



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME



BULLETIN MENSUEL
SEPTEMBRE 2009

En 2009, toutes
les publications
de la BCE
comportent
un motif figurant
sur le billet
de 200 euros.





TABLE DES MATIÈRES

ÉDITORIAL

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

Environnement extérieur de la zone euro

Évolutions monétaires et financières

Prix et coûts

Production, demande et marché du travail

Évolutions budgétaires

Évolutions des taux de change
et de la balance des paiements

Encadrés :

- | | | |
|----|---|----|
| 1 | Les risques d'une résurgence
du protectionnisme | 16 |
| 2 | Évolutions récentes
des dépôts à court terme
des ménages de la zone euro | 22 |
| 3 | Conditions de la liquidité
et opérations de politique monétaire
du 13 mai au 11 août 2009 | 33 |
| 4 | Primes de crédit et de liquidité
intégrées aux rendements
d'une sélection d'obligations souveraines
de la zone euro : nouvelles observations | 36 |
| 5 | Les liens entre l'activité économique
et l'inflation dans la zone euro | 55 |
| 6 | Évolutions récentes de l'utilisation
des capacités de production et des facteurs
freinant l'activité économique
dans la zone euro | 69 |
| 7 | Composition du recul récent de l'emploi
dans la zone euro | 74 |
| 8 | Projections macroéconomiques
pour la zone euro établies
par les services de la BCE | 79 |
| 9 | Les règles budgétaires
et institutions nationales,
complément utile du cadre budgétaire
de l'UE | 85 |
| 10 | Expérience de réduction
de la dette publique
dans les pays de la zone euro | 87 |

5 STATISTIQUES DE LA ZONE EURO

SI

ANNEXES

- | | | |
|----|--|-----|
| 9 | Chronologie
des mesures de politique monétaire
adoptées par l'Eurosystème | I |
| 53 | Le système TARGET | |
| 64 | (de transferts express automatisés
transeuropéens à règlement brut en temps réel) | V |
| 82 | Documents publiés par la Banque centrale
européenne depuis 2008 | VII |
| 92 | Glossaire | XV |

ABRÉVIATIONS

PAYS

BE	Belgique	HU	Hongrie
BG	Bulgarie	MT	Malte
CZ	République tchèque	NL	Pays-Bas
DK	Danemark	AT	Autriche
DE	Allemagne	PL	Pologne
EE	Estonie	PT	Portugal
IE	Irlande	RO	Roumanie
GR	Grèce	SI	Slovénie
ES	Espagne	SK	Slovaquie
FR	France	FI	Finlande
IT	Italie	SE	Suède
CY	Chypre	UK	Royaume-Uni
LV	Lettonie	JP	Japon
LT	Lituanie	US	États-Unis
LU	Luxembourg		

AUTRES

AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 4	Classification type pour le commerce international (4 ^e version révisée)
CUM	Coûts unitaires de main-d'œuvre
CUMIM	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWI	Institut de recherches économiques de Hambourg
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. 1	Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés européennes
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
ZE	Zone euro

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays de l'Union européenne sont énumérés dans ce *Bulletin* en suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

4 PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après les taux de croissance fortement négatifs observés au tournant de l'année, il ressort de la première estimation d'Eurostat que l'activité économique de la zone euro n'a que légèrement reculé au deuxième trimestre 2009, enregistrant une contraction de 0,1 % par rapport au trimestre précédent. Les données d'enquête pour le troisième trimestre 2009 vont dans le sens d'une poursuite de la stabilisation de l'économie de la zone euro. À court terme, la zone euro devrait continuer de bénéficier d'une reprise des exportations, des vastes plans de relance macroéconomique en cours et des mesures prises jusqu'à présent pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. De plus, le cycle des stocks devrait apporter une contribution positive. Toutefois, l'incertitude demeure forte et la volatilité persistante des données récentes invite à la prudence dans l'interprétation des informations disponibles. Globalement, la reprise devrait être assez inégalement répartie, compte tenu de la nature temporaire de certains facteurs de soutien et de la correction en cours des bilans des secteurs financier et non financier de l'économie, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Les risques pesant sur ces prévisions demeurent équilibrés.

Cette évaluation est globalement conforme aux projections macroéconomiques de septembre 2009 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre -4,4 % et -3,8 % en 2009 et entre -0,5 % et +0,9 % en 2010. Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en juin 2009, cela correspond à une révision en hausse des fourchettes tant pour 2009 que pour 2010, reflétant principalement les évolutions et les informations récentes, désormais plus positives. Les prévisions des organisations internationales sont globalement conformes aux projections de septembre 2009 établies par les services de la BCE.

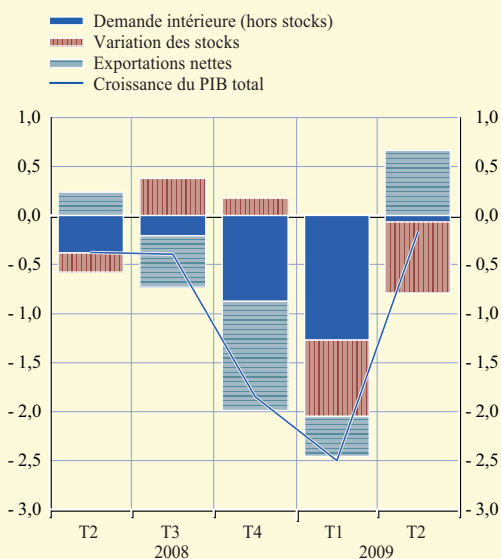
4.1 PIB EN VOLUME ET COMPOSANTES DE LA DEMANDE

Le rythme de contraction de l'activité économique s'est nettement ralenti au deuxième trimestre 2009, en partie sous l'effet de performances à l'exportation légèrement meilleures que prévu. Selon la première estimation d'Eurostat, publiée le 2 septembre, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,1 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, après avoir fléchi de 2,5 % au premier trimestre. Ces données de PIB relatives au deuxième trimestre confirment que le recul de l'activité a atteint un point d'inflexion au premier trimestre (cf. graphique 47). Pour le troisième trimestre 2009, les données d'enquête font état d'une croissance toujours faible, mais qui se stabilise.

La modération du recul du PIB en volume de la zone euro au deuxième trimestre peut en partie être attribuée à la stabilisation des exportations après l'effondrement des échanges mondiaux au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. La demande intérieure a également affiché un recul moins prononcé au deuxième trimestre par rapport aux deux trimestres précédents. La ventilation de la dépense pour le deuxième trimestre confirme cette évolution. Dans le même temps, les stocks ont continué d'apporter une forte contribution négative à la croissance au deuxième trimestre. Les sous-sections suivantes examinent de façon plus détaillée les évolutions de la demande.

Graphique 47 Croissance du PIB en volume et contributions à son évolution

(taux de croissance trimestriel ; contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

CONSUMMATION PRIVÉE

Les dépenses des ménages se sont stabilisées au deuxième trimestre 2009, après s'être fortement contractées au cours des deux trimestres précédents. Selon la première estimation d'Eurostat, la croissance de la consommation privée s'est établie à 0,2 % (en glissement trimestriel) au deuxième trimestre. Les indicateurs fondés sur des enquêtes comme les données relatives aux dépenses des ménages indiquent que la consommation privée devrait demeurer relativement atone pendant le reste de l'année.

Les données font état d'une augmentation de la confiance du commerce de détail et des consommateurs au cours des derniers mois, après les niveaux historiquement bas atteints au printemps (cf. graphique 48). Un examen plus attentif de la confiance des consommateurs montre que le redressement de l'indice global depuis le point bas de mars résulte principalement d'une évaluation plus positive par ces agents de la situation économique générale ainsi que d'opinions légèrement moins pessimistes sur la situation de l'emploi. La perception par les ménages de leur situation financière et de leur épargne ne s'est améliorée que légèrement sur cette même période.

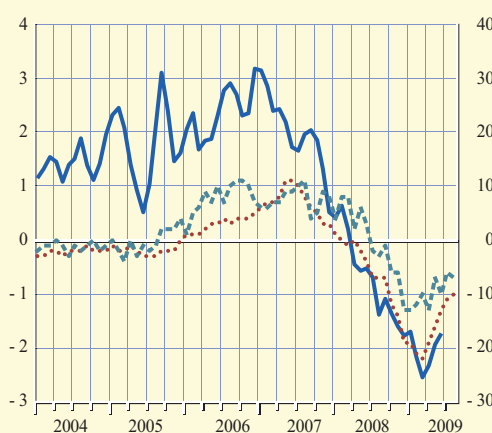
En ce qui concerne les données quantitatives relatives aux dépenses de consommation, la dynamique récente du commerce de détail indique que la tendance à la baisse observée depuis mi-2008 a atteint son seuil inférieur d'inflexion. Sur une base trimestrielle, le commerce de détail a fléchi de 0,2 % au deuxième trimestre 2009, après un recul de 0,6 % au premier trimestre. L'examen des sous-composantes montre que la diminution des ventes au détail au deuxième trimestre est principalement liée à la composante hors produits alimentaires. Cette contraction peut refléter en partie des effets de substitution en faveur des achats de véhicules automobiles, au détriment d'acquisitions d'autres biens moins indispensables. En effet, l'incidence des incitations gouvernementales à l'achat de véhicules automobiles dans certains pays transparaît dans les données sur les nouvelles immatriculations, dont le taux de croissance trimestriel s'est établi à 12,3 % au deuxième trimestre. Le taux de croissance des ventes de produits alimentaires a fluctué en territoire positif au cours de ce même trimestre.

En ce qui concerne les déterminants de la consommation privée, le revenu réel disponible des ménages a relativement bien résisté face au ralentissement de l'activité économique, soutenu par trois principaux facteurs. Premièrement, dans le contexte de la forte contraction de l'activité, le revenu a été soutenu par la viscosité habituelle des salaires, largement attribuée à la durée des conventions collectives. Deuxièmement, le maintien de sureffectifs et les subventions publiques aux ajustements de la durée du travail ont soutenu l'emploi et donc le revenu disponible. Troisièmement, le recul de l'inflation globale constitue un facteur supplémentaire ayant contribué à la résistance du revenu réel disponible. À l'avenir, le taux de croissance du revenu réel disponible des ménages devrait être plus modéré, principalement sous l'action conjuguée d'un ralentissement de la croissance des salaires et d'une accentuation des réductions d'effectifs (cf. section 4.2). Toutefois, la faible niveau d'inflation prévu pour les prochains mois devrait venir contrebalancer cette évolution.

Graphique 48 Ventes au détail et indicateurs de confiance du commerce de détail et des ménages

(données mensuelles)

— Ventes au détail ¹⁾ (échelle de gauche)
 Indicateur de confiance des consommateurs ²⁾ (échelle de droite)
 - - - Indicateur de confiance du commerce de détail ²⁾ (échelle de droite)



Sources : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et Eurostat

1) Variations annuelles en pourcentage ; moyennes mobiles centrées sur 3 mois ; données corrigées des jours ouvrés. Hors combustibles.
 2) Soldes d'opinions : données corrigées des variations saisonnières et centrées

Les effets de richesse liés aux variations des prix des actifs financiers et de l'immobilier ont également influé sur la consommation globale, tant directement (dans le cas des ménages propriétaires de ces actifs) qu'indirectement, *via* le canal de la confiance. Depuis le début des turbulences financières il y a deux ans, les évolutions des prix des actifs financiers et immobiliers dans la zone euro ont exercé des effets négatifs sur le patrimoine des ménages (et contribué également à la hausse du taux d'épargne). Depuis début 2009, les marchés boursiers de la zone euro se sont nettement redressés, alors que de nombreux pays ont enregistré une baisse des prix de l'immobilier résidentiel. Bien que ces évolutions puissent influencer sur la consommation (au travers des canaux directs et indirects déjà mentionnés), l'impact sur l'économie réelle des fluctuations à court terme des prix des actifs financiers et immobiliers ne doit pas être surestimé. En fait, les données empiriques disponibles indiquent que la propension à consommer le produit des modifications de la richesse financière et immobilière est relativement faible dans la zone euro.

Les variations de la propension à épargner des ménages constituent également un facteur important à prendre en compte dans l'évaluation de la dynamique de consommation. Sous l'effet de la montée des incertitudes économiques et financières, le taux d'épargne des ménages s'est accru en 2008 et début 2009. L'incertitude macroéconomique et financière, qui demeure élevée, et la diminution de la richesse, ainsi que la situation sur le marché du travail, vont probablement contribuer à renforcer la propension à épargner au deuxième semestre 2009. Il faut s'attendre à des niveaux élevés d'épargne dans les pays ayant enregistré une forte détérioration de la situation sur le marché du travail ou une forte baisse des prix de l'immobilier, ou dont les ménages sont lourdement endettés.

En résumé, la consommation devrait rester relativement faible jusqu'à la fin de l'année, principalement en raison de la nouvelle détérioration attendue de la situation sur le marché du travail. Il se peut toutefois que la consommation soit plus robuste que prévu. Ce scénario pourrait se concrétiser si les vastes plans de relance macroéconomiques produisaient des effets plus importants qu'attendu ou si la confiance s'améliorait plus rapidement qu'escompté actuellement. Parallèlement, il est possible que les ménages, anticipant une politique budgétaire plus restrictive à l'avenir, décident d'accroître encore leur épargne. Enfin, des incertitudes entourent l'ampleur des répercussions, sur la consommation privée, de la suppression de la « prime à la casse » des véhicules automobiles.

INVESTISSEMENT

Comme lors des précédents épisodes de ralentissement économique, la FBCF a constitué l'un des principaux facteurs de la forte contraction actuelle de l'activité économique. L'investissement des entreprises et l'investissement dans la construction se sont fortement contractés depuis début 2008 en raison du tassement de la demande, du bas niveau de la confiance des entreprises, de la croissance négative des résultats, de la faiblesse historique du taux d'utilisation des capacités, ainsi que du durcissement des critères d'octroi des crédits. Au deuxième trimestre 2009, l'investissement a diminué de 1,3 % en rythme trimestriel. Ce recul a toutefois été plus faible que celui qui avait été observé au premier trimestre (-5,3 %).

Au cours des prochains mois, l'investissement des entreprises (principalement les actifs destinés à être affectés à la production de biens et services) sera fortement influencé par la demande de consommation et le coût global de financement, mais aussi par des facteurs spécifiques aux entreprises, comme l'endettement et la capacité d'accès au financement (soit directement sur les marchés soit en levant des fonds auprès des banques). Premièrement, la demande intérieure devrait se stabiliser tout en demeurant relativement faible, ce qui n'apportera qu'un soutien limité à l'investissement. Par conséquent, la faiblesse de la demande et le bas niveau d'utilisation des capacités vont probablement limiter le besoin des entreprises d'investir dans des actifs entrant dans le processus de production. La ventilation de la dépense du PIB en volume de la zone euro montre que la forte baisse des exportations s'est interrompue au deuxième trimestre 2009. Toutes choses égales d'ailleurs, un redressement de la demande mondiale

devrait soutenir l'investissement dans la zone euro, dans la mesure où la demande extérieure porte principalement sur des biens dont la production nécessite d'accroître le capital.

Deuxièmement, les différentes mesures du coût de financement des entreprises indiquent que ces coûts devraient être plus faibles sur l'ensemble de 2009 (cf. section 2). La normalisation qui devrait se poursuivre sur les marchés financiers va probablement contribuer au maintien des coûts de financement à un bas niveau dans un proche avenir et donc à atténuer la contraction attendue de l'investissement. Troisièmement, des facteurs spécifiques aux entreprises, comme l'endettement et la capacité d'accéder au financement, jouent également un rôle essentiel dans la dynamique de l'investissement. Différents indicateurs font état d'un niveau relativement élevé d'endettement des sociétés non financières de la zone euro, si l'on se place dans une perspective historique (cf. graphique 34 de la section 2). De plus, des données tirées des dernières enquêtes sur la distribution du crédit bancaire dénotent un important durcissement net cumulé des critères d'octroi de prêts et de lignes de crédit aux entreprises non financières, dans un contexte d'atonie des flux nets de prêts. Toutefois, la dernière enquête a montré que, au deuxième trimestre 2009, le pourcentage net de banques indiquant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits et de lignes de crédit aux entreprises ne représentait plus que la moitié de celui observé au premier trimestre (cf. l'encadré intitulé *Résultats de l'enquête de juillet 2009 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2009).

L'investissement dans le secteur de la construction, qui recouvre l'immobilier résidentiel et les immeubles commerciaux, représente environ la moitié de l'investissement total, lequel est par conséquent largement tributaire des évolutions dans ce secteur. En plus des facteurs précédemment mentionnés (demande de consommation, coût global de financement et facteurs spécifiques aux entreprises), l'investissement dans la construction est également déterminé par l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et commercial. La possibilité de nouvelles corrections des prix de l'immobilier résidentiel et commercial ainsi que les perspectives moroses pour la demande correspondante devraient freiner l'investissement dans la construction dans un avenir prévisible.

