

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 octobre 2011 – N° 792

### Quels chocs pourraient aggraver la situation économique de la zone euro en 2012 ?

*La prévision la plus probable aujourd'hui est celle d'une croissance très faible (autour de 1 %) de la zone euro en 2012, avec la poursuite du désendettement du secteur privé, la réduction des déficits publics, le recul du salaire réel par tête, et le soutien de la croissance par les exportations et les investissements associés.*

*Quels chocs pourraient conduire à une situation beaucoup plus mauvaise dans la zone euro l'année prochaine ?*

- *une chute du commerce mondial, due soit à une récession (très peu probable) dans les pays émergents, soit à la contraction du crédit à l'export (voir ci-dessous) ;*
- *le rationnement du crédit bancaire, si la défiance envers les banques de la zone euro, qui conduit à la forte hausse du coût des ressources des banques, se poursuit, malgré les signes d'amélioration en ce qui concerne la crise de la zone euro ; de même, un rationnement du crédit bancaire dû à la demande de hausse forte et rapide des fonds propres des banques ;*
- *si la crise de la zone euro se résout, si l'aversion pour le risque recule, la forte appréciation de l'euro par rapport au dollar ;*
- *l'extension de la crise de la zone euro, au contraire, à d'autres pays montrant des déséquilibres inquiétants, la France étant un candidat clair.*

*La résolution de la crise de la zone euro ferait courir le risque de l'appréciation forte de l'euro ; l'absence de résolution de la crise, au contraire les risques de recul du commerce mondial, de rationnement du crédit, d'extension de la crise à la France.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :  
Patrick ARTUS

## La croissance la plus probable aujourd'hui dans la zone euro

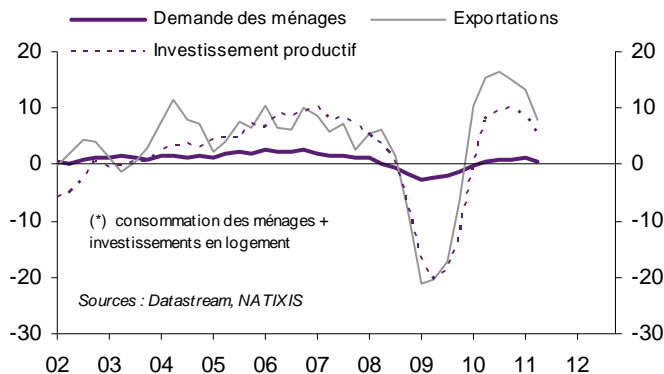
Aujourd'hui, le plus probable est que **la croissance pour 2012 – 2013 dans la zone euro sera très modeste (tableau 1)**, avec une quasi stagnation de la demande des ménages et une demande soutenue par les exportations et les investissements associés (**graphique 1 a**) ; la faiblesse de la demande des ménages vient du recul des salaires réels, du désendettement (**graphique 1 b**), de la réduction des déficits publics (**graphique 1 c**).

**Tableau 1**  
Prévisions du PIB en volume pour la zone euro

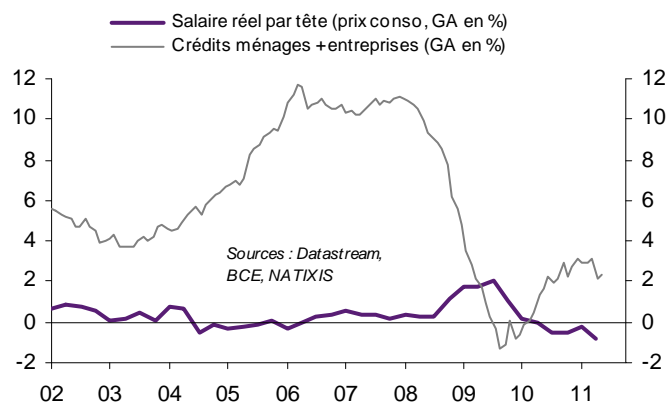
	2011	2012	2013
FMI (sept. 2011)	1,62	1,09	1,53
NATIXIS	1,62	0,82	1,30
Consensus Forecast (oct. 2011)	1,60	0,60	n.c.
BCE (sept. 2011)	1,60	1,30	n.c.

