

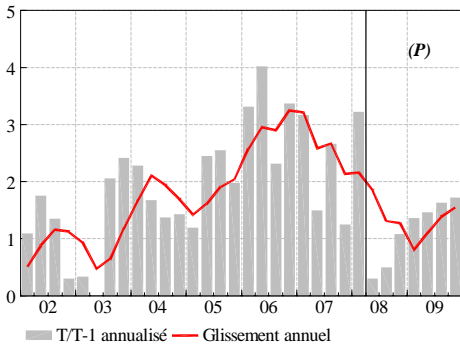
DES TEMPS DIFFICILES, DÈS LE PRINTEMPS

La croissance dans la zone euro va s'affaiblir nettement en 2008 (+1,6 %) et en 2009 (+1,2 %). À l'atonie prolongée de la consommation des ménages se conjugueront le tassement de l'investissement-logement et un coup de frein à l'investissement productif. Parallèlement, le ralentissement du commerce mondial et l'impact d'un « euro fort » pénaliseront l'activité industrielle.

Alors que l'activité ralentira nettement à compter du 2^e trimestre, la BCE devrait néanmoins privilégier l'ancrage des anticipations inflationnistes. Le refi a été, comme prévu, relevé de 25 pb le 3 juillet et devrait suivre un long statu quo de la BCE.

POINT BAS DE LA CROISSANCE DÉBUT 2009

Variation du PIB en volume, en %



Sources : Eurostat, Prévisions SG

2008 : un trop bon départ et des économies qui suivent des trajectoires sensiblement différentes...

Après un 1^{er} trimestre artificiellement « bon » (+0,8 % par rapport au 4^e trimestre 2007), la croissance retombera lourdement dès le 2^e trimestre. Son affaiblissement sera sensible au 2nd semestre 2008 (0,2 % en variation trimestrielle), avant de se reprendre légèrement (+0,3 à +0,4 %), tout en restant inférieure au potentiel de la zone euro. Ainsi, la croissance devrait ressortir à 1,6 % en 2008 puis 1,2 % en 2009, contre 2,6 % en 2007.

Ce tassement de la croissance sera largement partagé par tous les pays de la zone euro, même si les « grands » suivent des trajectoires contrastées. L'Espagne rentre dans une phase de crise rapide et frôlera la récession ; dans le même temps, l'Italie stagnera. Enfin, en France et en Allemagne, la croissance s'essoufflera nettement au 2nd semestre avant de se reprendre progressivement en 2009.

Ajustement sensible sur la demande interne

La baisse des indices PMI de ces derniers mois, avec des indices tombés sous la barre des 50 en juin, reflète la dégradation brutale de la situation conjoncturelle de la zone. Tous les éléments de la demande sont appelés à s'affaiblir, la demande interne apparaissant cependant, à ce stade, davantage affectée que les exportations :

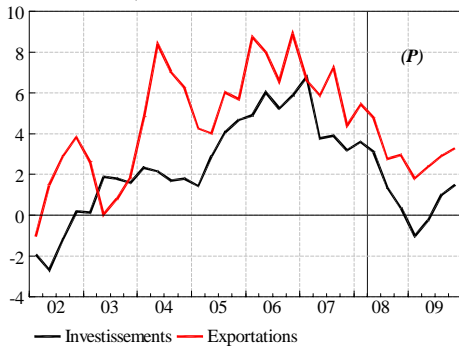
€# Celles-ci vont cependant perdre de leur dynamisme en 2008 (+4,0 % en volume en moyenne annuelle), leur progression se faisant à un rythme revenu en dessous de ceux observés entre 2004 et 2007 (+6,4 % en moyenne). Ce mouvement s'accroîtra ensuite (+2,6 % en 2009). Le ralentissement progressif de la demande des pays émergents et l'appréciation de l'euro vont peser sur les exportations européennes, notamment au 2nd semestre 2008. Cette évolution devrait être partagée par tous les grands pays, l'Allemagne limitant toutefois ses pertes de parts de marché ;

