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

Quant à notre indice de solvabilité des ménages⁶, il a progressé de 10% depuis le deuxième trimestre 2008, date à partir de laquelle il a recommencé à croître. Il avait reculé de -20% entre le troisième trimestre 2003 et le deuxième trimestre 2008.

La solvabilité des ménages s'est améliorée fortement au premier semestre 2009



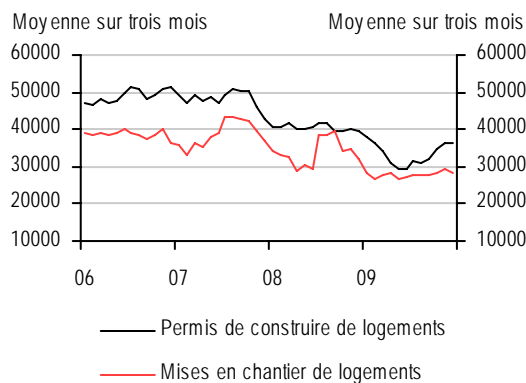
Sources : INSEE, Friggil, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

En conséquence, la demande de logements neufs est repartie à la hausse dès le premier trimestre 2009. Au troisième trimestre 2009, 26 917 ventes ont été dénombrées contre 15 655 en moyenne aux deuxième et au troisième trimestres 2008. Les prix ont suivi et ont augmenté depuis le deuxième

trimestre 2009 en glissement trimestriel. Au troisième trimestre 2009, ils restaient toutefois inférieurs de -1.6% à leur niveau du troisième trimestre 2008.

Les permis de construire ont à nouveau progressé au quatrième trimestre. Une hausse de 14% a été observée après 8.4% au troisième trimestre. Ce rebond a fait suite à une chute de -19% au premier semestre 2009 par rapport au semestre précédent. Les mises en chantier ont, quant à elle, cru de 3% au troisième et au quatrième trimestre malgré les intempéries qui ont entraîné un recul de -22% au mois de décembre.

Les permis de construire et les mises en chantier ont progressé en fin d'année



Sources : MEEDDM, HSBC

Les transactions dans l'ancien ont mis plus de temps à réagir et continuent de diminuer même si elles devraient s'être stabilisées au dernier trimestre 2009. Le CGEDD en a dénombré 577 000 en septembre 2009, soit 22% de moins qu'il y a un an et 32% de moins que durant la période 2004-2007. Toutefois, les prix ont recommencé à croître depuis le troisième trimestre 2009 pour la première fois depuis 1 an. Ils ont augmenté de 0.3% après avoir reculé de -2.7% au deuxième trimestre et de -3.8% au premier trimestre tout en restant inférieurs de 8% à ceux observés au troisième trimestre 2008.

Selon la FNAIM, ils auraient encore crû au

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 de vente des logements.

dernier trimestre 2009, de +0.4% par rapport au trimestre précédent.

La stabilisation a donc bien eu lieu. Mais si le redémarrage est incontestable, la reprise n'est pas encore là. La demande de logements neufs donne déjà des signes de faiblesses puisque les ventes ont reculé de -3.5% au troisième trimestre 2009 par rapport au deuxième trimestre et sont donc encore inférieures de 12% à celles observées de 2004 à 2007.

La demande reste trop fragile...

Si le dispositif « Scellier » a été épargné, les déductions d'impôts pour intérêt d'emprunt immobilier ont été « verdies ». En 2009, le crédit d'impôt au titre des intérêts d'emprunt pour l'achat de ces logements était de 40% la première année, puis de 20% par an les quatre années suivantes. En 2010, il est désormais de 30% la première année, puis de 15% par an les quatre années suivantes⁷. Or nous avons chiffré le gain de solvabilité lié au crédit d'impôt équivalent à une baisse de taux d'intérêt de 34 points de base. Ainsi, le verdissement réduit l'impact de l'avantage fiscal sur la solvabilité de près d'un tiers, ce qui pourrait peser sur les ventes à hauteur de près d'un point de % par trimestre.

