

# Impact du « paquet fiscal » et de la TVA sociale sur la croissance

## « Paquet fiscal » et TVA sociale : des mesures pouvant avoir des effets contradictoires

Les premières mesures économiques annoncées lors de la campagne présidentielle vont être votées au mois de juillet prochain et consistent notamment en la déductibilité des intérêts d'emprunt immobilier pour la résidence principale, l'exonération fiscale et sociale des heures supplémentaires, la suppression des droits de succession et le plafonnement des impôts à 50% du revenu.

Ces mesures vont d'abord avoir pour effet d'accroître le revenu disponible (phase 1) avant de peser sur la croissance via l'accélération des importations (phase 2). Ensuite la baisse du coût du travail liée à la réforme des heures supplémentaires sera à l'œuvre et soutiendra la demande de travail, notamment des grandes entreprises des secteurs intensifs en travail peu qualifié (phase 3). En 2009, deux scénarii : la poursuite des réformes comme la mise en œuvre d'un contrat unique afin d'accroître le taux d'emploi et l'allongement de la durée de cotisation retraite ou la mise en œuvre de la TVA sociale, qui consiste en une réduction des cotisations patronales financées par une hausse de cinq points de TVA et engendrerait une hausse de l'inflation comprise entre 0.45 et 2.25 points.

Ces premières mesures économiques engendreront une hausse du pouvoir d'achat de 16 milliards d'euros en cumulé d'octobre 2007 à 2012. Cela soutiendra la consommation, sans pour autant permettre à la France de rattraper le rythme de croissance de la zone euro. Nous prévoyons une croissance de 1.8% en 2007 et en 2008.

Tableau 1. Impact des mesures Sarkozy sur l'économie française

Mesures	Défiscalisation des heures supplémentaires	Déductibilité des intérêts d'emprunt	TVA sociale (hyp. : +5 points sur tous les biens)
Impact sur le RDB des ménages	0.67 point de %	0.10 point de %	0.29 point de %
Impact sur la consommation	0.57 point de %	0.09 point de %	de -0.40 à -1.72 point de %
Impact sur l'IPC	-	-	de 0.75 à 2.25 point de %
Impact sur les prix immobiliers	-	0.10 point de %	-
Impact sur l'investissement des ménages	-	1.95 point de %	-
Impact sur les heures travaillées	0.05 point de %	-	0.50 point de %
Impact sur la production industrielle	0.11 point de %	0.02 point de %	de -0.08 à -0.34 point de %
Effet Global sur le PIB (yc imports)	0.25 point de %	0.05 point de %	-0.3 point de %

Sources : Calculs HSBC

Mathilde Lemoine  
Direction des Etudes Economiques  
et de la Stratégie marchés  
HSBC France – Tél : 01 40 70 32 66

Pierre-Emmanuel Ferraton  
Economiste – HSBC France

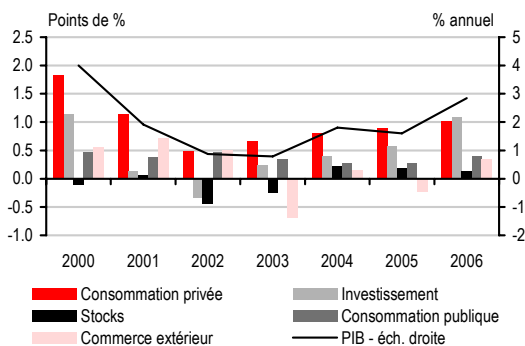
Damien Hinault  
Economiste – HSBC France

## La croissance française est en deçà de celle de la zone euro ...

Depuis le deuxième trimestre 2005, la croissance française a reculé comparativement à celle de la zone euro. En 2006, elle a été de 2.2% en France contre 2.8% dans l'ensemble de la zone euro, après respectivement 1.7% et 1.6% en 2005.

En 2006, l'accélération de la croissance provient du dynamisme de l'investissement et du commerce extérieur. La bonne tenue de ces deux composantes permet d'expliquer 1.0 point de pourcentage de la hausse de la croissance entre 2005 et 2006, soit 83% de l'accélération du PIB de la zone euro.

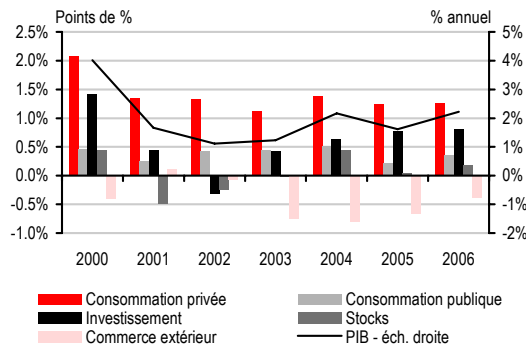
**Graphique 1. L'accélération de l'investissement et la bonne tenue du commerce extérieur ont permis une accélération de la croissance du PIB de la zone euro...**



Sources : Eurostat, HSBC

En France, l'investissement n'a pas accéléré, sa croissance ayant été de 4.1% en 2006 après 4.0% en 2005. Par ailleurs, le commerce extérieur a, certes, moins pesé sur la croissance qu'en 2005, mais cette amélioration est restée faible au regard de celle qu'a connue la zone euro.

**Graphique 2. ...mais une telle évolution n'a pas eu lieu en France**



Sources : INSEE, HSBC

## ... à cause du manque de dynamisme de la production industrielle ...

La faiblesse relative de la croissance française s'explique principalement par celle de l'industrie. La consommation des ménages demeure plus dynamique en France, où elle a crû de 2.2% par an en moyenne depuis 2004, que dans la zone euro où elle a augmenté de 1.5% par an en moyenne sur la même période. Malgré cela, l'activité industrielle progresse moins vite en France que dans la zone euro. Le dynamisme de l'activité industrielle de la zone euro a entraîné une croissance supérieure de 0.6 point de pourcentage en 2006 par rapport à 2005 hors effets indirects.

## ... et d'une moindre utilisation du facteur travail

Avec un niveau de 62.5%, le taux d'emploi<sup>1</sup> en France est aujourd'hui inférieur aux principaux pays développés. Aux Etats-Unis<sup>2</sup> et dans la zone euro, ce taux s'élève respectivement à 74.6% et 66.2%. Et au cours des dix dernières années, le taux d'emploi a progressé moins rapidement en France que dans la zone euro.

Tableau 2. Taux d'emploi des 15-64 ans

	Niveau en %			Taux de croissance en %		
	1995-1998	1999-2005	2006	1995-1998	1999-2005	2006
France	59.38	62.74	62.50	0.75	0.50	0.09
Allemagne	67.68	70.57	71.74	0.22	0.62	0.86
Italie	51.49	55.51	58.74	0.36	1.48	1.77
Espagne	50.42	60.34	66.38	2.61	2.97	2.53
Etats-Unis	75.38	74.86	74.65	0.59	-0.34	0.62
Roy.-uni	69.72	71.85	72.18	0.91	0.32	-0.13
Zone Euro	60.10	64.33	66.17	0.83	0.97	1.08

Sources : OCDE, calculs HSBC

Le taux d'activité<sup>3</sup> accuse lui aussi un retard significatif. Il est actuellement de 68.7% en France en 2006, tandis qu'il dépasse 70% aux Etats-Unis et en zone euro. Il a progressé moins vite que la moyenne européenne cette dernière décennie, notamment en 2006 où il a baissé de 0.8% tandis qu'il augmentait de 0.3% en zone euro.

