

France : équilibres instables

Nouvelles prévisions trimestrielles

12 juillet 2010

Mathilde Lemoine

Directeur des Etudes Economiques et de la Stratégie Marchés
HSBC France

01 40 70 32 66

mathilde.lemoine@hsbc.fr

- ▶ **L'activité économique devrait être erratique ...**
- ▶ **... mais soutenue par la dépréciation de l'euro et la demande mondiale**
- ▶ **L'attentisme et le manque de visibilité retardent le comblement de l'output gap**

L'économie française peine à redémarrer après avoir mieux résisté que ses partenaires européens. La fin de la plupart des mesures de relance mises en œuvre pour limiter la récession a mis à nu la faiblesse des fondamentaux.

De plus, l'attentisme des agents privés limite l'efficacité de la politique monétaire alors même que l'effet d'entraînement de la politique budgétaire n'a pas encore été observé.

La croissance pourrait accélérer fin 2010 mais elle ne sera pas suffisante pour que l'économie crée significativement et durablement des emplois avant l'été 2011. Par ailleurs, l'environnement économique est encore très instable et incertain, ce qui hypothèque le retour de la confiance et donc d'une activité proche de son potentiel. Enfin, la question de l'endettement public reste à l'ordre du jour. Si les séquelles de la crise se confirment, il va être nécessaire de changer définitivement de politique budgétaire et sociale.

Ainsi, après une récession exceptionnelle et l'utilisation sans précédent d'outils budgétaires et monétaires destinés à la limiter, il n'est pas possible de considérer que la sortie de crise peut être traditionnelle. Non seulement elle sera longue comme observé à la suite des précédentes crises bancaires et financières mais elle sera chaotique.

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

Sommaire

France: équilibres instables	3
Nos prévisions de croissance	19
France	19
Zone euro	20
Reste du Monde	21
Panorama statistique	22
L'environnement international de la France	22
Les perspectives d'activité en France	24
La situation des ménages français	25
La situation des entreprises françaises	26
Marché immobilier en France	27
Les crédits aux ménages et aux entreprises	28
Marchés financiers	29
Finances publiques	30
Déclarations importantes	33
Avertissement	34

France: équilibres instables

- ▶ Après avoir mieux résisté à la crise, l'économie française a calé malgré l'accélération de la demande mondiale début 2010
- ▶ Durant les prochains trimestres, la fin du déstockage, des plans de relance, le désendettement privé, le manque de visibilité...
- ▶ ... budgétaire et l'incertitude liée à la sortie des politiques monétaires vont limiter la croissance et la rendre erratique

Après avoir bien résisté et connu une moindre récession, l'économie française a calé avec l'arrêt du moteur de la consommation au premier trimestre 2010. En effet, la diminution des primes à la casse, le retour de l'inflation et la fin des mesures sociales ont limité les achats des ménages. De plus, l'investissement des entreprises a continué de reculer comme l'investissement résidentiel. Comme attendu, le plan de relance n'a pas entraîné la demande privée. En revanche, le retour de la croissance du commerce mondial et la dépréciation de l'euro ont soutenu l'activité économique. Le PIB a ainsi crû de 0.1% au premier trimestre après avoir reculé de -2.5% en 2009.

Durant les prochains trimestres, la croissance française devrait être encore pénalisée par la faiblesse de la consommation des ménages et de l'investissement. Mais elle sera toujours soutenue par la fin du déstockage, la vigueur retrouvée des échanges internationaux et par la dépréciation passée de l'euro. De plus, les dépenses publiques continueront d'augmenter. Ainsi, la croissance du

PIB pourrait être plus dynamique en France fin 2010 et en 2011 tout en restant en deçà de son potentiel.

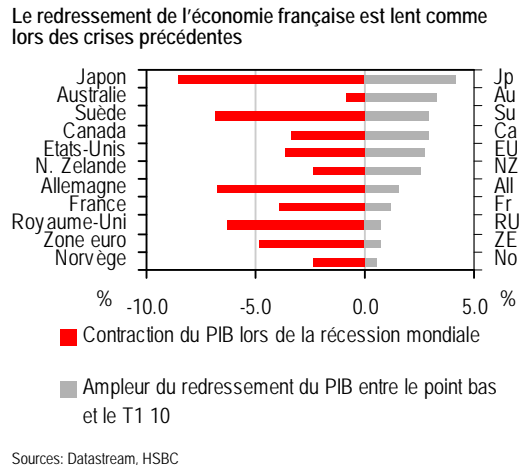
En effet, l'environnement économique va rester très instable et incertain, ce qui hypothèque le retour de la confiance et limite l'augmentation du PIB que nous attendons en France et en zone euro durant les prochains trimestres. Un tel attentisme résulte principalement de trois incertitudes. D'une part, les conséquences de l'arrêt des politiques de relance sont encore mal appréhendées car elles dépendent de l'effet d'entraînement plus ou moins important des dépenses privées par les dépenses publiques discrétionnaires. D'autre part, l'impact durable de la crise sur le niveau du PIB et sur la croissance peut nécessiter un changement définitif de politique budgétaire qui n'est pas encore intervenu. Si la croissance nominale était durablement plus faible qu'avant la crise, les dépenses publiques ne pourraient plus croître au rythme d'avant crise. Il en résultera un ajustement budgétaire qui limiterait la croissance du PIB à court terme mais qui serait une condition

préalable au retour de la confiance. Tant que la croissance des dépenses publiques structurelles n'a pas été adaptée à la « nouvelle donne » de la croissance, les investisseurs continuent de considérer le risque de défaut ou de rééchelonnement des dettes publiques, ce qui génère une forte volatilité et pèse sur la croissance. Enfin, les politiques monétaires ultra-expansionnistes ont non seulement des effets limités sur la demande si la confiance n'est pas revenue mais l'ampleur de la politique non conventionnelle inquiète car elle modifie le prix relatifs des actifs financiers et déstabilise ainsi les économies.

Ainsi, après une récession exceptionnelle et l'utilisation sans précédent d'outils budgétaires et monétaires destinés à la limiter, il n'est pas possible de considérer que la sortie de crise peut être traditionnelle. Non seulement elle sera longue comme observé à la suite des précédentes crises bancaires et financières mais elle sera chaotique.

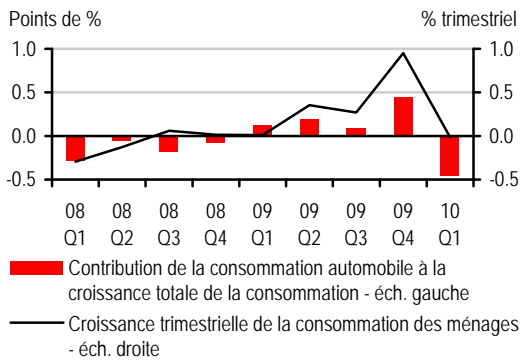
L'économie française a calé début 2010...

Après avoir connu un rebond plus rapide que celui de la zone euro, le PIB français a augmenté de 0.1% au premier trimestre 2010. La hausse a été de 0.2% en Allemagne comme en moyenne en zone euro.



La stagnation de la consommation des ménages et la poursuite de la baisse de l'investissement des entreprises et résidentiel expliquent cette mauvaise performance. Comme prévu, le plan de relance n'a pas eu d'effet d'entraînement sur les dépenses privées, et la consommation des ménages a pâti de la fin des mesures sociales, du regain d'inflation et de la dégressivité de la prime à la casse. Le pouvoir d'achat a en effet reculé de 0.1% après avoir crû de 1.6% en 2009 et les achats d'automobiles ont chuté de -7.3% au premier trimestre après avoir bondi de 7.8% au dernier trimestre 2009. La baisse de la consommation automobile a néanmoins été compensée par les achats d'énergie particulièrement importants compte tenu de l'hiver rigoureux. Au total, la consommation des ménages est restée stable au premier trimestre 2010, après avoir bondi de +1% au quatrième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent.

La dégressivité de la prime à la casse n'a pas suffi à empêcher une chute des achats automobiles

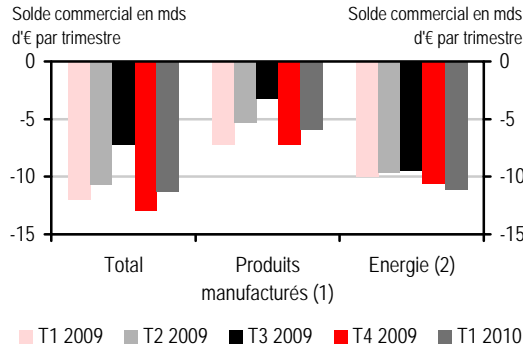


Sources : INSEE, HSBC

Le déstockage s'est poursuivi mais à un rythme moins rapide et le taux d'utilisation des capacités de production est resté trop faible pour relancer l'investissement des entreprises. Ce dernier a particulièrement diminué dans le secteur de la construction, -4.7% au premier trimestre et dans le secteur des services aux entreprises alors qu'il a légèrement augmenté dans le secteur manufacturier. L'investissement résidentiel a lui aussi reculé, -0.6% au premier trimestre 2010 par rapport au trimestre précédent. Malgré la hausse des ventes de logements neufs de 34% en 2009 par rapport à 2008, les mises en chantier ont encore diminué de -13% au premier trimestre 2010 par rapport au dernier trimestre 2009.

Seul le commerce extérieur a soutenu l'activité économique française en contribuant à hauteur de 0.4 point de % à la croissance du PIB au premier trimestre 2010. Les exportations ont augmenté de 4.1% au premier trimestre, c'est-à-dire plus rapidement que les importations qui ont crû de 2.1%. La réalisation de grands contrats aéronautiques et navals comme la dépréciation de l'euro ont engendré une amélioration du solde des échanges de produits manufacturés qui est néanmoins encore déficitaire de -5.8 milliards d'euros au premier trimestre après -23 milliards d'euros en 2009.

Le solde commercial a cessé de se dégrader début 2010 et le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance



Sources : Douanes, HSBC

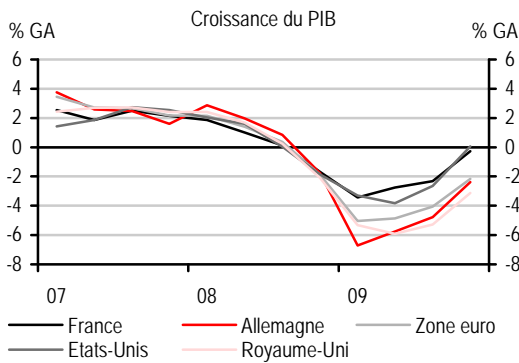
Notes : 1 = Équipements mécaniques, matériel électrique, électronique et informatique, Matériels de transport et Autres produits industriels hors matériel militaire ; 2 = Hydrocarbures naturels, autres produits des industries extractives, électricité, déchets, Produits pétroliers raffinés et coke

Néanmoins, après avoir détruit 334 000 emplois en 2009, l'économie française a recommencé à en créer au premier trimestre 2010 à hauteur de 13 000. Toutefois, cette embellie devrait être de courte durée car la croissance doit atteindre 1.6% environ pour que l'économie française crée des emplois. Or elle était de 1.2% sur un an au premier trimestre 2010.

... après avoir mieux résisté à la crise que ses partenaires européens

Le PIB français a finalement reculé de -2.5% en 2009 après avoir augmenté de 0.1% en 2008, c'est-à-dire moins fortement que dans la plupart des pays développés. Seuls les Etats-Unis ont une performance proche avec un recul de -2.4% du PIB en 2009. Le repli a atteint -4.9% en Allemagne, -5% en Italie, -3.6% en Espagne et -4.1% en moyenne pour l'ensemble de la zone euro. Au Royaume-Uni, le PIB a diminué de -4.9%. Le choc a été particulièrement fort dans les pays ouverts et dont la croissance était dépendante des exportations.

Le PIB français a moins diminué que celui de ses partenaires



Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

Cette résistance résulte de la moindre cyclicité du revenu disponible brut liée à l'importance de la redistribution et des stabilisateurs automatiques mais aussi à la mise en œuvre des mesures discrétionnaires du plan de relance.

En effet, plus d'un tiers du revenu des ménages français venant de la redistribution, ses variations conjoncturelles sont plus limitées que ce qu'on peut observer dans d'autres pays. De plus, les stabilisateurs automatiques sont puissants. En cas de retournement conjoncturel, les indemnités chômage et les aides sociales augmentent automatiquement alors que les recettes fiscales reculent. Ainsi, en 2009, le revenu disponible brut réel a augmenté de 1.6% en moyenne après 0.4% en 2008 en France. Et ce, malgré le fort ralentissement de la rémunération des salariés qui n'a crû que de 0.1% en 2009 après 3.1% en 2008.

Croissance et volatilité du RDB nominal des ménages

	Croissance moyenne 00-09	Croissance moyenne 2008	Croissance moyenne 2009	Variance / croissance moyenne (période 00-09)
France	4%	3.2%	1%	0.6
Allemagne	2.1%	3.1%	0.2%	0.7
Etats-Unis	4.9%	3.9%	1%	0.8

Sources : Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

Enfin, la France étant moins ouverte que l'Allemagne ou le Japon, l'impact de la chute du

commerce mondial sur l'activité économique a été moins important.

En conséquence, la consommation des ménages français est restée relativement dynamique et a contribué positivement à la croissance en 2009 contrairement à ce qui a pu être observé en moyenne dans la zone euro, aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Seuls les ménages allemands ont eux aussi soutenu l'activité économique.

Croissance du PIB et contribution des composantes en 2009

	France	Allemagne	Zone euro	Etats-Unis	Royaume-Uni
Croissance du PIB	-2.5%	-4.9%	-4.1%	-2.4%	-4.9%
Contrib. conso. ménages	+0.4 pts	+0.0 pts	-0.7 pts	-0.4 pts	-2.1 pts
Contrib. conso. APU*	+0.6 pts	+0.6 pts	+0.5 pts	+0.3 pts	+0.3 pts
Contrib. investissement*	-1.5 pts	-1.8 pts	-2.3 pts	-2.8 pts	-2.6 pts
Contrib. comm. extérieur	-0.2 pts	-3.1 pts	-0.7 pts	+1 pts	+0.8 pts
Contrib. Var. stocks	-1.9 pts	-0.5 pts	-0.9 pts	-0.8 pts	-1.1 pts

Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

Note : * = Aux Etats-Unis, à la différence des autres pays, la dépense des APU intègre la consommation et l'investissement. Par ailleurs, l'investissement est l'investissement privé, hors FBCF des APU. Les deux contributions de l'investissement et de la consommation des APU ont donc un champ de définition différent aux Etats-Unis de celui des autres pays.