Dans l'ensemble, l'investissement total de la zone euro devrait rester faible et continuera probablement à se contracter au second semestre 2009 en raison de la faible utilisation des capacités, associée à l'atonie de la demande extérieure et intérieure, et des perspectives toujours moroses pour les marchés immobiliers de la zone euro.

CONSOMMATION PUBLIQUE

Après une croissance de 0,7 % au premier trimestre 2009, la consommation publique a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre. La consommation publique, qui recouvre généralement les dépenses au titre des services collectifs tels que la défense, la justice, la santé et l'éducation et qui est généralement moins exposée aux évolutions conjoncturelles que les autres composantes de la demande, devrait continuer à soutenir quelque peu la demande intérieure au deuxième semestre 2009. En 2010, la consommation publique devrait également apporter une contribution positive, mais légèrement plus faible.

Toutefois, la consommation publique ne devrait pas être affectée par les mesures actuelles de relance budgétaire. De 2009 à 2011, plus de la moitié du soutien budgétaire à la croissance du PIB devrait provenir de l'investissement public, le restant étant apporté par les transferts aux ménages et les modifications de la fiscalité du travail.

STOCKS

Les mouvements des stocks observés au cours du ralentissement actuel correspondent, dans l'ensemble, aux évolutions enregistrées dans le passé. En général, au début d'une phase de ralentissement, on constate une constitution de stocks involontaire, la production s'ajustant avec un certain retard à la baisse de la demande. Cette période est suivie d'un processus de déstockage, les entreprises cherchant à alléger le niveau de leurs stocks en réduisant la production plus fortement que ne le justifierait la contraction prévue de la demande. En phase de reprise de l'économie, le niveau des stocks recommence à augmenter (pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des stocks des entreprises* du *Bulletin mensuel* de mai 2009).

Les entreprises ayant d'abord augmenté leurs stocks, la contribution de ces derniers à la croissance du PIB en volume de la zone euro a été positive au second semestre 2008. Cette évolution peut s'expliquer par le fait que les entreprises ont été surprises par la rapidité et l'ampleur du ralentissement de la demande mondiale et intérieure. Les données relatives au premier et au deuxième trimestres 2009 montrent que cette tendance s'est inversée et que les stocks ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB de la zone euro. Des données ponctuelles laissent penser que le rythme de déstockage devrait se ralentir et que certaines entreprises pourraient même commencer à reconstituer leurs stocks. Par conséquent, les stocks vont probablement apporter une contribution positive à la croissance du PIB de la zone euro au second semestre 2009. L'ampleur de cette contribution demeure toutefois incertaine. Si la demande se redresse rapidement et que les entreprises révisent leurs anticipations, elles peuvent souhaiter réagir assez rapidement. En revanche, le niveau actuellement élevé d'incertitude qui entoure la demande intérieure et extérieure peut inciter les entreprises à une relative prudence en matière d'ajustement des stocks, ce qui voudrait dire que la contribution positive des stocks serait assez modérée.

ÉCHANGES COMMERCIAUX

La ventilation de la dépense du PIB en volume de la zone euro au deuxième trimestre 2009 confirme que la forte baisse des exportations de la zone observée les deux trimestres précédents s'est interrompue. Au deuxième trimestre, les exportations de la zone euro ont fléchi de 1,1 %, après s'être contractées, respectivement, de 7,2 % et 8,8 % au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Les importations ont baissé de 2,8 % au deuxième trimestre, après s'être contractées de 4,7 % et 7,8 % lors des deux trimestres précédents. Par conséquent, les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume de la zone euro au deuxième trimestre 2009, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2008.

Les indicateurs suggèrent de plus en plus que la récession mondiale actuelle a atteint son point bas, sous l'effet des importantes mesures de relance prises au niveau mondial et de l'amélioration des conditions de financement sur les principaux compartiments du marché (cf. section 1). Lors de l'effondrement des échanges commerciaux fin 2008 et début 2009, la demande de biens d'équipement adressée à la zone euro a été particulièrement touchée. Les signes récents d'amélioration de la demande mondiale entraîneront probablement également un certain redressement de la demande de biens d'équipement, ce qui devrait soutenir les exportations du secteur exposé de la zone euro. Toutefois, compte tenu du léger décalage prévu entre la reprise économique dans la zone euro et le redressement de l'activité mondiale, la croissance des importations devrait être légèrement moins dynamique que celle des exportations.

4.2 ÉVOLUTIONS DE LA PRODUCTION, DE L'OFFRE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Conformément aux évolutions de la production industrielle, la valeur ajoutée dans le secteur industriel a continué d'enregistrer une contraction au deuxième trimestre 2009, tandis que dans le secteur des services, le taux de croissance trimestriel de la valeur ajoutée est redevenu positif après avoir reculé au cours des deux trimestres précédents.

La situation sur le marché du travail a continué de se détériorer (cf. la section *Marché du travail* ci-après). Le taux de chômage dans la zone euro a atteint 9,5 % en juillet, soit une hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent. Au premier trimestre 2009, la croissance de l'emploi a fléchi de 0,9 % en rythme trimestriel.

VENTILATION SECTORIELLE

La production de la zone euro a fortement chuté fin 2008 et au premier trimestre 2009, puis s'est stabilisée au deuxième trimestre. En conséquence, les marges de production disponibles dans l'économie se sont accrues et les tensions sur les capacités au sein des entreprises se sont atténuées très rapidement.

Encadré 6

ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE L'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION ET DES FACTEURS FREINANT L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

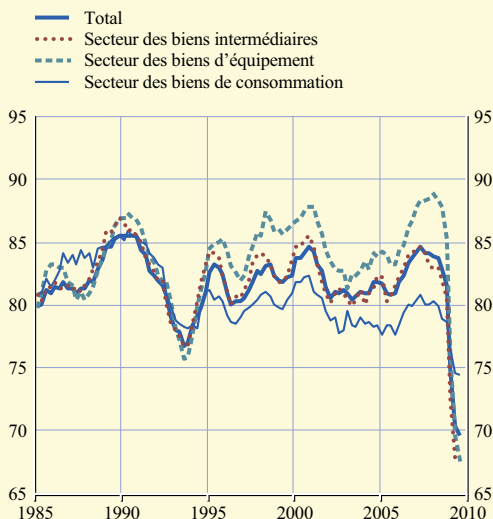
L'économie de la zone euro a enregistré un recul prononcé du PIB durant la récession actuelle. Entre le pic du premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, la baisse du PIB atteint 5,0 %, soit environ le double de celle enregistrée au cours de la récession la plus grave observée depuis 1970. L'activité a été sensiblement affectée dans tous les secteurs de l'économie mais, comme lors des récessions précédentes, c'est l'activité industrielle qui a été la plus fortement touchée. Tandis que la première estimation complète d'Eurostat relative aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2009 indique une forte modération du rythme de recul du PIB, les données relatives à la valeur ajoutée font état d'un repli marqué de l'activité industrielle au même trimestre, quoique de moindre ampleur qu'aux deux trimestres précédents. Le présent encadré examine l'évolution de l'utilisation des capacités de production du secteur industriel de la zone euro dans le sillage du recul marqué de l'activité dans ce secteur. En s'appuyant sur les données d'enquête de la Commission européenne, il examine également les facteurs qui ont freiné l'activité de la zone euro ces derniers mois.

Utilisation des capacités de production dans le secteur industriel de la zone euro

Le taux d'utilisation des capacités de production, indicateur du niveau de sous-emploi des capacités dans le secteur industriel, a enregistré à plusieurs reprises des niveaux plancher ces derniers trimestres dans la zone euro (cf. graphique A). Après des baisses exceptionnellement prononcées en janvier et en avril 2009, l'utilisation des capacités a continué de se réduire en juillet 2009, mais à un rythme plus modéré en raison du ralentissement récent du rythme de recul de l'activité industrielle. En juillet, le taux d'utilisation des capacités de production dans la zone euro s'est établi à 69,5 %, niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme de 81,6 % depuis le début de la série en 1985 et bien au-dessous également du point bas atteint lors de la récession de 1992-1993.

Graphique A Utilisation des capacités dans l'industrie et dans les principaux secteurs industriels

(en pourcentage de la capacité maximale)

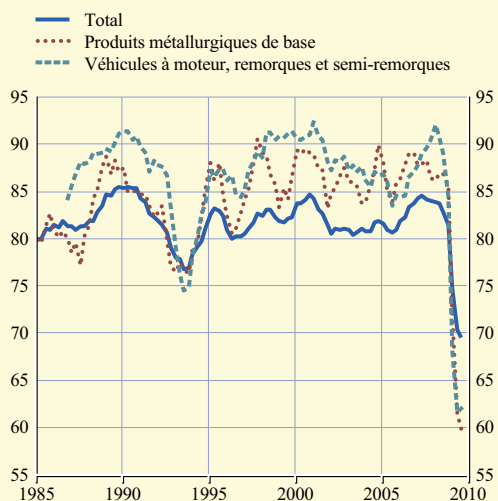


Source : Commission européenne

L'utilisation des capacités présente des différences significatives selon les principaux secteurs industriels. La plus forte baisse (par rapport au niveau record observé en janvier 2008) a été enregistrée dans le secteur des biens d'équipement, dont le niveau d'utilisation des capacités a reculé de plus de 20 points de pourcentage, pour s'établir à un nouveau plancher de 67,6 % en juillet 2009. L'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens intermédiaires a fléchi à un point bas comparable, mais à partir d'un niveau antérieur à la récession légèrement plus faible. Dans le secteur des biens de consommation, l'utilisation des capacités a également atteint un nouveau plancher en juillet. Cependant, reflétant les fluctuations conjoncturelles généralement moins prononcées de la production des biens de consommation, le volant de capacités de production inutilisées dans ce secteur a moins augmenté que dans les deux autres principaux secteurs industriels.

Graphique B Utilisation des capacités dans la fabrication de produits métallurgiques de base et de véhicules à moteur, de remorques et de semi-remorques

(en pourcentage de la capacité maximale)



Source : Commission européenne

Au sein des principaux secteurs industriels, certaines activités se caractérisent par un sous-emploi des ressources encore plus prononcé. Les plus fortes sous-utilisations ont été enregistrées dans la fabrication de produits métallurgiques de base et de véhicules à moteur, de remorques et de semi-remorques (cf. graphique B). Dans ces secteurs, les taux d'utilisation des capacités ont baissé pour s'inscrire à des niveaux de l'ordre de 60 % en juillet et, en dépit des « primes à la casse » qui ont été introduites dans plusieurs pays de la zone euro, l'utilisation des capacités n'a que marginalement progressé jusqu'ici dans le secteur correspondant.

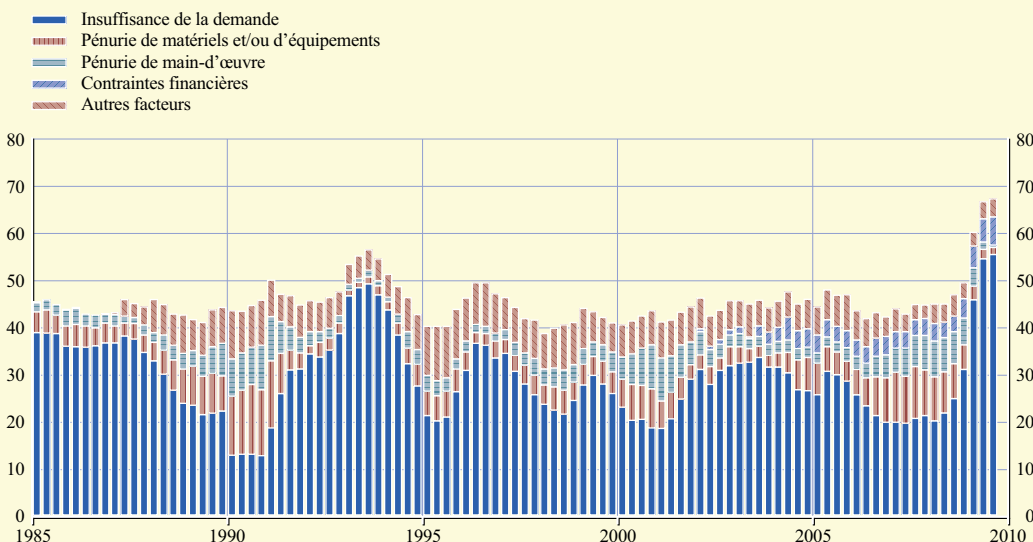
Facteurs freinant l'activité dans la zone euro

Les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs fournissent des informations sur les facteurs qui freinent l'activité dans la zone euro. Elles distinguent

six catégories différentes, les participants pouvant en sélectionner plusieurs : insuffisance de la demande, pénurie de main-d'œuvre, pénurie de matériels et/ou d'équipements, contraintes financières, autres facteurs limitant l'activité et aucun (aucun facteur ne freine l'activité). Le graphique C présente les pourcentages de réponses correspondant aux différents facteurs limitant la production dans le secteur industriel (excluant la catégorie « aucun facteur ne freine l'activité »). Le graphique met en évidence le fait que, dans l'ensemble, les contraintes pesant sur la production industrielle dans la zone euro ont atteint des niveaux sans précédent au cours de la récession actuelle et ont été nettement plus fortes que celles enregistrées lors de la récession de

Graphique C Contraintes pesant sur la production industrielle

(en pourcentage)



Source : Commission européenne

1992-1993. Il montre que l'insuffisance de la demande est de loin le facteur ayant eu la plus forte incidence sur la baisse de la production. L'importance de ce facteur a continué de croître sensiblement au cours des trois mois se terminant en avril 2009, mais n'a que légèrement augmenté sur la période allant d'avril à juillet 2009. En comparaison de l'insuffisance de la demande, l'importance de tous les autres facteurs restrictifs, y compris les contraintes financières, apparaît beaucoup plus modérée, au moins en termes relatifs. Toutefois, les contraintes financières, deuxième obstacle à la production, ont légèrement gagné en importance relative sur les trois mois se terminant en juillet 2009. En revanche, comme lors de la récession de 1992-1993, l'incidence des pénuries de main-d'œuvre et de matériels et/ou d'équipements a diminué pour atteindre des niveaux très faibles.

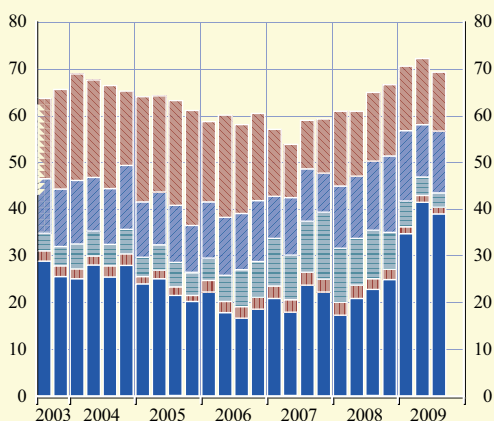
Les données relatives au secteur des services, qui ne sont disponibles que depuis mi-2003, montrent que les contraintes pesant sur les activités de services ont également augmenté depuis le début de la récession (cf. graphique D). Tandis que leur niveau global apparaît moins exceptionnel, l'importance de l'insuffisance de la demande s'est élevée à des niveaux record et, de même que dans l'industrie, elle représente de loin l'obstacle le plus important aux activités de services, devant les contraintes financières et les autres facteurs. L'importance relative de l'insuffisance de la demande a légèrement diminué au cours des trois mois s'achevant en juillet 2009, tandis que celle des contraintes financières a augmenté. Le poids des contraintes financières est plus important pour les activités de services que pour la production manufacturière, mais il n'est pas certain qu'il en soit de même en termes absolus. Néanmoins, comme pour l'industrie, il semble que l'insuffisance de la demande représente actuellement pour les services un frein bien plus important que les contraintes financières.

La situation est similaire pour le secteur de la construction, pour lequel les conditions météorologiques constituent dans l'enquête une catégorie supplémentaire de facteurs limitant l'activité de construction. Les contraintes pesant sur cette activité ont augmenté pour atteindre un niveau très élevé début 2009, essentiellement en raison de l'importance croissante de l'insuffisance de la demande. Les conditions météorologiques défavorables du début de l'année ont également joué un rôle (cf. graphique E). La diminution ultérieure de l'ensemble des contraintes sur l'activité de construction est liée principalement aux conditions météorologiques, tandis que l'importance relative de l'insuffisance de la demande et des contraintes financières a légèrement augmenté.