Tableau 3. Taux d'activité des 15-64 ans

	Niveau en %			Taux de croissance en %		
	1995-1998	1999-2005	2006	1995-1998	1999-2005	2006
France	67.33	69.44	68.74	0.57	0.23	-0.78
Allemagne	73.46	76.70	78.01	0.42	0.78	-0.30
Italie	58.12	61.06	63.25	0.55	0.88	1.04
Espagne	60.59	67.55	72.43	1.24	2.05	1.64
Etats-Unis	79.43	78.83	78.29	0.17	-0.26	0.16
Roy.-uni	75.35	75.78	76.37	0.03	0.11	0.55
Zone-Euro	66.99	70.29	71.81	0.65	0.77	0.29

Sources : OCDE, calculs HSBC

La quantité d'heures travaillées a elle aussi diminué et atteint 1 544 heures en moyenne en 2006.

Tableau 4. Nombre d'heures travaillées en moyenne par employé et par an

	Nombre d'heures			Taux de croissance en %		
	1995-1998	1999-2005	2006	1995-1998	1999-2005	2006
France	1 648	1 567	1 544	-0.57	-0.81	-0.18
Allemagne	1 516	1 455	1 434	-0.72	-0.64	-0.25
Italie	1 892	1 844	1 793	0.08	-0.75	-0.44
Espagne	1 818	1 806	1 793	0.25	-0.28	-0.31
Etats-Unis	1 741	1 727	1 712	0.12	-0.28	-0.07
Roy.-Uni	1 736	1 692	1 668	-0.08	-0.49	-0.26
Zone-Euro	1 836	1 763	1 743	-0.39	-0.68	-0.13

Sources : OCDE, calculs HSBC

Ce mouvement n'est plus compensé par des gains de productivité horaire comme le montrent nos résultats économétriques. Depuis 2006, le différentiel de croissance du taux d'emploi par rapport à la zone euro est de -1 point, tandis que la productivité horaire et la part de la population en âge de travailler permettent de rattraper seulement 0.2 point chacun. Vis-à-vis de l'Allemagne, le retard est encore plus marqué.

<sup>1</sup> Le taux d'emploi mesure la part de la population en âge de travailler, généralement celle âgée de 15 à 64 ans, occupant un emploi.

<sup>2</sup> Le taux d'emploi est ici celui de la population âgée de 16 ans et plus.

<sup>3</sup> Le taux d'activité mesure la part de la population active occupée et inoccupée en pourcentage de la population en âge de travailler.

En termes de productivité horaire, la France perd 0.9 point en 2006 par rapport à l'Allemagne tandis qu'elle en gagnait 0.4 sur la période 1999-2005. Et la croissance du taux d'emploi a été moins rapide en France. Seuls l'augmentation de la part de la population en âge de travailler et le taux de croissance de la population permettent de rattraper respectivement 0.2 et 0.7 point de PIB en 2006 (cf tableau 5).

La mesure d'exonération fiscale et sociale des heures supplémentaires sera donc insuffisante pour compenser ce retard accumulé. En effet, selon nos calculs, elle entraînera une hausse des heures travaillées de 0.05%.

Tableau 5. Différentiel de croissance entre la France et les autres pays, en points de pourcentage

		Allemagne	Italie	Espagne*	Etats-Unis	Royaume-Uni	Zone-Euro*
PIB/tête (données calculées) (1)=(2)+(3)+(4)+(5)	1995-1998	0.5	0.4	-1.3	-0.5	-0.8	0.0
	1999-2005	0.5	0.6	-0.8	-0.2	-0.6	0.2
	2006	-1.5	-0.1	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7
Productivité horaire (2)	1995-1998	-0.3	0.6	2.2	-0.1	0.0	0.7
	1999-2005	0.4	1.3	2.3	-0.1	-0.3	0.5
	2006	-0.9	1.0	1.8	0.2	-0.4	0.2
Nombre d'heures travaillées en moyenne par employé et par an (3)	1995-1998	0.2	-0.6	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5
	1999-2005	-0.2	-0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.1
	2006	0.1	0.3	0.1	-0.1	0.1	0.0
Taux d'emploi (15-65 ans) (4)	1995-1998	0.5	0.4	-2.1	0.2	-0.2	-0.2
	1999-2005	-0.1	-1.0	-2.5	0.8	0.2	-0.5
	2006	-0.8	-1.7	-2.4	-0.5	0.2	-1.0
Taux de la population en âge de travailler (5)	1995-1998	0.1	0.1	-0.5	0.1	-0.1	0.0
	1999-2005	0.4	0.3	-0.1	-0.3	-0.2	0.2
	2006	0.2	0.3	-0.1	-0.2	-0.5	0.2
Taux de croissance de la population (6)	1995-1998	0.1	0.1	0.0	-0.9	0.1	0.1
	1999-2005	0.4	0.3	-0.8	-0.5	0.1	0.0
	2006	0.7	0.4	-0.9	-0.4	0.1	0.1
PIB réel calculé (7)=(1)+(6)	1995-1998	0.6	0.6	-1.3	-1.4	-0.7	0.0
	1999-2005	1.0	0.9	-1.5	-0.7	-0.5	0.2
	2006	-0.7	0.3	-1.6	-1.0	-0.5	-0.6

Sources : Banque Centrale Européenne, OCDE, calculs HSBC

\* Période 1996-1998 au lieu de 1995-1998

## Les mesures annoncées vont agir sur le revenu disponible brut...

Contrairement aux réformes menées habituellement, les mesures qui vont être votées au mois de juillet vont avoir pour premier effet d'augmenter le revenu disponible brut. Les effets positifs précéderont les effets négatifs. Cela se traduira par une dégradation des finances publiques de 12 milliards d'euros en année pleine.

En 2007, l'annonce de la déductibilité des intérêts d'emprunt pourrait engendrer une accélération des transactions immobilières de 3.9% au deuxième semestre (*cf partie B*). L'exonération fiscale et sociale des heures supplémentaires votée en juillet entraînerait une hausse du pouvoir d'achat de 0.67 point de RDB sur un an et une réduction du coût du travail surtout pour les grandes entreprises intensives en main-d'œuvre peu qualifiée (*cf partie A*).

L'effet sur les finances publiques interviendra dès 2007 et se poursuivra en 2008, le cercle vertueux de la croissance n'étant pas enclenché. Nous anticipons une dégradation du déficit de 2.5% en 2006 à 2.7% en 2007 et 2.9% en 2008.

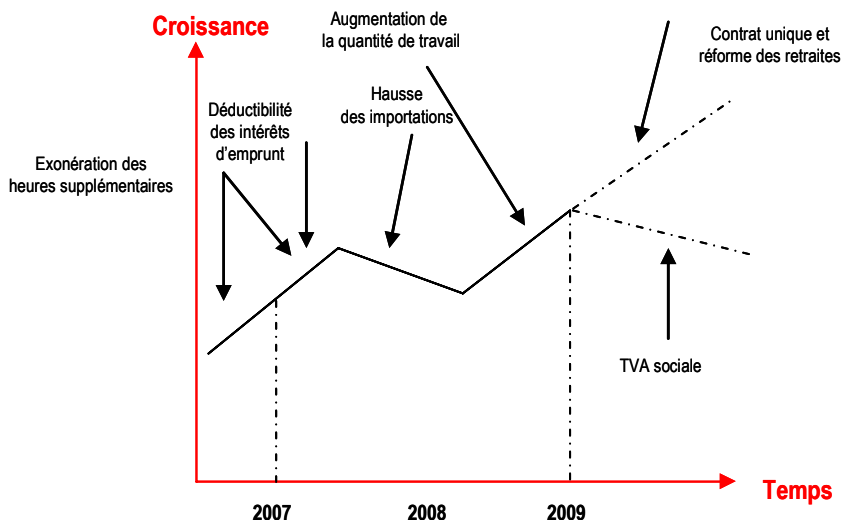
## ... avant d'accroître la quantité de travail

En 2008, la hausse du revenu disponible brut liée à la déductibilité des intérêts d'emprunt immobilier déjà contractés accélérerait l'accroissement de la consommation et des importations. La baisse limitée du coût du travail aurait un impact réduit sur la croissance potentielle (+0.05 point en supposant la productivité du travail constante).