La croissance de l'économie française devrait rester modeste...

La consommation des ménages devrait encore être limitée jusqu'au troisième trimestre 2010 par l'accélération de l'inflation, la stabilité du revenu disponible brut et la nouvelle réduction de la prime à la casse prévue le 1^{er} juillet. Compte tenu de la hausse du prix du pétrole, des prix des produits et services administrés, de l'augmentation de certains impôts et du forfait hospitalier et du déremboursement de certains médicaments, l'inflation harmonisée pourrait atteindre 2% en 2010 après avoir été stable en 2009, ce qui va peser sur le pouvoir d'achat. De plus, contrairement à ce qu'on peut observer en Allemagne, le faible taux d'utilisation des capacités de production pèse peu sur le rythme de

croissance des prix car les prix administrés sont plus nombreux. Ils représentent 6.6% de l'indice des prix harmonisés contre 2.9% en Allemagne. L'inflation sous-jacente française devrait donc rester plus élevée que celle observée en zone euro.

Poids des prix administrés dans l'indice harmonisé des prix à la consommation

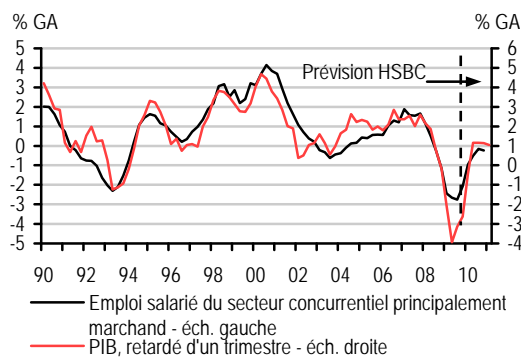
Pondérations en 2010	Zone euro	Allemagne	France
Prix administrés	11.4%	13.0%	13.6%
Prix totalement administrés	4.3%	2.9%	6.6%
Prix administrés en partie	7.1%	10.1%	7.0%

Sources : Eurostat, HSBC

Enfin, le taux de chômage devrait continuer à croître et limiter ainsi la progression des salaires. Si des créations d'emplois ont été comptabilisées au premier trimestre 2010, le mouvement devrait s'infléchir avec la faible croissance que nous anticipons et le faible taux d'utilisation des capacités de production. Nous attendons encore 46 000 destructions d'emplois dans le secteur marchand en 2010 après 336 800 en 2009. L'ajustement se poursuivrait en particulier dans le secteur de la construction. En effet, la valeur ajoutée diminuait encore de -5% sur un an au quatrième trimestre 2009 alors que l'emploi salarié reculait de -3.2%. Cela signifie que la productivité a reculé de -1.9% contre -0.4% en moyenne entre 1995 et 2007 et va donc devoir se restaurer. De plus, les mises en chantier et les permis de construire de logements neufs se sont de nouveau affaiblis début 2010. Dans les secteurs manufacturiers et des services, la productivité est redevenue positive grâce à l'ajustement particulièrement rapide du marché du travail français. Les mises au chômage devraient donc se stabiliser. Les contrats aidés devraient, quant à eux, continuer de générer des créations d'emploi. En effet, les sorties des dispositifs seraient plus que compensées par les nouveaux contrats aidés induits par le plan d'aide aux demandeurs d'emploi en fin de droits.

Au total, selon nos prévisions, les destructions d'emploi au total se limiteraient à 45 000 en 2010 après 334 000 en 2009. Le taux de chômage augmenterait alors encore jusqu'à 10.7% mi 2011 avant de refluer.

La faible croissance du PIB entrainerait de nouvelles destructions d'emploi dans le secteur marchand en 2010



Sources : INSEE, HSBC

Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages devrait se stabiliser à un haut niveau. En effet, si l'accroissement des déficits et du taux de chômage ont engendré une hausse du taux d'épargne jusqu'à 16.6% au troisième trimestre 2009, la réduction attendue du déficit en 2011 comme la stabilisation du taux de chômage devrait limiter le développement du comportement d'épargne sans pour autant engendrer de désépargne.

Déterminants de la croissance sur un an de la consommation des ménages : les résultats de notre modèle

Variable	Coefficient	Ecart-type
Constante	2.12	0.46
Variation du RDB réel	0.40	0.09
Variation des taux d'intérêt	-0.55	22.39
Solde public* / PIB	0.26	9.31
Variation du solde public* / PIB	0.73	42.67
Variation du taux de chômage	-1.03	0.53
R ² Ajusté		60.4%

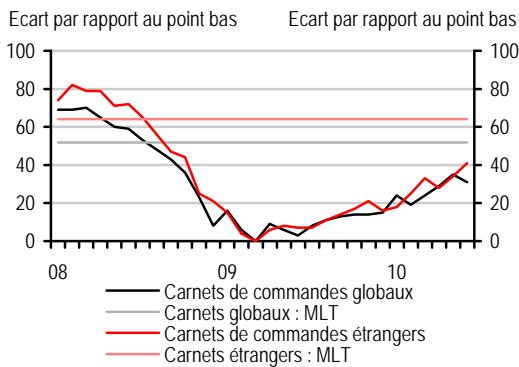
Source : Modélisation HSBC

* Note de lecture : Plus le déficit public est élevé et plus le solde public est négatif, plus la consommation baisse.

En conséquence, la consommation des ménages pourrait reculer au deuxième trimestre 2010 avant de se stabiliser, ce qui handicaperait la croissance du PIB tout au long de l'année 2010.

Cette faiblesse des achats privés va continuer de peser sur l'investissement des entreprises. En effet, si l'amélioration des carnets de commandes étrangers a soutenu le moral des industriels interrogés par l'INSEE depuis décembre 2009, leur opinion sur les carnets de commandes nationaux s'est dégradée au mois de juin. Et ils restent très déçus.

Les carnets de commandes étrangers ont soutenu le moral des industriels mais ils restent peu garnis et les carnets globaux se sont repliés



Sources : INSEE, HSBC

De plus, le taux d'utilisation des capacités de production est encore très bas malgré sa remontée récente. Il a atteint 76.3% en mai 2010 après 69.6% en mai 2009 mais sa moyenne de longue période est de 83%. Et il est particulièrement faible dans l'industrie automobile qui a pourtant bénéficié de soutiens publics et qui explique une grande partie de l'amélioration des enquêtes de conjoncture. En outre, dans le secteur automobile, la rechute de la production industrielle observée depuis l'arrêt de la prime à la casse a entraîné une nouvelle baisse du TUC depuis le mois de mars 2010.

Le taux d'utilisation des capacités de production est remonté par rapport à son point bas, mais reste inférieur à son niveau d'avant crise

TUC	MLT (87-08)	Moy. 2008	Moy. 2009	Date point bas	Niveau point bas	Niveau en mai 2010
Ensemble de l'industrie	83.1%	79.8%	71.1%	Mai 09	69.6%	76.3%
IAA	81.2%	79.0%	76.6%	Août 09	74.7%	77.6%
Biens de consommation	84.6%	80.9%	76.3%	Août 09	74.6%	80.1%
Automobile	81.9%	71.3%	58.2%	Déc. 08	47.7%	64.7%
Biens d'équipement	84.6%	85.2%	75.2%	Déc. 09	73.5%	78.1%
Biens intermédiaires	82.6%	78.7%	67.7%	Avr. 09	64.9%	76.3%

Sources : Banque de France, HSBC

Enfin, la crise souveraine européenne peut générer un nouveau resserrement des conditions de crédit et un renchérissement du coût de financement des entreprises avant même qu'il y ait un effet d'éviction de la dette privée par la dette publique.

Ainsi, l'investissement privé devrait encore diminuer au deuxième trimestre avant de redémarrer doucement en lien avec la fin du déstockage. En moyenne en 2010, il pourrait reculer de -3% après -7.9% en 2009.

L'investissement résidentiel ne sera pas non plus en mesure de soutenir la croissance du PIB en 2010. Pour l'instant, le rebond des ventes de logements neufs observé en 2009 s'est surtout traduit par une réduction des stocks de logements neufs. Ils sont en effet de 67 475 contre 110 923 au dernier trimestre 2008. Par ailleurs, la demande a été largement soutenue par les mesures mises en place par le Gouvernement comme le dispositif « Scellier » ou le doublement du prêt à taux zéro. De plus, la remontée récente des prix pèse sur la solvabilité des ménages. Il est donc peu probable que la demande de logements neufs et anciens augmente encore en 2010¹. En conséquence, les mises en chantier ne croîtraient que de 7% en 2010, après avoir chuté de -16.4% en 2009. La

¹ Pour plus de détail cf notre dernière publication sur le marché immobilier intitulée « Des fondamentaux encore hésitants », 6 mai 2010

reprise de l'investissement résidentiel resterait donc modeste au second semestre 2010. Sur l'ensemble de l'année 2010, l'investissement résidentiel reculerait donc encore de -3.1% sur un an en moyenne.

Quant à l'investissement public, ses effets sur le PIB seront trop faibles pour générer une croissance dynamique.

D'une part, l'impact sur le PIB du plan de relance est modestes. Par exemple, les mesures prévoyant l'avancement du remboursement d'impôts ou les aides de trésorerie évitent incontestablement des faillites mais n'engendrent pas de croissance. Et l'attentisme des collectivités locales limite le versement anticipé de fonds prévus pour celles qui s'engageraient à augmenter leurs investissements en 2010 par rapport à la moyenne des années 2005 à 2008.

D'autre part, l'effet multiplicateur d'une augmentation des dépenses publiques est plus faible que ce qu'on peut observer aux Etats-Unis par exemple. En effet, l'importance des importations accentue l'effet d'éviction et le niveau élevé du taux d'épargne réduit l'impact sur la consommation des ménages de la relance budgétaire. Selon le FMI, une hausse temporaire des dépenses publiques de 1% du PIB permettrait certes une hausse du PIB de 1.26% après un an, mais le réduirait de -0.25% l'année suivante. Les modèles développés par la commission européenne et l'OCDE concluent à un impact moins important d'une hausse temporaire des dépenses publiques, avec un multiplicateur de 0.8 après un an. Il est donc probable que la faiblesse de la demande intérieure observée au premier trimestre 2010 soit persistante.

...comme en zone euro...

Si l'impact négatif des politiques d'assainissement budgétaire sur la croissance sera plus important à partir de 2011, la crise européenne pourrait peser sur la confiance et sur les conditions financières dès 2010. Ainsi, les effets positifs attendus sur les exportations de la dépréciation de l'euro et de l'accélération de la demande mondiale ne suffiront pas pour que la croissance du PIB de la zone euro se rapproche de son potentiel. De plus, le maintien par la BCE de son taux directeur à 1% comme nous l'anticipons aura un effet limité dans un contexte incertain.

L'Allemagne et l'Italie bénéficieront plus que la France de l'effet d'entraînement de la demande venant des pays émergents. Compte tenu de l'ouverture de ces pays, la part des exportations vers les pays émergents représente 8.1% du PIB allemand contre 5% du PIB italien et 3.7% du PIB français à comparer avec 2.5% du PIB américain et 2.6% du PIB anglais². En revanche, la sensibilité des exportations françaises à la dépréciation de l'euro est plus forte que celle des exportations allemande et italienne qui bénéficient d'une meilleure compétitivité hors prix.

Part des exportations vers les pays émergents dans le PIB

	1985	2000	2009*
Allemagne	5.3	5.7	8.1
Chine	2.0	3.4	6.1
Etats-Unis	1.5	2.5	2.5
France	4.4	4.4	3.7
Italie	4.3	4.6	5.0
Japon	3.7	2.5	4.0
Royaume-Uni	4.0	2.7	2.6

Note : * = de janvier à octobre 2009

Source : FMI, HSBC

Au total, la croissance du PIB pourrait atteindre 1.3% en 2011 après 1.2% en 2010.

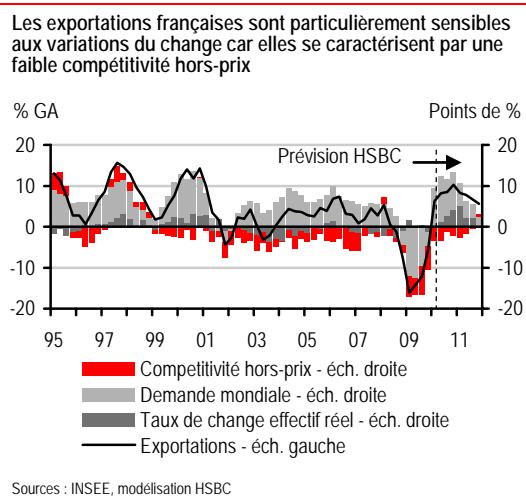
² Cf « Battle scars », deuxième trimestre 2010 p.14

... même si le commerce extérieur peut être une source de croissance temporaire

Après avoir chuté de 12% en 2009, la production industrielle devrait croître de près de 5% en 2010 selon nos prévisions.

Après avoir augmenté de 2% au premier trimestre 2010 par rapport au dernier trimestre 2009, la production industrielle continuera d'être tirée par la fin du déstockage au deuxième trimestre, par le redémarrage du commerce mondial et la dépréciation de l'euro.

Nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'exportations en lien avec la dépréciation de l'euro. Depuis le mois de novembre 2009, l'euro s'est déprécié de 18% par rapport au dollar et le taux de change effectif réel de l'euro de -5%. Or selon nos calculs³, une dépréciation de 10% de l'euro par rapport au dollar engendre une hausse des exportations de 1.9% le premier trimestre et de 1.1% le trimestre suivant. Au total, l'euro s'étant déprécié de 10% par rapport au dollar depuis novembre 2009, cela pourrait générer une croissance supplémentaire du PIB de 0.4 point de %. Ainsi, si le taux de change €\$ se stabilisait à 1.2, cela pourrait soutenir la croissance des exportations à hauteur de +5.4 points de % et favoriserait la croissance du PIB à hauteur de +0.8 point de % en 2010.