Graphique D Contraintes pesant sur les activités de services

(en pourcentage)

- Insuffisance de la demande
- Pénurie de matériels et/ou équipements
- Pénurie de main-d'œuvre
- Contraintes financières
- Autres facteurs

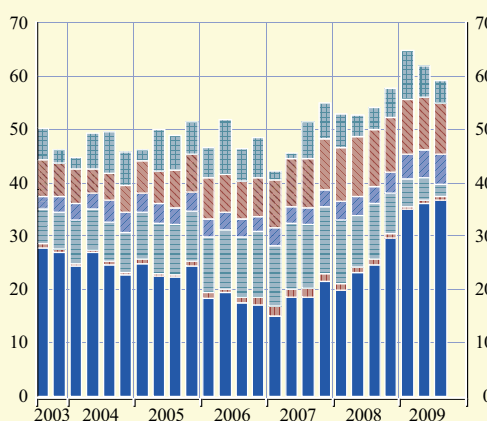


Source : Commission européenne

Graphique E Contraintes pesant sur l'activité de construction

(en pourcentage)

- Insuffisance de la demande
- Pénurie de matériels et/ou d'équipements
- Pénurie de main-d'œuvre
- Contraintes financières
- Autres facteurs
- Conditions météorologiques



Source : Commission européenne

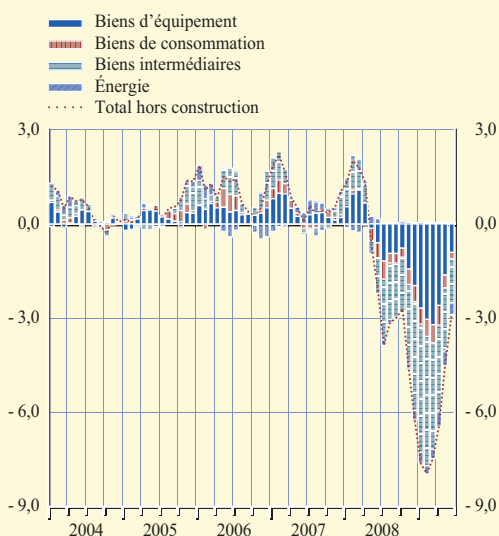
Au total, la forte récession dans la zone euro a entraîné un recul prononcé de l'utilisation des capacités dans le secteur industriel à un niveau historiquement bas de moins de 70 % en juillet, et certaines activités ont enregistré des baisses encore plus marquées. Cela illustre la forte vulnérabilité actuelle de certains secteurs de l'économie. Il est difficile de déterminer de quelle manière les taux d'utilisation des capacités retrouveront des niveaux normaux à l'avenir, si ce sera par une augmentation de la demande ou par une diminution des capacités qui impliquerait une réduction de la production potentielle. En ce qui concerne les facteurs limitant l'activité économique, l'insuffisance de la demande a représenté de loin le principal obstacle à l'activité pendant la récession actuelle. En comparaison, l'importance des contraintes financières apparaît relativement faible, même si elle a légèrement augmenté récemment.

En juillet, l'utilisation des capacités dans le secteur industriel est tombée à un nouveau plancher de 69,5 %, très inférieur à son niveau moyen de long terme et également bien en deçà du point bas enregistré lors de la récession des années quatre-vingt-dix. Le taux d'utilisation des capacités se situe à des niveaux historiquement bas dans les principaux secteurs industriels, les niveaux les plus faibles étant enregistrés dans le secteur des biens intermédiaires et dans celui des biens d'équipement. Selon les enquêtes de la Commission européenne sur le secteur industriel et le secteur des services, les entreprises ont indiqué que l'insuffisance de la demande représente de loin le principal obstacle à la croissance, tandis que l'importance des contraintes financières apparaît relativement faible, même si elle s'est légèrement accrue récemment (cf. encadré 6).

L'analyse des évolutions du PIB en volume au deuxième trimestre 2009 en termes de valeur ajoutée met en évidence des différences entre les secteurs. L'activité dans le secteur industriel (hors construction) a enregistré une contraction pour le cinquième trimestre consécutif, avec un recul de 2 % (cf. graphique 49). Toutefois, d'après les dernières données relatives à la production industrielle, cette contraction a été nettement moins marquée que les baisses brutales de l'activité enregistrées au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009.

Graphique 49 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

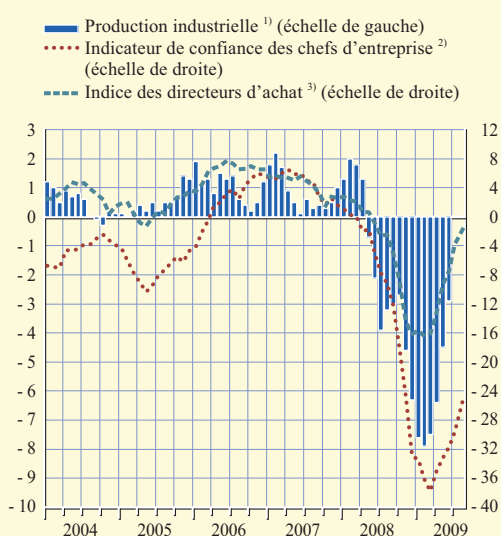
(taux de croissance ; contributions en points de pourcentage ; données mensuelles cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les données présentées sont des moyennes mobiles centrées sur trois mois rapportées à la moyenne correspondante de la période de trois mois précédente.

Graphique 50 Production industrielle, indicateur de confiance des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achat

(données mensuelles cvs)



Sources : Eurostat, enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Markit et calculs de la BCE
Note : Toutes les séries concernent l'industrie manufacturière.
1) Variations en pourcentage des glissements sur trois mois
2) Soldes d'opinions
3) Indice des directeurs d'achat ; écarts par rapport à un indice de valeur 50

Les données disponibles tirées des enquêtes auprès des chefs d'entreprise confirment que la contraction de l'activité industrielle a franchi un point d'inflexion début 2009 (cf. graphique 50). L'un des indicateurs avancés, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro, a progressé en août pour le sixième mois consécutif, atteignant un niveau proche du seuil théorique de 50 qui indique une absence de variation. De même, les variations de la sous-composante de l'indice des directeurs d'achat relative à la production (qui devrait être, en principe, plus étroitement corrélée à l'activité industrielle que l'indice composite global) font apparaître un regain d'optimisme quant aux perspectives d'activité du secteur manufacturier. Les autres enquêtes relatives à la confiance dans l'industrie et diverses informations ponctuelles corroborent ce diagnostic.

Au deuxième trimestre 2009, le secteur de la construction a apporté une contribution légèrement négative à la croissance du PIB en volume de la zone euro. S'agissant de la valeur ajoutée dans la construction, des différences relativement importantes peuvent être observées entre les pays, les baisses les plus sensibles concernant les économies où le poids de ce secteur en termes de PIB avait nettement augmenté avant les turbulences sur les marchés financiers.

Dans le secteur des services, la croissance de la production, qui avait fluctué en territoire positif depuis le début des perturbations sur les marchés financiers mi-2007, est devenue négative au dernier trimestre 2008 (en rythme trimestriel) et le repli s'est accentué au premier trimestre 2009. Au deuxième trimestre, le taux de croissance trimestriel de la valeur ajoutée dans les services est redevenu positif, progressant de 0,3 %.

À court terme, les perspectives pour l'activité dans la zone euro restent moroses. L'utilisation des capacités de production par les entreprises du secteur manufacturier a reculé à son plus faible niveau depuis le démarrage de l'enquête de la Commission européenne et d'autres mesures font également état d'une atténuation des tensions sur les capacités productives.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, la croissance de l'emploi dans la zone euro accuse généralement un retard par rapport aux fluctuations du cycle conjoncturel. Ce décalage varie d'un secteur à l'autre. Dans le secteur de la construction, qui emploie de nombreux travailleurs temporaires, l'emploi a commencé à reculer plus tôt durant la récession économique actuelle que dans le secteur industriel, les services et les administrations publiques, où l'ajustement à la baisse du nombre de salariés est généralement plus coûteuse (cf. tableau 8).

Tableau 8 Croissance de l'emploi

(variations en pourcentage par rapport à la période précédente ; données cvs)

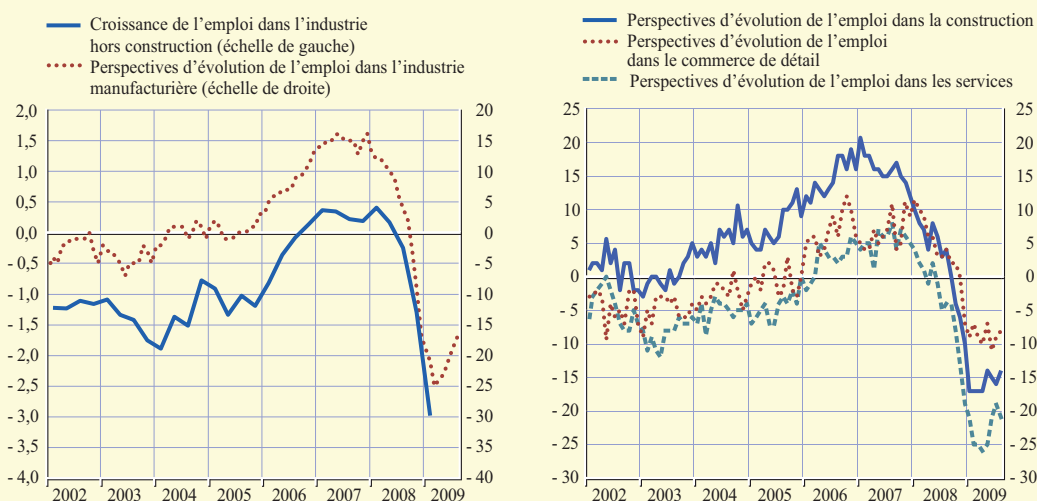
	Taux annuels		Taux trimestriels				
	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2009
			T1	T2	T3	T4	T1
Ensemble de l'économie	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9
<i>dont :</i>							
Agriculture et pêche	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,3	-1,0
Industrie	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
Hors construction	0,3	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-1,4
Construction	4,0	-2,4	-0,4	-1,2	-1,5	-2,2	-2,6
Services	2,1	1,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,6
Commerce et transport	1,9	1,3	0,7	0,1	0,0	-0,4	-1,0
Finance et services aux entreprises	4,0	2,5	1,2	0,2	0,1	-0,6	-1,0
Administration publique ¹⁾	1,3	1,2	0,0	0,6	0,1	0,6	0,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Y compris l'éducation, la santé et les autres services

Graphique 51 Croissance de l'emploi et perspectives d'évolution de l'emploi

(variations annuelles en pourcentage ; soldes d'opinions ; données cvs)



Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
Note : Les soldes d'opinions sont centrés.

La réduction du nombre d'heures travaillées constitue un moyen pour les entreprises de maintenir des sureffectifs tout en s'adaptant à un recul de la demande. De fait, tout au long de la phase de ralentissement de l'activité, de nombreux pays de la zone euro ont mis en place des dispositifs spécifiques d'organisation de la durée du travail. Ces dispositifs ont permis de réduire le nombre d'heures travaillées en recourant à différents canaux, notamment des modifications des accords de travail flexible des entreprises, des réductions globales des heures supplémentaires et des plans spéciaux de sauvegarde de l'emploi mis en place par de nombreux gouvernements européens. Dans certains pays, ces dispositifs ont pris la forme d'une réduction de la durée hebdomadaire du travail ou même de périodes de chômage temporaires avec une rotation de la participation des salariés au processus de production. L'encadré 7 montre que la récession économique n'a pas eu la même incidence selon le sexe, les tranches d'âge et les types de contrat de travail. Ce sont notamment les hommes, les salariés âgés de 15 ans à 24 ans, les travailleurs peu qualifiés et les titulaires d'un contrat temporaire qui ont été les plus exposés à des pertes d'emploi pendant la période de ralentissement économique.

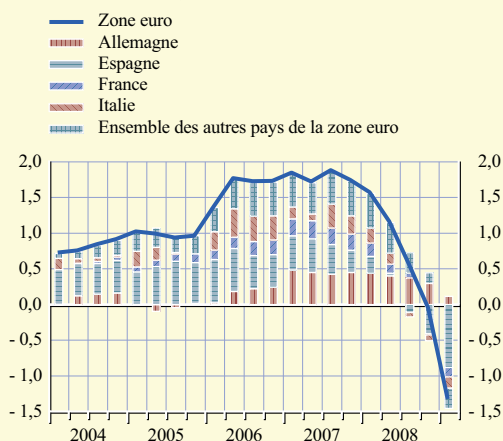
Encadré 7

COMPOSITION DU RECU L RÉCENT DE L'EMPLOI DANS LA ZONE EURO

La récession actuelle a entraîné une détérioration sensible de la situation sur le marché du travail de la zone euro. Le présent encadré examine de façon détaillée les dernières évolutions de l'emploi dans la zone euro, en mettant l'accent sur les dimensions sectorielle et par pays, ainsi que sur les différents groupes de travailleurs. D'après les données issues des comptes nationaux, la croissance de l'emploi total de la zone euro s'est ralentie en 2008, revenant à 0,9 % contre 1,8 % en 2007, et a continué de fléchir au premier trimestre 2009 pour s'établir à - 1,3 % en rythme annuel. Les évolutions enregistrées en Espagne expliquent l'essentiel de cette détérioration (cf. graphique A). Jusqu'à présent, la sévère récession économique a principalement touché l'emploi dans la construction et, dans une moindre mesure, dans le secteur manufacturier (secteurs qui ont enregistré des reculs de l'emploi de, respectivement, - 7,3 % et - 3 % en rythme annuel au premier trimestre 2009) ; dans les services marchands, la contraction de l'emploi total n'a débuté qu'au premier trimestre 2009. Le secteur

Graphique A Croissance de l'emploi total dans la zone euro et contributions par pays

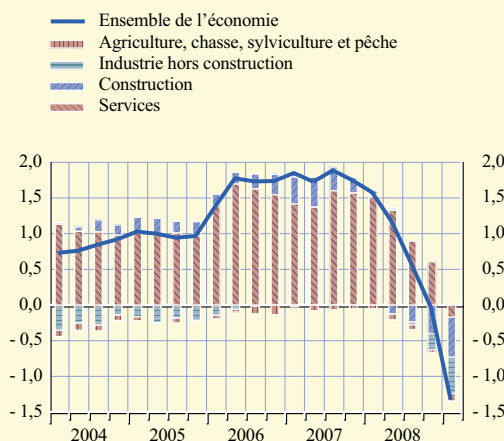
(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les barres représentent la contribution de chaque pays ou groupe de pays.

Graphique B Croissance de l'emploi total dans la zone euro et contributions par secteurs

(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les barres représentent la contribution de chaque secteur.

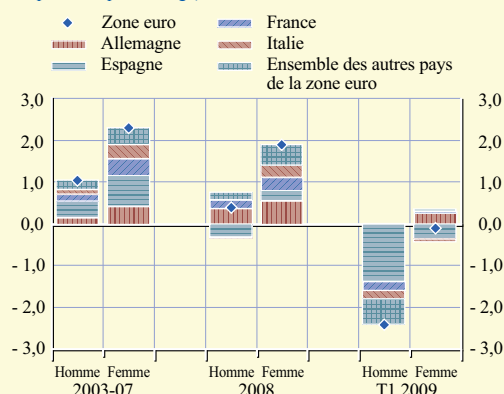
de la construction et le secteur manufacturier expliquent, à eux deux, 80 % de la baisse globale des chiffres de l'emploi dans la zone euro au premier trimestre 2009, tandis que la contribution des services à la croissance de l'emploi total a fortement diminué au cours des derniers trimestres (cf. graphique B).

Le dernier ajustement de l'emploi a été inégalement réparti entre les différentes catégories de la population active. Les graphiques C à F présentent les évolutions de la croissance de l'emploi dans la zone euro en fonction du sexe, de la tranche d'âge, du niveau de qualification et du type de contrat, en se fondant sur les données de l'enquête de la Commission européenne sur la population active (*Labour Force Survey*)¹.

D'après ces données, les groupes de travailleurs qui ont été les plus affectés par la détérioration de l'emploi au cours des derniers trimestres sont les hommes (graphique C), les salariés âgés de 15 ans à 24 ans (graphique D), les travailleurs peu qualifiés (graphique E) et les titulaires d'un contrat temporaire (graphique F). Le recul de l'emploi temporaire a été particulièrement prononcé (-0,8 % en 2008, suivi d'une baisse de -8,7 % en glissement annuel au premier trimestre 2009). L'incidence plus forte sur les jeunes et sur les hommes ressort également des données récentes relatives aux taux de chômage. Entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, le chômage des hommes a augmenté de 2 points

Graphique C Croissance de l'emploi dans la zone euro, par sexe

(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les barres représentent la contribution de chaque pays ou groupe de pays.