En 2009, la mise en œuvre de la TVA sociale aurait un effet récessif sur la consommation compte tenu de la hausse des prix à la consommation qu'elle induirait (*cf partie C*).

En agissant d'abord sur la consommation, les mesures ne corrigent pas les faiblesses de la France : taux d'emploi trop faible, manque d'innovation et compétitivité hors prix insuffisante. Les effets du paquet fiscal seront insuffisants pour rattraper la croissance de la zone euro de 2.8% en 2007 et de 2.2% en 2008 selon nos prévisions. Cet écart pourrait toutefois se réduire en 2009 si la quantité d'emploi augmentait effectivement. Nous prévoyons une croissance de 1.8% en France en 2008 contre 2.2% en zone euro.

Graphique 3. Chronologie et impact des mesures gouvernementales



## A - La détaxation des heures supplémentaires

- ▶ Augmentation de 0.67% du revenu disponible brut, soit une hausse de 0.57 point de la consommation des ménages.
- ▶ Augmentation de la durée effective du travail de 0.05%.
- ▶ Hausse du coût du travail pour les salaires supérieurs à 1.3 SMIC dans les PME.

### La réforme

Le gouvernement souhaite mettre en place une mesure de détaxation des heures supplémentaires travaillées afin d'inciter les français à travailler plus. Il existe trois sortes d'heures supplémentaires : pour les salariés non cadres, pour les travailleurs à temps partiel et pour les cadres.

Les heures supplémentaires sont effectuées au-delà de 35 heures, la durée légale du travail. Le contingent d'heures supplémentaires est fixé à 220 heures par semaine depuis 2004. Un accord de branche peut fixer un contingent supérieur ou inférieur. Pour les entreprises de moins de vingt salariés et jusqu'au 31 décembre 2008, c'est à partir de la trente sixième heure que les heures supplémentaires sont décomptées du contingent.

Les huit premières heures supplémentaires sont payées 25% plus cher sauf dans les entreprises de moins de vingt salariés pour lesquelles le régime dérogatoire prévoit la possibilité d'accorder une hausse de 10% seulement au lieu de 25% pour les quatre premières heures supplémentaires.

Les salariés à temps partiel peuvent aussi effectuer des heures supplémentaires. Elles sont

appelées « heures complémentaires » et ne peuvent pas être supérieures au dixième de la durée hebdomadaire ou mensuelle prévue au contrat. Cette limite peut être portée à un tiers en cas d'accord de branche ou d'entreprise. Les heures complémentaires au-delà du dixième de la durée hebdomadaire donnent droit à une majoration de salaire de 25%.

Les cadres qui sont au forfait jour, 35% des cadres, ne sont pas soumis au régime d'heures supplémentaires mais ont la possibilité de verser sur un « compte épargne temps » des heures ou des jours de réduction du temps de travail afin d'en bénéficier plus tard dans la limite de 218 jours par an.

### Les modalités de la réforme

- Suppression des charges salariales et de CSG sur les heures supplémentaires et complémentaires, ce qui représente un gain moyen de 21.5% du salaire.
- Majoration salariale minimale de 25% pour toutes les heures supplémentaires à compter du 1<sup>er</sup> octobre.
- Non imposition à l'impôt sur le revenu des rémunérations perçues pour les heures supplémentaires et complémentaires.
- Exonération d'impôt sur le revenu et de cotisations sociales au-delà du plafond de 218 jours annuels pour les cadres au forfait.

Et pour les entreprises :

- Pour les entreprises de plus de vingt salariés : réduction forfaitaire de charges patronales de 0.5€ par heure et par employé.
- Pour les entreprises de moins de vingt salariés : réduction forfaitaire de 1.5€, permettant de compenser la majoration de 10% à 25% des heures supplémentaires.

- Les heures supplémentaires n'entraîneront plus une diminution du taux d'exonération de l'allègement général sur les bas salaires.

## Les implications de la réforme

### 1 - Une hausse du revenu disponible des travailleurs de 0.67% de RDB

Aujourd'hui les salariés à temps plein effectuent en moyenne 46.6 heures supplémentaires par an. Dans les entreprises de moins de vingt salariés, ce nombre est de 86 et tombe à 28 dans les entreprises de plus de 20 salariés. Selon nos calculs, la détaxation des heures supplémentaires aux cotisations sociales salariales et à l'impôt sur le revenu entraînera un gain pour ces salariés de 6.6 milliards d'euros, soit l'équivalent de 0.6% du revenu disponible brut (RDB).

La défiscalisation des heures complémentaires devrait entraîner quant à elle une hausse de 0.5 milliard d'euros du revenu des travailleurs à temps partiel, soit une nouvelle hausse de 0.05% du RDB des ménages. Pour les cadres, l'effet pourrait être de 0.02% du revenu disponible brut supplémentaire.

L'effet sur la production industrielle française sera faible. L'accroissement du pouvoir d'achat des ménages de 0.67% de RDB entraînerait un surcroît de 0.1 point de pourcentage de la production industrielle seulement.

### 2 - Une augmentation de la durée effective du travail de 0.05%

La durée légale du travail est de 1 607 heures par an et le nombre maximum d'heures supplémentaires de 220. Compte tenu du nombre d'heures supplémentaires déjà effectué, l'incitation fiscale permettra au maximum une hausse de 173.4 heures supplémentaires par an.

La hausse du nombre d'heures travaillées pourrait être de 11.2% sans tenir compte de la situation de

l'offre et de la demande de travail. Or, étant données les élasticités de la demande et de l'offre de travail au coût / revenu du travail, l'incitation fiscale est insuffisante pour entraîner la généralisation des heures supplémentaires jusqu'à leur limite.

Tableau 6. Impact de la détaxation des heures supplémentaires : hypothèses retenues

	Total	Entreprises de moins de 20 salariés	Entreprises de plus de 20 salariés
Durée légale du travail par employé et par an	1 607		
Nombre d'heures effectivement travaillées par employé et par an	1 544		
Nombre d'heures supplémentaires par employé et par an	46.6	86	28
Nombre d'heures supplémentaires au maximum par employé et par an	220	220	220

Sources : OCDE, Dares, INSEE, UNEDIC, calculs HSBC

Avec une élasticité-revenu moyenne de 0.25<sup>4</sup>, l'offre de travail pourrait croître jusqu'à 66 heures supplémentaires par an, et non 220.

La demande de travail augmenterait quant à elle de 0.75 heure compte tenu de l'élasticité de la demande de travail au coût de 0.7<sup>5</sup>. En effet, les variations de coût des heures supplémentaires induites par la déduction forfaitaire étant différentes en fonction de la taille d'entreprise, la baisse moyenne pondérée de 2.3% du coût des heures supplémentaires entraînera une hausse de la demande d'heures supplémentaires de 1.6%, soit une augmentation de la durée effective du travail de 0.05% à productivité constante.