L'arrêt des dispositifs fiscaux « Robien » et « Borloo » va aussi peser sur la demande d'investissement résidentiel.

De plus, le doublement du prêt à taux zéro dans le neuf prendra fin le 30 juin 2010.

Selon des travaux de P. Antipa et C. Schalck (Document de travail, Banque de France, 2009), les incitations fiscales à l'achat immobilier ont un

impact important sur l'investissement résidentiel en particulier à court terme. Une baisse de 1% du montant des incitations fiscales engendre un recul de 0.15% de l'investissement résidentiel. De plus, parmi les incitations fiscales, ils ont mis en évidence l'impact particulièrement fort des mesures fiscales réduisant les taux d'emprunt.

Parallèlement, les taux d'emprunt vont cesser de reculer. Les marchés interbancaires se sont normalisés alors que la BCE pourrait augmenter son taux directeur en fin d'année 2010. Et comme nous l'avons précisé dans notre dernière publication, le taux de chômage devrait peser sur les salaires et donc sur la solvabilité des ménages. La seule hausse du taux de chômage que nous anticipons en 2010 implique une baisse moyenne des prix immobiliers de 2%.

Enfin, les hausses des prix observées dans le neuf depuis le deuxième trimestre 2009 vont réduire la solvabilité mais aussi la prime de risque d'un investissement résidentiel dans la mesure où l'augmentation des loyers est très faible. En effet, l'indice de référence des loyers, qui permet d'indexer les loyers pour les locations en cours de bail, a diminué de -0.06% sur un an au quatrième trimestre 2009, après +0.32% sur un an au troisième trimestre 2009.

Nous anticipons en conséquence une stabilité de notre indice de solvabilité des ménages comme de la prime de risque à leur niveau de fin 2009.

... pour anticiper un franc retournement à la hausse du marché immobilier français

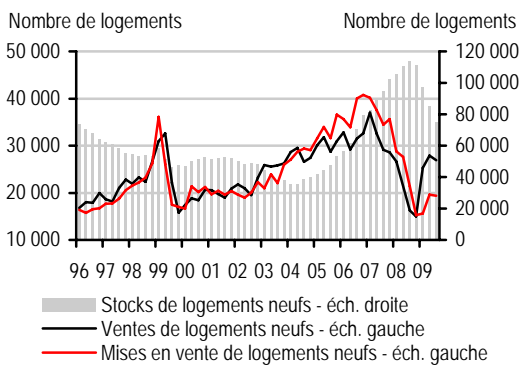
Si la solvabilité des ménages et la prime de risque restent à leur niveau de fin 2009, les ventes de logements anciens comme neufs ne vont pas encore significativement augmenter d'autant que des déséquilibres persistent.

⁷ A partir du 1er janvier 2010, si le logement neuf acheté ne respecte pas la norme « Bâtiment Basse Consommation » (BBC), le crédit d'impôt sera progressivement réduit avant de devenir nul en 2013. Pour plus de détails, cf. notre publication « Marché immobilier français : Amélioration durable ? », novembre 2009.

Dans l'ancien, les transactions sont encore 32% inférieures à ce qu'on observait en moyenne entre 2004 et 2007.

Dans le neuf, si le déstockage est réel, les mises en vente restent au plus bas. Au troisième trimestre 2009, le nombre de mises en vente était 60% inférieur à celui observé de 2004 à 2007.

