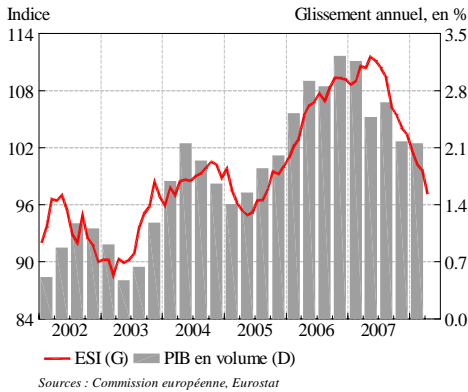


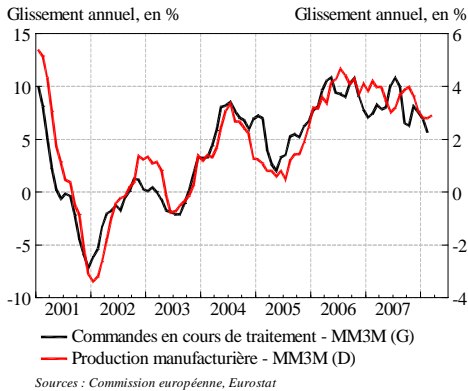
## UNE ACTIVITÉ EN TROMPE-L'ŒIL

La croissance a rebondi dans la zone euro au 1<sup>er</sup> trimestre, +0,7 % en variation trimestrielle, après +0,3 % fin 2007. Toutefois, la conjoncture ne cesse de se dégrader. La divergence entre les grands pays est importante, avec une activité toujours ferme en Allemagne tandis que la croissance s'effondre en Espagne. Du côté de la BCE, il faut s'attendre au statu quo jusqu'à l'automne. Les risques inflationnistes pointés par les deux piliers de la stratégie monétaire européenne ne s'allègeront que progressivement ; encore faut-il que le prix du pétrole, dont les évolutions sont des plus incertaines, n'atteigne pas de nouveaux sommets.

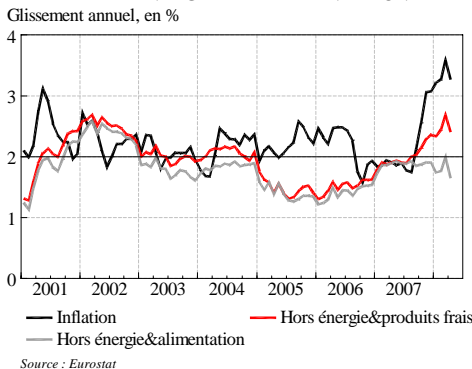
## LA CROISSANCE RÉSISTE TEMPORAIREMENT



## LA PRODUCTION INDUSTRIELLE VA RALENTIR



## UNE INFLATION ÉLEVÉE MAIS UNIQUEMENT TIRÉE PAR L'ÉNERGIE ET L'ALIMENTATION

La croissance s'affermite au 1<sup>er</sup> trimestre, mais les perspectives s'assombrissent

Au 1<sup>er</sup> trimestre, les indicateurs de conjoncture se sont maintenus sur de bons niveaux, à l'exception de ceux concernant la consommation des ménages. Toutefois, le rebond de la croissance, +0,8 % en variation trimestrielle contre +0,3 % au trimestre précédent, a surpris par son ampleur. En particulier, l'Allemagne a enregistré une croissance spectaculaire (+1,5 %), bien supérieure aux prévisions, portée par la construction et les stocks. Cette poussée de croissance ne va pas perdurer. Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles pointent vers une dégradation de l'activité. Le PMI manufacturier a perdu 1,7 point en avril et 0,2 point en mai pour atteindre 50,7 points ; son niveau est à la limite de la zone de contraction de l'activité, au plus bas depuis 2005. Les carnets de commandes sont en recul pour la première fois depuis mai 2005. À cette période, le rythme de progression de la production industrielle était stable, autour de +1 % en glissement annuel, contre +2,2 % en mars 2008.

Des divergences majeures entre les pays de la zone persistent. Le PMI reste élevé en Allemagne tandis que l'Italie et, surtout, l'Espagne, sont installés en zone récessive, à respectivement 48,2 et 45,2 points en avril. Néanmoins, l'industrie allemande – jusque-là à l'écart de la tendance générale au ralentissement – rejoint la tendance baissière des autres grands pays. De plus, pour l'indice ESI de la Commission, la baisse continue observée depuis mai 2007 s'est confirmée en avril, avec un recul de 2,5 points, à 97,1 points. L'enquête montre que les nouvelles commandes dans l'industrie se contractent et que les perspectives à l'exportation sont de moins en moins favorables.