L'impact sera plus important pour les salariés au SMIC dans la mesure où l'élasticité coût de l'offre travail et la baisse du coût des heures

<sup>4</sup> Charles-Antoine Guiliani, (juin 2005), « Impact macroéconomique des baisses de charges sur les bas salaires ».

<sup>5</sup> Guiliani, op cit.



supplémentaires sont supérieures (*tableaux 7 et 8*).

**Tableau 7. Impact de la détaxation des heures supplémentaires : niveau d'heures supplémentaires souhaité par les salariés**

	Total	Entreprises de moins de 20 salariés	Entreprises de plus de 20 salariés
Taux de croissance du revenu associé à une heure supplémentaire <sup>6</sup>	66.3%	80.9%	59.2%
Elasticité de l'offre de travail au revenu : employés non qualifiés	0.5	0.5	0.5
Elasticité de l'offre de travail au revenu : employés qualifiés	0.18	0.18	0.18
Elasticité de l'offre de travail au revenu : moyenne	0.25	0.25	0.25
Nouvelles heures supplémentaires : employés non qualifiés	87.6	163.8	50.3
Nouvelles heures supplémentaires : employés qualifiés	61.7	114.0	36.0
Nouvelles heures supplémentaires : moyenne	66.1	122.5	38.5

Sources : OCDE, Dares, INSEE, UNEDIC, calculs HSBC

### 3 – Une baisse du coût d'une heure supplémentaire pouvant aller jusqu'à -14% pour les grandes entreprises

Le coût du travail baissera de 0.5 euro par employé dans les entreprises de moins de vingt salariés et de 1.5 euro pour les autres. Cela engendrera une diminution moyenne pondérée du coût du travail de 2.3%. Toutefois, le coût du travail des salariés des entreprises de moins de vingt salariés dont le revenu est supérieur à 1.3 SMIC augmentera (*cf tableau 7*). La déduction forfaitaire ne suffit pas à compenser la hausse du coût du travail dans les PME induite par la majoration de 25% des heures supplémentaires contre 10% pour les salaires supérieurs à 1.3 SMIC. Compte tenu des incitations fiscales, l'heure supplémentaire serait

payée 1.8 fois plus qu'avant dans les entreprises de moins de 20 salariés et 1.6 fois plus dans les entreprises de plus de 20 salariés, soit en moyenne 1.66 fois plus.

**Tableau 8. Coût d'une heure supplémentaire pour un et deux SMIC dans les entreprises de moins de 20 salariés**

	Entreprises de moins de 20 salariés	SMIC	2 SMIC
Avant Coût d'une heure supplémentaire en euros (entre 36 et 39H)		11.40	26.38
Après Coût d'une heure supplémentaire (entre 36 et 39H) en euros		10.80	28.48
<i>dont réduction forfaitaire en €</i>		1.5	1.5
Baisse du coût pour l'entreprise en %		-5.2%	8.0%
Variation de la demande d'heures supplémentaires %		+3.6%	-5.6%

Sources : Dares, calculs HSBC

En revanche, au niveau du SMIC, l'incitation fiscale se traduira par une baisse du coût d'une heure de travail supplémentaire dans toutes les entreprises. Dans les entreprises de moins de vingt salariés, la baisse du coût du travail sera de -5.2%. Dans les entreprises de plus de vingt salariés, la diminution sera de -14.1%.

**Tableau 9. Coût d'une heure supplémentaire pour un et deux SMIC dans les entreprises de plus de 20 salariés**

	Entreprises de plus de 20 salariés	SMIC	2 SMIC
Avant Coût d'une heure supplémentaire		13.74	29.98
Après Coût d'une heure supplémentaire		11.80	29.48
<i>dont réduction forfaitaire en €</i>		0.5	0.5
Baisse du coût pour l'entreprise en %		-14.1%	-1.7%
Variation de la demande d'heures supplémentaires %		+9.9%	+1.3%

Sources : Dares, calculs HSBC

Les entreprises les plus avantagées seront celles de plus de vingt salariés se caractérisant par un nombre élevé d'employés au niveau du SMIC comme les entreprises agro-alimentaires ou de la distribution. Les services aux particuliers ont une part élevée de leurs salariés au niveau du SMIC mais peu font partie d'une grande entreprise.

<sup>6</sup> Sous l'hypothèse d'un taux marginal d'imposition moyen de 20%.



**Tableau 10. Secteurs se caractérisant par un nombre élevé de salariés au SMIC et par la présence de grandes entreprises**

	Salariés au SMIC en % du total des salariés	Entreprises de plus de 20 salariés en % du nombre total d'entreprises	
Services aux particuliers	36.2	4	Intensif en travail, faible concurrence internationale
Industries agroalimentaires	22.1	10	Intensif en capital, forte concurrence internationale
Commerce – distribution	20.9	7	Intensif en travail, faible concurrence internationale
Activités immobilières	15.8	2	Intensif en travail, faible concurrence internationale
Transport	9.5	14	Intensif en travail, forte concurrence internationale
<b>Moyenne</b>	<b>15.1</b>	<b>6</b>	

Sources : INSEE, calculs HSBC

La forte réduction du coût du travail au niveau du SMIC risque par ailleurs de renforcer l'incitation à utiliser les heures supplémentaires au niveau du SMIC aux dépens de l'embauche. Et cela pourrait conduire les entreprises et surtout les PME à substituer du travail peu qualifié à du travail qualifié dans le partage des heures supplémentaires.

## B - La déductibilité des intérêts d'emprunt

- ▶ Augmentation du revenu disponible brut de 0.1 point grâce à la déductibilité des intérêts d'emprunt immobiliers déjà contractés.
- ▶ Accélération du nombre de transactions soutenue par la hausse de la demande liée à la suppression des droits de succession pour 95% des ménages.
- ▶ La hausse de la solvabilité est trop faible pour inverser le ralentissement du marché immobilier.

### La réforme

Les intérêts d'emprunt versés par les acquéreurs d'une résidence principale vont être déductibles de l'impôt sur le revenu à compter de 2008 dans le but affiché d'accroître le nombre de propriétaires. La réduction d'impôt prendrait la forme d'un crédit d'impôt et pourrait donc ainsi faire l'objet d'un remboursement pour ceux qui ne paient pas d'impôt ou un impôt inférieur au montant d'intérêts d'emprunt payés.

### Les modalités de la réforme

Le crédit d'impôt sera limité à 20% des intérêts versés, dans la limite de 750€ par an pour une personne célibataire et de 1 500€ pour un couple. Ce plafond sera majoré de 100€ pour chaque personne à charge. La déduction des intérêts d'emprunt s'appliquera sur les cinq premières années de remboursement aux emprunts contractés pour les seules résidences principales et sur les impôts versés en 2008. La mesure sera applicable à compter du premier du mois suivant la promulgation de la loi votée en juillet lors de la

session extraordinaire. Ce sera probablement en septembre ou octobre.

### Les implications de la réforme

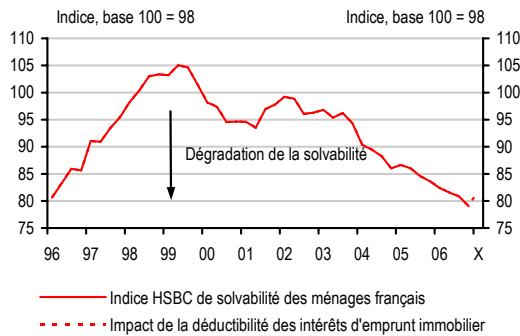
#### 1 - Une hausse du revenu disponible brut de 0.1 point en 2008.