Source : NATIXIS

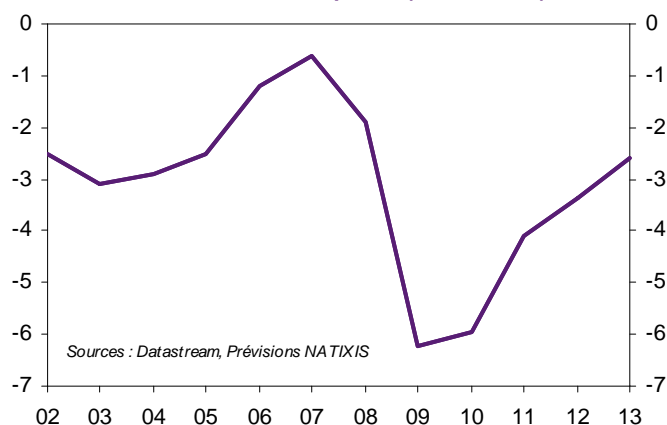
**Graphique 1 a**  
Zone euro : demande des ménages\*, investissement productif et exportations (volume, GA en %)



**Graphique 1 b**  
Zone euro : salaire réel par tête et crédits (GA en %)

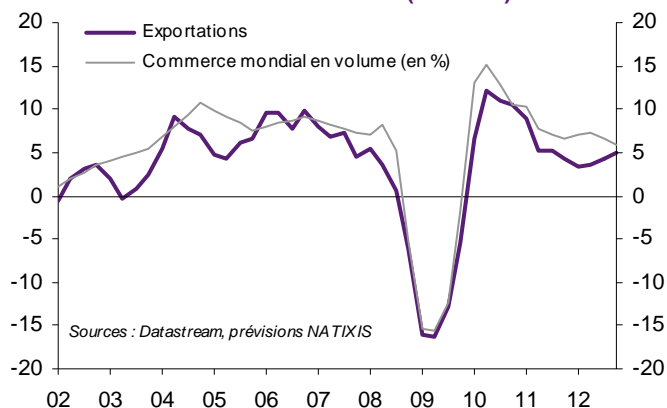


**Graphique 1 c**  
Zone euro : déficit public (en % du PIB)



Tant que les exportations progressent avec le commerce mondial (graphique 2) et qu'il faut investir pour accumuler des capacités pour exporter, il ne peut pas y avoir de récession.

**Graphique 2**  
Zone euro : exportations en volume et  
commerce mondial (GA en %)



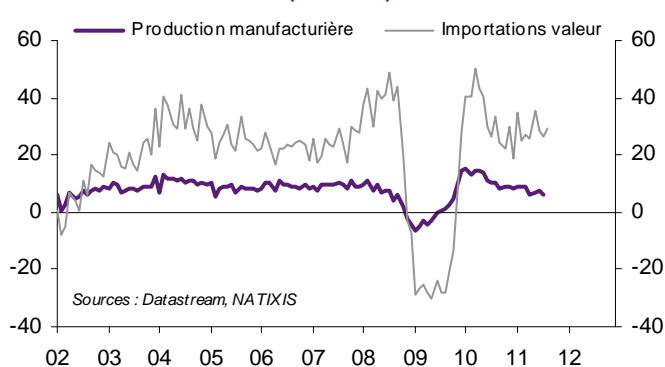
Nous nous demandons ce qui pourrait conduire à une situation économique bien pire en 2012 dans la zone euro.

Quelles évolutions pourraient conduire à une récession en 2012 dans la zone euro ?

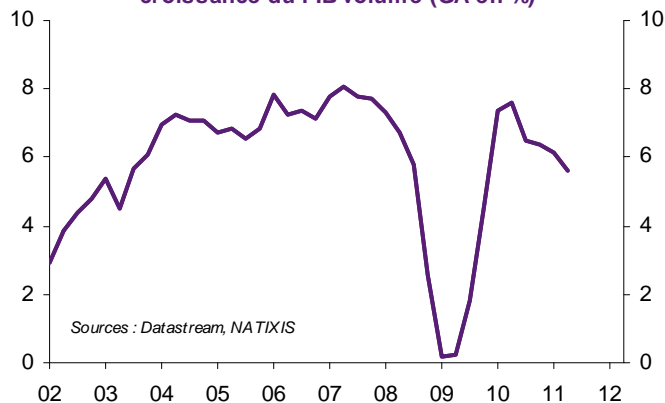
#### N° 1 – Commerce mondial et pays émergents

