

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 janvier 2013 – N° 49

Peut-il y avoir une reprise économique dans la zone euro à la fin de 2013 ?

De plus en plus d'analystes ou d'investisseurs croient à une reprise économique dans la zone euro au second semestre 2013. Nous avons du mal à croire à une vraie reprise économique à cette date :

- *elle n'est pas annoncée par les indicateurs avancés, mais il est vrai que l'horizon (3 trimestres) est encore trop long ;*
- *de multiples problèmes structurels de la zone euro ne seront pas réglés au second semestre 2013 :*
 - *absence de besoin d'investissement des entreprises ;*
 - *désendettement des ménages avec des taux d'intérêt trop élevés ;*
 - *chômage faisant reculer les salaires réels ;*
 - *politiques budgétaires nécessairement toujours restrictives pour stabiliser les taux d'endettement public avec un multiplicateur budgétaire élevé ;*
 - *dégradation de la situation des banques dans les pays en difficulté ;*
- *l'économie mondiale montre aussi des facteurs de faiblesse structurelle : politique budgétaire restrictive (Etats-Unis, Royaume-Uni), goulots d'étranglement (Inde), problèmes de compétitivité (Chine, Brésil, Corée, Japon).*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

De plus en plus, le consensus attend une reprise économique à partir du second semestre 2013 dans la zone euro

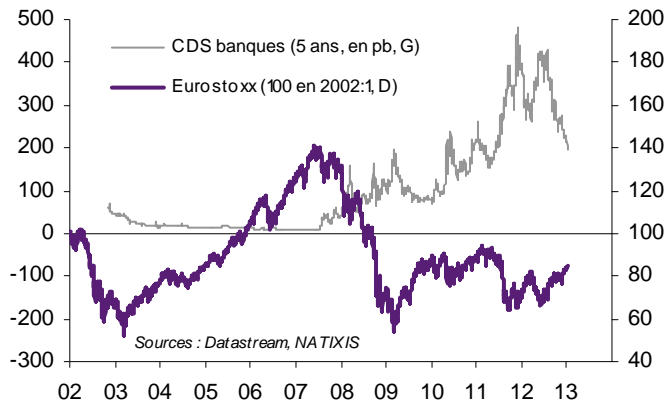
Une partie importante du redressement des marchés financiers de la zone euro (graphiques 1a-1b-1c) est due à la conviction croissante que la zone euro connaîtra une reprise économique à partir du second semestre 2013 (tableau 1). Mais nous doutons de la réalité d'une reprise en zone euro dès le second semestre 2013.

Tableau 1
Zone euro : prévisions de croissance 2006-2014

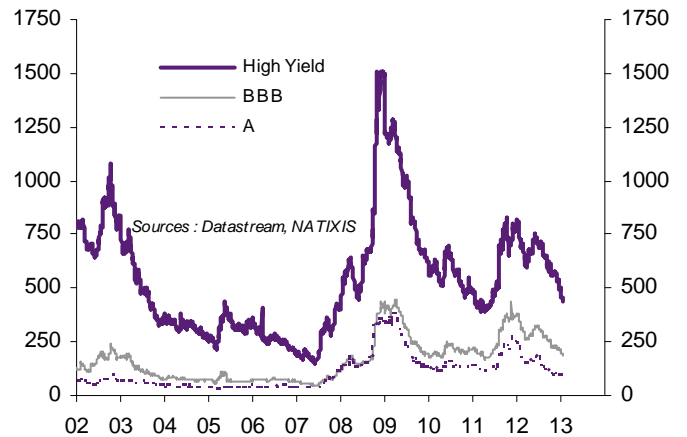
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FMI	3,4	3,0	0,3	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,2	1,2
OCDE	3,4	3,0	0,3	-4,4	2,0	1,5	-0,4	-0,1	1,3
Consensus Forecast	3,4	3,0	0,3	-4,4	2,0	1,5	-0,5	-0,1	
NATIXIS	3,4	3,0	0,3	-4,3	1,9	1,5	-0,4	-0,5	0,5
BCE	3,4	3,0	0,3	-4,3	1,9	1,5	-0,5	-0,3	