La déductibilité des intérêts d'emprunt versés pour des prêts existants, dans la limite des intérêts versés au titre des cinq premières années va engendrer une augmentation du revenu disponible brut. Compte tenu des intérêts versés pour les emprunts immobiliers contractés au cours des cinq dernières années, la hausse du revenu disponible brut serait de 0.1 point de RDB en 2008.

#### 2 - Une hausse de la solvabilité des ménages de 3.9%

La déductibilité des intérêts d'emprunt pour les nouveaux prêts immobiliers va limiter le ralentissement immobilier d'ici fin 2007 sans inverser la tendance. En effet, l'annonce de cette mesure avait entraîné un report des transactions dans l'attente des modalités. Une fois la mesure votée, les transactions s'accéléraient et ce, d'autant que la demande reste soutenue. De plus, cette déduction va entraîner une hausse de la solvabilité des ménages qui se dégradait de 3.8% par an en moyenne depuis 2004 (*pour plus de détail, voir notre publication : Actualités Economiques « France : dégradation du marché immobilier » parue le 3 mai 2007*). Compte tenu du plafonnement de la réduction d'impôt, le coût d'un emprunt moyen serait réduit de 6.0%, ce qui équivaut à une baisse du taux effectif global de 28 points de base. La solvabilité des ménages s'accroîtrait alors de 3.9% selon notre indicateur de solvabilité des ménages.

**Graphique 4. Impact de la déductibilité des intérêts d'emprunt immobilier sur la solvabilité des ménages**



Sources : INSEE, FNAIM, Friggit, Banque de France, calculs HSBC

Le plafonnement de la déductibilité réduit significativement l'effet de la mesure et ne fait que compenser partiellement la hausse de taux moyenne de 55.1 points de base survenue entre octobre 2005 et janvier 2007. Selon nos calculs, si les intérêts des cinq premières années d'emprunt avaient été totalement déductibles, le coût de l'emprunt aurait diminué de 38%, soit l'équivalent d'une baisse de 180 points de base du taux effectif global, entraînant une hausse de la solvabilité des ménages de 22.1%.

La suppression des droits de succession pour 95% des ménages et l'augmentation du plafond de donation en franchise d'impôt auraient un effet parallèle d'accroissement de la demande immobilière. Cette augmentation conjointe de la hausse de la solvabilité des ménages et de la demande ne se traduira pas immédiatement par une hausse des prix car les mises en chantier restent supérieures à leur niveau d'équilibre. Pour parvenir à cette conclusion, nous avons développé un modèle de prévisions des mises en chantier, basé sur les ventes et les variations de stocks passées.

Mises en chantier d'équilibre :

$$(Hstart_t - Hstart_4) = \beta_0 + \beta_1 * Stcons_1 + \beta_2 * Stcons_5$$

$$+ \beta_3 * (sales_1 - sales_4) + \beta_4 * \Delta Stachev_t$$

Où :  $\beta$  = Coefficients

$Hstart$  = Mises en chantier

$Stcons$  = Stocks de logements en construction

$Sales$  = Ventes de logements neufs

$\Delta Stachev$  = Stocks de logements achevés

Sous l'hypothèse d'une hausse de 3.9% de la demande de logements, les mises en chantier augmenteraient de 1.0%. La hausse plus faible de l'offre que de la demande entraînerait un surplus de demande, que nous estimons à 11 322 logements par an. Cela permettrait une réduction progressive des stocks. Après avoir atteint 78 948 unités au quatrième trimestre 2006 contre une moyenne de 63 787 unités entre 1985 et 2006, les stocks de logements neufs retrouveraient ainsi leur niveau moyen à la fin du deuxième trimestre 2008.

Jusqu'à cette date, cela ne se traduira pas par une hausse des prix mais par une hausse de l'investissement des ménages en logements neufs. Au total, l'investissement résidentiel des ménages pourrait augmenter de 1.95 point de pourcentage. Néanmoins, l'impact sur le PIB français serait limité à 0.01 point de pourcentage.

Une fois les stocks réduits à leur niveau de longue période, cette mesure augmenterait le rythme de hausse des prix de seulement 0.1 point de pourcentage à partir du deuxième trimestre 2008.

**Tableau 11. Déterminants de la croissance des prix immobiliers en France**

Variable	Coefficient	Ecart-type
Constante	0.108	0.024
Croissance des prix passée	0.487	0.094
Ratio Prix / RDB passé	-68.74	17.34
Taux d'intérêt	-0.418	0.161
Croissance de la population	3.909	1.989
Croissance du RDB par tête	0.291	0.215
<b>R<sup>2</sup> ajusté</b>		<b>80.5%</b>

Sources : calculs HSBC

## C - La TVA sociale

- ▶ Si la baisse de charges n'est pas répercutée sur les prix de vente, l'inflation augmenterait de 4.4 points avec une hausse généralisée du taux de TVA de 5 points.
- ▶ Les prix des produits importés s'accroîtront relativement aux autres biens. Or ils représentent 45% des biens manufacturés consommés et il n'y a pas toujours de substituts produits nationalement.
- ▶ Le faible taux de marge des entreprises françaises et le dynamisme de la consommation nous font anticiper une progression minimum de 0.75 point d'inflation pour cinq points de TVA supplémentaires.

### La réforme

Le gouvernement a annoncé réfléchir à l'application d'une TVA sociale qui consiste en une baisse des cotisations sociales patronales financée par une hausse du taux de TVA. L'objectif est de réduire le coût du travail et donc les prix à la production de façon à ce que les prix à la consommation n'augmentent pas.

Une hausse de cinq points de TVA comme proposé par le premier ministre placerait la France parmi les pays de l'Union européenne ayant le taux normal le plus élevé.

Tableau 12 : Taux normal de TVA dans l'Union européenne

Allemagne	19,0%	France	19,6%	Pays-Bas	19,0%
Autriche	20,0%	Grèce	19,0%	Pologne	22,0%
Belgique	21,0%	Hongrie	20,0%	Portugal	21,0%
Bulgarie	20%	Irlande	21,0%	Rép.-tchèque	19,0%
Chypre	15,0%	Italie	20,0%	Roumanie	19%
Danemark	25,0%	Estonie	18,0%	Roy.-Uni	17,5%
Espagne	16,0%	Lituanie	18,0%	Slovaquie	19,0%
Estonie	18,0%	Luxembourg	15,0%	Slovénie	20,0%
Finlande	22,0%	Malte	15,0%	Suède	25,0%

Sources : Commission Européenne, HSBC

### Les modalités de la réforme

Trois taux de TVA sont applicables en France :

- le taux normal de 19.6% pour la majorité des biens et services ;
- le taux réduit de 5.5% pour les produits de première nécessité et de consommation courante (alimentation et biens culturels) ;
- le taux super réduit de 2.1% pour la presse et les médicaments remboursés par la sécurité sociale.