La demande interne est particulièrement fragilisée. D'une part, la forte appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro pèse sur les exportations de la zone. Les entrées de commandes dans l'industrie manufacturière sont en net recul en mars (-1 % en variation mensuelle, -2,5 % en glissement annuel), notamment les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires. De plus, le durcissement des conditions de crédit et la montée des *spreads* devraient commencer à peser sur l'endettement, ce qui va impacter l'ensemble des projets d'investissement. Enfin, concernant l'investissement-construction, les tendances sont très défavorables. Les marchés immobiliers espagnol et irlandais sont clairement entrés dans une phase récessive, qui s'avère de plus en plus violente. En France, les incertitudes sur la douceur de l'« atterrissage » sont fortes.

## La BCE ne sera pas tentée d'aller au-delà de 4 %

La position de la Banque Centrale Européenne est restée inchangée au 1<sup>er</sup> semestre. La BCE est confrontée à une forte poussée inflationniste, avec un taux d'inflation durablement supérieur à 3 %, dans un contexte de dégradation des perspectives de croissance et de crise financière. Soucieuse d'ancrer les anticipations inflationnistes à un niveau conforme à son objectif de moyen terme (taux d'inflation inférieur à 2 % mais proche de 2 %), la BCE conserve son taux directeur inchangé tout en ayant un discours très ferme sur les risques inflationnistes. Elle ferme clairement la porte à des baisses de taux à court terme. Plusieurs éléments continuent de peser en faveur du *statu quo* :

€# Le taux d'inflation (+3,6 % en glissement annuel en mai), source de préoccupation majeure dans l'ensemble de la zone, est principalement influencé par les évolutions des prix du pétrole et des produits alimentaires. Hormis un recul des cours du brut sous les 100 \$/b, l'inflation ne repassera pas sous 3 % avant l'automne 2008. De plus, en supposant que le mouvement des cours du brut continue de s'inscrire à la hausse, la poussée inflationniste pourrait connaître un nouveau pic cet été ;

## Cette longue période d'inflation élevée renforce les risques de matérialisation d'effets de «second tour» via la boucle prix/salaires – au cœur de l'analyse de risque de la BCE. Les clauses d'indexation salariale sur les prix ont été de nouveau critiquées par la BCE (Espagne, Belgique, SMIC en France), lors de la conférence de presse du 8 mai. En outre, les entreprises vont sans doute, de plus en plus, répercuter la hausse de leurs coûts dans leurs prix de vente ;

## Les variables monétaires continuent de progresser à des rythmes jugés excessifs. Si la progression de M3 s'est atténuée en avril (+10,6 % sur un an, contre +11,6 % en janvier et décembre), elle reste élevée ; parallèlement, les crédits aux sociétés non financières progressent encore à un rythme très rapide (+14,9 %) tandis que les crédits à l'habitat ralentissent à nouveau (+5,9 %) ;

## Les indicateurs laissent attendre un ralentissement de l'activité mais ce mouvement devrait être progressif alors que le taux de chômage de la zone est encore au plus bas ;

## Néanmoins, les incertitudes liées à la crise financière (avec, notamment, des tensions sans précédent prévalant toujours sur le marché interbancaire) et la surévaluation de l'euro écartent l'éventualité d'une hausse des taux directeurs européens.

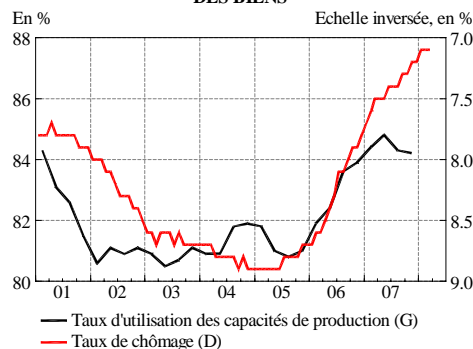
Néanmoins, le fléchissement attendu de la croissance à partir du 2<sup>e</sup> trimestre trouvera progressivement sa traduction dans les indices conjoncturels ainsi que, très vraisemblablement, dans les statistiques monétaires. Le durcissement des conditions monétaires et financières depuis l'été dernier (surévaluation de l'euro, tensions sur le marché interbancaire, montée des primes de risque...), qui équivaut à une montée de plus de 100 pb du taux *refi*, contribuera ainsi à alléger le scénario de risque de la BCE.