1 Les données du premier trimestre 2009 relatives au Luxembourg ne sont pas disponibles actuellement.

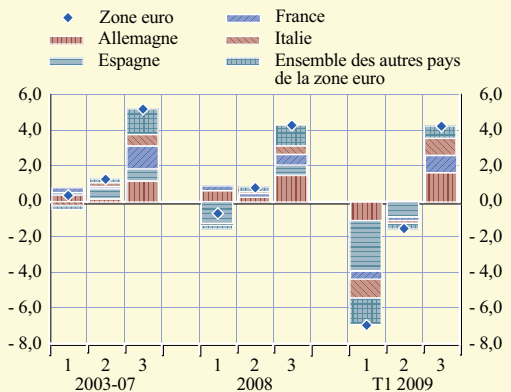
de pourcentage (s'établissant à 8,5 %) contre une hausse de 1 point de pourcentage pour les femmes (soit 9,2 %) et de 3,9 points de pourcentage pour la tranche d'âge la plus jeune (pour laquelle il a atteint 18,5 % au premier trimestre 2009) contre une progression de 1,3 point de pourcentage (à 7,7 %) pour les travailleurs âgés de 25 ans et plus. Au sein de chaque groupe, les évolutions enregistrées en Espagne ont été la principale cause de la détérioration des performances du marché du travail de la zone euro, notamment en ce qui concerne les hommes et l'emploi temporaire, ce pays représentant 57 % et 60 %, respectivement, du recul de l'emploi constaté dans la zone euro pour ces catégories.

Les évolutions différentes pour les hommes et les femmes peuvent être liées à l'interaction de deux facteurs. Même s'il semble qu'au sein des différents secteurs l'emploi des femmes présente une cyclicité plus forte que celui des hommes², ce facteur peut avoir été contrebalancé par le fait qu'une proportion élevée d'hommes sont employés dans des secteurs plus sévèrement touchés par le ralentissement économique, tels que la construction et le secteur manufacturier. Selon l'enquête de la Commission européenne sur la population active, dans la zone euro, sur la période 2000-2008, en moyenne 71,5 % des femmes étaient employées dans les services (hors administrations publiques) et seulement 12,2 % travaillaient dans l'industrie et dans la construction³. En comparaison, les chiffres correspondants pour les hommes étaient, respectivement, de 49,1 % et 34,3 %.

2 Cf., par exemple, Shin D. (2000), *Gender and Industry Differences in Employment Cyclicity: Evidence over the Postwar Period*, Economic Inquiry, Vol. 38, n° 4
 3 Sur cette période, les hommes représentaient, respectivement, 77,5 % et 92,4 % de l'emploi total dans l'industrie et dans la construction.

Graphique D Croissance de l'emploi dans la zone euro, par tranches d'âge

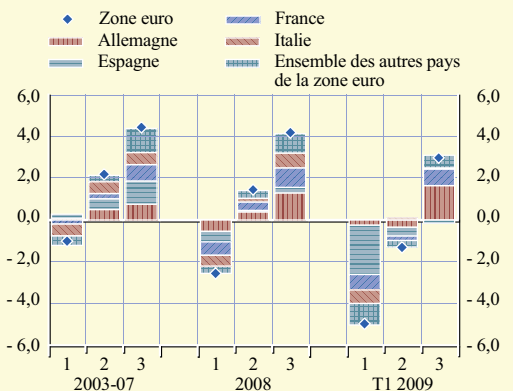
(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 Note : Les barres représentent la contribution de chaque pays ou groupe de pays. La zone 1 se rapporte aux travailleurs âgés de 15 ans à 24 ans, la zone 2 aux travailleurs de 25 ans à 54 ans et la zone 3 à ceux âgés de 55 ans à 64 ans.

Graphique E Croissance de l'emploi dans la zone euro, par niveaux d'études

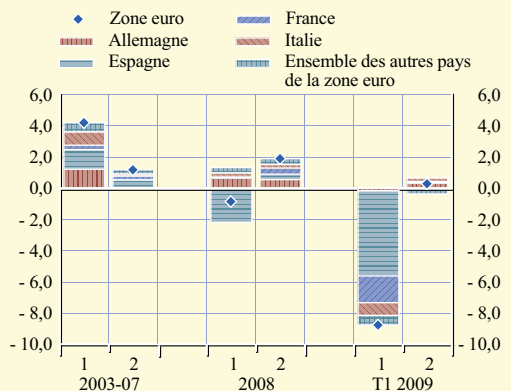
(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 Note : Les barres représentent la contribution de chaque pays ou groupe de pays. Les zones 1, 2 et 3 indiquent, respectivement, un niveau d'études faible, moyen et élevé.

Graphique F Croissance de l'emploi dans la zone euro, par types de contrat

(variations annuelles en pourcentage ; contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 Note : Les barres représentent la contribution de chaque pays ou groupe de pays. La zone 1 désigne les contrats temporaires et la zone 2 les contrats permanents.

L'autre caractéristique frappante de ces données est la relative détérioration des perspectives d'emploi pour les jeunes (âgés de 15 à 24 ans) par rapport à celles des seniors (55-64 ans), l'emploi des jeunes ayant enregistré un recul particulièrement prononcé (- 6,9 % en rythme annuel) au premier trimestre 2009. Les évolutions relativement favorables pour les travailleurs âgés (une croissance de l'emploi de 4,2 % a été enregistrée pour cette catégorie entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009) peuvent être liées aux réformes du marché du travail mises en œuvre ces dernières années, qui ont durci les réglementations en matière de retraite anticipée et encouragé les liens des seniors avec le marché du travail.

La faible incidence exercée jusqu'à présent par le recul de l'emploi sur les travailleurs ayant des emplois permanents reflète, dans une certaine mesure, le niveau élevé de protection de l'emploi prévalant dans certains pays, facteur qui pourrait également entraver la croissance des emplois permanents lors de la reprise. Les mesures adoptées par plusieurs gouvernements de la zone euro pour subventionner l'emploi par le biais de dispositifs temporaires de chômage technique constituent un autre facteur d'explication. Comme indiqué dans l'encadré intitulé *Ajustements du marché du travail durant la période actuelle de contraction de l'activité économique* du *Bulletin mensuel* de juin 2009, ces dispositifs contribuent à protéger une partie du capital humain d'une entreprise si le ralentissement de l'activité est de courte durée. Toutefois, s'ils sont appliqués sur de longues périodes, ils peuvent compromettre l'ajustement structurel nécessaire.

Dans le même temps, il convient de prêter une attention particulière à l'incidence négative très prononcée exercée par le ralentissement économique sur certains groupes, tels que les travailleurs peu qualifiés et les détenteurs d'un contrat temporaire (souvent les jeunes). Plus la période de chômage des personnes appartenant à ces groupes est longue, plus le danger est grand que leurs qualifications et leur employabilité globale se détériorent ; il leur sera dès lors plus difficile de trouver un emploi à l'avenir. Par conséquent, il est primordial à l'heure actuelle de réduire le risque d'exclusion sociale et d'encourager les liens avec le marché du travail de ces catégories de travailleurs plus vulnérables. Ces efforts doivent inclure des politiques actives du marché du travail qui soient efficaces et des mesures favorisant la formation tout au long de la vie afin de faciliter la réintégration de ces travailleurs sur le marché du travail.

Les différents dispositifs visant à réduire le nombre d'heures travaillées ont contribué à empêcher une chute brutale de l'emploi. Toutefois, au premier trimestre 2009, la croissance de l'emploi a fléchi de 0,9 % en rythme trimestriel, chiffre supérieur à la baisse de 0,4 % enregistrée au dernier trimestre 2008 (cf. tableau 8).

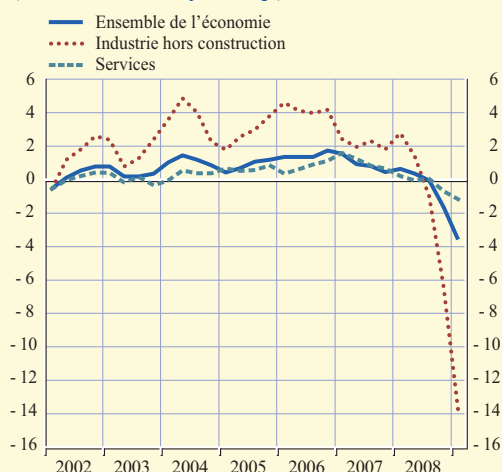
Reflétant l'importance des sureffectifs dans le secteur industriel ainsi que la forte contraction de l'activité économique, la productivité par personne employée a nettement diminué (cf. graphique 52).

Les dernières données relatives au chômage concordent avec la contraction de l'emploi. Le taux de chômage dans la zone euro a atteint 9,5 % en juillet, soit une hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent (cf. graphique 53). Le chômage a été globalement stable dans plusieurs pays, mais a continué de progresser fortement dans d'autres, plus particulièrement en Espagne et en France.

Compte tenu de la forte contraction de la production fin 2008 et début 2009 et du niveau très faible d'utilisation des capacités de production, les entreprises pourraient à l'avenir avoir plus de difficultés à maintenir des sureffectifs. Dès lors, de nouvelles hausses modérées du taux de chômage de la zone euro pourraient être enregistrées dans les prochains mois.

Graphique 52 Productivité du travail

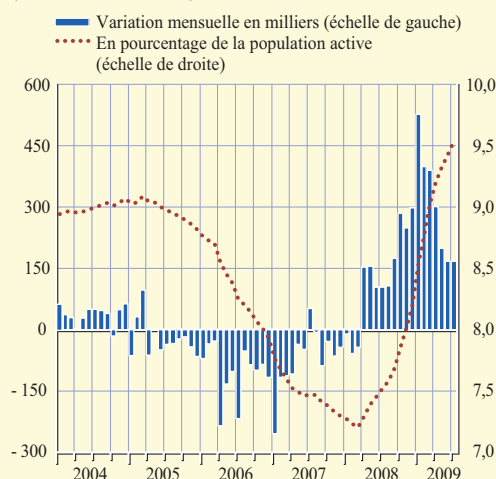
(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 53 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

4.3 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Après les taux de croissance fortement négatifs observés au tournant de l'année, il ressort de la première estimation d'Eurostat que l'activité économique de la zone euro n'a que légèrement reculé au deuxième trimestre 2009, enregistrant une contraction de 0,1 % par rapport au trimestre précédent. Les données d'enquête pour le troisième trimestre 2009 vont dans le sens d'une poursuite de la stabilisation de l'économie de la zone euro. À court terme, la zone euro devrait continuer de bénéficier d'une reprise des exportations, des vastes plans de relance macroéconomique en cours et des mesures prises jusqu'à présent pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. De plus, le cycle des stocks devrait apporter une contribution positive. Toutefois, l'incertitude demeure forte et la volatilité persistante des données récentes invite à la prudence dans l'interprétation des informations disponibles. Globalement, la reprise devrait être assez inégalement répartie, compte tenu de la nature temporaire de certains facteurs de soutien et de la correction en cours des bilans des secteurs financier et non financier de l'économie, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro.

Cette évaluation est globalement conforme aux projections macroéconomiques de septembre 2009 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre -4,4 % et -3,8 % en 2009 et entre -0,5 % et +0,9 % en 2010 (pour plus de détails, cf. encadré 8).

Les risques pesant sur ces prévisions demeurent globalement équilibrés. S'agissant des aspects positifs, les effets des vastes plans de relance macroéconomique et des autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants que prévu. La confiance pourrait également s'améliorer plus rapidement, la détérioration de la situation sur les marchés du travail pourrait être moins marquée qu'on ne le prévoit actuellement et la demande extérieure pourrait être plus soutenue qu'attendu. En revanche, des inquiétudes subsistent quant à une interaction négative plus forte ou de plus longue durée entre l'économie réelle et les tensions qui affectent toujours les marchés financiers, à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à l'intensification des pressions protectionnistes et à une correction brutale des déséquilibres mondiaux. Parallèlement, l'incertitude entourant ces perspectives demeure plus élevée qu'à l'accoutumée.

Encadré 8

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO ÉTABLIES PAR LES SERVICES DE LA BCE

Sur la base des informations disponibles au 21 août 2009, les services de la BCE ont réalisé des projections concernant les évolutions macroéconomiques dans la zone euro¹. Reflétant les perspectives d'une lente reprise de l'activité économique au niveau mondial, la progression annuelle moyenne du PIB en volume devrait être négative en 2009, se situant entre -4,4 % et -3,8 %, avant de s'établir entre -0,5 % et +0,9 % en 2010. Le degré élevé de sous-utilisation des capacités de production de la zone euro, prévu actuellement, devrait atténuer les tensions inflationnistes. La hausse moyenne de l'IPCH global devrait être comprise entre 0,2 % et 0,6 % en 2009, et s'accroître pour s'inscrire entre 0,8 % et 1,6 % en 2010.

Hypothèses techniques concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les prix des matières premières et les politiques budgétaires

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt et aux prix de l'énergie et des matières premières hors énergie sont basées sur les anticipations des marchés, arrêtées au 14 août 2009². L'hypothèse relative aux taux d'intérêt à court terme est purement technique. Les taux d'intérêt à court terme sont mesurés par le taux Euribor 3 mois, les anticipations des marchés étant extraites des taux à terme. Sur la base de cette méthodologie, les taux d'intérêt à court terme devraient, en moyenne, s'établir à un niveau de 1,3 % pour 2009 et 1,6 % en 2010. Les anticipations des marchés relatives aux rendements nominaux des emprunts publics à 10 ans dans la zone euro font ressortir un niveau de 4,1 % en moyenne en 2009 et 4,3 % en 2010. Le scénario de référence prend en compte les signes d'amélioration des conditions de financement, observés récemment, et repose sur l'hypothèse selon laquelle les écarts de taux des prêts bancaires à court terme par rapport au taux Euribor à 3 mois continueront de se resserrer sur l'horizon de projection. De même, les conditions d'offre de crédit devraient s'assouplir progressivement sur l'horizon. S'agissant des matières premières, sur la base de l'évolution induite par les contrats à terme pendant la période de deux semaines précédant la date d'arrêt, les cours du pétrole, en moyenne annuelle, devraient s'établir à 62,4 dollars le baril en 2009 et à 78,8 dollars en 2010. Exprimés en dollars, les prix des matières premières hors énergie, en moyenne annuelle, diminueraient sensiblement, à savoir de 21,4 % en 2009, mais augmenteraient de 17,1 % en 2010.

Les hypothèses techniques relatives aux taux de change bilatéraux restent inchangées sur l'horizon de projection aux niveaux moyens observés au cours de la période de deux semaines se terminant à la date d'arrêt. Ces hypothèses impliquent un taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar de 1,38 en 2009 et de 1,43 en 2010, et un taux de change effectif de l'euro qui s'apprécie de 0,1 % en 2009 et encore de 0,6 % en 2010.

Les hypothèses relatives aux politiques budgétaires sont fondées sur les programmes budgétaires nationaux des pays participant à la zone euro disponibles au 14 août 2009. Ceux-ci englobent toutes les mesures qui ont déjà été approuvées par les parlements ou qui ont été présentées en détail par les gouvernements et devraient être adoptées dans le cadre du processus législatif.

1 Les projections macroéconomiques des services de la BCE complètent celles de l'Eurosystème, qui sont élaborées, deux fois par an, conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro. Les techniques utilisées sont conformes à celles servant à l'établissement des projections de l'Eurosystème, décrites dans le document intitulé *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, publié par la BCE en juin 2001 et qui peut être consulté sur le site Internet de la BCE. Pour refléter l'incertitude entourant les projections, les résultats sont présentés pour chaque variable sous la forme d'intervalles. Les intervalles pour chaque variable et chaque horizon correspondent à un intervalle de probabilité de 75 % fondé sur un modèle. La méthode utilisée est présentée dans la publication intitulée *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, publiée par la BCE en septembre 2008 et disponible sur le site Internet de la BCE. Compte tenu de la situation économique et financière exceptionnelle, les incertitudes entourant les projections sont plus grandes que d'habitude à ce stade.

2 Les hypothèses relatives aux prix du pétrole et des produits alimentaires sont fondées sur les cours des contrats à terme à la fin de l'horizon. Pour les autres matières premières, les prix devraient être conformes aux cours des contrats à terme jusqu'au troisième trimestre 2010 et évoluer par la suite en phase avec l'activité économique mondiale.

Hypothèses relatives à l'environnement international

Les répercussions de la crise financière continuent de peser sur les perspectives économiques mondiales. Toutefois, après la chute sans précédent et synchronisée du commerce mondial au tournant de l'année, la croissance mondiale serait, selon les estimations, redevenue positive au deuxième trimestre 2009 et devrait s'accroître progressivement. Néanmoins, en raison de la nécessité généralisée de restructurer les bilans, la croissance mondiale demeurerait atone sur l'horizon de projection. Globalement, le PIB mondial en volume hors zone euro se contracterait, en moyenne, de 1,2 % en 2009, mais progresserait de 2,7 % en 2010. Reflétant la correction sensible des échanges commerciaux internationaux, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait reculer de 13,0 % en 2009, avant de se raffermir de 1,7 % en 2010.