Evidemment, si le commerce mondial ralentissait plus que ce qui est anticipé (graphique 2), les exportations de la zone euro s'affaibliraient, et le moteur presque unique de la croissance disparaîtrait. Mais ceci ne pourrait venir que d'un freinage important des économies et des importations des pays émergents et exportateurs de pétrole (graphiques 3 a – b), qu'on ne voit pas aujourd'hui et que nous ne prévoyons pas.

**Graphique 3 a**  
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP :  
importations et production manufacturière  
(GA en %)



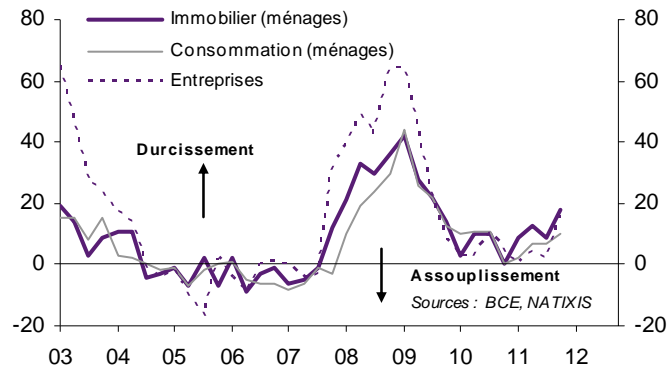
**Graphique 3 b**  
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP :  
croissance du PIB volume (GA en %)



#### N° 2 – Rationnement du crédit bancaire

Un certain rationnement du crédit bancaire dans la zone euro apparaît à l'automne 2011 (graphique 4).

**Graphique 4**  
Zone euro : évolution des conditions d'octroi  
de crédit bancaire au cours des trois  
derniers mois



S'il se prolongeait en 2012, il y aurait nécessairement **recul du crédit et de l'investissement, c'est-à-dire chute de la seule composante dynamique de la demande.**

**D'où pourrait venir un rationnement durable du crédit bancaire ? :**

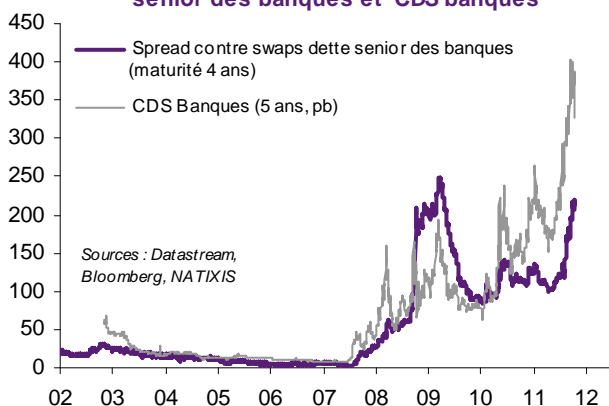
- **niveau très élevé du coût du financement obligataire des banques, s'il se poursuivait (graphique 5) ;**
- **d'une exigence de hausse forte et rapide des fonds propres (equity core Tier 1 de Bâle III) des banques (tableau 2) qui contraindrait les banques à réduire leur encours de crédit, la taille de leur bilan (graphique 6) pour être en conformité avec ces nouvelles règles de fonds propres.**

**Tableau 2**  
Ratio de fonds propres des grandes banques sous Bâle III (core tier 1)

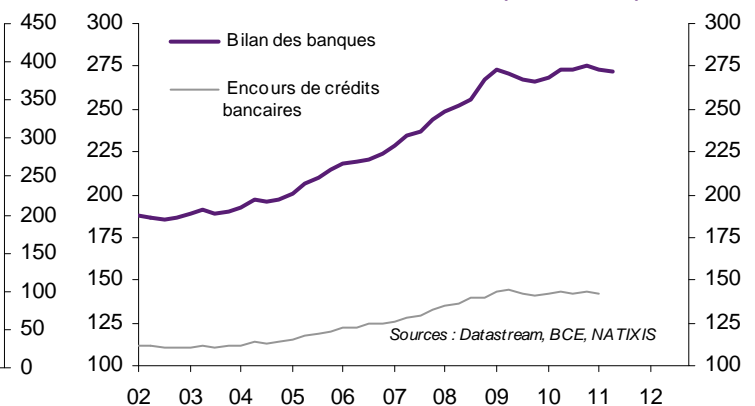
	juin-11
Intesa Sanpaolo	9,2
HSBC	8,5
BNP Paribas	7,8
Barclays	7,6
Unicredit	7,3
Commerzbank	6,9
Santander	6,5
Société Générale	6,2
Crédit Agricole	5,5
Deutsche Bank	5,0