€# Après une progression encore soutenue des investissements en 2007 (+4,4 % en moyenne annuelle pour la zone euro), l'essoufflement sera général dès le 2nd semestre de cette année (+2,1 % en moyenne annuelle en 2008), affectant aussi bien l'investissement en équipement que l'investissement en construction. Les investissements en biens d'équipement vont rester vigoureux à court terme mais, les exportations ralentissant, les tensions sur les capacités de production vont s'alléger. De plus, les conditions financières se durcissent pour les projets d'investissement, notamment dans l'immobilier. L'atterrissage des marchés immobiliers est généralisé dans la zone euro. Plus particulièrement, la violence de la crise de l'immobilier résidentiel en Espagne et l'ampleur du tassement amorcé en France seront des éléments clés pour la croissance en 2008 et 2009. Enfin, sur les trois dernières années, les investissements productifs ont progressé de façon soutenue ; aussi, désormais, alors que l'environnement est moins porteur et très incertain, les entreprises devraient-elles adopter une attitude attentiste ;

€# Du côté de la consommation, si le taux de croissance des dépenses publiques se stabilisera, la consommation privée va connaître un passage à vide cette année avant de rebondir, avec respectivement +0,9 % et +1,2 % en 2008 et 2009. L'année 2002 mise à part, il s'agit des plus mauvaises performances sur les 10 dernières années. Le pouvoir d'achat sera amputé par une série d'éléments défavorables. D'une part, le revenu disponible en valeur progressera de manière moins dynamique : les créations d'emplois ralentiront, à moins de 1 % en rythme annuel cette année et ½ % l'année prochaine. Si les salaires accéléreront en 2008, notamment en Allemagne, la hausse des rémuné-

UN FREINAGE NET POUR L'INVESTISSEMENT

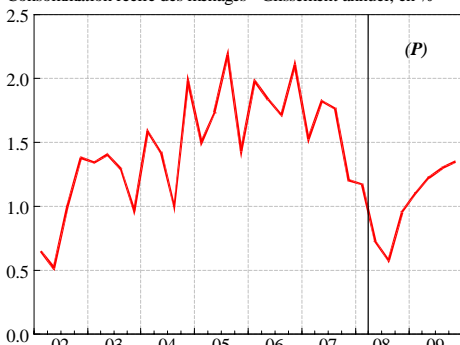
Glissement annuel, en %



Sources : Eurostat, Prévisions SG

LES MÉNAGES CAPITULENT EN 2008

Consommation réelle des ménages - Glissement annuel, en %



Sources : Eurostat, Prévisions SG

rations nettes ne devrait pas dépasser 3 % pour l'ensemble de la zone. D'autre part, facteur majeur à l'œuvre, l'inflation va toucher un record en 2008 (3,7 %), dépassant même les 4 % au 3^e trimestre, avant de se replier significativement en 2009 (2,2 %). En définitive, les salaires réels par tête stagneront, au mieux, cette année et les gains de pouvoir d'achat du revenu disponible seront minimes (voire négatif en 2008).

Vers un statu quo monétaire, dans un contexte d'incertitudes économiques

Les anticipations d'inflation à moyen et long termes, suivies par la Banque Centrale Européenne (BCE), sont principalement de deux ordres : les données issues de l'enquête conduite auprès des prévisionnistes (probabilité moyenne d'avoir une inflation supérieure à 2 % dans 5 ans ; celle-ci a dépassé 50 % pour la 1^{ère} fois dans l'enquête de mai) ; le point mort d'inflation implicite anticipé à 5 ans à un horizon de 5 ans (celui-ci est supérieur à 2 1/2 % depuis le début juin, soit au-delà de la zone de confort de la BCE d'environ 30 pb autour de 2 %). Pris isolément, il est peu vraisemblable que ces indicateurs suffisent à justifier une mise en cause de la crédibilité de la BCE. Toutefois, conjugués avec les informations tirées des piliers économiques et monétaires, ils ont conduit à faire basculer le Conseil des Gouverneurs en faveur d'une hausse du taux minimum de refinancement. En effet, comme annoncé lors de la conférence de presse du 5 juin par JC Trichet puis confirmé par diverses déclarations d'officiels et de gouverneurs de banque centrale, le taux *refi* a été relevé de 25 pb à 4,25 % lors de la réunion du 3 juillet 2008 du Conseil, première intervention depuis juin 2007, adoptée à l'unanimité. La BCE donne ainsi un signal net aux marchés de sa détermination à ne pas laisser les anticipations inflationnistes dériver au-delà de son objectif d'inflation de moyen et long terme. Pour autant, elle a, de nouveau, souligné qu'elle n'avait aucun biais : cette hausse ne marquerait donc pas, *a priori*, le début d'un cycle de resserrement monétaire et ne devrait donc pas être suivie d'autres mouvements, au moins à court terme.