Tableau 13. Évolution du taux de TVA en France

	Taux super réduit	Taux réduit	Taux intermédiaire	Taux normal	Taux majoré
janv. 1968 - nov. 1968	-	6.00%	13.00%	16.66%	20.00%
déc. 1968 - déc. 1969	-	7.00%	15.00%	19.00%	25.00%
janv. 1970 - déc. 1972	-	7.50%	17.60%	23.00%	33.33%
janv. 1973 - déc. 1976	-	7.00%	17.60%	20.00%	33.33%
janv. 1977 - juin 1982	-	7.00%	-	17.60%	33.33%
juil. 1982 - nov. 1988	5.50%	7.00%	-	18.60%	33.33%
déc. 1988 - août 1989	5.50%	7.00%	-	18.60%	28.00%
sept. 1989 - août 1990	2.10%	5.50%	-	18.60%	25.00%
sept. 1990 - déc. 1992	2.10%	5.50%	-	18.60%	22.00%
janv. 1993 - juil. 1995	2.10%	5.50%	-	18.60%	-
août 1995 - mars 2000	2.10%	5.50%	-	20.60%	-
avr. 2000 - aujourd'hui	2.10%	5.50%	-	19.60%	-

Sources : INSEE, Commission Européenne, HSBC

La TVA rapporte 127 milliards d'euros dont 89% pour le taux normal. Le détail de la réforme étant encore à spécifier, nous retenons l'hypothèse d'une hausse généralisée des taux de TVA de cinq points.

Les entreprises devront réduire leurs prix de vente proportionnellement à la réduction des cotisations patronales. Les prix des produits importés qui représentent 18% de l'indice des prix à la consommation augmenteront du montant de la TVA, la baisse des charges ne s'appliquant pas.

## Les implications de la réforme

### 1 - Une pression à la hausse sur l'inflation comprise entre 0.75 et 2.25 points pour une hausse de cinq points de TVA

Le poids des produits importés dans les produits formant les prix à la consommation est de 18%. Ainsi, si le prix hors taxe des produits importés n'était pas modifié, une hausse de un point de TVA générerait une tension inflationniste à hauteur de 0.15 point d'inflation.

Quand aux autres produits, si les entreprises françaises abaissaient leur prix hors taxe à hauteur de la baisse de leur coût de production<sup>7</sup>, la hausse de un point de TVA se traduirait au final par une hausse du prix TTC des produits français de 0.27%. L'inflation serait supérieure de 0.22 point.

Néanmoins, nous considérons que les entreprises françaises vont accroître leur taux de marge de sorte que celui-ci revienne à sa moyenne de

longue période. Elles réduiront alors leur prix hors taxes à hauteur de deux tiers de la baisse de leur coût de production. Ainsi, une hausse de un point du taux de TVA générerait une tension inflationniste due aux entreprises françaises de 0.30 point.

Au total, en supposant que deux tiers de la baisse des coûts de production seront répercutés sur les prix hors taxe et que les entreprises étrangères n'ajusteront pas leurs marges, une hausse de un point du taux de TVA se traduirait par un surcroît d'inflation de 0.45 point. Pour une hausse de cinq points, l'effet inflationniste serait alors de 2.25 points.

Si la baisse des charges n'était pas du tout répercutée dans les prix des producteurs français, un point de TVA supplémentaire engendrerait 0.87 point d'inflation supplémentaire.

**Tableau 14. Effet d'une hausse de 1 point de TVA sociale selon différents scénarios**

Scénarios	Impact sur les prix	Impact sur les marges	Impact sur le RDB
↑ des prix importés et pas de répercussion des baisses de charges sur les prix de vente HT	+0.87% pt	++	---
↑ prix des produits importés et ↓ des prix de vente des produits nationaux à hauteur de 2/3 de la ↓ du coût de production	+0.45% pt	+	--
Maintien des prix TTC des produits nationaux et ↑ des prix importés	+0.15% pt	-	-
↓ des marges de 2.61% pour les entreprises étrangères et de 1% pour les nationales	+0.00% pt	-	o

Sources : INSEE, calculs HSBC

Si la majoration du taux de TVA s'appliquait uniquement aux produits soumis à un taux de TVA de 19.6%, cette mesure concernerait 51.7% des produits entrant dans le panier de consommation des ménages. Une hausse de un point du taux de TVA entraînerait alors un surcroît d'inflation de 0.57 point si les prix hors taxe des produits locaux et importés ne

<sup>7</sup> Le coût du travail représente 65.7% de la valeur ajoutée. Ainsi, nous estimons qu'une hausse de 1 point de TVA compensée par un allègement de charges patronales permettrait une baisse du coût du travail de -0.9 point et donc de -0.6% du coût de production des entreprises françaises.

changeaient pas. Et si les entreprises françaises abaissaient leur prix hors taxe à hauteur de la baisse de leur coût de production, cela générerait une tension inflationniste à hauteur de 0.23 point d'inflation, soit un total de 1.2 point pour une hausse de 5 points du taux normal.

## 2 - Un impact sur les OATi

Si on retient l'hypothèse d'une répercussion partielle de la baisse des coûts du travail sur les prix de vente des producteurs locaux et d'une hausse des prix TTC importés, l'augmentation de cinq points de TVA entraînerait un surcroît d'inflation de 2.25 points. A l'inverse, si les entreprises françaises abaissaient légèrement leur marge afin de réduire l'impact inflationniste d'une hausse de cinq points de TVA, le surplus d'inflation serait de 0.75 point. Le tableau suivant résume l'impact sur le niveau du point mort d'inflation de ce scénario.

**Tableau 15. Effet d'une hausse de 5 points de TVA en France à partir de janvier 2009 sur le niveau du point mort d'inflation en France**

Hausse des prix		Impact en pdb pour une OATi à maturité...			
		OATi 09	OATi 11	OATi 17	OATi 29
Min	0.75	21.0	18.4	7.4	3.4
Max	2.25	63.0	55.1	22.3	10.2

Sources : calculs HSBC

**Tableau 16. Effet d'une hausse de 5 points de TVA en France sur le niveau du point mort d'inflation en zone euro**

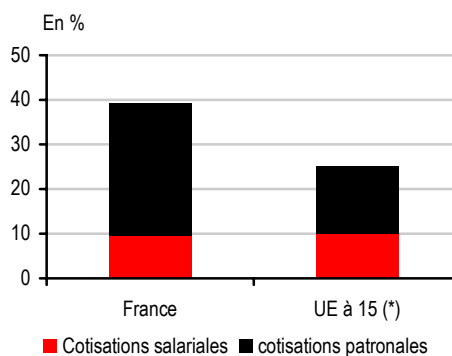
Hausse des prix		Impact en pdb pour une OATéi à maturité...			
		OATéi 10	OATéi 12	OATéi 20	OATéi 40
Min	0.16	5.0	3.1	1.2	0.5
Max	0.47	15.1	9.2	3.6	1.4

Sources : calculs HSBC

## 3 - Une réduction du coût du travail de 0.9 %

Compte tenu des prélèvements actuels des cotisations de TVA, une hausse généralisée de 1 point du taux de TVA générerait un surplus de recettes de 8.6 milliards d'euros. Si ce surplus de recettes était utilisé entièrement afin de diminuer les charges patronales, cela réduirait ces prélèvements de -4.2%, soit l'équivalent d'une baisse de -1.35 point du taux de charges patronales. L'attribution des recettes de TVA à un allègement des charges patronales permettrait une baisse de -0.9% du coût du travail. La compétitivité-coût des entreprises françaises s'améliorerait par rapport à celle de la zone euro.