Néanmoins, la demande étrangère adressée à la France pourrait s'affaiblir en raison des mesures d'austérité mises en place dans les différents pays européens. En effet, certains pays de la zone euro, notamment l'Irlande, l'Espagne, le Portugal, et la Grèce ont entrepris des politiques d'assainissement budgétaire. Or, ces 4 pays représentaient en 2009 11% des exportations de biens de la France en valeur. De plus, l'Allemagne, qui est le premier partenaire commercial de la France, a elle aussi annoncé le 7 juin 2010 la mise en œuvre de mesures de réduction du déficit public dont le cumul représente 81.6 milliards d'euros entre 2011 et 2014. Ces mesures d'austérité réduiraient soit directement, soit indirectement la demande extérieure adressée à la France et donc la poursuite du redressement des carnets de commandes étrangers.

³ Pour plus de détails, cf. notre Actualités Economiques « Le commerce extérieur peut-il encore soutenir la croissance française ? », février 2008.

Part et évolution des exportations françaises de biens en valeur à destinations des différents partenaires commerciaux

Part et glissement annuel en %	Part en 2009	% GA, 2009	% GA, S1 2009	% GA, S2 2009	% GA, T1 2010
Etats-Unis	5.7%	-17.7%	-17.8%	-17.6%	3.4%
Asie	9.6%	-14.1%	-17.5%	-10.6%	24.7%
Union européenne	61.9%	-18.8%	-24.3%	-13.3%	6.4%
Zone euro, dont :	49.1%	-17.7%	-23.0%	-12.4%	6.0%
<i>Allemagne</i>	16.1%	-15.5%	-15.9%	-15.0%	-2.3%
<i>Italie</i>	8.2%	-20.6%	-26.0%	-15.1%	7.2%
<i>Espagne</i>	7.8%	-19.4%	-31.2%	-7.6%	12.1%
<i>Belgique</i>	7.5%	-16.8%	-26.3%	-7.4%	20.3%
<i>Pays-Bas</i>	4.0%	-18.5%	-22.6%	-14.3%	13.8%
<i>Portugal</i>	1.3%	-13.1%	-23.4%	-2.8%	3.5%
<i>Autriche</i>	0.9%	-19.3%	-24.6%	-14.0%	5.5%
<i>Grèce</i>	0.9%	-15.2%	-16.5%	-14.0%	-14.4%
<i>Irlande</i>	0.6%	-19.3%	-9.8%	-28.8%	-26.1%
Esp, G, Port, Ir*	10.6%	-18.7%	-28.0%	-9.3%	5.1%
Total	100%	-17.1%	-20.7%	-13.5%	7.7%

Sources : Douanes, HSBC

Note : * = Espagne, Portugal, Grèce et Irlande

Par ailleurs, la faiblesse de la consommation des ménages et les nécessaires ajustements budgétaires en zone euro vont limiter l'ampleur du rebond de la production industrielle en 2010.

Enfin, au deuxième semestre, le déstockage risque d'être fini sans pour autant laisser place à un restockage massif. Ainsi, le soutien de la variation des stocks à la croissance de la production industrielle s'atténuerait et freinerait la croissance de la production industrielle, d'autant plus que la consommation des ménages resterait faible.

En conséquence, les exportations et la production industrielle ralentiraient au deuxième semestre 2010. En 2011, l'ampleur moindre du plan de relance américain comme le refroidissement de l'économie chinoise limiteraient la croissance de la demande adressée à la France. Parallèlement, les importations accélèreraient avec la reprise même modeste de l'investissement. Nous anticipons en conséquence une contribution négative du commerce extérieur à la croissance à hauteur de -0.4 point de % en 2011 après une contribution positive exceptionnelle de 0.7 point en 2010. En valeur toutefois, la remontée du prix

du pétrole aggraverait le déficit commercial, qui atteindrait -46 milliards d'euros en 2010 après -43 milliards d'euros en 2009 et 55 milliards d'euros en 2008.

Si la sortie de récession est incontestable, des séquelles doivent être envisagées ...

Les crises et en particulier les crises bancaires et financières ont un effet durable sur l'activité économique qui dès lors peine à retrouver son niveau d'avant crise, quand elle le retrouve.

D'une part, les crises financières font suite à un boom du crédit. Elles génèrent à ce titre un désendettement des acteurs privés c'est-à-dire des ménages comme des entreprises, les perspectives de revenu et d'activité ayant été ajustées à la baisse. En conséquence, durant les phases de reprise, la demande privée reste faible et croît moins vite qu'après d'autres sortes de récession. Il en résulte une période plus longue de hausse du chômage.

Pour l'instant, l'accroissement de l'endettement des Etats lié aux plans de relance et aux stabilisateurs automatiques a compensé le désendettement privé et a permis de stopper la récession. La politique budgétaire a été d'autant plus efficace que les acteurs privés faisaient face à une restriction de crédits. Une augmentation de 1 % des dépenses discrétionnaires de consommation publique par rapport à la tendance réduit la durée d'une récession due à une crise financière de 1 trimestre selon le FMI et engendre une hausse du PIB cumulée de 0.7% durant la phase de reprise. De plus, une baisse des taux d'intérêt en deçà du taux donné par la règle de Taylor accélère également la reprise. En effet, il n'y a pas d'effet d'éviction par la hausse du taux d'intérêt. Mais l'efficacité des politiques discrétionnaires est d'autant plus faible que le niveau de dette publique d'avant crise était élevé.

Il est donc probable qu'une fois les plans de relance terminés, la faiblesse de la demande privée apparaisse sans qu'elle puisse être compensée par un accroissement de l'endettement privé.

D'autre part, le PIB est affecté par la chute de l'investissement qui engendre le vieillissement du stock de capital et par les faillites qui augmentent le taux de dépréciation du capital. Par ailleurs, si l'aversion au risque était durablement plus élevée, la hausse du coût du capital serait pérenne, ce qui limiterait la reprise de l'investissement. Le PIB est également limité par le recul du taux d'activité. En effet, les personnes qui restent longtemps au chômage perdent leur employabilité et celles qui ont été licenciées sans avoir ou bénéficié de formations ou d'accompagnement à la mobilité professionnelle sont difficilement employables dans un autre secteur. Il en résulte une hausse du chômage d'équilibre puis la sortie de ces personnes du marché du travail. Dès lors, la valeur ajoutée produite par habitant après la crise est inférieure à ce qui était observé avant la crise.

C'est pourquoi, nous n'attendons pas d'accélération forte de la croissance, c'est-à-dire une croissance « de rattrapage » qui permettrait de revenir rapidement au PIB potentiel d'avant crise.

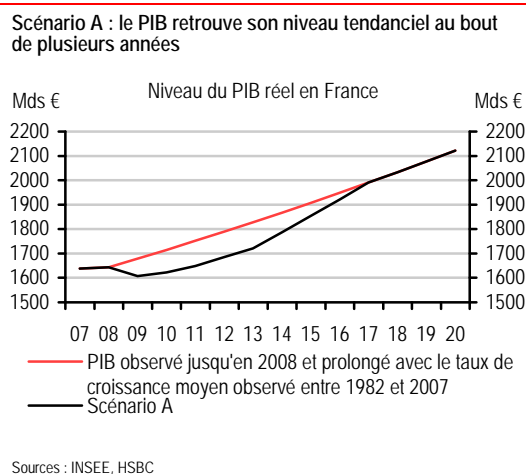
Si ces effets sont durables, le PIB potentiel, c'est-à-dire la production maximale compatible avec la stabilité des prix, peut être affecté.

L'augmentation du coût du capital peut générer une baisse de l'intensité capitalistique et donc un ralentissement de la productivité. De plus, les entreprises réduisent leurs investissements en recherche et développement, ce qui peut limiter le progrès technique dont dépend la croissance tendancielle. La crise peut avoir, bien sûr, des effets positifs en encourageant les entreprises à se réorganiser et à innover. Mais ce « cleansing effect » devrait être limité par le caractère sectoriel des politiques publiques discrétionnaires,

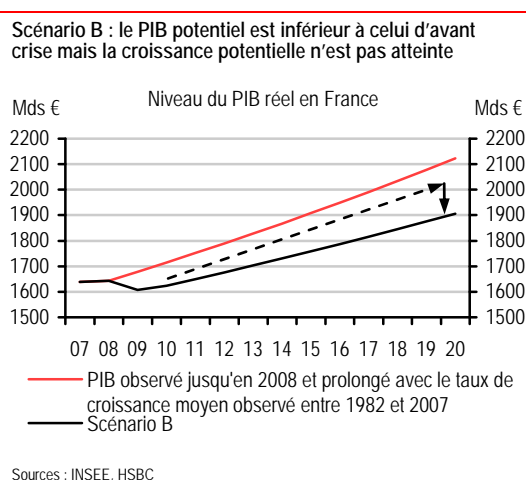
les taux d'intérêt réels négatifs et les plus grandes difficultés d'accès au financement.

Dès lors, parmi les trois scénarios de sortie de crise possibles, nous privilégions le scénario C c'est-à-dire la persistance d'un « output gap ».

1. *Scénario 1* : le PIB retrouve son niveau tendanciel au bout de plusieurs années

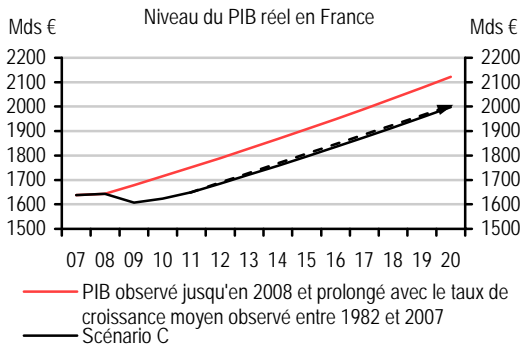


2. *Scénario 2* : le PIB potentiel est inférieur à celui d'avant crise mais la croissance potentielle n'est pas atteinte



3. *Scénario 3* : le PIB potentiel est inférieur à celui d'avant crise et la croissance potentielle moins forte

Scénario C : le PIB potentiel est inférieur à celui d'avant crise et la croissance potentielle moins forte



Sources : INSEE, HSBC

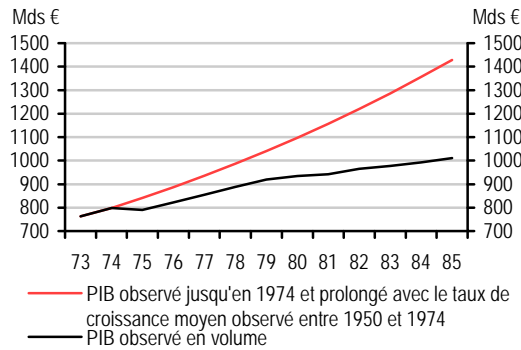
Selon des études économétriques, les crises financières entraîneraient une diminution durable de la production potentielle de 1.5 à 2.5% en moyenne pour les pays de l'OCDE (Furceri et Mourougane, 2009) ou de 0.5 point de % par an durant quatre ans selon la Commission Européenne (2009). Les pertes de productions sont dues à des réductions d'égales importances des taux d'emploi, du capital et la productivité totale des facteurs (OCDE, 2010).

A ce stade, nous considérons que les politiques budgétaires et monétaires sans précédent ont limité les effets d'hystérèse. Toutefois, le vieillissement du capital devrait durablement peser sur le PIB et le caractère sectoriel des aides publiques va réduire la productivité globale des facteurs. En conséquence, nous privilégions le scénario C compte tenu de l'ampleur de la perte d'output gap. Seul un nouveau cycle de progrès technique changerait la donne.

... comme déjà observé...

En 1975, le PIB a reculé de 1.1% puis il s'est durablement écarté de son niveau tendanciel sans jamais le retrouver. La demande intérieure est restée moins dynamique qu'avant la crise et la productivité globale des facteurs a crû plus faiblement après le choc pétrolier.

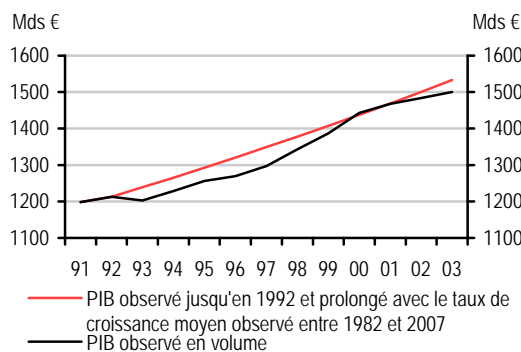
PIB et tendance du PIB entre 1973 et 1985



Sources : INSEE, HSBC

La situation a été différente après la récession de 1993 car le PIB a fini par retrouver son niveau tendanciel mais après 7 ans seulement. Après la diminution de -0.9% en 1993, la croissance a été dynamique mais ce n'était pas suffisant pour que le PIB rattrape son niveau tendanciel. Il a fallu attendre le boom de 2000 pour que ce soit le cas.

PIB et tendance du PIB entre 1990 et 2000



Sources : INSEE, HSBC

Ainsi, il faudra du temps pour que le PIB retrouve son niveau tendanciel. Si la croissance est de 1.1% en 2010 et de 1.5% en 2011 comme nous l'anticipons, il faudrait qu'elle atteigne 10.5% en 2012 pour que le PIB retrouve son niveau tendanciel. Si la croissance du PIB était de 2.1% à partir de 2012 comme observé en moyenne entre 1982 et 2007, le PIB ne retrouverait jamais sa tendance. Enfin, si la croissance est de 2.5% à

partir de 2011 comme prévu par le gouvernement, le PIB retrouvera son niveau tendanciel en 2030 !

Cela signifie que la valeur ajoutée produite chaque année risque de ne pas retrouver le niveau qu'elle aurait dû atteindre sans récession. Deux conséquences se dégagent de cette conclusion :

1. Les capacités de production se sont-elles ajusté à cette nouvelle donne ou doit-on s'attendre à une nouvelle réduction de ces capacités et donc à des destructions d'emplois supplémentaires ;
2. La croissance des dépenses publiques structurelle calibrée sur le taux de croissance nominale du PIB d'avant crise n'est plus envisageable.

... ce qui a pour première conséquence de changer la donne budgétaire

Malgré la probabilité élevée que la crise ait un effet durable sur le niveau du PIB et sur la croissance, les gouvernements de la zone euro ont présenté début 2010 des programmes de stabilité basés sur des hypothèses de croissance nominale similaire à ce qui avait été observé avant la crise. Dès lors, il n'était pas prévu d'effort particulier infléchissant le rythme tendanciel des dépenses publiques observé avant la crise c'est-à-dire structurel. Or ce dernier était très dynamique comme le montre le tableau ci-après.