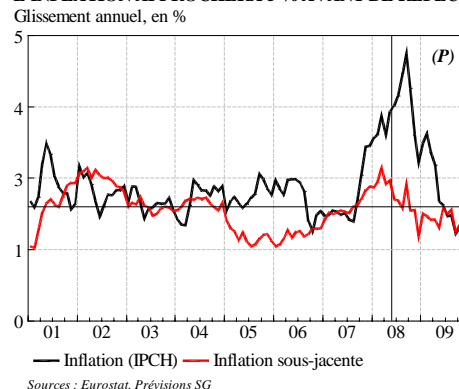
Au-delà, l'inflation devrait atteindre un pic au sortir de l'été 2008 (supérieur à 4,5 %), les composantes « énergie » et « produits alimentaires » de l'indice des prix donnant le ton. Par la suite, à partir d'une hypothèse de stabilisation du Brent autour de 130 \$/baril, l'inflation refluera progressivement à partir du T4 2008 avant d'osciller autour de 2 % fin 2009. La croissance de la zone euro va être atone jusqu'à fin 2008 et ne se reprendra que progressivement au-delà. La situation sur le marché du travail se dégradant, le pilier économique devrait alors pencher en faveur d'un relâchement monétaire.

De plus, les conditions monétaires se sont encore durcies en juin avec la remontée des taux courts ainsi que des taux longs. Le rythme de hausse du crédit aux sociétés non-financières plafonne (+14,2 % sur un an en mai) ; en revanche, le durcissement des conditions de crédit conjugué à l'atterrissage des marchés immobiliers impacte les crédits à l'habitat (+4,8 % sur un an en mai, rythme le plus bas depuis 5 ans). Pour les variables monétaires, la tendance baissière devrait donc s'accroître progressivement.

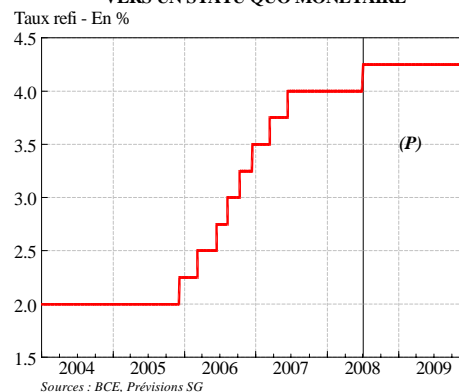
En définitive, la BCE pourrait s'en tenir à un *statu quo* prolongé. Le reflux de l'inflation en 2009 et des risques inflationnistes allégés pourraient même ouvrir la voie à des baisses de taux, au 2nd semestre. Néanmoins, ce scénario central est susceptible d'être remis en cause par une nouvelle hausse des prix des produits de base suscitant fin 2008 de vives tensions sociales et salariales.