Sources : FMI, Consensus Forecast, OCDE, Natixis

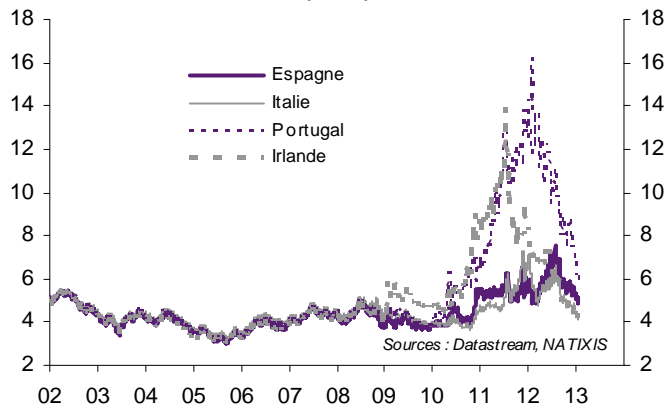
Graphique 1a
Zone euro : indice boursier et CDS des banques



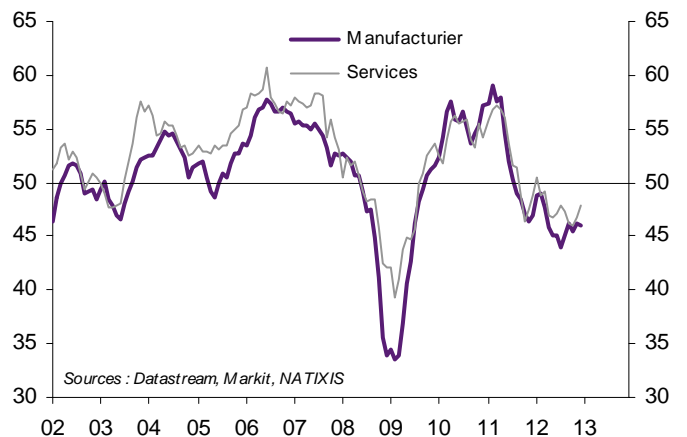
Graphique 1b
Zone euro : spread de crédit (asset swaps, pb)



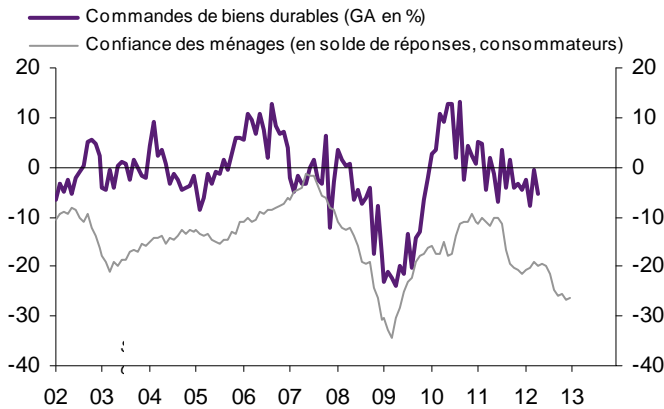
Graphique 1c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



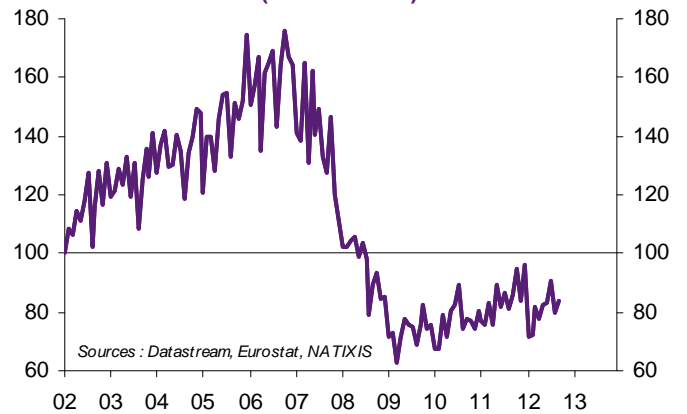
Graphique 2a
Zone euro : PMI



Graphique 2b
Zone euro : commandes de biens durables
et confiance des ménages



Graphique 2c
Zone euro : permis de construire
(100 en 2002:1)



Que disent les indicateurs avancés ?