Le durcissement des conditions de crédit s'accroît comme le reflète l'enquête *Bank lending survey* d'avril 2008, qui indique que les banques ont resserré les conditions d'accès au crédit début 2008 et vont continuer à le faire au 2<sup>e</sup> trimestre. Pour les entreprises, la proportion de banques déclarant durcir leurs conditions passe de 41 à 49% entre le 4<sup>e</sup> trimestre 2007 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2008. Les grandes entreprises sont les plus touchées. Pour les crédits à l'habitat, la proportion passe de 21 à 33 %. Les principaux éléments qui pèsent sur l'octroi de crédit sont les perspectives économiques, les perspectives d'évolution des secteurs et de l'immobilier mais aussi le coût des ressources bancaires et les contraintes affectant le bilan des banques. Parallèlement, selon les banques, la demande de crédits par les entreprises et la demande de crédits à l'habitat se contractent nettement au 1<sup>er</sup> trimestre. Ainsi, même si, comme l'indique la BCE, ces évolutions n'ont pas trouvé de traductions concrètes dans les statistiques monétaires, nous sommes néanmoins entrés dans une période combinant durcissement de l'offre de crédits et contraction de la demande, ce qui laisse attendre un ralentissement conjoint des agrégats monétaires et de l'investissement au cours des prochains mois.

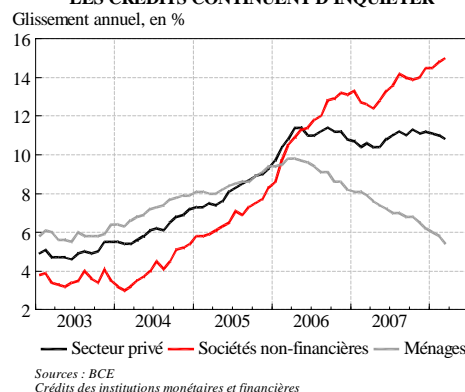
Ainsi, hors nouveau bond du prix du pétrole, les risques inflationnistes pointés par les deux piliers de la stratégie monétaire européenne vont s'alléger au cours de l'été. Ceci devrait ouvrir la voie à un assouplissement de la politique monétaire. Nous tablons sur une baisse de 25 pb en fin d'année.

**Guillaume GUIDONI – 01 42 14 27 96**

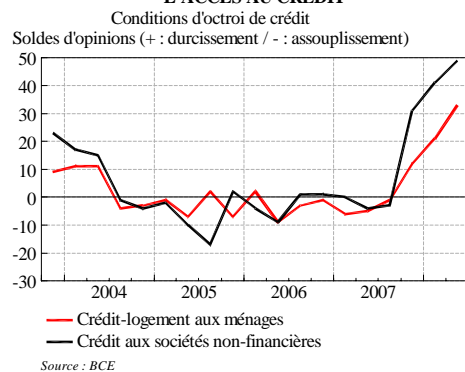
**TENSIONS SUR LES MARCHÉS DU TRAVAIL ET DES BIENS**



**LES CRÉDITS CONTINUENT D'INQUIÉTER**



**LES BANQUES DÉCLARENT DURCIR L'ACCÈS AU CRÉDIT**



En %	2006	2007	2008 (p)	2009 (p)
PIB en volume	2,9	2,6	1,7	1,4
Prix de détail (CPI)	2,2	2,1	3,2	1,6
Taux de chômage	8,2	7,4	7,4	7,6
Solde courant (% PIB)	-0,2	0,3	0,4	0,4
Solde public (% PIB)	-1,3	-0,6	-1,0	-1,2

	2007	30/05/2008	Août 2008	Nov. 2008
Euribor 3 mois	4,25	4,84	4,70	4,30
Bund 10 ans	4,29	4,39	4,30	4,00
EUR/USD	1,37	1,55	1,58	1,50
EUR/GBP	0,68	0,79	0,80	0,76
EUR/JPY	161	164	163	150

**À SURVEILLER**

**La Slovaque bien partie pour rejoindre la zone euro en 2009.** Le rapport de convergence a donné un feu vert pour l'adhésion à la zone euro d'un 2<sup>e</sup> pays d'Europe centrale, après la Slovénie. Pour l'inflation, son niveau actuel et les perspectives sont jugés compatibles avec les critères d'adhésion. Il s'agira du plus important élargissement de l'UEM de ces dernières années, le pays pesant près de 0,4 % du PIB de la zone. Toutefois, l'impact sur les variables économiques ne sera pas significatif. En revanche, l'impact sur la gouvernance de la zone sera important. Les gouverneurs de banques centrales nationales seront alors 16, ce qui signifie la fin du principe « 1 pays, 1 vote » lors des délibérations du Conseil des Gouverneurs. Si l'élargissement se confirme, les pays seront classés en 2 catégories suivant leur poids économique. Les « grands » conserveront un vote à chaque réunion, tandis que les « petits » auront un maximum de 10 voix.



---

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.

© [2008] Société Générale, Tous droits réservés.