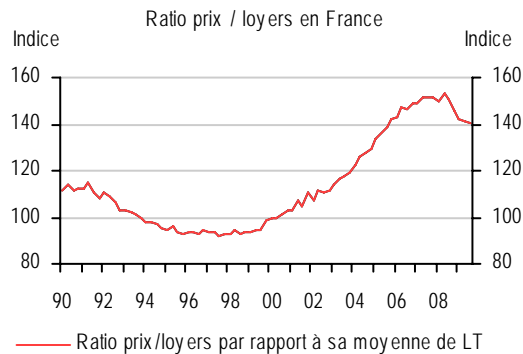
Les ventes et les mises en vente de logements neufs restent modestes malgré leur rebond



Sources : MEEEDDAT, HSBC

Enfin, le ratio des prix de vente dans le neuf comme dans l'ancien aux loyers reste très supérieur à 100, sa moyenne de longue période, ce qui caractérise la persistance d'une surévaluation de prix. En effet, le marché immobilier devrait être à l'équilibre quand le coût annuel anticipé de la propriété d'un logement est égal à celui d'un loyer (OCDE). Il existe bien sûr des coûts de transaction élevés qui limitent la portée de cette définition mais elle donne une indication de la surévaluation des prix immobiliers.

Le ratio prix / loyers est encore très éloigné de sa moyenne de longue période, ce qui est un signe de persistance de la surévaluation des prix



Sources : INSEE, calculs HSBC

Au total, si les interventions publiques ont stoppé la correction et la chute des mises en chantier, la fin de la baisse des prix est intervenue trop vite pour ne pas peser sur la demande de 2010.

Conclusion

Les interventions publiques ont solvabilisé la demande par des incitations fiscales et par un doublement des prêts à taux zéro notamment et ont ainsi stoppé la correction dans le neuf. Elles ont aussi soutenu les mises en chantier qui ont augmenté de 3% au dernier trimestre 2009, malgré les intempéries. Elles devraient d'ailleurs continuer à croître au premier semestre en lien avec la hausse des permis de construire. Toutefois, la demande restera fragile compte tenu du contexte macro-économique et la correction des prix reste insuffisante au regard de la solvabilité des ménages. Les mises en chantier devraient donc se stabiliser au deuxième semestre 2010 pour atteindre 360 000 unités en 2010 ; soit une hausse de 8% par rapport à 2009.

Au total, les prix immobiliers devraient donc se rester à leur niveau de fin 2009 dans le neuf en 2010 mais pourraient à nouveau diminuer dans l'ancien de -4% en moyenne en 2010 après avoir reculé de -7% en 2009 selon notre modèle d'estimation des prix immobiliers.

Annexe

Les statistiques clés du marché immobilier français :

France – Ventes de logements neufs

	Niveau	% gt	% ga
2007	127 265	-	+1.0%
2008	79 400	-	-38.4%
08 T4	15 014	-7.9%	-47.4%
09 T1	25 313	+68.6%	-4.9%
09 T2	27 880	+10.1%	+29.8%
09 T3	26 917	-3.5%	+65.2%

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Mises en vente de logements neufs

	Niveau	% gt	% ga
2007	147 829	-	-0.7%
2008	93 105	-	-37.4%
08 T4	15 281	-28.6%	-57.2%
09 T1	15 585	+2.0%	-45.9%
09 T2	19 640	+26.0%	-28.9%
09 T3	19 334	-1.6%	-9.6%

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Stocks de logements neufs invendus

	Niveau en fin de période	% gt	% ga
2007	102 436	-	+23 479
2008	110 937	-	+8 501
08 T4	110 937	-2 511	+8 501
09 T1	97 234	-13 703	-8 408
09 T2	85 121	-12 113	-25 298
09 T3	74 816	-10 305	-38 632

Sources : MEEDDAT, 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%	483 373	-	-14.9%
2009	333 247	-	-16.7%	397 310	-	-17.8%
09 T1	83 603	-12.6%	-14.6%	102 429	-13.5%	-17.7%
09 T2	80 903	-3.2%	-8.3%	88 828	-13.3%	-27.4%
09 T3	83 182	+2.8%	-29.8%	96 302	+8.4%	-18.6%
09 T4	85 559	+2.9%	-10.6%	109 751	+14.0%	-7.3%