Croissance moyenne des dépenses publiques entre 1998 et 2007

% annuel	Réel	Nominal
Irlande	6.3	10.2
Chypre	5.9	9.1
Slovaquie	2.9	7.8
Luxembourg	4.3	7.5
Espagne	3.3	7.0
Grèce	3.2	6.5
Slovénie	6.6	6.2
Portugal	2.6	5.8
Malte	8.1	5.4
Pays-Bas	2.3	4.8
France	2.1	3.8
Belgique	1.8	3.7
Finlande	1.7	3.4
Italie	1.0	3.4
Autriche	1.6	3.1
Allemagne	0.6	1.4

Sources : Eurostat, Calculs HSBC

Ainsi, la réduction des déficits venait de la baisse des dépenses publiques due à l'arrêt des plans de relance et de l'effet graduel du retour de la croissance sur les stabilisateurs automatiques. En effet, les recettes fiscales sont supposées croître avec l'augmentation de l'activité économique et les dépenses publiques liées à la crise reculer. En conséquence, la dette publique continuait d'augmenter jusqu'en 2012 ou 2013 selon les pays car l'équilibre primaire, c'est-à-dire les recettes publiques moins les dépenses publiques hors charge d'intérêt de la dette, n'était par suffisant pour stabiliser le ratio de la dette en pourcentage du PIB⁴.

Deux paramètres importants n'avaient pas été pris en compte dans ces prévisions budgétaires : la baisse du niveau du PIB qui réduit le montant des recettes publiques perçu quelque soit le taux de croissance retenu et l'impact de la crise à court terme sur la croissance du PIB et l'inflation c'est-à-dire sur le PIB nominal qui détermine la capacité de remboursement. Parallèlement, il était question de baser les évolutions de dépenses publiques sur le niveau exceptionnel de 2010 résultant de la plus importante récession depuis la

⁴ Pour le détail des calculs et des prévisions cf « When will the debt stop growing? Stabilising the government debt burden in the Eurozone », 21 juin 2010

seconde guerre mondiale. Il ne s'agissait pas à ce stade de répondre à un débat philosophique sur la place de l'État mais de stopper la croissance des dépenses publiques structurelles en lien avec la nouvelle donne de la croissance. Aucun programme budgétaire même intégrant les dernières annonces de réduction de dépenses publiques ne prévoit de recul des dépenses publiques pendant plusieurs années. Pour l'instant, seule la Grèce anticipe une baisse de ses dépenses publiques en 2010 et l'Espagne en 2010 et en 2011. Néanmoins, ces pays tirant leur croissance des dépenses publiques ou de l'endettement privé, l'effet de la crise est sans appel sur leur croissance.

En ce qui concerne la France et l'Allemagne, la situation est un peu différente car si la première a une croissance potentielle plus élevée que celle de ses partenaires, la seconde a le rythme tendanciel de croissance des dépenses publiques le plus faible. L'Allemagne a moins besoin de l'endettement public ou privé pour sa croissance puisqu'elle la tire de ses exportations. Ses annonces d'austérité budgétaire ne changent donc pas significativement nos prévisions de croissance pour 2011. En ce qui concerne la France, le problème vient de ce qu'elle prévoit d'appliquer à la lettre son programme de stabilité présenté en janvier, les annonces récentes ne faisant que le rendre plus crédible. Ce dernier prévoit une réduction du déficit public de 156 milliards d'euros à 66 milliards d'euros entre 2010 et 2013. Pour y parvenir, le Gouvernement fait l'hypothèse d'une croissance nominale de 4.3%, d'une stabilité des taux d'intérêt et d'une croissance nominale des dépenses publiques de 2.4%. Dès lors, nous n'avons pas pour l'instant révisé nos prévisions de croissance du PIB pour la France, la politique budgétaire restant expansionniste. Mais il est probable que les investisseurs demandent à nouveau des comptes au moment où la faiblesse de la croissance sera confirmée. Un ralentissement

de la croissance des dépenses publiques plus substantiel pèserait à court terme sur la croissance mais éviterait une remontée des taux d'emprunt. Par ailleurs, l'effet de court terme de l'assainissement budgétaire peut être limité par des incitations à la réduction de l'épargne et par la dépréciation de l'euro qui tire la demande externe.

Ainsi, la zone euro est d'abord victime des choix de stratégie de croissance décidés avant la crise. Le manque de gouvernance n'est qu'un élément amplificateur des problèmes nationaux.

Les crises ont pour effet de révéler les faiblesses des économies, celle de la zone euro l'a été. Mais les autres zones ne sont pas en reste et les investisseurs devraient ensuite se tourner vers les Etats-Unis et l'Asie dont les déséquilibres sont plutôt monétaires.

Prévisions HSBC de déficit public (% du PIB)

	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
Autriche	-3.4	-5.8	-4.1	-3.8	-3.5
Belgique	-6.1	-5.2	-4.8	-4.0	-3.2
Chypre	-6.1	-9.5	-9.2	-7.7	-6.2
Allemagne	-3.1	-5.1	-4.6	-3.7	-2.8
Grèce	-13.6	-9.8	-8.7	-7.1	-6.7
Espagne	-11.2	-10.3	-7.1	-6.8	-6.7
Finlande	-2.4	-5.4	-4.8	-4.8	-3.3
France	-7.5	-8.6	-6.9	-5.7	-4.5
Irlande	-14.3	-12.4	-11.5	-10.0	-8.7
Italie	-5.2	-5.8	-5.5	-5.3	-4.7
Luxembourg	-0.7	-5.1	-5.2	-4.9	-4.6
Malte	-3.8	-6.1	-3.5	-3.3	-3.1
Pays-Bas	-5.3	-7.1	-6.5	-4.9	-3.3
Portugal	-9.4	-9.1	-7.8	-6.6	-5.1
Slovénie	-5.5	-6.2	-4.8	-4.1	-3.5
Slovaquie	-6.8	-6.8	-5.7	-5.2	-4.4
Zone euro	-6.3	-7.1	-5.9	-5.1	-4.3

Note : Eurostat a averti que le déficit public de l'année 2009 pourrait être revu à la hausse de 0.3 à 0.5 point de % du PIB

Source: HSBC

Prévisions HSBC de dette publique (% du PIB)

	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
Autriche	66.4	71.0	73.3	75.2	76.8
Belgique	97.0	100.6	102.7	103.9	104.0
Chypre	56.2	64.0	70.6	75.2	78.6
Allemagne	73.2	75.7	79.0	80.9	82.0
Grèce	115.1	134.9	148.1	153.4	157.9
Espagne	53.2	64.8	71.8	77.4	81.8
Finlande	43.9	52.0	58.0	63.8	68.1
France	78.1	83.7	87.9	90.6	92.2
Irlande	64.0	83.5	91.1	96.9	101.8
Italie	115.8	119.0	121.8	124.4	126.0
Luxembourg	14.5	19.2	25.4	31.0	36.2
Malte	69.2	73.7	74.2	74.5	74.8
Pays-Bas	60.9	66.9	70.9	74.3	75.6
Portugal	76.8	86.4	91.4	95.5	97.7
Slovénie	36.0	41.1	44.3	46.8	48.5
Slovaquie	35.7	41.4	45.4	48.6	50.6
Zone euro	78.8	84.5	88.6	91.5	93.4

Source: HSBC

Vers une croissance de second rang ?

Il ne s'agit pas d'être pessimiste ou optimiste mais d'identifier les sources de croissance auto-entretenu et les effets de second tour des politiques budgétaires et monétaires sans précédent mises en œuvre.

La croissance des pays émergents a entraîné un redémarrage du commerce international et les Etats-Unis ont surpris au début de l'année 2010 par le dynamisme de leur reprise mais de nombreuses incertitudes entourent encore la fin des politiques monétaires et budgétaires sans précédents. D'une part, les plans de relance mis en œuvre par les Gouvernements des pays émergents ont largement expliqué le rebond de la croissance. Or ils vont prendre fin et les pressions inflationnistes déjà observées dans certains pays émergents vont obliger les autorités monétaires de ces pays à resserrer leurs politiques monétaires, ce qui devrait engendrer un ralentissement de leur croissance. D'autre part, même si le PIB américain s'est redressé de +2.7% entre son point bas, marqué au deuxième trimestre 2009, et le premier trimestre 2010, son rythme de croissance reste très nettement inférieur à ce qui avait été vu lors de la sortie des précédentes récessions. En

effet, à la fin des cinq récessions américaines les plus sévères, entre 1957 et 1982, le PIB avait marqué une progression moyenne de +7.0% en rythme annualisé au cours des trois premiers trimestres de reprise de l'activité. Or, au cours des trois derniers trimestres, la progression moyenne du PIB américain s'est établie à seulement +3.0% en rythme annualisé⁵. Enfin, l'impact positif sur le PIB du ralentissement du déstockage devrait prendre fin, les demandes intérieures étant trop faibles pour qu'un processus de restockage se mette à l'œuvre. Depuis le troisième trimestre 2009, l'évolution des stocks a contribué à hauteur de deux tiers à la croissance du PIB américain et de 0.5 point en moyenne par trimestre à la croissance du PIB de la zone euro⁶.

Le moindre déstockage a été un élément déterminant du redressement des PIB de part et d'autre de l'Atlantique

	Zone euro			Etats-Unis		
	PIB, GT (en %)	Contribution des stocks (en pt de %)	PIB hors stocks, GT (en %)	PIB, GT (en %)	Contribution des stocks (en pt de %)	PIB hors stocks, GT (en %)
T1 08	0.8	0.4	0.4	-0.2	-0.1	-0.1
T2 08	-0.4	-0.2	-0.2	0.4	-0.3	0.6
T3 08	-0.5	0.2	-0.7	-0.7	0.1	-0.7
T4 08	-1.9	0.3	-2.2	-1.4	-0.1	-1.3
T1 09	-2.5	-1.1	-1.4	-1.6	-0.6	-1.1
T2 09	-0.1	-0.6	0.5	-0.2	-0.4	0.2
T3 09	0.4	0.5	-0.1	0.6	0.2	0.4
T4 09	0.1	0.1	0.0	1.4	0.9	0.4
T1 10	0.2	0.8	-0.6	0.7	0.5	0.2

Sources: Bloomberg, HSBC

Ainsi, les fondamentaux restent peu dynamiques.

Par ailleurs, l'efficacité des politiques économiques semble être désormais contrebalancée par leurs effets négatifs sans que l'effet multiplicateur ait eu le temps de jouer. Dès la fin 2009, des inquiétudes sont apparues non pas sur l'ampleur de dépenses publiques mais sur la poursuite de la croissance des dépenses structurelles alors même que l'accroissement des dépenses conjoncturelles liées au plan de relance

⁵ « *Deleveraging: It's not over yet* », de Kevin Logan, 23 juin 2010

⁶ « *Shifting stocks: What is happening to the global inventory cycle?* » de Madhur Jha, 22 juin 2010

et aux stabilisateurs automatiques était considéré comme souhaitable. En 2010, ces inquiétudes se sont matérialisées par la crise grecque et ont gagné l'Espagne et le Portugal.

Désormais, il est attendu que les finances publiques des pays de la zone euro soient gérées de façon à stabiliser à terme la dette publique en pourcentage du PIB, ce qui n'est pas encore le cas. L'incertitude va donc persister en lien avec ce manque de visibilité budgétaire. Mais ne nous trompons pas, les investisseurs ne demandent pas de baisse drastique des dépenses et en conséquence une nouvelle récession mais la mise en place de programmes de dépenses publiques crédibles c'est-à-dire tenant compte des effets de la crise.

En outre, les politiques monétaires fortement expansionnistes ont montré également leur limite à soutenir la conjoncture. Aux Etats-Unis comme en zone euro, la forte expansion des bases monétaires n'a pas favorisé de reprise du crédit bancaire.

Ainsi, malgré une hausse de 879Mds \$ à 2348Mds \$ de la taille du bilan de la Fed entre le début 2007 et juin 2010, qui a conduit à une progression de 144% de la base monétaire au cours de cette période, la masse monétaire mesurée par l'agrégat M2, elle, ne s'est renforcée que de +17%. De la même manière, en zone euro, l'expansion de 1154Mds € à 2125Mds € de la taille du bilan de la BCE, qui s'est traduite par une progression de 54% de la base monétaire, ne s'est articulée qu'avec une hausse de 20% de la masse monétaire mesurée par M3 au cours de cette période.

Cette chute du multiplicateur de crédit témoigne de ce que la crise de 2008 a profondément altéré la capacité de la politique monétaire à relancer le crédit. En mai 2010, le crédit à la consommation reculait de -4.5% aux Etats-Unis sur un an et les

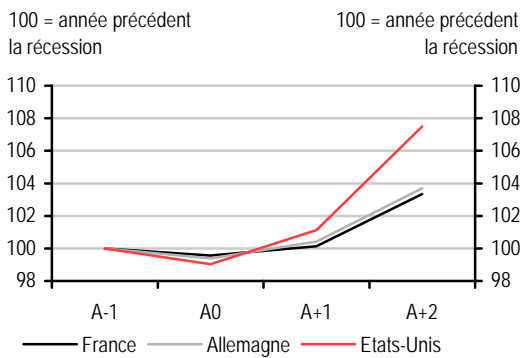
chiffres publiés par la Réserve Fédérale ont par ailleurs montré que le glissement annuel des crédits aux entreprises des banques commerciales s'est établi à -7.8% en mai. En zone euro, le glissement annuel du crédit bancaire aux ménages était à +2.6% en mai et celui relatif aux crédits aux entreprises ressortait à -2.1%.

En conséquence, les économies développées vont peiner à redémarrer. Nous anticipons une croissance de 1.9% en 2011 après 2.4% en 2010 contre respectivement 6.2% et 6.9% dans les pays émergents. La zone euro sera particulièrement confrontée au problème de l'assainissement budgétaire compte tenu de la faiblesse de sa croissance potentielle et de la croissance tendancielle des dépenses publiques d'avant crise. Les gouvernements de la zone euro pourraient donc décider de stabiliser la dette en pourcentage du PIB sans pour autant vouloir la réduire. Dès lors, un nouvel équilibre pourrait se mettre en place. L'épargne serait orientée vers les obligations d'Etat grâce à des réformes réglementaires comme Bâle III et Solvency II. Cela obligerait les entreprises à autofinancer leurs investissements. Il en résulterait un moindre dynamisme des investissements qui pèserait sur la croissance. Mais aussi une plus grande difficulté d'accès aux financements pour les PME relativement aux grandes entreprises qui ont un accès direct aux marchés financiers. C'est ce qui s'est passé au Japon où l'épargne des ménages a été canalisée vers le financement des déficits publics aux dépens du financement du privé. La croissance serait donc modeste mais l'inflation faible dans un environnement instable.