**Graphique 5. Cotisations sociales salariales et patronales en % du salaire pour les personnes célibataires sans enfant**



Sources : OCDE, HSBC

(\*) Danemark, Royaume-Uni, Suède et pays de la zone euro hors Slovénie

## D - Le bouclier fiscal et l'allègement des droits de succession

Le gouvernement a annoncé un bouclier fiscal garantissant que le montant total de l'impôt sur le revenu, l'impôt sur la fortune, les impôts locaux, la CSG et la CRDS payés ne dépassent pas 50% du revenu. Compte tenu du nombre de contribuables concernés par cette mesure et de l'ancien plafonnement à 60% du revenu, cette mesure entraînerait une hausse du revenu des ménages.

Une réduction d'impôt sur la fortune est également prévue en faveur des investissements dans le capital des PME et des dons effectués au profit d'organismes. Les contribuables pourront imputer 75% des versements effectués dans les PME sur le montant d'ISF mis à leur charge dans la limite de 50 000 euros.

Au total, ces deux mesures conduiraient à une hausse de 0.2 point du revenu disponible brut des ménages.

Les droits de succession seraient supprimés pour que 95% des successions, contre 73% en 2005. Ainsi, la part du conjoint survivant sera totalement exonérée de charges tandis qu'actuellement celui-ci bénéficiait d'un abattement limité à 76 000€. De plus, l'abattement de chaque enfant devrait être porté à 150 000€, contre 50 000€ aujourd'hui. Cette mesure devrait, selon nous, entraîner une hausse du revenu disponible brut de 0.2%.



## Annexe 1:

L'équation suivante distingue les différentes composantes structurelles du facteur travail qui interviennent dans la détermination de la croissance du PIB.

$$\Delta\left(\frac{PIB_{reel}}{Population_{Totale}}\right) = \Delta\left(\frac{PIB_{reel}}{Heures}\right) + \Delta\left(\frac{Heures}{Emploi}\right) + \Delta\left(\frac{Emploi}{Population_{15-64}}\right) + \Delta\left(\frac{Population_{15-64}}{Population_{Totale}}\right)$$

La première composante dans la partie droite de l'équation représente la productivité horaire du travail. Le deuxième facteur est le nombre d'heures travaillées par employé et par an, le troisième ratio est le taux d'emploi et le quatrième le taux de population en âge de travailler.

En 2006, le taux de croissance du PIB en France a été de 2.2% alors qu'il a atteint 3% en Allemagne et 2.8% en zone euro. Le différentiel de croissance s'élève donc à -0.7 point de pourcentage avec l'Allemagne et à -0.6 point avec celui de la zone euro. Depuis la période 1999-2005, les résultats de la France se sont dégradés. En effet, sur cette même période, l'excédent était alors de 1 point vis-à-vis de l'Allemagne de 0.2 point vis-à-vis de la zone euro. La décomposition du PIB réel permet de mieux comprendre quelles sont les sources de ce différentiel apparu en 2003.

Tableau 17 – Décomposition du PIB, données en taux de croissance annuel

		France	Allemagne	Italie	Espagne*	Etats-Unis	Royaume-Uni	Zone-Euro*
PIB/tête (1)=(2)+(3)+(4)+(5)	1995-1998	2.0	1.5	1.5	3.3	2.5	2.7	2.0
	1999-2005	1.7	1.1	1.1	2.4	1.8	2.3	1.5
	2006	1.6	3.1	1.7	2.3	2.3	2.2	2.3
Productivité horaire (2)	1995-1998	1.8	2.1	1.3	-0.3	1.9	1.8	1.1
	1999-2005	1.9	1.5	0.7	-0.4	2.1	2.2	1.4
	2006	1.7	2.7	0.7	0.0	1.5	2.1	1.5
Nombre d'heures travaillées moyenne par employé et par an (3)	1995-1998	-0.6	-0.7	0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1
	1999-2005	-0.8	-0.6	-0.8	-0.3	-0.3	-0.5	-0.7
	2006	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1
Taux d'emploi (15-65 ans) (4)	1995-1998	0.8	0.2	0.4	2.9	0.6	0.9	0.9
	1999-2005	0.5	0.6	1.5	3.0	-0.3	0.3	1.0
	2006	0.1	0.9	1.8	2.5	0.6	-0.1	1.1
Taux de la population en âge de travailler (5)	1995-1998	-0.1	-0.1	-0.2	0.4	-0.1	0.1	0.0
	1999-2005	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.4	0.3	-0.2
	2006	0.0	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.5	-0.2
Taux de croissance de la population (6)	1995-1998	0.3	0.2	0.2	0.3	1.2	0.3	0.3
	1999-2005	0.5	0.1	0.2	1.3	1.0	0.4	0.5
	2006	0.6	-0.1	0.2	1.5	1.0	0.5	0.5
PIB réel calculé (7)=(1)+(6)	1995-1998	2.3	1.7	1.7	3.6	3.7	3.0	2.2
	1999-2005	2.2	1.2	1.3	3.7	2.9	2.7	2.0
	2006	2.2	3.0	1.9	3.8	3.3	2.8	2.8

Sources : Banque Centrale Européenne, OCDE, calculs HSBC

\* Période 1996-1998 pour au lieu de 1995-1998

## Annexe 2 :

### Note explicative sur la défiscalisation des heures supplémentaires :

#### Dispositif actuel de rémunération des heures supplémentaires :

La durée hebdomadaire légale de travail en France est aujourd'hui de 35 heures, soit 1 607 heures par an pour une personne employée à plein temps. Au-delà de ces heures légales, l'employeur peut demander à ses salariés d'effectuer des heures supplémentaires. Ces dernières ouvrent droit à une majoration de salaire et, sous conditions, à un repos compensateur. Le nouveau gouvernement, sous l'impulsion de Nicolas Sarkozy, veut offrir la possibilité aux français de « *travailler plus pour gagner plus* », en défiscalisant ces heures supplémentaires.

Aujourd'hui, le décret Fillon de 2004 limite le contingent de ces heures supplémentaires à 220 heures par an et par salariés. Elles sont rémunérées 25% de plus qu'une heure légale jusqu'à la huitième heure supplémentaire par semaine. Au-delà, ce taux passe à 50%.

Toutefois, pour les entreprises de vingt salariés et moins, ces heures supplémentaires sont comptabilisées et rémunérées différemment. Tout d'abord, une heure supplémentaire n'est comptabilisée dans le contingent qu'après la trente-sixième heure de travail hebdomadaire. Par ailleurs, la rémunération des quatre premières heures supplémentaires sont majorées de 10% et les quatre suivantes 25%. Au-delà, le taux passe à 50% comme pour les autres entreprises. Enfin, il existe des dérogations à ces règles qui, dans certaines branches, (restauration, hôtellerie, transport, notamment) fixent une rémunération plancher à hauteur de 10% quelle que soit la taille de l'entreprise (voir tableau ci-dessous). En outre, une convention

ou un accord collectif peut prévoir de remplacer cette rémunération supplémentaire par un repos compensateur. Par exemple, une heure rémunérée à 150% pourra être remplacée par un repos d'une heure et 30 minutes.