Source : Thomson Reuters

**Graphique 5**  
Zone euro : spread contre swaps de la dette  
senior des banques et CDS banques



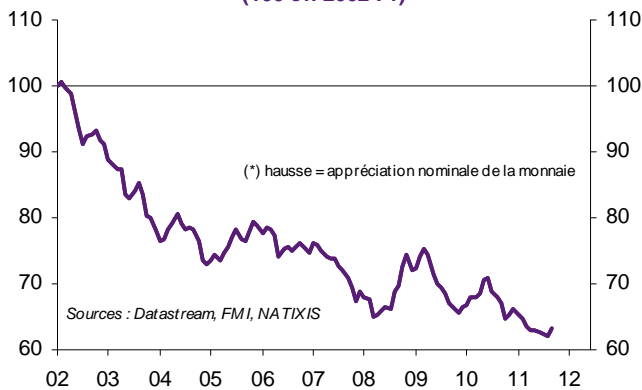
**Graphique 6**  
Zone euro : taille du bilan des banques et  
encours de crédits bancaires (en % du PIB)



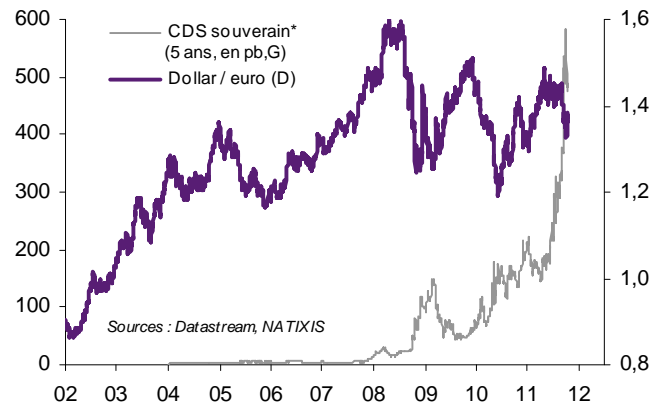
### N° 3 – Risque d'appréciation de l'euro

Le dollar s'est affaibli en tendance (graphique 7 a) en raison des politiques monétaires très expansionnistes des Etats-Unis (graphique 8), mais pas vis-à-vis de l'euro (graphique 7 b).

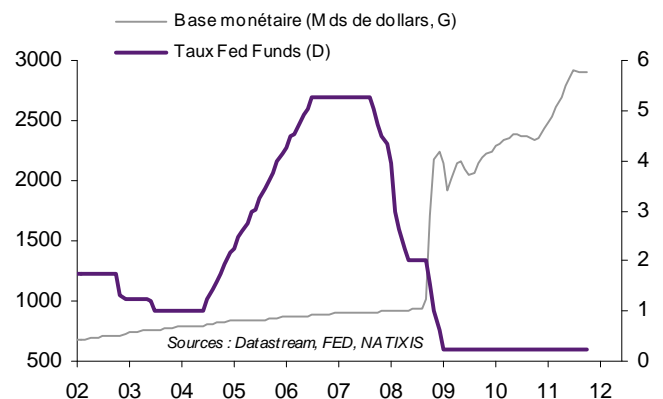
**Graphique 7 a**  
Etats-Unis : taux de change effectif nominal\*  
(100 en 2002 : 1)