Projections relatives à la croissance du PIB en volume

La croissance du PIB en volume est négative dans la zone euro depuis le deuxième trimestre 2008. Après la forte contraction de l'activité au tournant de l'année, le PIB en volume n'a diminué que légèrement au deuxième trimestre 2009. Reflétant les indicateurs économiques à court terme les plus récents et les dernières données d'enquête, le PIB devrait continuer de se stabiliser au second semestre, avant de se redresser progressivement courant 2010. L'amélioration prévue est soutenue par le regain des exportations. La demande intérieure devrait bénéficier des mesures de relance budgétaire mises en œuvre, de l'augmentation cyclique des stocks et des mesures destinées à faciliter le fonctionnement du système financier. La reprise devrait toutefois être inégalement répartie, en raison du caractère temporaire de certains facteurs de soutien, et serait assez faible du fait de l'atonie de l'activité économique mondiale et du degré élevé d'incertitude. L'investissement, en particulier, devrait diminuer jusqu'à la mi-2010. La consommation privée devrait être freinée par la hausse du chômage et la faible confiance des consommateurs, bien que le bas niveau de l'inflation soutienne les revenus réels. Globalement, après avoir atteint de 0,6 % en 2008, le PIB en volume devrait connaître une croissance négative en 2009, se situant entre -4,4 % et -3,8 %, avant d'évoluer à un rythme compris entre -0,5 % et +0,9 % en 2010.

Projections en matière de prix et de coûts

Du fait des effets de base liés aux hausses antérieures des cours des matières premières, la progression de l'IPCH en moyenne annuelle devrait ralentir, pour revenir de 3,3 % en 2008 à un niveau compris entre 0,2 % et 0,6 % en 2009. Ces effets de base s'inverseront au cours des prochains mois, mais,

Tableau A Projections macroéconomiques pour la zone euro

(variations annuelles moyennes en pourcentage) ¹⁾²⁾

	2008	2009	2010
IPCH	3,3	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6
PIB en volume	0,6	- 4,4 - - 3,8	- 0,5 - 0,9
Consommation privée	0,3	- 1,3 - - 0,5	- 0,8 - 0,6
Consommation publique	1,9	1,4 - 2,0	1,0 - 1,8
FBCF	- 0,2	- 12,1 - - 9,9	- 5,2 - - 1,2
Exportations (biens et services)	0,9	- 16,2 - - 13,6	- 0,6 - 2,4
Importations (biens et services)	1,0	- 13,6 - - 11,0	- 2,3 - 2,1

1) Les projections relatives au PIB en volume et à ses composantes sont établies sur la base de données corrigées des jours ouvrés. Les projections concernant les exportations et les importations incluent le commerce intra-zone euro.

2) Les données relatives au PIB se rapportent aux seize pays de la zone euro. Pour l'IPCH, les fourchettes de projection intègrent la Slovaquie comme pays participant à la zone euro à compter de 2009. Les variations annuelles moyennes en pourcentage pour 2009 sont calculées sur la base d'une composition de la zone euro comprenant déjà la Slovaquie en 2008.

eu égard aux faibles perspectives économiques pour la zone euro, les tensions sur les prix intérieurs demeureraient contenues en 2010, les projections faisant état d'un taux d'inflation se situant entre 0,8 % et 1,6 %. L'augmentation de la rémunération par personne occupée, qui s'est fortement accélérée en 2008, devrait se ralentir sensiblement en 2009 et reprendre lentement par la suite, la croissance des salaires dans les secteurs public et privé demeurant modérée en raison de la détérioration des marchés du travail et du niveau toujours faible de l'inflation. La réduction des marges bénéficiaires devrait freiner l'inflation en 2009 avant que ne s'amorce une nouvelle hausse.

Comparaison avec les projections publiées en juin 2009

Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées dans le *Bulletin mensuel* de juin 2009, les intervalles de projection pour la croissance du PIB en volume en 2009 et 2010 ont été révisés à la hausse, reflétant des chiffres de croissance au deuxième trimestre 2009 meilleurs qu'attendu ainsi que les perspectives légèrement plus favorables pour le reste de l'année concernant la demande intérieure et extérieure.

Les fourchettes de projection pour le rythme annuel de progression de l'IPCH global en 2009 et 2010 ont également été légèrement revues à la hausse par rapport à celles indiquées en juin 2009, traduisant essentiellement les révisions à la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, celles des projections relatives à la croissance du PIB en volume.

Tableau B Comparaison avec les projections publiées en juin 2009

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2008	2009	2010
PIB en volume – juin 2009	0,6	- 5,1 – - 4,1	- 1,0 – 0,4
PIB en volume – septembre 2009	0,6	- 4,4 – - 3,8	- 0,5 – 0,9
IPCH – juin 2009	3,3	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
IPCH – septembre 2009	3,3	0,2 – 0,6	0,8 – 1,6

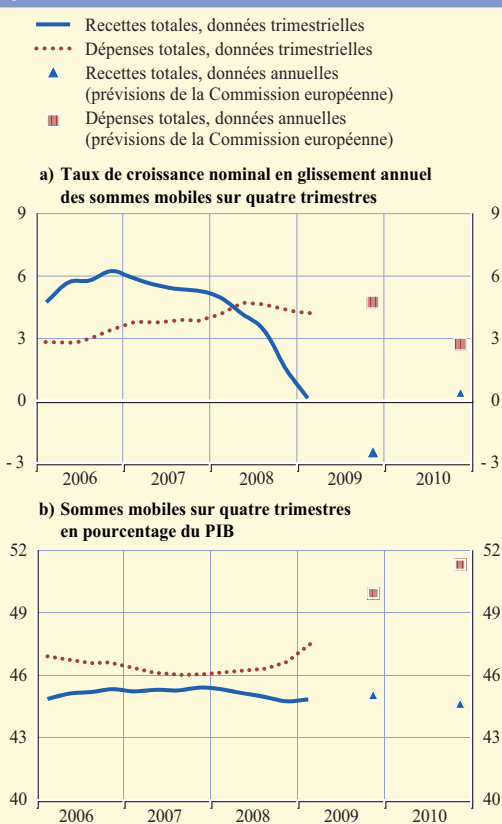
5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Les dernières statistiques trimestrielles relatives aux finances publiques de la zone euro ainsi que les récentes évolutions observées dans plusieurs pays de la zone confirment largement la forte dégradation attendue des perspectives budgétaires. Étant donné la perspective d'une augmentation rapide des ratios de déficit et de dette rapportés au PIB en 2009 et 2010 ainsi que les risques budgétaires que font peser les garanties publiques substantielles accordées récemment, il est d'une importance cruciale que les gouvernements préparent et communiquent sur des stratégies ambitieuses et réalistes de sortie de crise et d'assainissement budgétaire. Afin de réduire les importants déséquilibres budgétaires, ils devraient concevoir leurs budgets 2010 ainsi que leurs programmes de stabilité à moyen terme avec pour objectif un retour rapide à une situation saine et soutenable des finances publiques. En particulier, la correction des déficits excessifs dans les délais fixés nécessitera des efforts d'assainissement budgétaire supérieurs au minimum prescrit de 0,5 % de PIB par an fixé dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Cet assainissement devrait commencer, quelles que soient les circonstances, au plus tard en même temps que la reprise économique et les efforts devront être intensifiés en 2011. Ils pourront être soutenus par des mesures de limitation des dépenses ainsi que des règles budgétaires crédibles et bien conçues.

ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO EN 2009

Les dernières statistiques trimestrielles relatives aux finances publiques, qui couvrent le premier trimestre 2009, confirment que la crise financière et économique a un impact de grande ampleur sur les finances publiques de la zone euro cette année, conformément aux prévisions du printemps 2009 de la Commission européenne et d'autres institutions internationales. Les données relatives à la zone euro montrent que la forte croissance des recettes publiques observée les années précédentes dans le contexte d'un environnement macroéconomique généralement favorable s'est modérée en 2007 et nettement ralentie en 2008 (en termes de sommes glissantes sur quatre trimestres). La croissance des recettes a été proche de zéro au premier trimestre de 2009 et devrait devenir négative plus tard dans l'année (cf. graphique 54a). En revanche, les dépenses publiques, qui avaient augmenté précédemment à un rythme plus modéré que les recettes fiscales, les ont dépassées en 2008 et leur évolution devrait rester plus dynamique que celle des recettes dans la période à venir. En conséquence, l'écart entre les dépenses et les recettes en proportion du PIB devrait se creuser fortement en 2009 (cf. graphique 54b). Les évolutions budgétaires devraient être déterminées par l'action des stabilisateurs automatiques dans un environnement macroéconomique peu porteur, ainsi que par l'impact des mesures de relance budgétaire, par les pertes de recettes et par le dynamisme intrinsèque de la croissance des dépenses publiques. L'orientation budgétaire de la zone euro, en termes

Graphique 54 Statistiques et projections relatives aux recettes et aux dépenses publiques pour la zone euro



Sources : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales, Commission européenne, prévisions économiques du printemps 2009

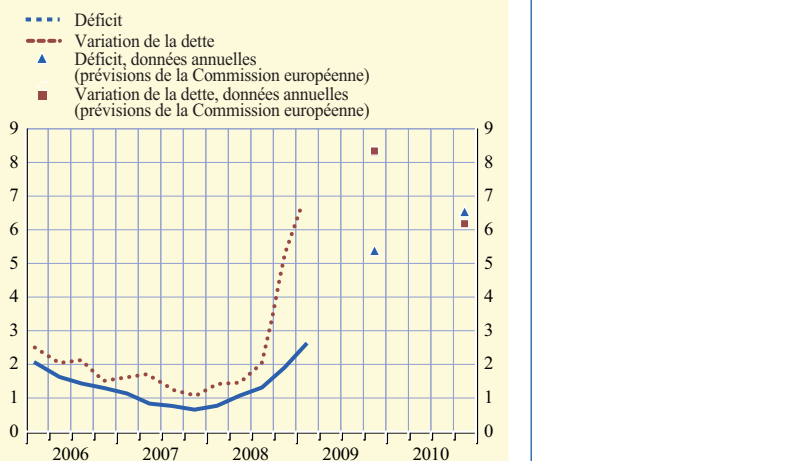
Notes : Les graphiques présentent l'évolution des recettes totales et des dépenses totales sur la base de sommes mobiles sur quatre trimestres pour la période comprise entre le premier trimestre 2006 et le premier trimestre 2009, ainsi que les projections annuelles pour 2009 et 2010 publiées au printemps 2009 par la Commission européenne.

de variation du solde budgétaire primaire corrigé des effets du cycle, devrait être expansionniste en 2009.

Le ratio de la dette publique pour la zone euro devrait augmenter rapidement, reflétant non seulement la détérioration des soldes budgétaires et la forte baisse du PIB nominal, mais aussi le financement d'importantes opérations hors-bilan de soutien au secteur financier (pour plus de détails, cf. l'article intitulé *Les conséquences du soutien de l'État au secteur bancaire pour les finances publiques de la zone euro* dans le *Bulletin mensuel* de juillet 2009). Ces opérations hors bilan ont conduit la dette de l'État à augmenter beaucoup plus rapidement que ne l'indique le déficit public depuis le troisième trimestre 2008 en termes de sommes glissantes sur quatre trimestres (cf. graphique 55).

Graphique 55 Déficit public et variation de la dette publiques dans la zone euro

(sommes mobiles sur quatre trimestres ; en pourcentage du PIB)



Sources : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales et des prévisions de printemps publiées par la Commission européenne.

ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES ACTUELLES ET PROJECTIONS NATIONALES POUR 2010 ET AU-DELÀ

La plupart des pays de la zone euro sont en train de préparer leurs projets de loi de finances pour 2010 et l'actualisation de leurs programmes de stabilité à moyen terme. Comme l'information sur les projets de loi de finances n'est pas encore entièrement disponible, à ce stade, une évaluation des perspectives pour les finances publiques dans la zone euro dans son ensemble ne peut être que provisoire. La description qui suit des évolutions budgétaires actuelles et des programmes de stabilité reste limitée aux plus grands pays de la zone euro.

En Allemagne, selon une mise à jour des projections budgétaires publiée par le ministère des Finances en juillet, le solde budgétaire des administrations publiques devrait se dégrader de manière significative, revenant d'une position à peu près en équilibre en 2008 à un déficit de 4 % du PIB en 2009 et 6 % du PIB en 2010. Ces prévisions s'inscrivent dans la lignée des prévisions de printemps de la Commission européenne pour 2009. L'aggravation sensible de la situation budgétaire en 2009 et 2010 est principalement attribuable à l'action des stabilisateurs automatiques dans le contexte de la grave récession économique et à la mise en œuvre de mesures de relance budgétaire de grande ampleur (qui s'élèvent à, environ, 1,5 % du PIB pour 2009 et 2 % du PIB en 2010) pour stabiliser l'économie. Le gouvernement envisage de redresser les finances publiques de 1 % du PIB par an à partir de 2011, ce qui devrait ramener le déficit à 3 % du PIB en 2013.

En France, selon les projections budgétaires mises à jour par le gouvernement en juin, le déficit des administrations publiques devrait se situer dans une fourchette comprise entre 7 % et 7,5 % du PIB en 2009 et 2010, ce qui constitue une augmentation significative par rapport aux 3,5 % enregistrés en 2008. Cette dégradation attendue du solde budgétaire, bien supérieure à celle figurant dans les prévisions de printemps de la Commission pour 2009 (celles-ci prévoyaient des déficits de 6,6 % du PIB en 2009 et 7,0 % en 2010), résulte de l'action des stabilisateurs automatiques, de réductions de recettes discrétionnaires (découlant, par exemple, de la réduction du taux de TVA pour la restauration et les restaurants applicable depuis le 1^{er} juillet 2009), de la baisse des cotisations de sécurité sociale et d'une réduction d'impôts exceptionnelle en faveur des ménages à faible revenu en 2009. Selon les hypothèses préliminaires sous-tendant la préparation du budget 2010, le gouvernement envisage un effort d'assainissement annuel moyen de 0,5 % du PIB en termes structurels à partir de 2010. Le déficit des administrations publiques devrait être de

l'ordre de 5-5,5 % en 2012. Cette situation contraste fortement avec l'engagement du pays à l'échelle européenne : en effet, la date limite pour que la France corrige son déficit excessif est fixée à 2012.

En Italie, le gouvernement a publié en juillet de nouvelles prévisions à moyen terme pour la période 2009-2013, selon lesquelles le déficit des administrations publiques devrait augmenter, passant d'une position légèrement en deçà du seuil des 3 % du PIB en 2008 à, respectivement, 5,3 % et 5,0 % en 2009 et 2010, avant de diminuer à 2,4 % en 2013. Les projections pour 2009 et 2010 sont plus pessimistes que celles établies au printemps par la Commission pour 2009 (4,5 % et 4,8 % du PIB respectivement). En juillet, le Parlement italien a également transformé en loi le décret « anti-crise » promulgué par le gouvernement fin juin. Cet ensemble de mesures prévoit une réduction de la fiscalité des entreprises sous la forme d'incitations fiscales pour les nouveaux investissements en matériel effectués. Selon le gouvernement, les mesures n'auront aucun effet sur le besoin de financement net des administrations publiques, puisque l'augmentation des déficits liée aux mesures de relance sera entièrement compensée par l'évolution des autres postes budgétaires. Le gouvernement attribue le déclin progressif du déficit anticipé en 2010-2013 à une amélioration attendue de la situation macroéconomique et (de manière largement non précisée à ce stade) à des mesures correctives qui représenteraient 0,4 % du PIB en 2011 et 1,2 % chaque année en 2012 et 2013.

En Espagne, des représentants du gouvernement ont indiqué en juillet que, malgré les relèvements récents des taxes sur le tabac et les carburants, le déficit des administrations publiques était susceptible d'atteindre 9,5 % du PIB en 2009, soit près de 1 point de pourcentage de plus que le chiffre indiqué au printemps 2009 dans les prévisions de la Commission. La nouvelle détérioration des perspectives budgétaires devrait résulter principalement d'une nouvelle baisse des recettes (ce qui reflète, au moins dans une certaine mesure, une correction des recettes exceptionnelles substantielles observées lors des années précédant la récession), ainsi que d'une croissance importante des prestations sociales, de l'impact anticipé de l'évolution conjoncturelle et des mesures discrétionnaires prises au cours des deux dernières années. Il s'agit notamment d'une réforme fiscale mise en œuvre en 2007, d'une relance budgétaire au début de 2008 ainsi que des mesures de relance de la fin 2008 et du début 2009. Il existe actuellement peu d'informations au sujet des intentions du gouvernement quant au respect par l'Espagne de son engagement européen de corriger son déficit excessif d'ici à l'échéance 2012.

NÉCESSITÉ D'UNE SORTIE DE CRISE EN TEMPS OPPORTUN ET STRATÉGIES D'ASSAINISSEMENT

Les dernières informations confirment les anticipations de la Commission européenne, présentées dans ses prévisions économiques du printemps 2009. L'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de trois d'entre eux (Chypre, Luxembourg et Finlande) auront des déficits publics supérieurs à 3 % du PIB en 2009 et tous présentent des risques de dépasser cette valeur de référence en 2010. L'augmentation rapide des ratios d'endettement public qui en résulte, conjuguée aux importantes garanties publiques octroyées aux sociétés financières et non financières, font peser une grave menace sur la soutenabilité des finances publiques. Ces évolutions préoccupantes révèlent l'urgente nécessité, pour tous les pays de la zone euro, d'établir et de communiquer sur des stratégies de sortie de crise budgétaire ambitieuses et réalistes, ainsi que sur des stratégies d'assainissement à moyen terme permettant de garantir un retour rapide à une situation des finances publiques saine et soutenable.