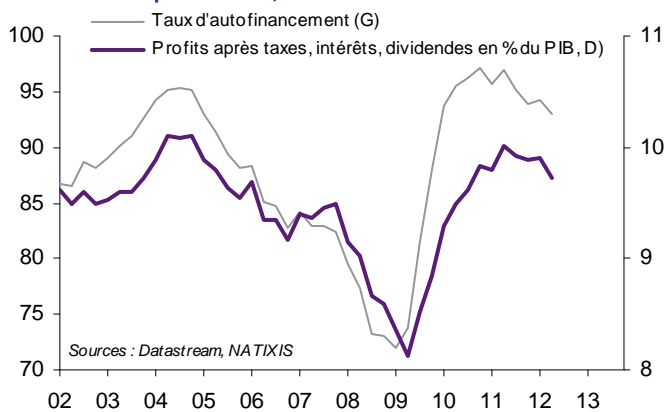
Il faut réaliser que les **indicateurs avancés disponibles au début de 2013** donnent peu d'information sur la situation économique de la fin de 2013. Regardons les cependant (**graphiques 2a-2b-2c**).

Tous ces indicateurs sont mal orientés, sauf quelque peu le PMI dans les services.

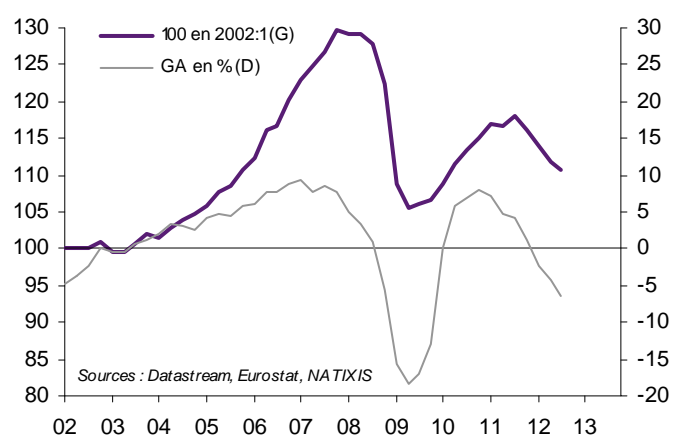
De nombreux problèmes structurels empêchent l'avènement d'une reprise économique réelle

(1) **Le premier problème structurel** est, malgré la remontée de la profitabilité des entreprises de la zone euro (**graphique 3a**), la **faiblesse durable de l'investissement** (**graphique 3b**), due à l'absence de besoin d'investir avec l'aggravation de la sous-utilisation des capacités (**graphique 3c**).

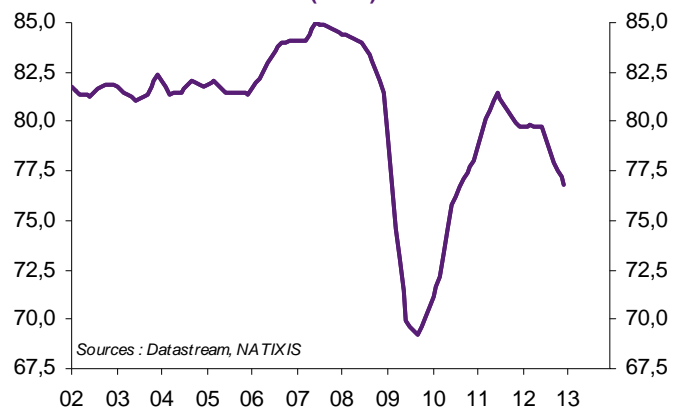
Graphique 3a
Zone euro : taux d'autofinancement et profits après taxes, intérêts et dividendes



Graphique 3b
Zone euro : investissement productif (volume)

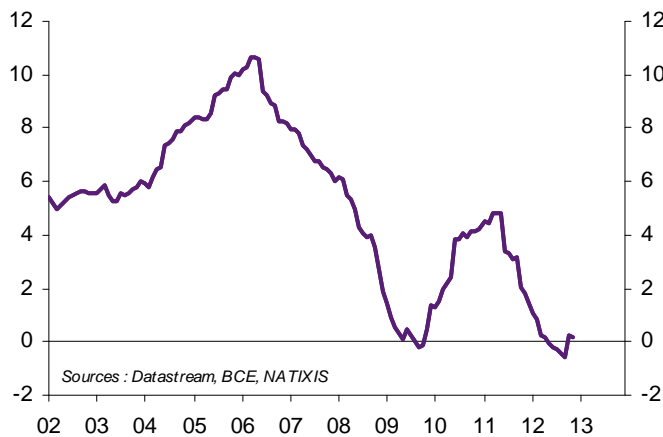


Graphique 3c
Zone euro : taux d'utilisation des capacités
(en %)