Sources : MEEDDAT, HSBC

France – Transactions dans l'ancien

	Niveau	% ga
2007	810 000	-1.2
2008	673 000	-17
09 mars (cumul 1 an)	609 000	-23.4
09 sep (cumul 1 an)	557 000	-22.2

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. 05	503.6	14.8%	132.4	+32.7%
Déc. 06	578.6	15.0%	154.6	+16.8%
Déc. 07	652.9	13.0%	146.2	-5.5%
Déc. 08	710.0	8.6%	108.1	-26.0%
Nov. 09	729.5	3.9%	84.2	-25.0%

Sources : Banque de France, HSBC

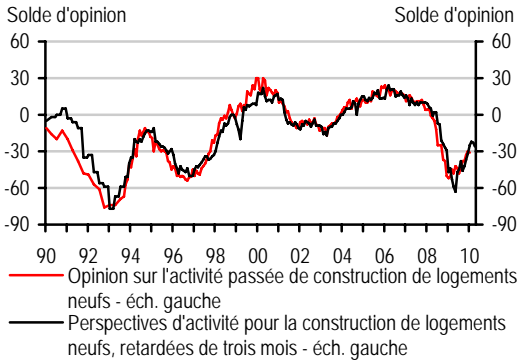
France – Prix de vente des logements neufs et anciens

	__ Logements anciens, INSEE __		__ Logements anciens, FNAIM __		__ Logements neufs __	
	% gt	% ga	% gt	% ga	% gt	% ga
2006	-	12.2	-	7.2	-	8.3
2007	-	6.6	-	3.7	-	6.3
2008	-	1.3	-	-3.1	-	1.9
2009	-	-	-	-4.9	-	-
08 T1	+0.1	+4.3	-1.2	+0.8	-1.2	+2.8
08 T2	-0.0	+3.1	+0.4	-0.5	+5.5	+3.8
08 T3	-1.2	+0.8	-2.9	-2.6	-0.8	+2.0
08 T4	-2.0	-3.0	-6.5	-9.9	-4.2	-0.9
09 T1	-3.8	-6.8	-1.0	-9.8	-0.7	-0.5
09 T2	-2.7	-9.3	+3.9	-6.6	+3.4	-2.5
09 T3	+0.3	-8.0	-1.0	-4.8	+0.1	-1.6
09 T4	-	-	+0.4	+2.2	-	-

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

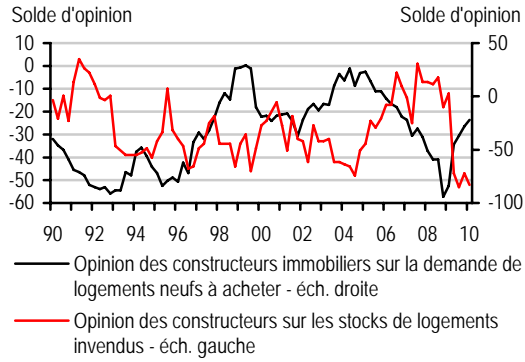
Les principales tendances du marché immobilier français :