Dans ce contexte, les politiques budgétaires devraient être guidées par les dispositions du pacte de stabilité et de croissance, qui devrait être appliqué de façon stricte. Il est particulièrement important que les pays présentant des déficits excessifs les corrigent dans les délais fixés par le Conseil de l'UE. En plus des quatre pays de la zone euro déjà soumis à des procédures de déficit excessif — à savoir la Grèce (avec une échéance pour la correction en 2010), la France, l'Espagne (toutes deux avec une échéance en 2012) et l'Irlande (avec une échéance en 2013) — Malte s'est vu fixer

la date de 2010 pour ramener son déficit en dessous du seuil de 3 % du PIB par le Conseil Ecofin lors de sa réunion du 7 juillet. Le même jour, le Conseil a invité la Belgique à présenter, d'ici le 20 septembre au plus tard, un complément à son programme de stabilité, incluant notamment une stratégie budgétaire de moyen terme claire.

Conformément aux orientations de politique budgétaire définies par les ministres de l'Eurogroupe le 8 juin 2009, les gouvernements se sont engagés à mettre en place des stratégies à moyen terme robustes de sortie de crise, qui mèneront à une correction rapide des déficits excessifs. Ces stratégies doivent être présentées dans les prochains programmes de stabilité. En outre, les ministres de l'Eurogroupe ont affirmé leur engagement à mettre pleinement en œuvre le cadre de surveillance défini par le pacte de stabilité et de croissance.

Compte tenu de la forte détérioration budgétaire prévue cette année ainsi que l'année prochaine dans la plupart des pays de la zone euro, les efforts d'assainissement budgétaire devront dépasser de façon significative le seuil minimum de 0,5 % du PIB par an fixé dans le pacte de stabilité et de croissance. En particulier, dans les pays présentant des déficits et/ou des ratios d'endettement élevés, l'ajustement structurel annuel devrait atteindre au moins 1,0 % du PIB, afin d'assurer une correction rapide des déficits excessifs et de contenir les risques pesant sur la soutenabilité budgétaire. L'ajustement structurel devrait commencer en même temps que la reprise économique et les efforts d'assainissement budgétaire devraient être intensifiés en 2011. Dans tous les cas, les délais pour la correction des déficits excessifs devraient être pleinement respectés plutôt que de devenir des cibles mouvantes sans cesse repoussées.

À plus long terme, les pays devraient maintenir un rythme d'assainissement élevé, y compris après la correction des déficits excessifs en vue d'atteindre leurs objectifs budgétaires de moyen terme le plus tôt possible. Des efforts ambitieux visant à améliorer substantiellement la situation budgétaire dès que les effets immédiats de la crise se seront inversés sont justifiées, notamment parce que l'impact du vieillissement de la population sur les budgets publics se matérialise déjà et va fortement s'intensifier dans les années à venir (pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Rapport 2009 sur le vieillissement de la population : projections actualisées relatives aux dépenses publiques liées au vieillissement* dans le *Bulletin mensuel* de juin 2009). Dès lors, il est particulièrement urgent d'atteindre les objectifs à moyen terme afin d'assurer la soutenabilité budgétaire à moyen et long termes. Cela pourrait être facilité par l'adoption de règles budgétaires nationales crédibles et bien conçues qui favorisent le respect des engagements européens (cf. encadré 9).

Encadré 9

LES RÈGLES BUDGÉTAIRES ET INSTITUTIONS NATIONALES, COMPLÉMENT UTILE DU CADRE BUDGÉTAIRE DE L'UE

Le traité instituant la Communauté européenne et le Pacte de stabilité et de croissance constituent le cadre juridique et institutionnel permettant d'atteindre et de maintenir l'objectif de finances publiques saines dans la zone euro. Ils devraient ainsi servir de fil conducteur aux stratégies budgétaires d'assainissement et de sortie de crise visant à inverser les mesures de relance et à corriger rapidement les déficits excessifs¹. Comme exposé dans une abondante littérature, les règles budgétaires nationales peuvent compléter utilement le cadre budgétaire de l'UE destiné à renforcer la discipline budgétaire et assurer la soutenabilité des finances publiques dans la zone euro².

1 Pour un bref aperçu des principales dispositions du Traité et du Pacte de stabilité et de croissance, cf. l'encadré intitulé *Le cadre juridique visant à assurer des politiques budgétaires saines au sein de l'UEM* du *Bulletin mensuel* de mars 2009. On trouvera un exposé et une analyse détaillés des règles budgétaires de l'UE dans R. Morris, H. Ongena et L. Schuknecht, *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, Étude de la BCE concernant un sujet spécifique n° 47, 2006.

2 Cf., par exemple, L. Schuknecht, *EU fiscal rules : issues and lessons from political economy*, Document de travail de la BCE n° 421, 2004, et M. Buti, S. Eijffinger et D. Franco, *Revisiting the Stability and Growth Pact : Grand Design or Internal Adjustment*, CEPR Discussion Paper n° 3692, 2003

Les règles budgétaires nationales vont naturellement de pair avec la souveraineté nationale, elles doivent être approuvées par le parlement du pays considéré et le suivi de leur mise en œuvre peut être assuré par des organismes nationaux indépendants. Cela permet aux gouvernements de renforcer leurs engagements en faveur de la prudence budgétaire en adoptant des règles à la fois ambitieuses et crédibles, s'appuyant sur des mécanismes rigoureux de mise en œuvre³. Par conséquent, si les limites imparties au déficit et à la dette par le Traité et par le Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT), posent des références communes et homogènes en matière de prudence budgétaire pour les différents États membres, les règles budgétaires et les institutions nationales peuvent contribuer au respect de ces dispositions applicables à l'ensemble de l'UE.

Des éléments empiriques récents relatifs aux pays de l'UE montrent que l'existence de règles budgétaires nationales fortes encourage effectivement les gouvernements à adopter une orientation budgétaire plus prudente⁴. En particulier, il est désormais largement admis que les restrictions, fondées sur des règles, aux dépenses publiques incitent efficacement à la prudence budgétaire au niveau national, les pressions politiques en faveur d'un relâchement de la discipline budgétaire étant particulièrement fortes du côté des dépenses⁵. Par conséquent, les pays ayant appliqué des règles nationales sur ce volet devraient normalement, toutes choses égales d'ailleurs, faire preuve d'un respect plus scrupuleux du cadre budgétaire de l'UE que les autres États membres.

Tout en renforçant la discipline budgétaire des administrations centrales, les règles nationales constituent un instrument utile pour la coordination de la politique budgétaire entre les différentes strates de gouvernement : dans la plupart des États membres, les autorités infranationales sont dotées d'une forte autonomie budgétaire. Cette structure fédérale peut créer un problème de « pool commun », les conséquences de l'absence de discipline budgétaire au niveau infranational se propageant souvent aux autres juridictions et affectant le secteur des administrations publiques dans son ensemble. Par conséquent, en encadrant la politique budgétaire infranationale, les règles nationales favorisent la prudence budgétaire aux différentes strates de gouvernement, ce qui est nécessaire pour le respect des objectifs fixés aux administrations publiques par le cadre budgétaire de l'UE.

L'environnement institutionnel global doit soutenir la mise en œuvre de règles budgétaires nationales. En particulier, l'évaluation du respect des règles par l'État pourrait devoir être confiée à des institutions indépendantes et impartiales. En outre, la force des règles en matière budgétaire repose, dans une large mesure, sur le fait que ce respect peut être vérifié par l'opinion publique. Cela suppose la mise en place de normes simples et quantifiables ainsi que la publication précise et rapide, par les autorités, de leurs programmes budgétaires et des évolutions en matière de finances publiques.

La récente et forte augmentation des ratios de dette publique met en évidence un autre domaine important dans lequel des règles et des institutions nationales pourraient utilement compléter le cadre budgétaire de l'UE. En particulier, un engagement à respecter des objectifs explicites en matière de dette au niveau national viendrait renforcer la discipline qu'exercent les cadres budgétaires axés sur le déficit et ce, pour deux raisons. Premièrement, de tels objectifs seraient très transparents pour les électeurs et fourniraient ainsi une solide référence pour mesurer l'effort de réduction de la dette accompli par les autorités. Deuxièmement, fixer des objectifs à la fois pour le déficit et pour la dette

3 Cf. A. Fatás, J. von Hagen, A. Hughes Hallett, R. Strauch et A. Sibert, *Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact*, Monitoring European Integration 13, ZEI/CEPR, Bonn/Londres, 2003

4 Cf., par exemple, X. Debrun, L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals et M. Kumar, *Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union*, Economic Policy, Vol. 23 (4), 2008

5 Cf., par exemple, *Public Finances in EMU*, Commission européenne, 2003, 2005 et 2006, et G. Ljungman, *Expenditure Ceilings – A Survey*, Document de travail du FMI n° 282, 2008

réduirait l'incitation politique à débudgétiser des activités afin de respecter les contraintes budgétaires imposées par le cadre budgétaire de l'UE^{6,7}.

Dans l'environnement actuel, on ne saurait attendre de solution miracle pour résoudre les défis qui se posent aux finances publiques, en particulier compte tenu de l'incertitude entourant le rythme de la reprise. Toutefois, les considérations théoriques comme l'expérience des différents pays indiquent qu'une mise en œuvre rigoureuse et le respect de cadres budgétaires fondés sur des règles seront utiles pour guider la politique budgétaire vers une trajectoire soutenable pour les finances publiques.

6 Pour plus de détails sur le recours à l'ajustement flux-stocks en tant qu'instrument permettant de faire face aux restrictions posées par le cadre budgétaire de l'UE, cf. J. von Hagen et G. Wolff, *What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU*, Journal of Banking and Finance, Vol. 30, 2006

7 L'opinion selon laquelle les autorités devraient s'engager à accomplir des efforts ambitieux de réduction de la dette se reflète également dans le rapport des services du FMI relatif aux consultations pour 2009 au titre de l'article IV sur les politiques de la zone euro, conclues le 17 juillet 2009.

Au-delà de leur impact immédiat, la crise financière et la sévère récession économique pourraient également affecter les finances publiques avec un certain retard. Cette pression supplémentaire découle de trois risques majeurs. Premièrement, les risques considérables liés aux opérations de sauvetage des banques continuent à affecter à la fois l'actif et le passif du bilan de l'État. D'une part, les prêts pourraient ne pas être (entièrement) remboursés ou les actifs bancaires acquis pourraient devoir être vendus à perte à l'avenir et, d'autre part, les garanties publiques octroyées au secteur financier constituent un passif implicite qui pourrait être finalement appelé. Deuxièmement, le véritable coût budgétaire des mesures de sauvetage financier est toujours l'objet d'une incertitude considérable. En particulier, le 15 juillet, Eurostat a publié une décision qui implique que certaines interventions publiques pour soutenir les institutions financières et les marchés financiers au cours de la crise financière ne seront pas, au moins dans un premier temps, statistiquement enregistrées dans les comptes des administrations publiques. Toutefois, indépendamment de leur inclusion dans les comptes des administrations publiques et du calendrier de celle-ci, les risques pour les finances publiques liés à ces opérations doivent être étroitement surveillés de manière transparente. Pour cette raison, Eurostat a également annoncé son intention de publier, à partir d'octobre 2009, des tableaux supplémentaires consacrés aux activités menées pour soutenir les institutions financières (par exemple les garanties publiques, les véhicules *ad hoc* et les dispositifs temporaires en matière de liquidité). Troisièmement, la forte contraction actuelle de l'activité économique pourrait être suivie d'une période prolongée de croissance économique modérée, ce qui aboutirait à un niveau structurel plus faible des recettes fiscales. Pour éviter une nouvelle hausse des déficits, les gouvernements doivent donc ajuster leurs dépenses de manière appropriée aux nouvelles conditions macroéconomiques et, en particulier, inverser la forte hausse des ratios des dépenses publiques dès que possible.

À la lumière de ces risques budgétaires, et étant donné que la plupart des pays de la zone euro seront confrontés à des ratios d'endettement public beaucoup plus élevés qu'avant la crise, la réduction de la dette est indispensable et devrait être réalisée de préférence au moyen d'un assainissement fondé sur les dépenses. L'expérience passée de plusieurs pays de la zone euro montre que des réductions rapides et importantes de la dette sont possibles et les gouvernements pourraient appliquer les leçons tirées des réussites passées à leurs stratégies d'avenir (cf. encadré 10).

Encadré 10

EXPÉRIENCE DE RÉDUCTION DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

La crise financière et la grave récession économique qui en a découlé contribuent à une forte augmentation du ratio dette publique/PIB dans de nombreux pays de la zone euro. Cette situation, qui devra impérativement être traitée, créant des risques graves pour la soutenabilité des finances publiques, le présent encadré examine les expériences antérieures de réduction de la dette dans la zone euro.

La hausse des ratios de dette publique dans les pays de la zone euro conduit à s'interroger sur les facteurs qui pourront contribuer à stabiliser ces ratios et les amener à décroître de façon régulière. Une analyse des expériences réussies observées précédemment dans divers pays de la zone euro fournit de précieux éléments lorsque l'on considère les options possibles pour réduire la dette à l'avenir. Le tableau ci-joint fournit une présentation synthétique des évolutions de la dette publique dans les onze pays ayant adopté l'euro lors de l'instauration de l'Union monétaire en 1999 ainsi qu'en Grèce, qui a adhéré à la zone euro en 2001. Le tableau compare les ratios de dette pour 1991 (année de la signature du traité de Maastricht), 1998 (année précédant le démarrage de la phase III de l'UEM) et 2008, et présente la liste des pays qui ont enregistré une réduction sensible de leur ratio de dette, correspondant à une baisse totale de plus de 20 points de pourcentage entre le niveau maximum observé au milieu des années quatre-vingt-dix et le point bas le plus récent.

Comme le montrent les trois premières colonnes du tableau, les ratios de dette ont évolué diversement selon les pays. Certains, comme l'Allemagne et la France, ne sont pas parvenus à infléchir la progression de leur ratio de dette durant la période considérée et, de ce fait, ils enregistraient en 2008 des ratios supérieurs au niveau de 1998. À l'inverse, d'autres pays, comme l'Irlande et la Belgique, qui partaient certes d'un niveau élevé, ont affiché une réduction significative de leur ratio de dette par rapport aux niveaux de 1991 et de 1998.

Cinq pays sur douze, soit la Belgique, l'Irlande, l'Espagne, les Pays-Bas et la Finlande, ont enregistré des réductions importantes de leur ratio de dette, mouvement qui s'est étalé sur plus de dix ans. La première année (t_0) et la dernière année (t_n) de la période de réduction de la dette sont présentées entre parenthèses. Sont en outre présentés pour ces pays le point haut du ratio de dette lors de l'année précédant le début de la période de réduction de la dette (t_{-1}), le point bas du ratio de dette l'année où la période de réduction de la dette s'est terminée (t_n) et la baisse cumulée du ratio de dette. Comme on peut le constater, les réductions importantes du ratio de dette s'échelonnent entre une baisse de 24 points de pourcentage environ sur une période de quatorze ans comprise entre 1995 et 2008 en Finlande et un recul de plus de 69 points de pourcentage sur la période allant de 1994 à 2006 en Irlande.

Évolution de la dette dans certains pays de la zone euro et réduction importante de la dette

(en pourcentage du PIB)

Pays/Période de réduction importante de la dette ($t_0 - t_n$)	Ratio de dette			Ratio de dette		Variation du ratio de dette ($t_n - t_{-1}$) $1 = -2 + 3 + 4$ (1)	Contribution		
	1991	1998	2008	Point haut (t_{-1})	Point bas (t_n)		Solde primaire (2)	Effet boule de neige (3)	Ajustement flux-stocks (4)
Belgique (1994-2007)	127,0	117,1	89,6	134,2	84,0	- 50,2	69,4	27,7	- 8,5
Allemagne	39,5	60,3	65,9						
Irlande (1994-2006)	94,5	53,1	43,2	94,1	24,9	- 69,2	48,7	- 38,1	17,5
Grèce	75,0	102,6	97,6						
Espagne (1997-2007)	43,4	63,2	39,5	66,8	36,2	- 30,6	25,3	- 11,2	5,9
France	36,0	59,4	68,0						
Italie	98,0	114,9	105,8						
Luxembourg	4,1	7,4	14,7						
Pays-Bas (1994-2007)	76,6	65,7	58,2	78,5	45,6	- 32,9	35,8	8,0	- 5,1
Autriche	56,3	64,8	62,5						
Portugal	57,7	52,1	66,4						
Finlande (1995-2008)	22,2	48,2	33,4	57,8	33,4	- 24,4	64,8	0,8	39,7

Source : Calculs de la BCE reposant sur la base de données AMECO de la Commission européenne

Note : La variation du ratio dette publique brute/PIB peut être décomposée comme suit :

$$\Delta b_t = -pb_t + \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} + sf_t$$

où t représente le temps, b correspond à la dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB, pb au solde primaire en pourcentage du PIB (solde budgétaire hors paiements d'intérêts), r au taux d'intérêt réel, g au taux de croissance du PIB en volume et sf à l'ajustement flux-stocks en pourcentage du PIB.