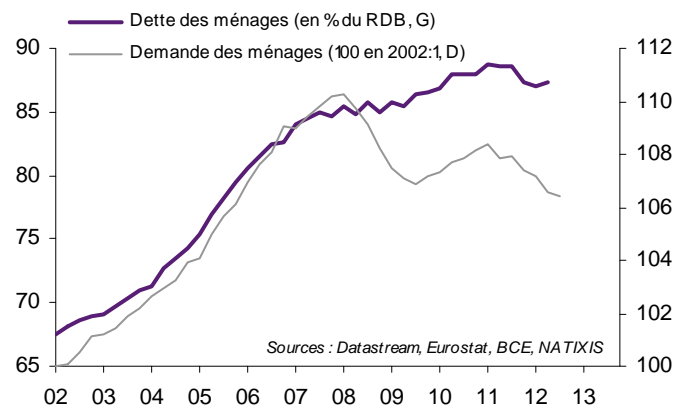


(2) Le second problème structurel est la poursuite du désendettement des ménages (graphique 4a), reflet d'un taux d'endettement toujours élevé (graphique 4b) en dépit du recul de la demande des ménages (graphique 4b). Joue ici défavorablement le maintien en zone euro de **taux d'intérêt à long terme très supérieurs au taux de croissance** (graphique 4c) en raison des primes de risque élevées sur les dettes périphériques (graphique 1c). Ces taux d'intérêt élevés **affectent le coût de financement des banques et du secteur privé** en raison de la corrélation entre risque souverain, risque bancaire et risque d'entreprise (graphique 4d).

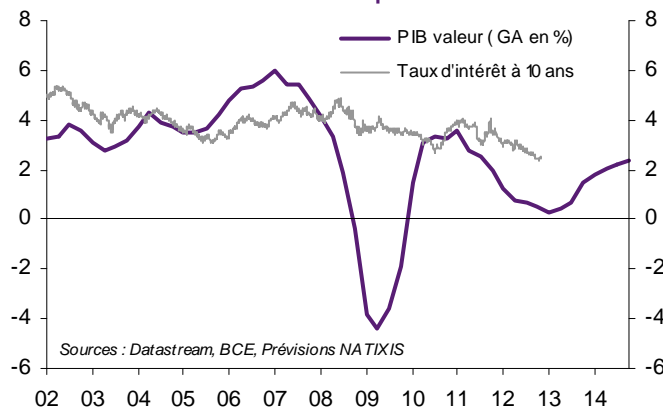
Graphique 4a
Zone euro : crédits aux ménages (GA en %)



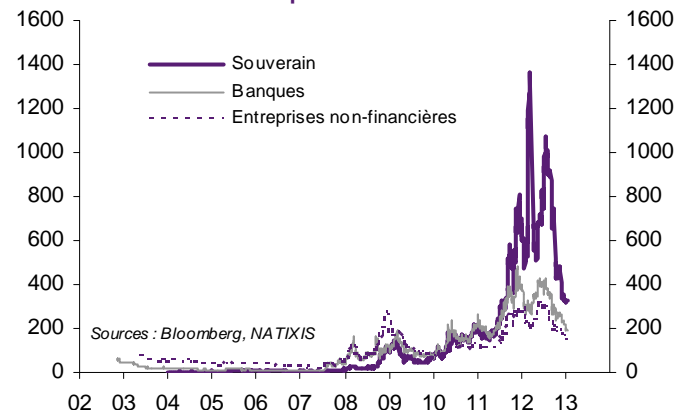
Graphique 4b
Zone euro : dette des ménages et demande des ménages



Graphique 4c
Zone euro : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État