Conclusion

Dans la plupart des pays développés, les effets positifs de la fin du déstockage comme ceux des plans de relance vont s'atténuer. La croissance devrait donc rester modeste en lien avec les fondamentaux. La France qui a bien résisté à la crise grâce à ses stabilisateurs automatiques connaîtrait une reprise plus graduelle comme observé lors des précédentes récessions.

Si la baisse du PIB était plus faible en France que dans les autres pays pendant les récessions précédentes, l'accélération du PIB en sortie de cycle est aussi plus faible



Sources : INSEE, BEA, FMI, HSBC

De plus, les politiques d'assainissement budgétaire menées dans certains pays européens pourraient limiter dès le deuxième semestre 2010 la demande mondiale adressée à la France et compenser partiellement les effets positifs de la dépréciation de l'euro sur les exportations.

Néanmoins, la politique budgétaire française ne devrait pas être restrictive avant 2011 et seulement si des mesures supplémentaires de réduction structurelles sont envisagées. En effet, la moindre croissance des dépenses publiques envisagées vient pour l'instant principalement du retour progressif de la croissance et de ses effets sur les stabilisateurs automatiques (moins de dépenses sociales et plus de recettes fiscales).

Toutefois, la sortie de crise ne peut être appréhendée de façon traditionnelle compte tenu de l'ampleur des déséquilibres mondiaux persistants et des politiques économiques engagées. Par ailleurs, les actions non conventionnelles des banquiers centraux modifient le prix relatif des actifs et rendent indolore l'endettement public, ce qui risque de générer une nouvelle source de déséquilibre des économies et de peser sur la croissance à venir.

Nos prévisions de croissance

France

1. Nos prévisions de croissance pour la France

Croissance en glissement annuel si non précisé	2009	2010p	2011p	T1 10p	T2 10p	T3 10p	T4 10p	T1 11p	T2 11p
Consommation des ménages	0.6	0.9	1.0	1.6	1.2	0.9	0.1	0.4	0.8
Consommation publique	2.8	1.4	0.1	2.3	1.7	1.1	0.4	0.4	0.2
Investissement total	-7.0	-2.5	2.9	-4.6	-3.4	-1.7	-0.2	1.1	2.2
dont investissement des entreprises	-7.9	-3.0	4.6	-4.9	-3.9	-2.4	-0.7	1.3	3.3
dont investissement des ménages	-8.7	-3.1	1.1	-5.5	-4.1	-2.3	-0.6	0.3	1.1
dont investissement des administrations publiques	0.6	0.0	-1.0	-0.8	-0.6	0.7	0.8	0.6	-1.0
Stocks (% PIB)	-1.2	-1.1	-0.4	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0	-0.8	-0.5
Stocks (contribution à la croissance trimestrielle du PIB)	-1.8	0.0	0.7	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Demande intérieure	-2.3	0.4	1.8	0.0	0.6	0.9	0.1	0.9	1.5
Exportations	-12.2	6.8	4.2	6.3	8.0	6.5	6.2	3.2	3.4
Importations	-10.6	3.9	5.1	1.7	5.4	5.6	2.9	2.2	3.8
Contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle du PIB	-0.2	0.7	-0.4	0.4	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.2
PIB	-2.5	1.1	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9	1.1	1.3
PIB (var. trimestrielle %)	-	-	-	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
Production manufacturière	-13.2	5.2	2.2	5.3	7.4	4.1	4.2	3.5	1.8
Production industrielle	-12.0	4.8	1.8	4.4	6.9	4.1	4.0	2.4	1.6
Taux de chômage selon l'INSEE* (%)	9.1	9.9	10.2	9.5	9.8	10.0	10.2	10.2	10.2
Taux de chômage selon Eurostat (%)	9.5	10.4	10.7	9.9	10.3	10.5	10.7	10.7	10.7
Salaire mensuel de base	2.2	1.5	1.6	1.8	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
Prix à la consommation (mesure nationale)	0.1	1.7	1.6	1.3	1.6	2.0	2.0	1.8	1.6
Prix à la consommation (IPCH)	0.1	2.0	1.7	1.5	1.9	2.3	2.3	2.0	1.8
Balance commerciale, échanges de biens (Mds d'euros)	-42.9	-46.3	-42.0	-11.3	-12.5	-12.0	-10.5	-10.0	-10.0
Balance courante (% du PIB)	-2.2	-2.0	-1.5	-	-	-	-	-	-
Déficit budgétaire (% du PIB)	-7.5	-8.6	-6.9	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	78.1	83.7	87.9	-	-	-	-	-	-
Taux à 3 mois (%)	1.0	0.7	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Taux des OAT à 10 ans (%)	3.6	3.3	3.6	3.4	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6
Taux Bund à 10 ans (%)	3.2	2.8	3.1	3.1	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1

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

Source : prévisions HSBC

Zone euro ⁷

2. Nos prévisions de croissance pour la zone euro

Croissance en glissement annuel si non précisé	2009	2010p	2011p	T1 10p	T2 10p	T3 10p	T4 10p	T1 11p	T2 11p
Consommation des ménages	-1.2	0.2	0.6	0.0	0.1	0.3	0.3	0.5	0.5
Consommation publique	2.7	1.3	-0.1	2.0	1.5	0.9	0.7	0.0	-0.2
Investissement total	-10.9	-1.4	2.6	-5.0	-2.1	0.0	1.9	3.3	2.4
Demande intérieure finale	-2.5	0.1	0.9	-0.6	-0.1	0.4	0.7	0.9	0.7
Stocks (% PIB)	-0.5	-0.3	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.2
Demande intérieure	-3.0	0.2	1.1	-1.7	0.4	1.3	1.0	1.4	0.7
Exportations	-13.2	7.6	4.6	6.0	9.8	7.6	6.9	5.5	4.1
Importations	-11.9	6.6	3.9	5.3	8.6	6.5	6.1	3.1	3.8
PIB	-4.1	1.2	1.3	0.6	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1
PIB (var. trimestrielle %)	-	-	-	0.2	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3
Production industrielle	-15.1	7.2	3.4	4.6	9.5	8.3	6.7	3.9	3.9
Taux de chômage selon Eurostat (%)	9.4	10.2	10.1	10.0	10.2	10.3	10.4	10.3	10.2
Salaire	2.6	1.8	1.8	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
Prix à la consommation (IPCH)	0.3	1.5	1.4	1.1	1.5	1.6	1.7	1.6	1.3
Masse monétaires M3	3.0	0.3	3.2	-0.2	-0.2	0.1	1.3	2.3	3.0
Balance courante (% du PIB)	-0.6	-0.1	0.2	-	-	-	-	-	-
Déficit budgétaire (% du PIB)	-6.3	-7.1	-5.9	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	78.9	84.5	88.6	-	-	-	-	-	-
Taux directeur de la BCE*	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Taux à 3 mois (%)	1.0	0.7	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Taux des obligations à 10 ans (%)**	3.6	3.4	3.7	3.4	3.2	3.5	3.6	3.6	3.7
Taux de change euro / dollar*	1.43	1.35	1.35	1.35	1.22	1.27	1.35	1.35	1.35

Notes : * = en fin d'année ; ** = moyenne pondérée des 4 principaux pays de la zone euro

Source : prévisions HSBC

3. Nos prévisions de croissance du PIB pour les principaux pays de la zone euro

Croissance en glissement annuel	2009	2010p	2011p	T1 10p	T2 10p	T3 10p	T4 10p	T1 11p	T2 11p
Zone euro	-4.1	1.2	1.3	0.6	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1
Allemagne	-4.9	2.0	1.5	1.5	2.5	2.2	2.0	2.3	1.1
France	-2.5	1.1	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9	1.1	1.3
Italie	-5.1	0.8	0.7	0.5	1.1	0.8	1.0	0.7	0.5
Espagne	-3.6	-0.4	0.7	-1.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.3

Source : prévisions HSBC

4. Nos prévisions d'inflation pour les principaux pays de la zone euro*

Croissance en glissement annuel	2009	2010p	2011p	T1 10p	T2 10p	T3 10p	T4 10p	T1 11p	T2 11p
Zone euro	0.3	1.5	1.4	1.1	1.5	1.6	1.7	1.6	1.3
Allemagne	0.2	1.1	1.3	0.8	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4
France	0.1	2.0	1.7	1.5	1.9	2.3	2.3	2.0	1.8
Italie	0.8	1.6	1.8	1.3	1.6	1.8	1.8	2.3	1.8
Espagne	-0.2	1.8	1.7	1.2	1.6	2.5	2.0	2.3	2.0

Notes : * = IPCH

Source : prévisions HSBC

⁷ Pour plus de détails, voir « European Economics: Reality bites », 6 juillet 2010

Reste du Monde ⁸

5. Nos prévisions de croissance, d'inflation et de politiques monétaires pour certains pays développés

	Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)			Taux directeurs (% fin d'année)		
	2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p
Etats-Unis	-2.4	3.1	2.6	-0.3	1.4	1.1	0.00-0.25	0.00-0.25	1.00
Japon	-5.2	3.0	1.0	-1.3	-1.0	-0.4	0.10	0.10	0.10
Zone euro*	-4.1	1.2	1.3	0.3	1.5	1.4	1.00	1.00	1.00
Royaume-Uni	-4.9	1.2	1.9	2.2	3.0	3.4	0.50	0.50	2.50
Canada	-2.5	3.8	2.5	0.3	1.7	1.9	0.25	1.50	2.50
Monde	-2.2	3.5	3.0	1.0	2.3	2.2	-	-	-
Monde (PPA)	-0.5	4.7	4.0	1.9	3.2	2.8	-	-	-

Notes : * = IPCH
Source : prévisions HSBC, Global Economics, Q3 2010

6. Nos prévisions de taux courts et de taux longs pour certains pays développés

Taux en % en fin d'année	Taux à 3 mois			Rendement des obligations à 10 ans		
	2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p
Etats-Unis	0.3	0.5	1.5	3.8	2.7	3.5
Japon	0.3	0.3	0.3	1.3	1.0	1.4
Zone euro	0.6	0.7	1.0	3.6	3.6	3.7
Royaume-Uni	0.7	0.9	2.8	4.1	3.1	3.4
Canada	0.5	1.2	2.2	3.6	3.7	3.9

Source : prévisions HSBC, Global Economics, Q3 2010

7. Nos prévisions de taux de change et d'indices boursiers

	Taux de change (fin d'année)					Indices boursiers (fin d'année)		
	2008	2009	2010p	2011p		2008	2009	2010p
EUR/USD	1.39	1.43	1.35	1.35	S&P 500	903	1 115	1 300
GBP/USD	1.44	1.61	1.62	1.65	Eurostoxx 50	2 448	2 965	3 000
JPY/USD	91	93	100	105	DAX 30	4 810	5 957	7 100
Yuan/USD	6.82	6.83	6.80	6.55	CAC 40	3 218	3 936	4 000
EUR/JPY	126.0	133.6	135.0	141.8				
EUR/GBP	0.97	0.89	0.83	0.82				

Source : prévisions HSBC, Global Economics, Q3 2010 et Equity Insights, 4 juin 2010

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

	Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)				Croissance du PIB (% an)			Inflation IPC (% g.a)		
	2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p		2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p
Asie hors Japon	5.5	8.6	7.6	2.6	4.6	3.5	Amérique latine	-3.4	5.6	4.4	6.2	8.1	7.7
Chine	8.7	10.0	8.9	-0.7	3.1	2.5	Mexique	-6.5	4.3	3.8	5.3	4.6	4.2
Hong Kong	-2.7	5.4	4.7	0.5	2.4	3.4	B Brésil	-0.2	7.2	5.1	4.9	5.3	5.1
Inde	6.7	8.8	8.6	10.9	10.2	4.7	Argentine	-3.1	5.5	4.0	14.8	26.6	22.3
Indonésie	4.5	6.0	6.0	4.8	4.6	6.0	EMEA*	-3.4	3.7	3.7	7.4	5.8	7.1
Malaisie	-1.7	7.1	5.2	0.6	2.0	2.6	Rép. tchèque	-4.1	1.5	2.5	1.0	1.6	2.2
Philippines	1.1	5.0	4.6	3.3	4.7	4.6	Hongrie	-6.3	0.6	2.8	4.2	4.9	2.7
Singapour	-1.3	9.7	5.5	0.6	2.5	3.0	Pologne	1.8	2.5	3.5	3.5	2.7	2.8
Corée du Sud	0.2	5.8	4.3	2.8	2.7	3.1	Russie	-7.9	4.7	3.0	11.7	6.4	9.9
Taiwan	-1.9	7.3	4.9	-0.9	1.1	2.2	Turquie	-4.7	5.4	4.1	6.3	9.0	7.5
Thaïlande	-2.2	6.1	4.7	-0.8	3.5	3.7	Arabie Saoudite	0.1	3.6	4.4	5.1	5.5	6.6
Vietnam	5.1	7.2	6.2	7.1	8.9	8.4	Afrique du Sud	-1.8	2.6	3.5	7.2	5.0	6.0

Notes : * = la zone EMEA inclut l'Europe de l'Est, le Moyen-Orient et l'Afrique
Source : prévisions HSBC, Global Economics, Q3 2010

8 Pour plus de détails, voir "Global Economics: Wrestling with debt" by Stephen King, Karen Ward and Madhur Jha, Q3 2010, 2 juillet 2010

Panorama statistique

L'environnement international de la France

1. La croissance du PIB est répartie à la hausse après la chute observée en 2009 dans les pays développés...

PIB réel	2009 En mds d'euros*	Taux de croissance en 2009 (%)	Var. annuelles T1 10/ T1 09 (%)
France	1 598.6	-2.5	+1.2
Zone euro	7 457	-4.1	+0.6
Allemagne	2 161.9	-4.9	+1.5
Etats-Unis	12 465.3	-2.4	+2.4
Japon	5 276.6	-5.2	+4.2

Notes : * Prix 2000
Sources : Eurostat, HSBC

2. ... et après le ralentissement, voire la baisse du PIB observée dans les économies émergentes

Croissance du PIB réel en 2009, en %			
Argentine	-3.1	Inde	6.7
Brésil	-0.2	Russie	-7.9
Chine	8.7	Pologne	1.8
Singapour	-1.3	Rép. tchèque	-4.1