Les trois dernières colonnes du tableau fournissent une ventilation en trois composantes du recul total du ratio de dette publique entre son point haut et son niveau plancher. Premièrement, le solde primaire qui, dans le cas d'un excédent, a tendance à réduire le ratio de dette. Deuxièmement, la différence entre la hausse de la charge de la dette et la croissance du PIB, connue sous l'appellation d'« effet boule de neige », en vertu duquel le ratio de dette a tendance à augmenter (décroître) si le taux de croissance du PIB est inférieur (supérieur) à la charge de la dette. Troisièmement, l'ajustement flux-stocks, recouvrant l'incidence de l'accumulation ou de la cession d'actifs financiers, les modifications de la valeur de la dette extérieure du fait de variations des taux de change, des ajustements statistiques résiduels ainsi que divers autres éléments résiduels¹.

Les conclusions suivantes ressortent de l'analyse des trois dernières colonnes du tableau. Premièrement, les excédents primaires ont contribué de façon significative à la réduction de la dette dans les cinq pays ayant enregistré une réduction importante de leur ratio de dette. La contribution des excédents primaires a été, en moyenne, proche de 5 points de pourcentage du PIB par an en Belgique et en Finlande, de l'ordre de 3,5 points de pourcentage en Irlande et de quelque 2,5 points de pourcentage aux Pays-Bas et en Espagne (contribution totale du solde primaire divisée par le nombre d'années comprises dans la période de réduction de la dette). Deuxièmement, tous ces pays ont bénéficié d'un recul marqué de leur taux d'intérêt réel. En Irlande et en Espagne, la croissance du PIB en volume a même été suffisamment élevée, en moyenne, pour générer un effet boule de neige négatif, qui a fortement contribué à la réduction du ratio de dette. La forte croissance observée dans ces deux pays a également permis d'enregistrer des soldes primaires plus importants que cela n'aurait été le cas autrement. Troisièmement, l'ajustement flux-stocks a largement contribué à l'élévation du ratio de dette en Finlande et en Irlande. Dans le cas de la Finlande, l'effet d'accroissement de la dette découlant de l'ajustement flux-stocks est lié aux placements financiers des administrations publiques, notamment à l'accumulation d'actifs par les administrations de sécurité sociale. Dans le cas de l'Irlande, les dotations en capital, essentiellement liées au financement des infrastructures (par exemple, pour les transports, les télécommunications et l'énergie), ont joué un rôle important. Dans les autres pays, l'incidence des ajustements flux-stocks sur l'évolution de la dette publique a été plus limitée.

Enseignements du passé, enseignements pour l'avenir

L'expérience passée tend à indiquer qu'une réduction des ratios de dette très élevés actuellement à l'étude pour de nombreux pays de la zone euro nécessitera d'importants efforts d'assainissement budgétaire. Étant donné que les taux de croissance du PIB en volume pourraient être relativement faibles au cours des années à venir, la probabilité d'une importante contribution à la réduction de la dette de la différence entre hausse de la charge de la dette et croissance de l'économie est faible. En outre, les recettes provenant de la cession future d'actifs financiers acquis par l'État durant la crise financière sont extrêmement incertaines. Il sera dès lors essentiel de créer d'importants excédents primaires en ayant recours à l'assainissement budgétaire. À cet égard, la littérature nous enseigne que l'assainissement reposant sur la réduction des dépenses est généralement plus durable et plus propice à la croissance que les efforts d'assainissement axés sur le volet recettes². La charge fiscale étant déjà élevée, un assainissement reposant sur les recettes apparaît peu crédible, les agents économiques pouvant anticiper qu'il faudra revenir sur les nouveaux relèvements d'impôts en raison, par exemple, de leur incidence défavorable sur les incitations,

1 Pour une analyse des approches en matière de soutenabilité budgétaire, cf. N. Giammarioli, C. Nickel et J.P. Vidal, *Assessing fiscal soundness-theory and practice*, Étude de la BCE concernant un sujet spécifique n° 56, 2007. Pour une analyse de la composition de l'ajustement flux-stocks, cf. l'article intitulé *Écart entre déficit public et dette publique* du *Bulletin mensuel* d'avril 2007.

2 Cf. également A. Afonso, *Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence*, document de travail de la BCE n° 675, 2006, et G. Giudice, A. Turrini et J. in't Veld, *Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal consolidations in the EU*, *Open Economies Review*, vol.18 (5), 2007.

la compétitivité internationale et la croissance potentielle³. En revanche, les réductions de dépenses peuvent convaincre les agents économiques que l'effort d'ajustement structurel est sérieux et produira une amélioration durable de la soutenabilité budgétaire. Des réformes ambitieuses des dépenses publiques, recouvrant une diminution de la consommation des administrations publiques et des réformes de fond des transferts aux ménages, ont permis à la Finlande, à l'Irlande et aux Pays-Bas, en particulier, de réduire leur ratio de dépenses primaires par rapport au ratio de recettes et de créer d'importants excédents primaires qui ont favorisé la baisse régulière de leurs ratios de dette élevés⁴. En outre, les stratégies d'assainissement reposant sur les dépenses peuvent affecter les évolutions macroéconomiques *via* les salaires et l'investissement. En particulier, si les réductions de dépenses afférentes à l'emploi dans le secteur public se traduisent par une réduction des tensions sur les salaires dans l'ensemble de l'économie, les entreprises pourraient être incitées à embaucher et à accroître leurs dépenses d'investissement, soutenant ainsi la croissance à long terme. Cela contribuera dès lors indirectement à la réduction de la dette *via* l'effet boule de neige, les recettes supplémentaires et la baisse des dépenses de transfert.

3 Cf., par exemple, Groupe de travail du Comité de politique monétaire du Système européen de banques centrales, *Labour supply and employment in the euro area countries – developments and challenges*, Étude de la BCE concernant un sujet spécifique n° 87, 2008

4 Cf. également S. Hauptmeier, M. Heipertz et L. Schuknecht, *Expenditure Reform in industrialised Countries-A Case Study Approach*, Fiscal Studies, vol.28 (3), 2007

6 ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

6.1 TAUX DE CHANGE

Au cours des premiers mois de 2009, les niveaux élevés de volatilité et les oscillations importantes observés sur le marché des changes après l'intensification de la crise financière en septembre 2008 ont commencé à diminuer. Depuis fin mai, l'ampleur des variations de l'euro contre les principales devises s'est encore réduite et les volatilités implicites se sont rapprochées de leurs moyennes historiques. Suite à la diminution des fluctuations des taux de change bilatéraux de l'euro, fluctuations qui se sont mutuellement compensées, le taux de change nominal effectif de l'euro est resté globalement inchangé au cours des trois mois s'achevant le 2 septembre 2009.

TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO

Fin 2008, et dans une moindre mesure début 2009, les principales devises étaient très volatiles et ont subi des oscillations importantes. Ces évolutions étaient partiellement dues aux changements rapides de la situation sur les marchés financiers mondiaux et à l'incertitude concernant les perspectives économiques des différentes régions du monde. Au cours de 2009, et particulièrement à partir de fin mai, les tensions sur les marchés financiers se sont atténuées. De même, les fluctuations des taux de change nominaux bilatéraux de l'euro ont diminué. De plus, les volatilités implicites se sont rapprochées de leurs moyennes historiques et les ont parfois atteintes.

Le 2 septembre 2009, le taux de change nominal effectif de l'euro, mesuré par rapport aux devises des vingt-et-un principaux partenaires commerciaux de la zone euro, restait globalement comparable au niveau qui prévalait fin mai (cf. graphique 56). La stabilité relative du taux de change effectif de l'euro au cours de cette période reflète autant les mouvements, se compensant mutuellement, des taux bilatéraux que des fluctuations plus étroites contre les principales devises. D'une part, l'euro s'est déprécié contre le yen japonais et les devises des États membres ayant adhéré à l'UE en 2004 et en 2007 et ne participant pas au MCE II, qui semblent avoir bénéficié de la diminution de l'aversion au risque. D'autre part, l'euro s'est légèrement apprécié contre le dollar, suite aux nouvelles positives concernant les perspectives macroéconomiques de la zone euro et aux inquiétudes portant sur la situation budgétaire américaine. Parallèlement, la fourchette de variation du taux de change bilatéral euro-dollar a été relativement étroite. Quant aux indicateurs

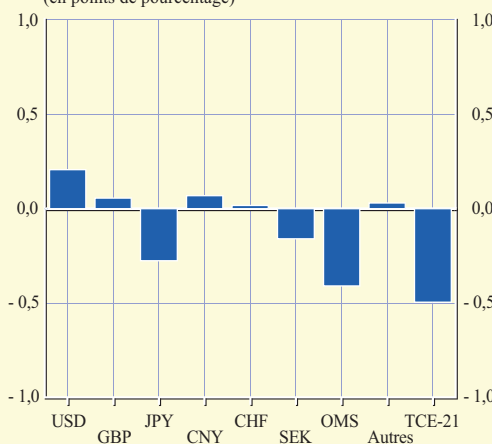
Graphique 56 Taux de change effectif de l'euro et contributions par devises ¹⁾

(données quotidiennes)



Contributions par devises aux variations du taux de change effectif ²⁾

Du 29 mai 2009 au 2 septembre 2009
(en points de pourcentage)



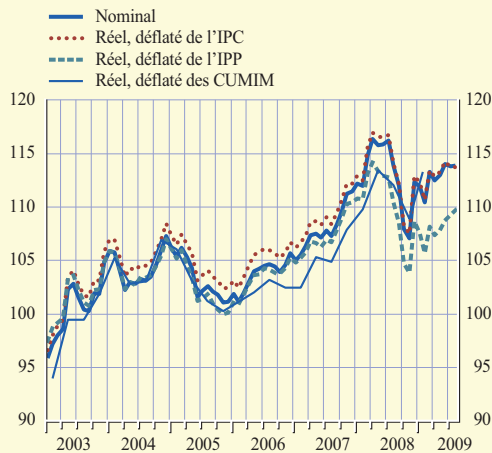
Source : BCE

1) Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro vis-à-vis des monnaies de vingt-et-un partenaires commerciaux importants de la zone euro et de l'ensemble des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

2) Les contributions par devises aux variations du TCE-21 sont présentées pour chacune des monnaies des six principaux partenaires commerciaux de la zone euro. La catégorie OMS (*Other Member States*), « Autres États membres », désigne la contribution agrégée des monnaies des États membres de l'UE hors zone euro (à l'exception de la livre sterling et de la couronne suédoise). La catégorie « Autres » désigne la contribution agrégée des six autres partenaires commerciaux de la zone euro compris dans l'indice TCE-21. Les variations sont calculées à partir des pondérations globales correspondantes dans l'indice TCE-21.

Graphique 57 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro ¹⁾

(données mensuelles/trimestrielles ; indice T1 1999 = 100)



Source : BCE

1) Une hausse des indices TCE-21 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données se rapportent à août 2009. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-21) déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au premier trimestre 2009.

de compétitivité prix et coûts internationale de la zone euro, en juillet 2009, le taux de change effectif réel de l'euro s'établissait en moyenne autour de 1,0 % au-dessus de son niveau moyen de 2008, sur la base des évolutions des déflateurs de prix à la consommation et à la production (cf. graphique 57).

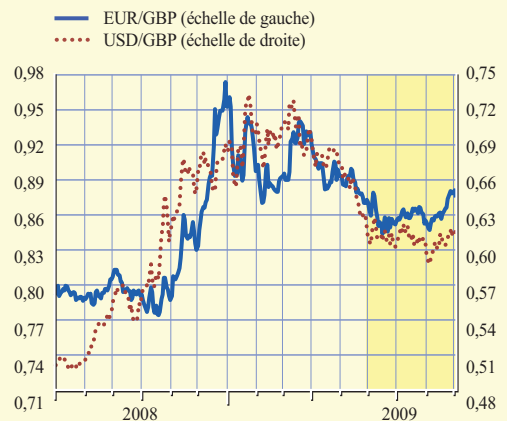
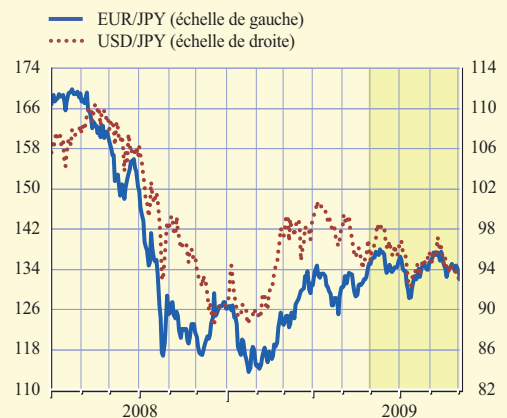
EURO/DOLLAR

Après une période de fluctuations importantes des principaux taux de change bilatéraux au cours du second semestre 2008 et, dans une moindre mesure, début 2009, qui a eu pour effet un affaiblissement de l'euro contre dollar dans un contexte d'incertitude accrue, l'euro a eu tendance à se raffermir à compter de début mars. Cette appréciation de l'euro résulte en partie de l'atténuation des tensions sur les marchés financiers, ainsi que de la diminution de l'aversion au risque. Depuis fin mai, l'euro s'est légèrement apprécié dans un contexte d'inquiétudes quant aux perspectives budgétaires américaines et, plus récemment, depuis la publication de chiffres soulignant l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro (cf. graphique 58). Parallèlement, la volatilité implicite a continué de baisser,

revenant aux niveaux qui prévalaient à l'été 2008. Le 2 septembre 2009, l'euro s'échangeait à USD 1,42, soit 0,9 % au-dessus de son niveau de fin mai 2009 et 3,3 % en dessous du niveau moyen observé en 2008.

Graphique 58 Évolutions des taux de change

(données quotidiennes)



Source : BCE

Note : La zone surlignée se rapporte à la période comprise entre le 29 mai 2009 et le 2 septembre 2009.

EURO/YEN

Au cours de l'année dernière, les évolutions de l'euro par rapport au yen ont reflété, dans une certaine mesure, celles du taux de change euro/dollar. Le dénouement rapide des positions de portage (*carry trade*) au second semestre 2008 a contribué à la forte dépréciation l'euro contre le yen. Début 2009, après quelques variations, l'euro a commencé à s'apprécier en raison essentiellement du déclin significatif de l'activité économique au Japon. Dans les mois qui ont suivi, la volatilité implicite s'est fortement atténuée et le taux de change bilatéral a varié entre JPY 128 et JPY 138 contre euro, dans le sillage des modifications de la perception du risque sur les marchés financiers. Le 2 septembre, l'euro se traitait à JPY 131,6, soit 2,7 % en dessous du niveau qui prévalait fin mai et 13,6 % en dessous de sa moyenne de 2008.

DEVISES DES ÉTATS MEMBRES DE L'UE

Au cours des trois derniers mois, la plupart des devises participant au MCE II sont restées stables contre l'euro, s'échangeant à des niveaux égaux ou proches de leurs cours pivots respectifs (cf. graphique 59). Le lats letton a été soutenu par le recul des préoccupations de marché quant à l'évolution macroéconomique en Lettonie, à la suite de l'approbation du collectif budgétaire par le Parlement letton mi-juin. Par conséquent, le lats s'est échangé la plupart du temps dans la partie supérieure de sa bande de fluctuation unilatérale de +/- 1 %.

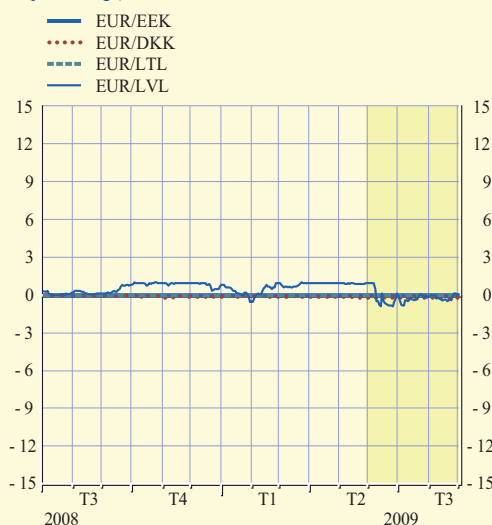
Concernant les devises des États membres de l'UE ne participant pas au MCE II, l'incertitude quant aux perspectives économiques du Royaume-Uni a contribué aux variations du taux de change de l'euro contre la livre sterling, malgré une diminution de l'amplitude de ces fluctuations par rapport à fin 2008. Le 2 septembre, par rapport aux niveaux qui prévalaient fin mai, l'euro était globalement stable face à la livre sterling. Parallèlement, l'euro a continué de se déprécier contre le zloty polonais, la couronne tchèque et, dans une moindre mesure, le forint hongrois, respectivement de -6,9 %, -4,2 % et -2,2 % entre fin mai et le 2 septembre, en raison peut-être d'une amélioration des perceptions des intervenants de marché relatives aux conditions macroéconomiques de ces pays. Les préoccupations du marché concernant les perspectives économiques des États baltes ont contribué à une certaine volatilité du taux de change de l'euro contre la couronne suédoise, mais, les inquiétudes du marché ayant faibli suite au vote du collectif budgétaire en Lettonie, le taux de change de l'euro s'est déprécié contre la couronne suédoise de 3,3 % au cours des trois mois précédant le 2 septembre 2009. Cependant, du fait des évolutions enregistrées fin 2008 et début 2009, les devises des États membres de l'UE ne participant pas au MCE II restent, vis-à-vis de l'euro, affaiblies par rapport à leurs niveaux du premier semestre 2008.