Opinion sur la construction de logements neufs



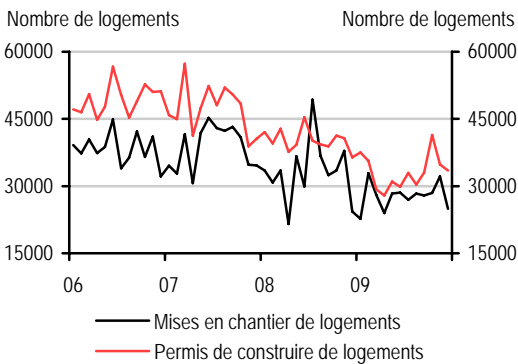
Sources : INSEE, HSBC

Opinion sur la demande et les stocks de logements neufs



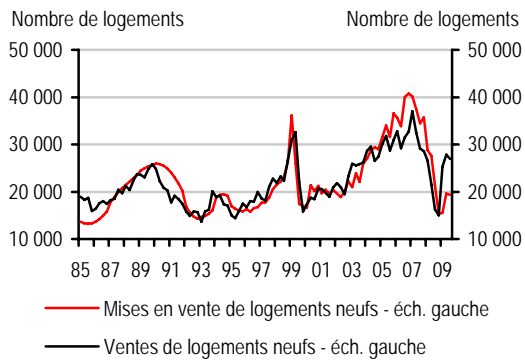
Sources : INSEE, HSBC

Permis de construire et mises en chantier de logements neufs



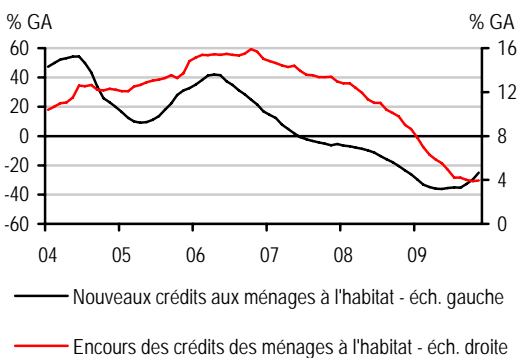
Sources : MEEDDAT, HSBC

Mises en ventes et ventes de logements neufs



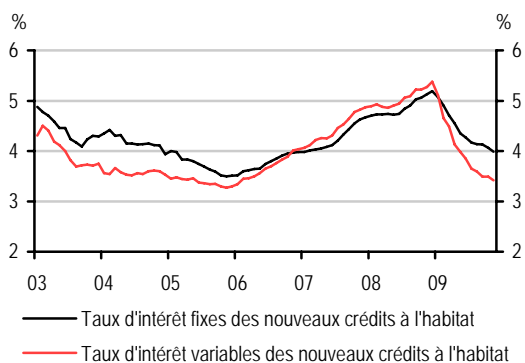
Sources : MEEDDAT, HSBC

Nouveaux crédits et encours de crédits à l'habitat aux ménages



Sources : Banque de France, HSBC

Taux d'intérêt des nouveaux prêts à l'habitat aux ménages



Sources : Banque de France, HSBC

Les dernières publications

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 : 2010, les politiques publiques suffiront-elles ? : Prévisions trimestrielles, T1 2010	20 janvier 2010
Global Economics : More hurdles to cross, Q1 2010	22 December 2009
Economics Europe : Forecasts and themes for 2010	17 December 2009
A new French curiosity - a "grand loan" or an additional public bond	14 December 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 December 2009
French housing market : Can the recovery continue?	23 November 2009
Marché immobilier français : amélioration durable ?	20 novembre 2009
Real Ideas – Inflation monthly	12 November 2009
Real Ideas – Inflation monthly	13 October 2009
France : perspectives toujours instables : Prévisions trimestrielles, T4 2009	2 octobre 2009
Global Economics : The tipping point..., Q4 2009	1 October 2009
Economics Europe : Mixed fortunes	23 September 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 September 2009
Marché immobilier français : demande de logements encore fragile	28 juillet 2009
France : risques de déconvenues : Prévisions trimestrielles, T3 2009	1 juillet 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
L'exception consommatrice française est-elle soluble dans la crise ?	8 juin 2009
French housing market : further decline ahead	6 May 2009
Marché immobilier français : l'ajustement est brutal	4 mai 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
France : chômage et déficits : Prévisions trimestrielles, T2 2009	7 avril 2009
Global Economics : For those in peril..., Q2 2009	1 April 2009
Overshooting in the eurozone : Budget deficits will be bigger than government forecast	13 March 2009
Marché immobilier français : la crise s'installe	2 février 2009
Bilan 2008 et perspectives 2009	9 janvier 2009

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 5 février 2010.
- 2 Toutes les données de marché figurant dans la présente étude sont datées du 4 février 2010, 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) 177/08/2010