Source : HSBC

3. Le taux de chômage a commencé à se stabiliser, voire à diminuer dans certains pays

Taux de chômage en % de la pop. active	T4 2008	T4 2009	T1 2010
France*	8.2	9.8	9.9
Zone euro	8.0	9.8	9.9
Allemagne	7.1	7.5	7.4
Etats-Unis	7.0	10.0	9.7
Japon	4.1	5.2	4.9

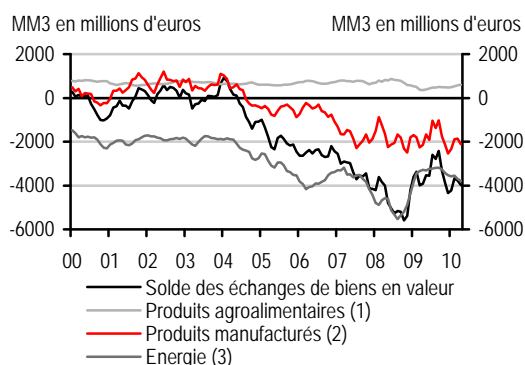
Notes : * Mesure Eurostat
Sources : Eurostat, HSBC

4. Pondération du PIB en valeur de la zone euro en 2009 (en % du total)

Allemagne	26.9	Finlande	1.9
France	21.3	Portugal	1.9
Italie	17.0	Irlande	1.8
Espagne	11.7	Slovaquie	0.7
Pays-Bas	6.4	Luxembourg	0.4
Belgique	3.8	Slovénie	0.4
Autriche	3.1	Chypre	0.2
Grèce	2.6	Malte	0.1

Sources : Eurostat, HSBC

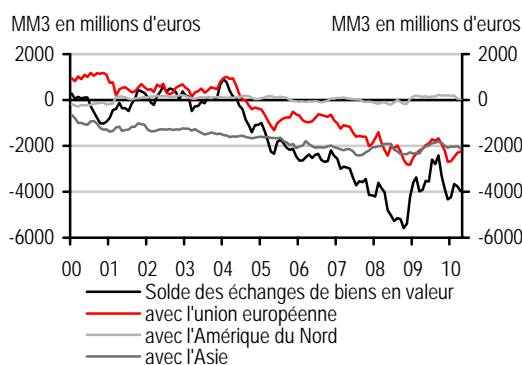
5. Les échanges de produits manufacturés ont réduit le déficit commercial français début 2010...



Notes : 1 = Produits agricoles, sylvicoles, de la pêche et de l'aquaculture et Produits des industries agroalimentaires (IAA) ; 2 = Équipements mécaniques, matériel électrique, électronique et informatique, Matériels de transport et Autres produits industriels hors matériel militaire ; 3 = Hydrocarbures naturels, autres produits des industries extractives, électricité, déchets, Produits pétroliers raffinés et coke

Sources : Douanes, HSBC

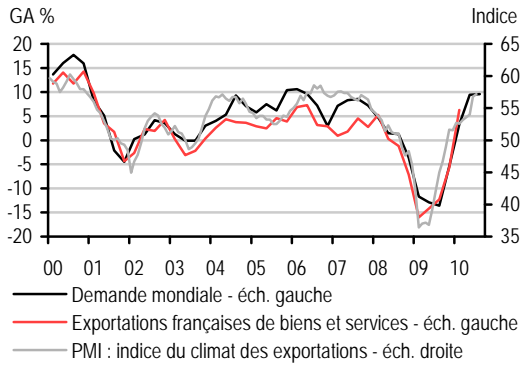
6. ... grâce à une amélioration temporaire du déficit commercial avec l'union européenne



Sources : Douanes, HSBC

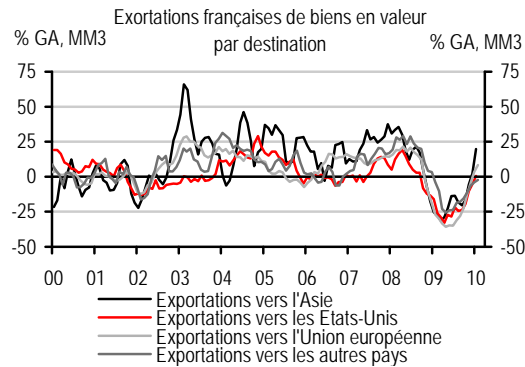
L'environnement international de la France

7. Le rebond de la demande mondiale a entraîné les exportations françaises à la hausse début 2010



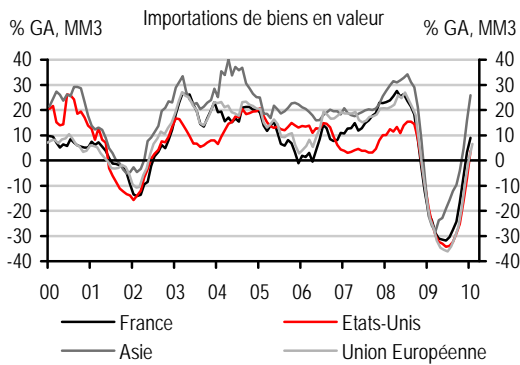
Sources : COE-Rexecode, INSEE, HSBC

8. La reprise des exportations françaises a été tirée par l'Asie...



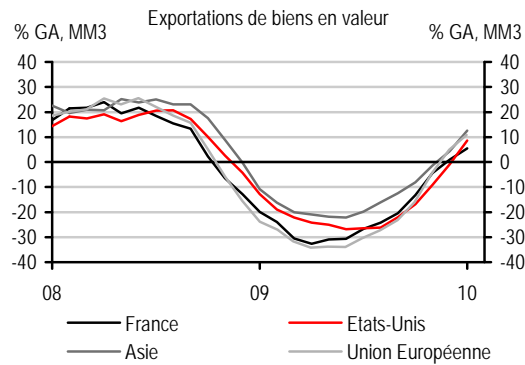
Sources : FMI, HSBC

9. ... où le rebond des importations a été particulièrement rapide



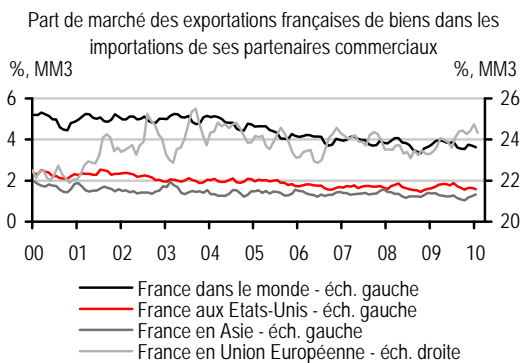
Sources : FMI, HSBC

10. La reprise des exportations françaises est toutefois moins prononcée que dans les autres pays...



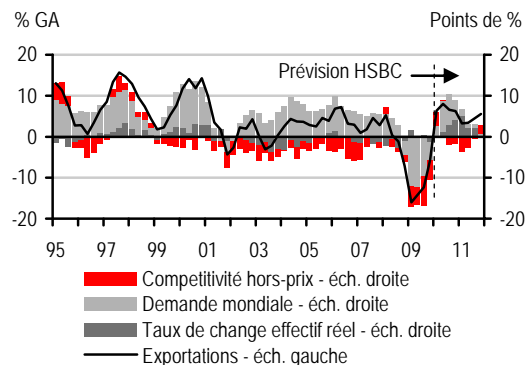
Sources : FMI, HSBC

11. ...et la part de marché de la France dans le monde s'est encore réduite



Sources : FMI, calculs HSBC

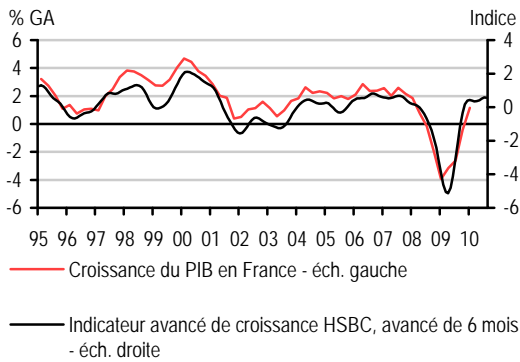
12. En 2010, la baisse de l'euro devrait soutenir la croissance des exportations françaises de biens et services en volume



Sources : INSEE, modélisation HSBC

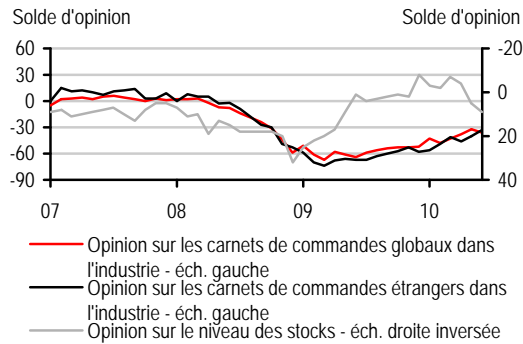
Les perspectives d'activité en France

13. Selon notre indicateur avancé de croissance HSBC⁹, la croissance du PIB se stabiliserait fin 2010



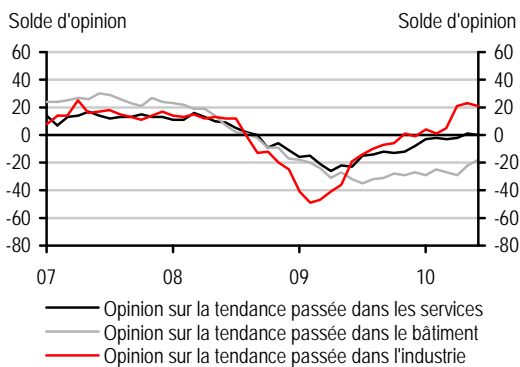
Sources : INSEE, HSBC

14. L'opinion des industriels sur leurs stocks se dégrade de nouveau, alors que les carnets de commande restent faibles



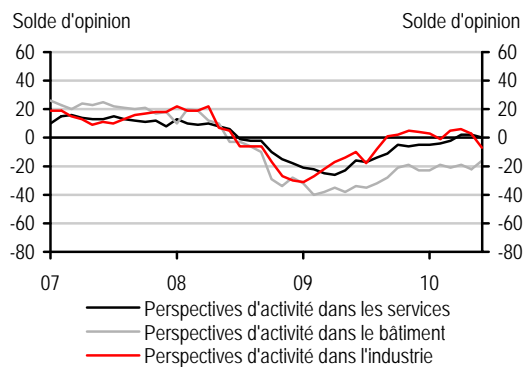
Sources : INSEE, HSBC

15. L'activité passée est restée faible dans les services et la construction. Elle s'est améliorée dans l'industrie...



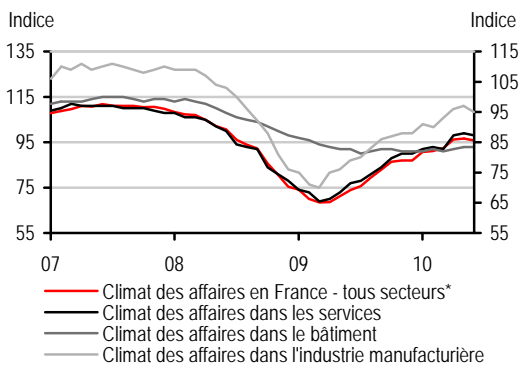
Sources : INSEE, HSBC

16. ...mais les perspectives d'activité recommencent à baisser



Sources : INSEE, HSBC

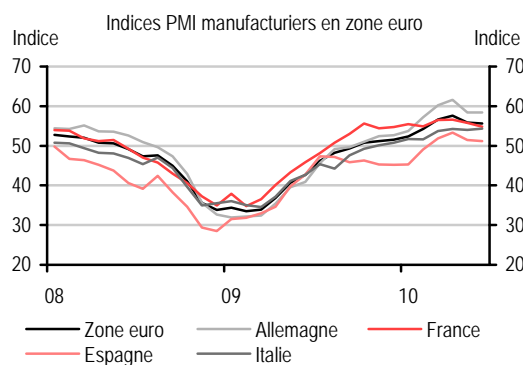
17. Le climat des affaires a marqué le pas en France...



Notes : * = le climat des affaires tous secteurs synthétise les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, les services, le bâtiment, le commerce de détail et de gros

Sources : INSEE, HSBC

18. ...comme dans les autres pays de la zone euro

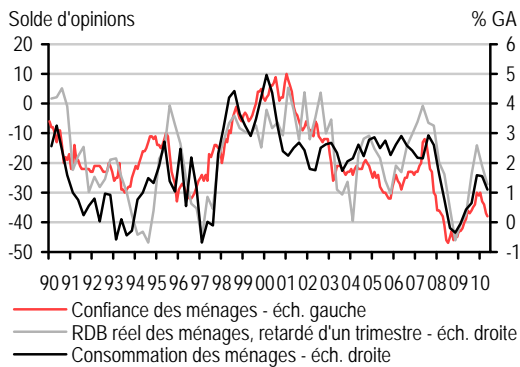


Sources : Markit, HSBC

⁹ Notre indicateur avancé de croissance HSBC est le résultat d'une analyse factorielle basée sur des variables sélectionnées en fonction de leur adéquation au PIB et de leur caractère avancé sur celui-ci. Chacune de ces variables fait l'objet, en amont, d'un filtrage de type Hodrick-Prescott afin d'atténuer leur volatilité.