**Graphique 7 b**  
Zone euro : CDS souverain et taux de change

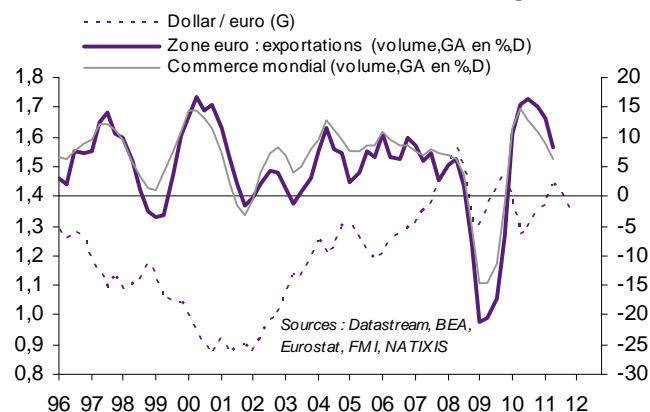


**Graphique 8**  
Etats-Unis : base monétaire et taux Fed Funds



**Ceci est dû à la crise de la zone euro :** on trouve une corrélation forte entre le taux de change dollar / euro et le CDS souverain moyen de la zone euro (graphique 7 b). **Si le CDS souverain moyen de la zone euro revenait à son niveau de l'été 2010, notre estimation est que le dollar / euro irait à 1,70 !** ce qui serait dramatique pour les exportations de la zone euro (graphique 9), qui souffrent lorsque l'euro s'affaiblit (2002 – 2008 par exemple).

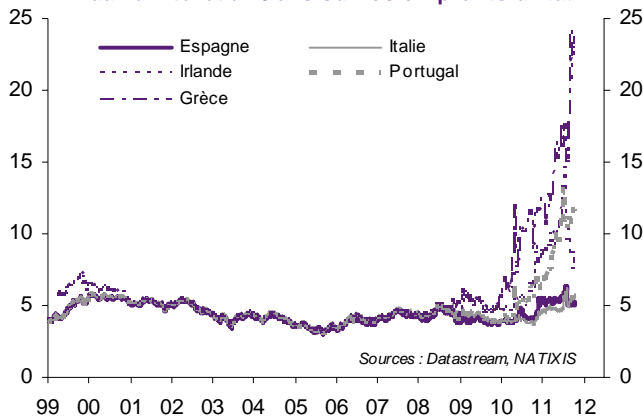
**Graphique 9**  
Commerce extérieur et taux de change



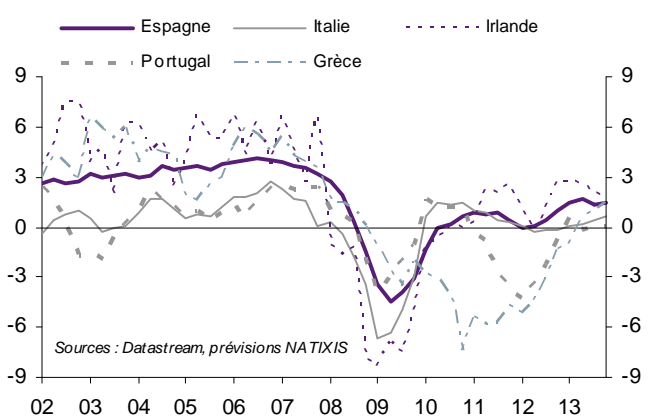
#### N° 4 - Risque d'extension de la crise

Un risque qu'il faut prendre en compte aussi, bien sûr, est **le risque d'extension de la crise de la zone euro à d'autres pays**, où il y aurait alors forte hausse des taux d'intérêt et recul de l'activité, comme dans les pays périphériques (**graphiques 10 a – b**).