Tableau 18 - Majoration de salaire des heures supplémentaires

	Avant la mesure		Après la mesure
	Entreprises de 20 salariés et moins	Entreprises de plus de 20 salariés	Toutes les entreprises
Avec un accord plancher	10% pour les 8 premières heures	10%	Pas de changement
En l'absence d'accord	10% pour les 4 premières heures, puis de 25 % entre la 5 <sup>ème</sup> et la 8 <sup>ème</sup> heure	25 %	25 %
Au-delà de la 8 <sup>ème</sup> heure	50 %	50 %	50 %
Au-delà du contingent	50 %	50 %	50 %

Sources : Dares, Ministère du travail

#### Que prévoit la nouvelle mesure de défiscalisation des heures supplémentaires ?

Les charges salariales et patronales représentent respectivement 21.5 % et 45% du salaire brut au niveau du SMIC (salaire minimum interprofessionnel de croissance). Le gouvernement entend diminuer ces deux types de charges sur les heures supplémentaires. Du côté des salariés, les charges ne devraient plus être payées. En outre, la rémunération obtenue pour les heures supplémentaires ne serait pas imposable. Du côté de l'employeur, la charge baissera, mais sera modulable selon la taille de l'entreprise. Pour les entreprises de plus de vingt salariés, une réduction forfaitaire de 0.5€ par heure supplémentaire sera accordée. Pour les entreprises de vingt salariés au maximum, la

réduction de charge serait de 1.5€. En contrepartie, la rémunération des quatre premières heures supplémentaires serait majorée de 25% et non plus de 10% comme c'est le cas actuellement. D'autre part, les employés à temps partiel (ceux qui ne travaillent pas à hauteur de 35 heures par semaine), mais qui effectuent des heures complémentaires, devraient bénéficier d'une exonération totale de charge sociales, dans la limite de 10% du temps de travail conventionnel. Enfin, un supplément de rémunération sera donné pour les cadres au-delà des 218 jours travaillés par an, ces derniers n'étant pas rémunérés à l'heure mais au forfait jour.

Cette nouvelle mesure serait mise en œuvre à partir du 1<sup>er</sup> octobre.

# Nos dernières publications mensuelles et trimestrielles « Actualités économiques » en français

- ▶ Ralentissement de l'inflation française mais remontée du sous-jacent en mai 2007 (13 juin 2007)
- ▶ L'inflation française progresse de façon mesurée (15 mai 2007)
- ▶ France : dégradation du marché immobilier (3 mai 2007)
- ▶ **Des perspectives d'activité moins favorables (Trimestriel T2 2007, avril 2007)**
- ▶ L'inflation en France demeure la plus faible de la zone euro (13 avril 2007)
- ▶ Reflux de l'inflation en France en février (14 mars 2007)
- ▶ France – Allemagne : dynamique inversée (22 février 2007, actualisation de l'étude de décembre)
- ▶ L'inflation en France recule grâce aux soldes et non à la chute des prix du pétrole (21 février 2007)
- ▶ Bilan économique 2006 : encore une année de forte croissance (6 février 2007)
- ▶ Le retournement immobilier est-il inéluctable ? (24 janvier 2007)
- ▶ L'inflation en France toujours mesurée fin 2006 (12 janvier 2007)
- ▶ **2007 : des relais de croissance insuffisants (Trimestriel T1 2007, décembre 2006)**
- ▶ Remontée de l'inflation en France avant les fêtes (13 décembre 2006)
- ▶ France-Allemagne : dynamique inversée (6 décembre 2006)
- ▶ Poursuite de la baisse de l'inflation en France (10 novembre 2006)
- ▶ Les craintes d'inflation en France sont-elles fondées (19 octobre 2006)
- ▶ Fort ralentissement de l'inflation en France en septembre (13 octobre 2006)
- ▶ **Croissance 2007 : l'inévitable tassement (Trimestriel T4 2006, septembre 2006)**
- ▶ Pas de dérapage inflationniste en France malgré les pics des cours du pétrole atteints en août (13 septembre 2006)

Egalement disponibles « Actualités économiques et des marchés » hebdomadaires ainsi que des commentaires d'indicateurs quotidiens.

# Les dernières publications mensuelles et trimestrielles « European Economic Watch » en anglais

- ▶ European Economic Watch – French housing market: Sarkozy and the slowdown (25 June 2007)
- ▶ French election: comfortable majority but not a landslide (June 18, 2007)
- ▶ European Inflation Watch: energy still dominating (June 15 2007)
- ▶ European Inflation Watch: energy effects still adding to volatility (14 May 2007)
- ▶ European Economic Watch: EMU/German wages: too early for an all clear (27 April 2007)
- ▶ European Inflation Watch: energy adding again (18 April 2007)
- ▶ French election: the final line-up (5 April 2007)
- ▶ The UK Interest Rate Debate (30 March 2007)
- ▶ European Inflation Watch: Updating our inflation projections up to end 2008 (22 March 2007)
- ▶ European Inflation Watch: Updating our inflation projections up to end 2007 (23 February 2007)
- ▶ French election: a new direction? (13 February 2007)
- ▶ EMU households: we can feel it? (7 February 2007)
- ▶ French election: a new direction? (5 February 2007)
- ▶ European Economic Watch: Inflation expectations: time to converge (1 February 2007)
- ▶ European Inflation Watch: Updating our inflation projections up to end 2007 (22 January 2007)
- ▶ French housing (18 January 2007)
- ▶ **Q1 2007: Europe to slow in 2007**
- ▶ European Inflation Watch: Updating our inflation projections up to end 2007 (18 December 2006)
- ▶ France and Germany: switching roles (30 November 2006)
- ▶ European Inflation Watch: Updating our inflation projections up to end 2007 (22 November 2006)
- ▶ Spain: from winner to loser (16 November 2006)
- ▶ Inflation and wages: a near-term guide (19 October 2006)
- ▶ **Q4 2006: To simmer rather than boil**

# Avertissement

Le présent document, préparé par HSBC France, est destiné à ses clients.

HSBC France a fondé le présent document sur des informations provenant de sources considérées comme fiables mais ne les a pas soumises à des vérifications indépendantes.

Certaines des déclarations présentées ici sont des prévisions et autres déclarations prospectives fondées sur les opinions et estimations actuelles de la Direction des Etudes Economiques et de la Stratégie marchés de HSBC France et impliquent des risques et incertitudes connus et inconnus susceptibles de créer d'importants écarts entre les résultats, les performances ou les événements réels et ceux exprimés ou suggérés dans de telles déclarations. Ces écarts sensibles peuvent découler des éléments suivants, sans que cette liste soit limitative : la conjoncture économique générale, y compris les conjonctures économiques dans les principaux marchés couverts par HSBC France, les résultats des marchés financiers, y compris les marchés émergents, les niveaux des taux d'intérêt, le taux de change, y compris le taux de change EUR-USD, l'évolution des niveaux de concurrence, les modifications apportées aux lois et réglementations, dont la convergence monétaire et l'Union monétaire européenne, les changements dans la politique des banques centrales et/ou des gouvernements étrangers et les facteurs concurrentiels généraux, chacun sur une base internationale, régionale et/ou nationale.

Par ailleurs, aucune garantie ne sera donnée, ni aucune déclaration ne sera faite par HSBC France, que ce soit explicitement ou implicitement, au sujet du caractère raisonnable, exact ou exhaustif des informations publiées dans le présent document.

Les opinions et analyses économiques exprimées sont exclusivement celles de la direction des études économiques et de la Stratégie marchés de HSBC France en fonction des informations disponibles à ce jour et peuvent être modifiées sans préavis.

Le présent document ne peut être redistribué en tout ou partie à quelque fin que ce soit. Il ne peut être reproduit, en tout ou partie, ni transmis, sous quelque forme ou par quelque moyen que cela soit, sans l'autorisation écrite préalable de HSBC France.

HSBC France est agréé par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Elle est régulée par la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers.

© Copyright. HSBC France 2006, TOUS DROITS RESERVES.