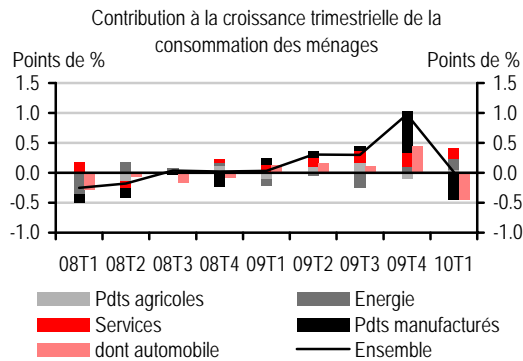
La situation des ménages français

19. Le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages et la baisse de leur confiance pèse sur leur consommation



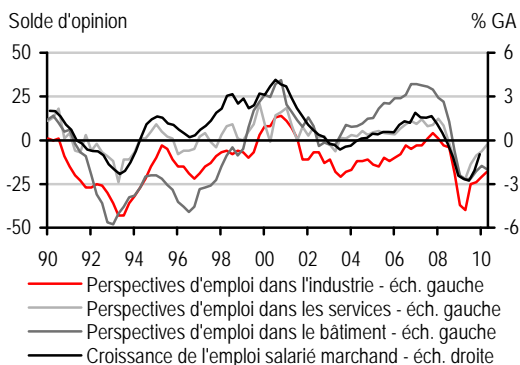
Sources : INSEE, Thomson Financial Datastream, HSBC

20. La dégressivité des primes à la casse a particulièrement touché leur consommation automobile début 2010, comme attendu



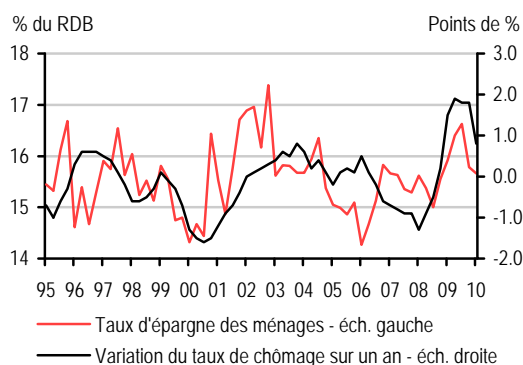
Sources : INSEE, HSBC

21. L'activité ne s'est pas suffisamment améliorée pour permettre une reprise durable de l'emploi



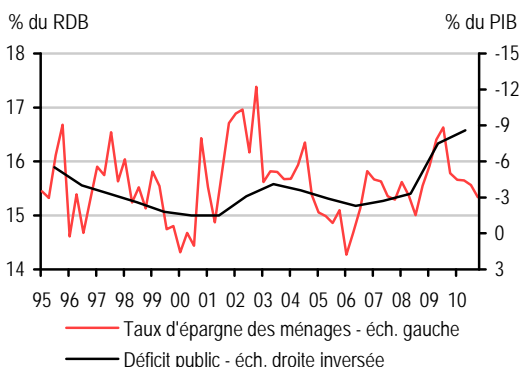
Sources : INSEE, HSBC

22. Le taux d'épargne des ménages restera élevé à cause de la hausse du taux de chômage...



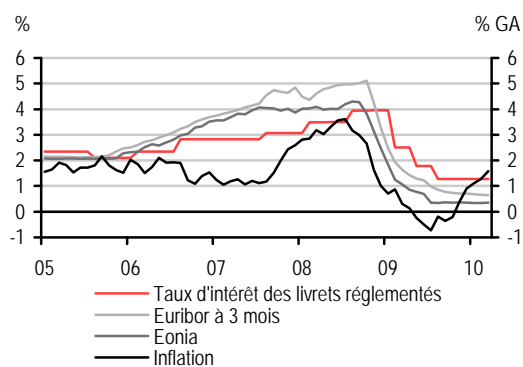
Sources : INSEE, HSBC

23. ... et de la dégradation du déficit public attendue en 2010...



Sources : INSEE, Thomson Financial Datastream, Banque de France, HSBC

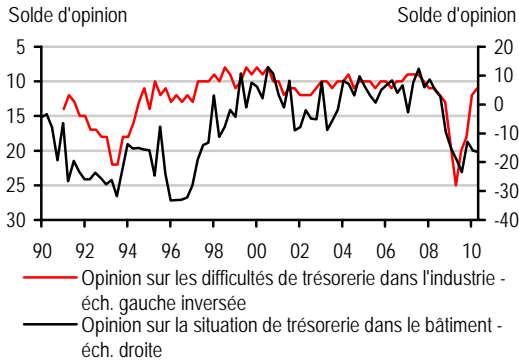
24. ... malgré la remontée graduelle des taux d'intérêt réels des livrets réglementés



Sources : INSEE, Thomson Financial Datastream, Banque de France, HSBC

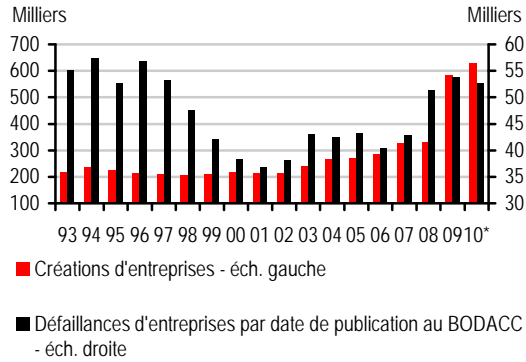
La situation des entreprises françaises

25. La situation de trésorerie s'est améliorée dans l'industrie...



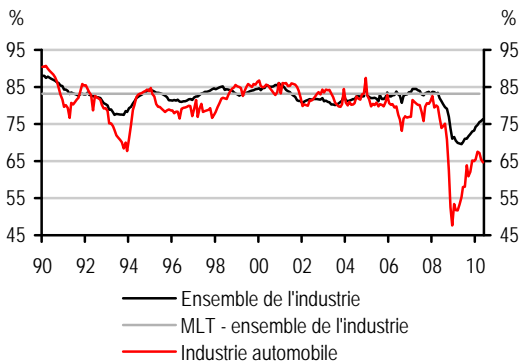
Sources : INSEE, HSBC

26. ... et les défaillances d'entreprises ont commencé à diminuer



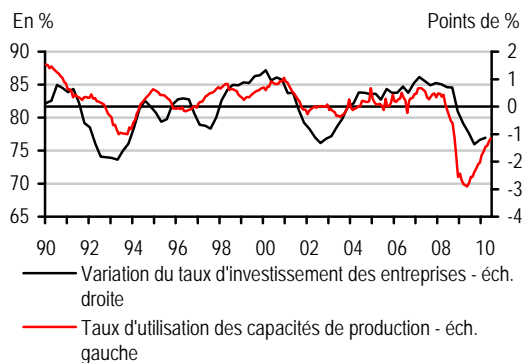
Notes : * = les chiffres pour 2010 présentent le cumul d'avril 2009 à mars 2010
Sources : INSEE, HSBC

27. Mais le taux d'utilisation des capacités de production reste faible et recule à nouveau dans l'automobile...



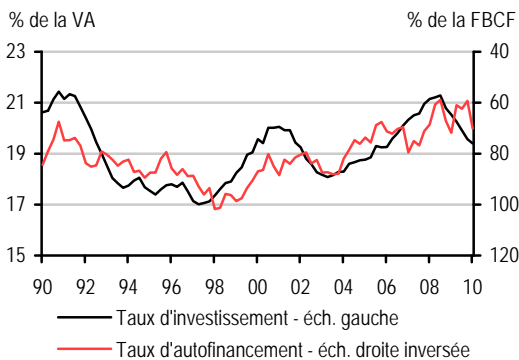
Sources : Banque de France, HSBC

28. ... ce qui va continuer de peser sur l'investissement des entreprises



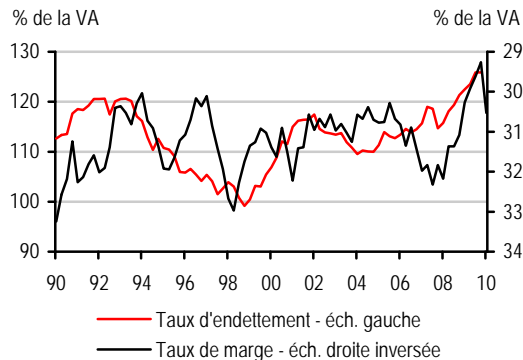
Sources : Banque de France, HSBC

29. De plus, le taux d'autofinancement doit encore remonter...



Notes : Le taux d'autofinancement rapporte la FBCF des entreprises sur leur valeur ajoutée ; le taux d'autofinancement rapporte l'épargne des entreprises sur leur FBCF
Sources : INSEE, HSBC

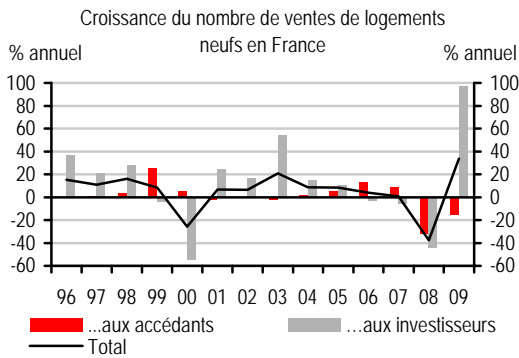
30. ... pour réduire le taux d'endettement



Notes : Le taux de marge rapporte l'excédent brut d'exploitation des entreprises sur leur valeur ajoutée
Sources : INSEE, Banque de France, HSBC

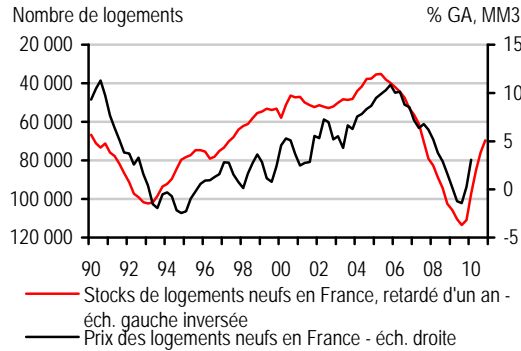
Marché immobilier en France

31. Les soutiens au marché immobilier ont dopé les ventes de logements neufs...



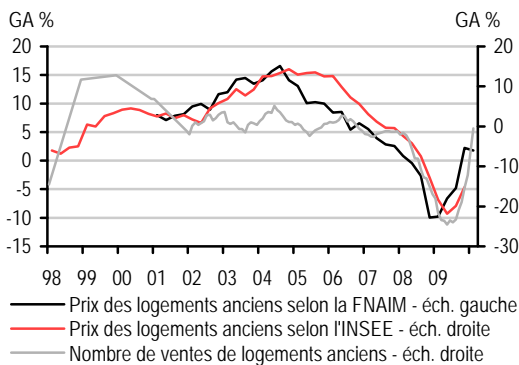
Sources : FPC, HSBC

32. ... et la réduction des stocks a entraîné un rebond des prix de vente des logements neufs



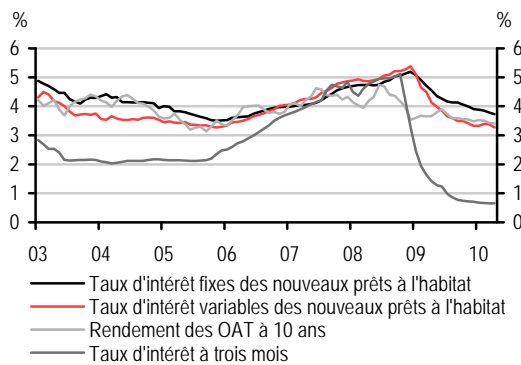
Sources : MEEDDAT, HSBC

33. La reprise du nombre de ventes de logements anciens a aussi entraîné une remontée des prix immobiliers anciens



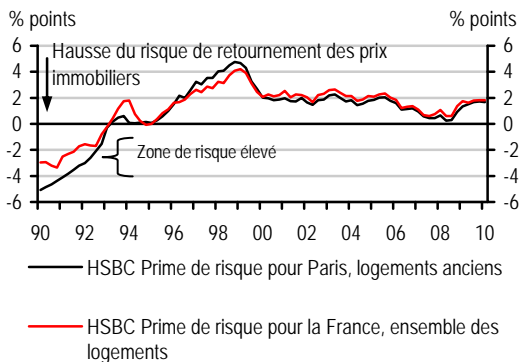
Sources : CGEDD, INSEE, FNAIM, HSBC

34. La baisse des taux d'intérêt des prêts à l'habitat devrait s'arrêter



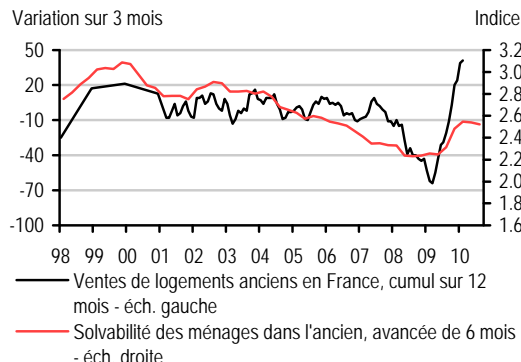
Sources : Banque de France, HSBC

35. Or, la prime de risque¹⁰ associée à un investissement résidentiel s'est déjà stabilisée...



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

36. ... et la solvabilité immobilière des ménages¹¹ s'est à nouveau dégradée



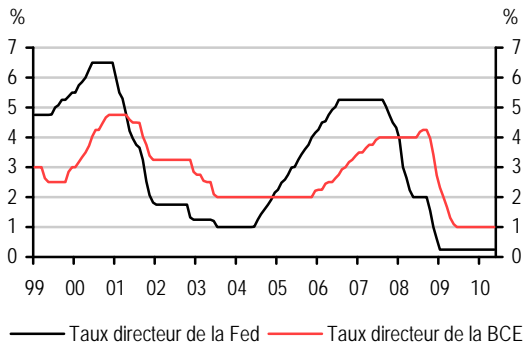
Sources : CGEDD, INSEE, Friggil, Thomson Financial Datastream, calculs HSBC

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

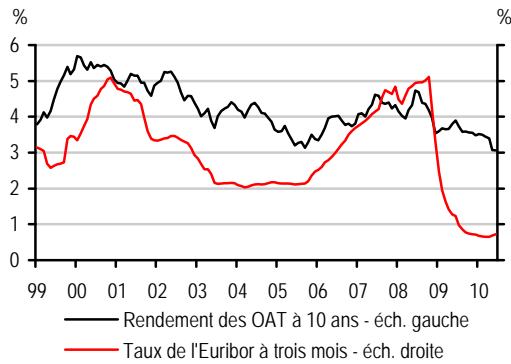
Les crédits aux ménages et aux entreprises

37. Les taux directeurs de la BCE et de la FED conservent leurs plus bas niveaux historiques...



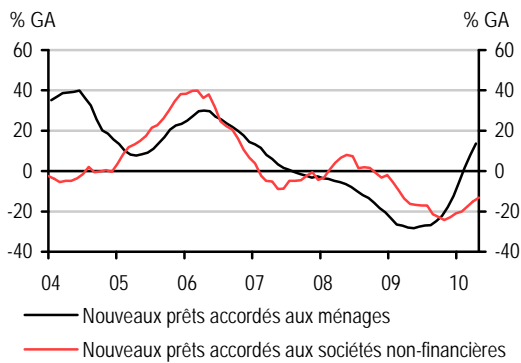
Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

38. ...comme les taux d'intérêt



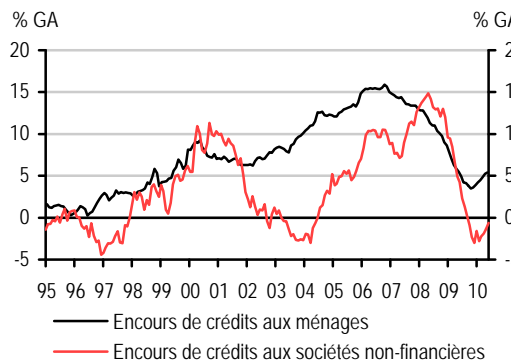
Sources : Thomson Financial Datastream, Banque de France, HSBC

39. La reprise des nouveaux prêts aux ménages se confirme mais les prêts aux sociétés non financières restent faibles



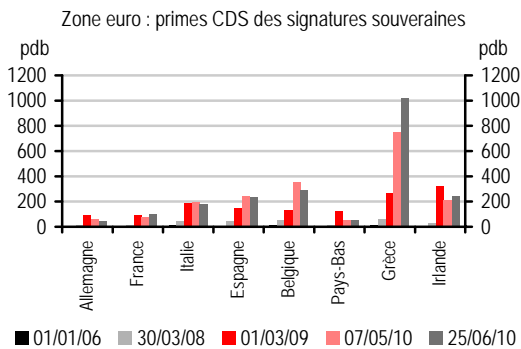
Sources : Banque de France, HSBC

40. Les encours de crédit aux ménages accélèrent de nouveau mais ceux aux entreprises continuent de baisser



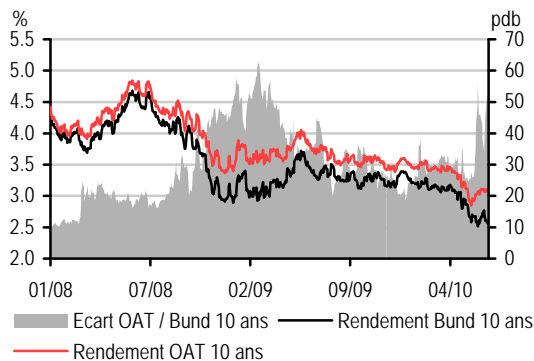
Sources : Banque de France, HSBC

41. L'inquiétude quant aux finances publiques s'est renforcée en zone euro malgré le plan de soutien de l'Union européenne et du FMI...