**Graphique 10 a**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

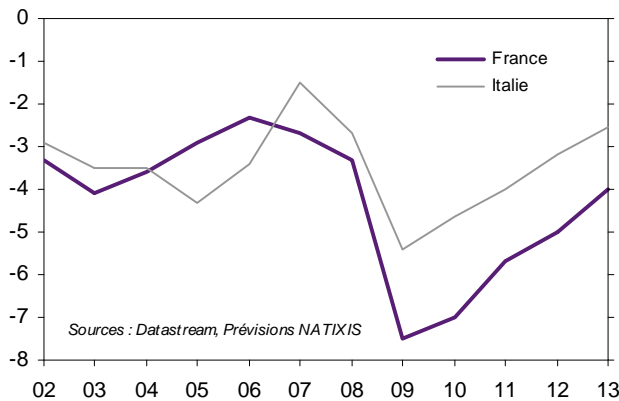


**Graphique 10 b**  
Croissance du PIB (en volume, GA en %)

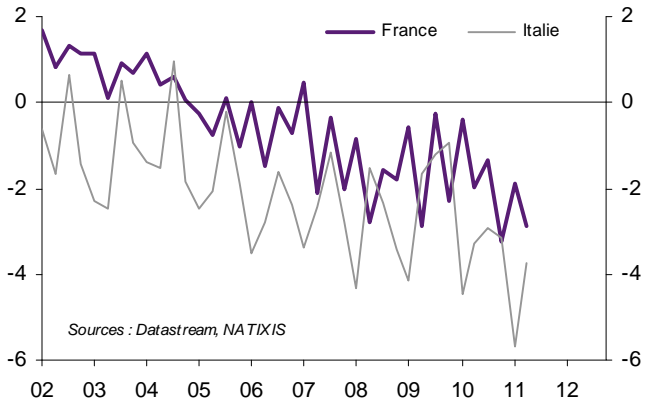


Un possible candidat pour une extension de la crise est malheureusement la France, avec une situation de déficit public (**graphique 11 a**), de déficit extérieur (**graphique 11 b**) pas meilleure que celle de l'Italie, mais une situation de croissance plus favorable en France (**graphique 11 c**), et, aujourd'hui, des taux d'intérêt beaucoup plus bas qu'en Italie (**graphique 11 d**).

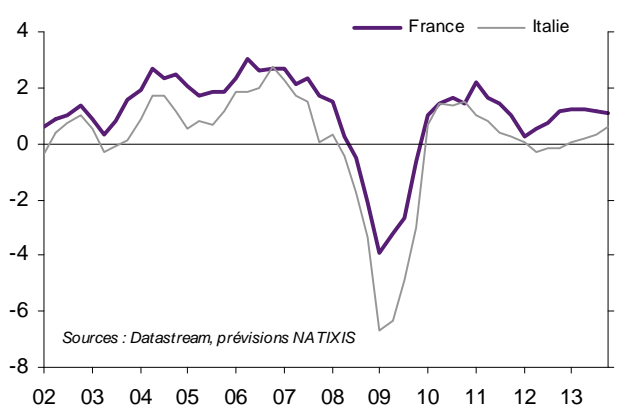
**Graphique 11 a**  
Déficit public (en % du PIB)



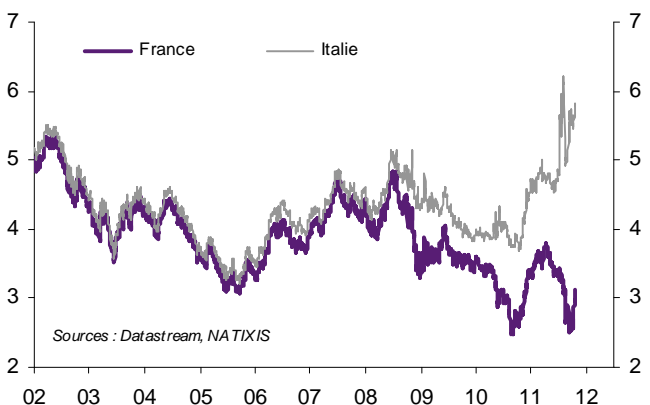
**Graphique 11 b**  
Balance courante (en % du PIB)



**Graphique 11 c**  
Croissance du PIB en volume (GA en %)



**Graphique 11 d**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



**Synthèse : des menaces sur la croissance de la zone euro quoi qu'il arrive avec la crise des dettes souveraines**

**Si la crise des dettes souveraines de la zone euro se résout** (réduction des déficits publics et extérieurs, disparition des anticipations de défaut pour l'Italie, amélioration de ce fait de la solidité perçue des banques...), le **risque majeur sera une forte appréciation de l'euro** (jusqu'à 1,70 dollar / euro).

**Si la crise des dettes souveraines s'aggrave, la zone euro souffrira à la fois du rationnement du crédit bancaire** (avec les pertes pour les banques qui s'ajoutent aux nouvelles demandes des régulateurs) **et du risque d'extension de la crise à d'autres pays.**