AUTRES DEVISES

Fin 2008, l'euro s'est significativement déprécié contre le franc suisse, qui a apparemment bénéficié d'un afflux de capitaux suite à l'intensification de la crise financière. Après avoir enregistré de faibles fluctuations début 2009, l'euro s'est à nouveau déprécié. Mi-mars, suite à la décision de la Banque nationale suisse d'intervenir sur le marché des changes pour limiter l'appréciation

Graphique 59 Évolutions des taux de change au sein du MCE II

(données quotidiennes ; écart par rapport au cours pivot en points de pourcentage)



de sa devise, l'euro s'est fortement apprécié pour se stabiliser autour de CHF 1,52. Au cours des trois derniers mois, l'euro est resté globalement inchangé contre le franc suisse, malgré quelques variations suite aux interventions de la Banque nationale suisse sur le marché des changes fin juin. Le 2 septembre, l'euro s'établissait contre le franc suisse 4,4 % en dessous de sa moyenne de 2008.

6.2 BALANCE DES PAIEMENTS

Le deuxième trimestre 2009 a témoigné d'une modération marquée du rythme de contraction des échanges commerciaux de la zone euro après le recul sans précédent observé au cours des deux précédents trimestres. Sur la même période, les flux nets d'investissements directs et de portefeuille cumulés ont enregistré un rebond, tant pour les avoirs que pour les engagements. En données cumulées sur un an à juin 2009, le déficit du compte de transactions courantes a atteint 122,6 milliards d'euros (1,3 % du PIB), tandis que dans le compte financier, les entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille ont atteint 439 milliards d'euros, reflétant une hausse des entrées nettes sur titres de créance.

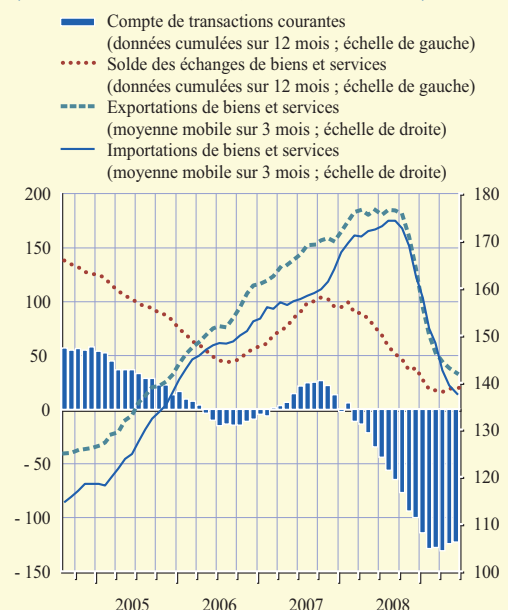
COMMERCE EXTÉRIEUR ET COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES

En données cumulées sur un an à juin 2009, le déficit du compte de transactions courantes de la zone euro a atteint 122,6 milliards d'euros (données corrigées des jours ouvrables et des variations saisonnières), soit quelque 1,3 % du PIB. Alors que le déficit des transactions courantes s'est réduit en données cumulées sur douze mois à juin 2009, il restait beaucoup plus élevé que sur la même période de l'année précédente (cf. graphique 60). La dégradation a été générale mais plus particulièrement prononcée pour la balance commerciale, qui est passée d'un excédent à un déficit en données sur un an à juin 2009 (cf. tableau 9). Le ralentissement prononcé de l'activité économique mondiale en réponse à l'intensification de la crise financière de septembre 2008 a agi comme un frein sur la demande étrangère adressée à la zone euro. En conséquence, en données cumulées sur douze mois à juin 2009, les exportations de biens et services ont reculé plus brutalement que les importations et le solde commercial a enregistré un déficit de 9,6 milliards d'euros après un excédent de 24,7 milliards sur les douze mois précédents. Sur la même période, l'excédent des services a été presque réduit de moitié, revenant à 28,9 milliards d'euros. En ce qui concerne les autres composantes du compte de transactions courantes, le déficit des revenus s'est élargi significativement, les revenus d'investissement perçus ayant notamment baissé davantage que les revenus versés aux non-résidents dans un contexte de réorganisation des actifs des résidents de la zone euro. Enfin, le déficit des transferts courants s'est légèrement accru.

S'agissant des développements les plus récents, la contraction des échanges avec les pays hors zone euro s'est nettement modérée au deuxième trimestre 2009, en particulier pour les exportations. Cette évolution, en phase avec

Graphique 60 Compte de transactions courantes et solde des échanges de biens et services de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; données mensuelles cvs)



Source : BCE

l'évolution du commerce mondial, fait suite à un retournement exceptionnel au cours des deux précédents trimestres. La stabilisation des exportations de la zone euro est probablement due principalement au fait que l'activité économique générale dans les principaux marchés d'exportation a atteint un point bas ainsi qu'à la réactivation graduelle des chaînes de production internationales dans un contexte d'insuffisance des stocks. Du côté des importations, la hausse des prix de l'énergie a également contribué à la stabilisation des échanges en valeur. En dépit de l'amélioration constatée au deuxième trimestre, les échanges commerciaux de la zone euro sont restés bien au-dessous de leur niveau d'avant la crise. D'une manière plus détaillée, la baisse des exportations de biens et services en valeur a ralenti à -3,0 % en glissement trimestriel, après -10,8 % au premier trimestre 2009. La contraction plus faible des exportations de biens a été seulement partiellement compensée par une légère accélération de la chute des exportations de services. Sur la même période, la baisse des importations a également été plus modérée (-7,3 % au deuxième trimestre). Cependant, l'amélioration a été moins marquée que pour les exportations en raison de la faiblesse des importations de services. En conséquence, les importations de biens et de services ont reculé plus que les exportations, à la différence de ce qui avait été observé au premier trimestre de l'année.

En termes de grandes catégories de biens, les exportations de biens intermédiaires de la zone euro ont enregistré l'amélioration la plus notable par rapport au premier trimestre 2009 (en valeur et en volume). Les exportations de biens d'équipement ont continué de se contracter rapidement, bien qu'à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre. Les exportations de biens de consommation, qui avaient été moins sensibles au choc de demande que les autres biens, se rapprochent elles aussi d'une croissance positive au deuxième trimestre 2009. Sur la même période, les importations de la zone euro pour l'ensemble des grandes catégories de biens ont montré de premiers signes de stabilisation progressive, moins marqués toutefois que pour les exportations.

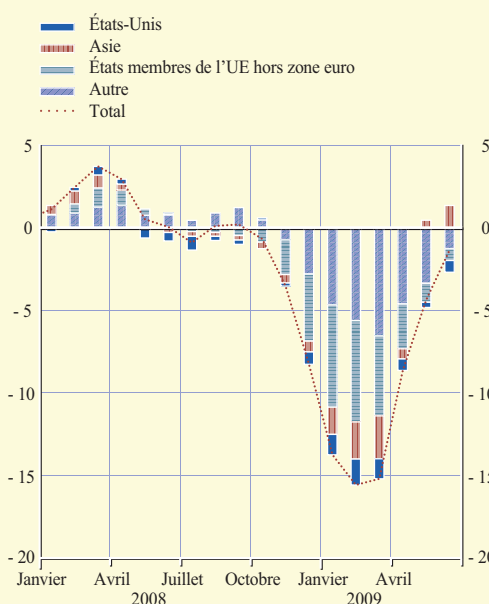
La décomposition géographique des échanges de biens de la zone euro montre que le ralentissement de la baisse a été général. Les importations en provenance des États-Unis ont été une exception notable, affichant une baisse plus rapide qu'au premier trimestre. Du côté des exportations, un facteur clé de cette modération a été le fait que les exportations vers les pays membre de l'Union européenne hors zone euro ont dépassé leur point bas (cf. graphique 61). Les exportations vers ces pays représentent plus d'un tiers des exportations de la zone euro. Dans un contexte de reprise de l'activité économique dans les pays émergents d'Asie, la variation trimestrielle des exportations vers l'Asie évolue en territoire positif et contribue à l'amélioration globale des exportations de la zone euro.

COMPTE FINANCIER

Sur la période de douze mois finissant en juin 2009, les entrées nettes d'investissements directs et de portefeuille cumulés se sont substantiellement accrues. Elles sont en hausse à 439 milliards d'euros après des sorties nettes de 54,7 milliards sur la

Graphique 61 Contributions à la croissance des exportations de biens en valeur hors zone euro

(variation en pourcentage en glissement trimestriel sur trois mois ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Tableau 9 Principales rubriques de la balance des paiements de la zone euro

(données cvs, sauf indication contraire)

	2009		Moyenne mobile sur 3 mois à fin			Chiffres cumulés sur 12 mois à fin		
	Mai	Juin	2008 Sept.	2008 Déc.	2009 Mars	2009 Juin	2008 Juin	2009 Juin
<i>montants en milliards d'euros</i>								
Compte de transactions courantes	- 0,1	- 5,3	- 7,8	- 14,4	- 14,8	- 3,8	- 34,5	- 122,6
Biens	2,9	2,2	- 0,9	- 1,3	- 3,5	2,5	24,7	- 9,6
Exportations	103,5	104,6	134,5	122,2	106,4	104,1	1 570,4	1 401,6
Importations	100,6	102,4	135,5	123,5	109,9	101,5	1545,7	1411,2
Services	2,9	0,5	3,1	2,8	1,6	2,2	51,4	28,9
Exportations	38,6	36,9	41,9	41,9	40,0	38,0	505,4	485,7
Importations	35,6	36,4	38,8	39,1	38,4	35,9	454,0	456,8
Revenus	2,0	- 2,8	- 2,4	- 7,1	- 3,8	- 1,3	- 15,8	- 43,6
Transferts courants	- 7,9	- 5,2	- 7,6	- 8,8	- 9,1	- 7,2	- 94,9	- 98,3
Compte financier ¹⁾	26,6	- 7,4	20,6	42,1	49,3	5,6	136,7	352,6
Investissements directs et de portefeuille cumulés	62,8	36,7	28,5	42,1	47,0	28,7	- 54,7	439,0
Investissements directs	4,8	- 8,5	- 12,0	- 25,9	- 12,8	- 2,7	- 144,1	- 160,4
Investissements de portefeuille	58,0	45,2	40,5	68,1	59,8	31,4	89,5	599,4
Actions	8,5	0,4	- 7,5	2,5	7,8	- 3,5	2,3	- 1,8
Titres de créance	49,5	44,8	48,0	65,6	52,0	34,9	87,2	601,2
Obligations	56,1	54,6	14,7	14,0	46,5	29,5	146,9	314,0
Instruments du marché monétaire	- 6,6	- 9,8	33,3	51,5	5,4	5,5	- 59,7	287,2
<i>variations en pourcentage par rapport à la période précédente</i>								
Biens et services								
Exportations	- 0,6	- 0,4	- 0,1	- 7,0	- 10,8	- 3,0	7,7	- 9,1
Importations	- 0,8	1,9	1,1	- 6,7	- 8,8	- 7,3	8,5	- 6,6
Biens								
Exportations	- 0,6	1,1	0,0	- 9,2	- 12,9	- 2,2	7,1	- 10,7
Importations	- 1,1	1,8	1,2	- 8,8	- 11,0	- 7,6	8,4	- 8,7
Services								
Exportations	- 0,4	- 4,3	- 0,5	- 0,0	- 4,5	- 4,9	9,5	- 3,9
Importations	- 0,1	2,0	0,7	0,6	- 1,7	- 6,6	8,6	0,6

Source : BCE

Note : La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des arrondis.

1) Les chiffres indiquent des soldes (flux nets). Un chiffre positif (négatif) indique une entrée (sortie) nette. Données brutes

même période de l'année précédente (cf. tableau 9). Ce retournement a résulté d'une augmentation significative des entrées sur titres de créance dans le sillage de la crise financière (cf. graphique 62).

D'une manière plus détaillée, les titres du marché monétaire ont enregistré des entrées nettes de 287,2 milliards d'euros sur une période d'un an finissant en juin 2009, après des sorties nettes de 59,7 milliards sur les douze mois précédents. Sur la même période, les entrées nettes sur obligations à plus long terme ont aussi fortement augmenté pour atteindre 314,0 milliards d'euros. La hausse des entrées nettes sur ces deux types d'instruments de dette est vraisemblablement associée principalement à la dynamique de la crise financière. Face à la forte volatilité sur les marchés financiers, au niveau exceptionnel de l'incertitude et à la morosité des perspectives économiques, les investisseurs ont privilégié les actifs liquides et sûrs. Pour les mêmes raisons, les résidents de la zone euro ont rapatrié les fonds investis à l'étranger, dans des proportions plus importantes que la réduction des placements effectués dans la zone euro par les non-résidents, ce qui a entraîné une augmentation des entrées nettes sur investissements de portefeuille. La hausse générale de la préférence pour les actifs domestiques et de l'aversion pour le risque a vraisemblablement contribué à la chute des flux d'investissements directs observée en juin 2009 en données cumulées sur un an, tant pour les avoirs que pour les engagements. Dans la mesure où les investissements directs de la zone euro à l'étranger ont moins baissé que les investissements des non-résidents dans la zone euro, les sorties nettes se sont quelque peu accrues, à 160,4 milliards d'euros en données cumulées sur douze mois en juin 2009. Cette évolution n'a cependant que partiellement compensé la hausse des entrées nette au titre des investissements de portefeuille.

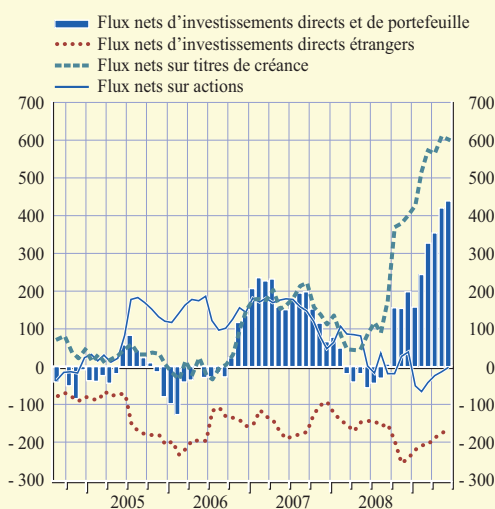
S'agissant des évolutions les plus récentes, les flux d'investissements directs et de portefeuille cumulés ont rebondi au deuxième trimestre 2009, à la fois pour les avoirs et les engagements. Comme l'amélioration a été plus marquée sur les avoirs, les entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés ont été presque divisées par deux entre le premier trimestre et le deuxième trimestre, avec un flux mensuel moyen de 28,7 milliards d'euros. Bien que cette évolution soit principalement due à des entrées nettes plus faibles sur obligations, l'apparition de sorties nettes sur actions a aussi joué un rôle. Les entrées nettes sur titres du marché monétaire sont restées presque inchangées par rapport au premier trimestre 2009 et bien en dessous du niveau élevé observé au dernier trimestre 2008. Ces évolutions pourraient indiquer que les investisseurs ont réexaminé leur allocation de portefeuille face au regain d'optimisme à la fois sur la croissance économique mondiale et sur l'état des marchés financiers. En conséquence, la préférence

des investisseurs pour des actifs domestiques sûrs et liquides semble s'être atténuée au cours des trois derniers mois et le rapatriement de fonds par les résidents de la zone euro s'est réduit.

En ce qui concerne les investissements directs, tant les investissements directs à l'étranger des résidents de la zone euro que les investissements directs effectués dans la zone euro par les non-résidents ont augmenté au deuxième trimestre 2009, reflétant peut-être des stratégies mondiales de consolidation de marché et des perspectives économiques mondiales moins sombres. Les investissements directs des résidents de la zone euro à l'étranger ont dépassé ceux réalisés dans la zone euro par les non-résidents, conduisant, en moyenne mensuelle, à des sorties nettes de capitaux de 2,7 milliards d'euros au deuxième trimestre 2009.

Graphique 62 Investissements directs et de portefeuille cumulés de la zone euro

(montants en milliards d'euros ; données mensuelles ; flux cumulés sur douze mois)



Source : BCE