Sources : Bloomberg, HSBC

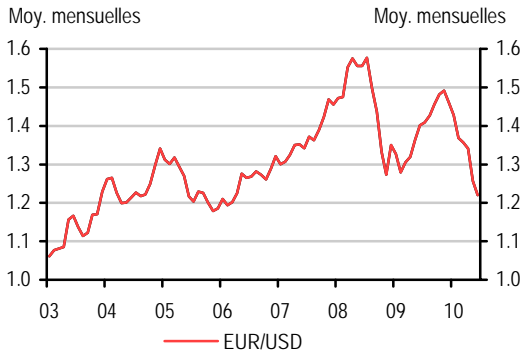
42. ... et les achats de titres obligataires publics et privés par la BCE



Sources : Bloomberg, HSBC

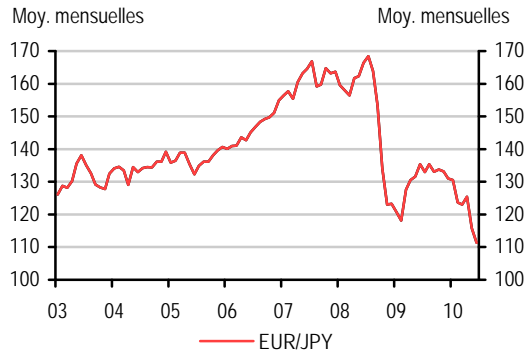
Marchés financiers

43. Les inquiétudes associées à la dette de plusieurs pays européens et à la croissance ont engendré une dépréciation de l'euro contre dollar...



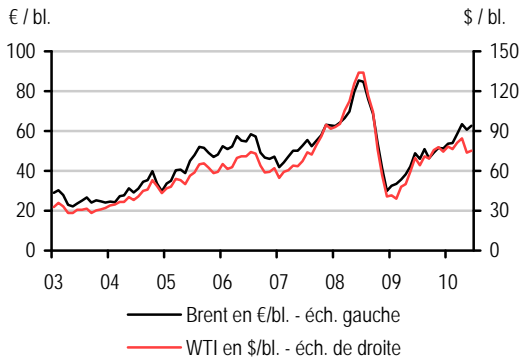
Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

44. ...et contre yen



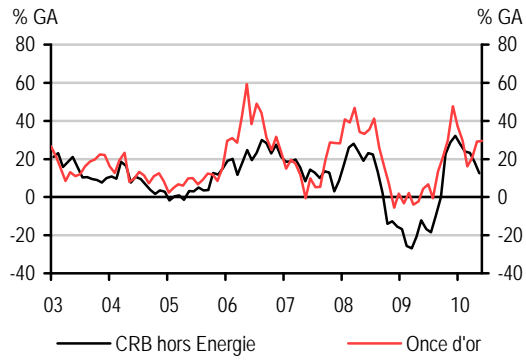
Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

45. Après être remonté en 2009, le prix du pétrole s'est stabilisé en dollars mais continue de croître en euros



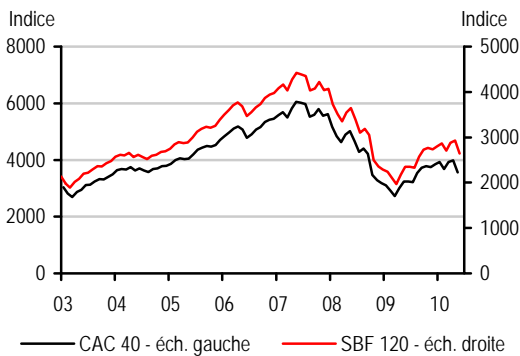
Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

46. Le prix des autres matières premières est aussi fortement remonté, comme le prix de l'or



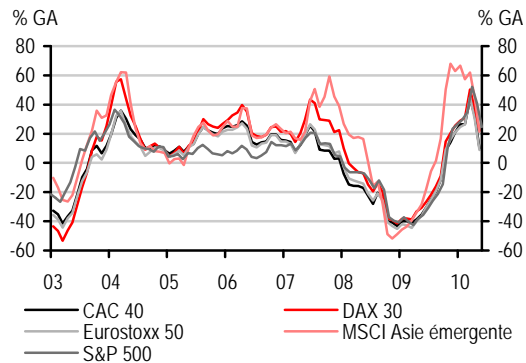
Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

47. Le redressement boursier du début de l'année 2010 a été annulé par la baisse récente...



Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

48. ...comme celui des indices boursiers des autres pays



Sources : Thomson Financial Datastream, HSBC

Finances publiques

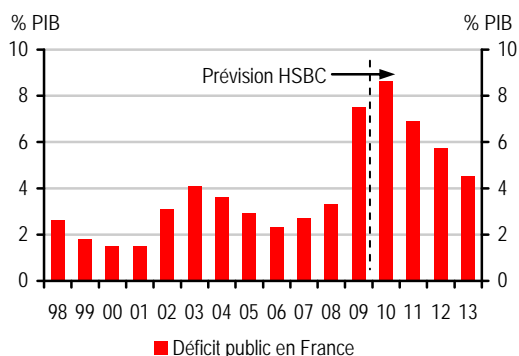
49. Finances publiques en France, prévisions du gouvernement

En % du PIB	2008	2009	2010 (1)	2011 (1)	2012 (1)	2013 (1)
Dépenses des administrations publiques	52.8	56.0	55.8	54.6	53.7	52.8
Recettes des administrations publiques	49.5	48.4	47.6	48.6	49.1	49.8
Prélèvements obligatoires	42.9	41.6	41.0	41.9	42.4	43.0
Dette au sens de Maastricht*	67.5	78.1	83.2	86.1	87.1	86.6
Déficit au sens de Maastricht**	-3.3	-7.5	-8.2	-6.0	-4.6	-3.0

Notes : (1) - Prévision du Gouvernement selon le programme de stabilité notifié à la commission européenne ; * - dans le rapport préparatoire au débat d'orientation budgétaire, le Gouvernement a revu à la hausse sa prévision de dette publique, à 83.7% en 2010, 86.5% en 2011, 87.5% en 2012 puis 87% en 2013 ; ** - Le Gouvernement a annoncé qu'il révisait à la baisse sa prévision de déficit public à -8.0% en 2010.

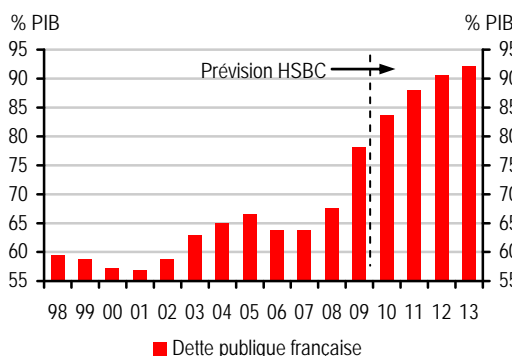
Sources : Commission européenne, INSEE, HSBC

50. Le déficit public français resterait élevé à cause de l'importance de la part structurelle



Sources : INSEE, prévisions HSBC

51. La dette publique en pourcentage du PIB continuerait alors de croître au-delà de 2013



Sources : INSEE, prévisions HSBC

52. La France n'est toutefois pas seule dans ce cas...

Prévision HSBC de déficit public en pourcentage du PIB¹²

	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
Autriche	-3.4	-5.8	-4.1	-3.8	-3.5
Belgique	-6.1	-5.2	-4.8	-4.0	-3.2
Chypre	-6.1	-9.5	-9.2	-7.7	-6.2
Allemagne	-3.1	-5.1	-4.6	-3.7	-2.8
Grèce	-13.6	-9.8	-8.7	-7.1	-6.7
Espagne	-11.2	-10.3	-7.1	-6.8	-6.7
Finlande	-2.4	-5.4	-4.8	-4.8	-3.3
France	-7.5	-8.6	-6.9	-5.7	-4.5
Irlande	-14.3	-12.4	-11.5	-10.0	-8.7
Italie	-5.2	-5.8	-5.5	-5.3	-4.7
Luxembourg	-0.7	-5.1	-5.2	-4.9	-4.6
Malte	-3.8	-6.1	-3.5	-3.3	-3.1
Pays-Bas	-5.3	-7.1	-6.5	-4.9	-3.3
Portugal	-9.4	-9.1	-7.8	-6.6	-5.1
Slovénie	-5.5	-6.2	-4.8	-4.1	-3.5
Slovaquie	-6.8	-6.8	-5.7	-5.2	-4.4
Zone euro	-6.3	-7.1	-5.9	-5.1	-4.3

Note : Selon Eurostat, le déficit pour l'année 2009 pourrait être revu à la hausse de 0.3 à 0.5 point de % du PIB.

Sources : Eurostat, prévisions HSBC

53. ... malgré des hypothèses de croissance nominales élevées

Prévision HSBC de dette publique en pourcentage du PIB

	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
Autriche	66.4	71.0	73.3	75.2	76.8
Belgique	97.0	100.6	102.7	103.9	104.0
Chypre	56.2	64.0	70.6	75.2	78.6
Allemagne	73.2	75.7	79.0	80.9	82.0
Grèce	115.1	134.9	148.1	153.4	157.9
Espagne	53.2	64.8	71.8	77.4	81.8
Finlande	43.9	52.0	58.0	63.8	68.1
France	78.1	83.7	87.9	90.6	92.2
Irlande	64.0	83.5	91.1	96.9	101.8
Italie	115.8	119.0	121.8	124.4	126.0
Luxembourg	14.5	19.2	25.4	31.0	36.2
Malte	69.2	73.7	74.2	74.5	74.8
Pays-Bas	60.9	66.9	70.9	74.3	75.6
Portugal	76.8	86.4	91.4	95.5	97.7
Slovénie	36.0	41.1	44.3	46.8	48.5
Slovaquie	35.7	41.4	45.4	48.6	50.6
Zone euro	78.8	84.5	88.6	91.5	93.4

Sources : Eurostat, prévisions HSBC

¹² Voir « When will the debt stop growing? Stabilising the government debt burden in the Eurozone », 21 juin 2010

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
Economics Europe : Reality bites	6 juillet 2010
Global Economics : Wrestling with debt, Q3 2010	2 juillet 2010
When will the debt stop growing? Stabilising the government debt burden in the Eurozone	21 juin 2010
Marché immobilier français : des fondamentaux encore hésitants	6 mai 2010
Global Economics : Battle scars, Q2 2010	9 avril 2010
Real Ideas – Inflation monthly	8 avril 2010
French inflation : set to stay higher than in the Eurozone	1 avril 2010
France regional elections : 23 of 26 regions under Socialist control	22 mars 2010
Economics Europe : Peripheral Vision	19 mars 2010
Real Ideas – Inflation monthly	9 mars 2010
Marché immobilier français : 2010 des déséquilibres persistants	5 février 2010
France : 2010, les politiques publiques suffiront-elles ? : Prévisions trimestrielles, T1 2010	20 janvier 2010
Global Economics : More hurdles to cross, Q1 2010	22 décembre 2009
Economics Europe : Forecasts and themes for 2010	17 décembre 2009
A new French curiosity - a "grand loan" or an additional public bond	14 décembre 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 décembre 2009
French housing market : Can the recovery continue?	23 novembre 2009
Marché immobilier français : amélioration durable ?	20 novembre 2009
Real Ideas – Inflation monthly	12 novembre 2009
Real Ideas – Inflation monthly	13 octobre 2009
France : perspectives toujours instables : Prévisions trimestrielles, T4 2009	2 octobre 2009
Global Economics : The tipping point..., Q4 2009	1 octobre 2009
Economics Europe : Mixed fortunes	23 septembre 2009
Real Ideas – Inflation monthly	11 septembre 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 juin 2009
Economics Europe : Stuck on the sidelines	16 juin 2009
Real Ideas – Inflation monthly	10 juin 2009
French consumer spending : Resilience set to fade	8 juin 2009
L'exception consommatrice française est-elle soluble dans la crise ?	8 juin 2009
French housing market : further decline ahead	6 mai 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 avril 2009
Economics Europe : Internal affairs	7 avril 2009
France : chômage et déficits : Prévisions trimestrielles, T2 2009	7 avril 2009
Global Economics : For those in peril..., Q2 2009	1 avril 2009
Overshooting in the eurozone : Budget deficits will be bigger than government forecast	13 mars 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 12 juillet 2010.
- 2 Toutes les données de marché figurant dans la présente étude sont datées du 12 juillet 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 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 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. 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. 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