Guillaume GUIDONI – 01 42 14 27 96

L'INFLATION APPROCHERA 5 % AVANT DE REFLUER



VERS UN STATU QUO MONÉTAIRE



En %	2005	2006	2007	2008 (p)	2009 (p)
PIB en volume	1,7	2,9	2,6	1,6	1,2
Prix à la consommation (IPC)	2,2	2,2	2,1	3,7	2,2
Taux de chômage	8,8	8,2	7,4	7,3	7,5
Solde courant (% PIB)	0,1	-0,2	0,2	-0,3	-0,3
Solde public (% PIB)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,1	-1,2

	03/07/08	Sept. 08	Déc. 08	Juin 09	Déc. 09
Euribor 3 mois	4,93	4,90	4,80	4,50	4,40
Bund 10 ans (Allemagne)	4,57	4,50	4,40	4,20	4,30
EUR/USD	1,59	1,58	1,53	1,45	1,40
EUR/GBP	0,80	0,80	0,77	0,75	0,75
EUR/JPY	169	166	161	152	154

À SURVEILLER

Obligation d'État, élargissement des *spreads*. Depuis mai, les *spreads* entre les rendements des obligations d'État allemandes et leurs homologues des autres pays de la zone, notamment la France, l'Espagne et l'Italie, se sont creusés. Deux éléments jouent : d'une part, le retour d'une discrimination entre un pays qui a profondément assaini sa situation budgétaire et qui résiste mieux à la dégradation du contexte économique et financier et des États où les finances publiques restent très dégradées et/ou qui souffrent plus ; d'autre part, le jeu des primes de liquidité dans un environnement financier toujours tendu. Cette situation est, dans une large mesure, amenée à perdurer en 2009. En effet, la conjoncture ne devrait pas trop peser sur les finances publiques allemandes à court terme et les réformes structurelles y ont été substantielles.



ZONE EURO

<i>Taux de croissance, rythme annuel en %</i>	2006	2007	2008 (p)	2009 (p)
Consommation privée	1,9	1,6	0,9	1,2
Consommation publique	2,0	2,3	1,7	1,9
Investissement total	5,5	4,4	2,1	0,3
Contribution des stocks à la croissance	0,0	0,0	0,0	-0,1
Demande intérieure totale	2,7	2,3	1,3	1,0
Exportations de biens et services	8,1	6,0	4,0	2,6
Importations de biens et services	7,7	5,3	3,6	2,6
Produit Intérieur Brut (PIB)	2,9	2,6	1,6	1,2
Prix à la consommation	2,2	2,1	3,7	2,2
Glissement annuel en fin de période	1,9	3,1	2,8	1,9
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,9	2,2	-0,9	0,2
Taux de chômage	8,2	7,4	7,3	7,5

(Comptes nationaux corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables CVS-CJO)

PRODUIT INTÉRIEUR BRUT par pays

<i>Taux de croissance en %</i>	2006	2007	2008 (p)	2009 (p)
Allemagne	3,1	2,6	2,1	1,2
Autriche	3,1	3,3	2,7	2,2
Belgique	2,9	2,7	1,5	1,8
Espagne	3,9	3,8	1,4	1,0
Finlande	4,8	4,3	2,5	1,8
France	2,4	2,1	1,5	1,3
Grèce	4,2	4,0	3,2	2,8
Irlande	5,7	5,2	0,0	1,3
Italie	1,9	1,4	0,4	0,5
Luxembourg	6,2	5,0	1,3	5,5
Pays-Bas	3,0	3,5	2,3	1,4
Portugal	1,3	1,8	0,5	0,8
Slovénie	6,0	6,3	3,9	3,7

SOLDE PUBLIC par pays

<i>En % du PIB</i>	2006	2007	2008 (p)	2009 (p)
Allemagne	-1,6	0,0	-0,5	-0,6
Autriche	-1,5	-0,5	0,5	0,1
Belgique	0,3	-0,2	0,5	0,0
Espagne	1,8	2,2	0,8	-0,1
Finlande	4,1	5,3	2,0	2,0
France	-2,4	-2,7	-2,8	-2,9
Grèce	-2,6	-2,8	-1,9	-1,6
Irlande	3,0	0,3	-3,7	-3,2
Italie	-3,4	-1,9	-2,5	-2,3
Luxembourg	1,3	2,9	0,0	0,0
Pays-Bas	0,5	0,4	0,1	-0,3
Portugal	-3,9	-2,6	-2,3	-1,8
Slovénie	-1,2	-0,1	-1,5	-1,5

(Hors recettes tirées des ventes des licences UMTS)

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