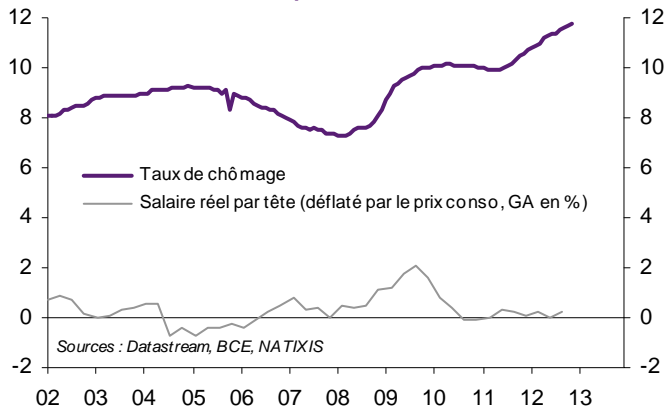


Graphique 4d
Zone euro : CDS souverain, des banques et des entreprises non-financières

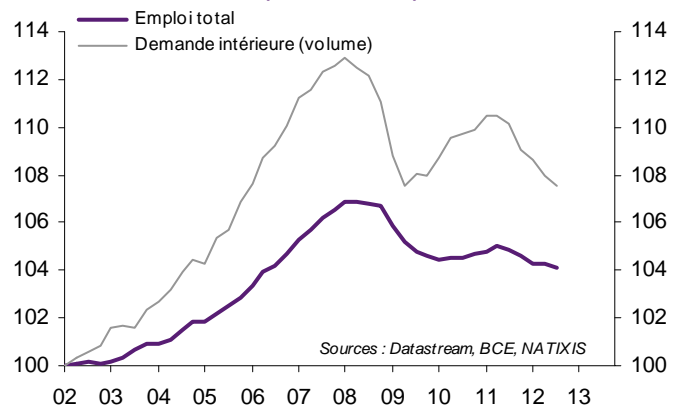


(3) Le troisième problème structurel est la dynamique dépressive auto-entretenu qui vient de ce que la hausse du chômage contraint celles du salaire réel (graphique 5a), ce qui affaiblit la demande et l'emploi (graphique 5b), avec une réaction forte des salaires réels à la situation du marché du travail dans les pays en difficulté (graphique 5c).

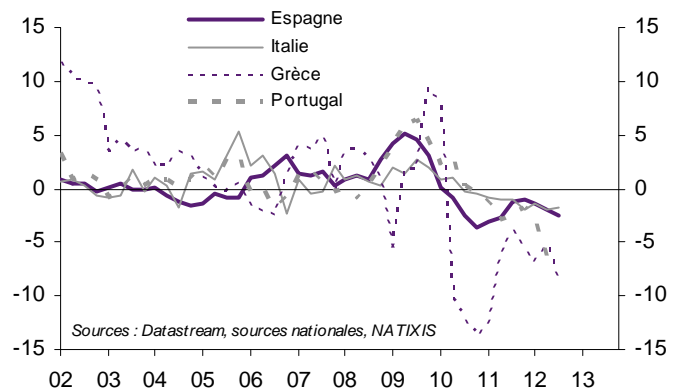
Graphique 5a
Zone euro : taux de chômage et salaire réel par tête



Graphique 5b
Zone euro : emploi et demande intérieure (100 en 2002:1)

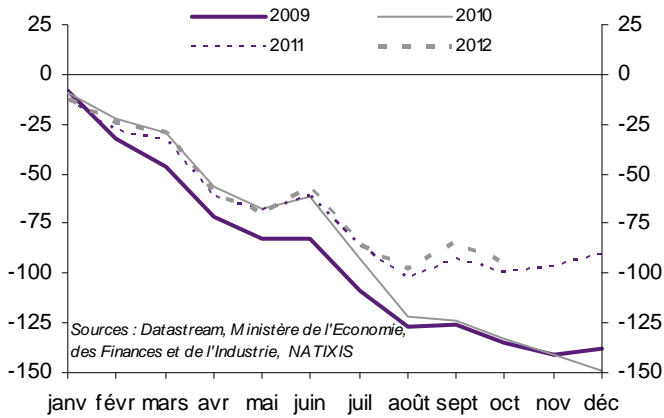


Graphique 5c
Salaire réel par tête (déflaté par le prix conso, GA en %)

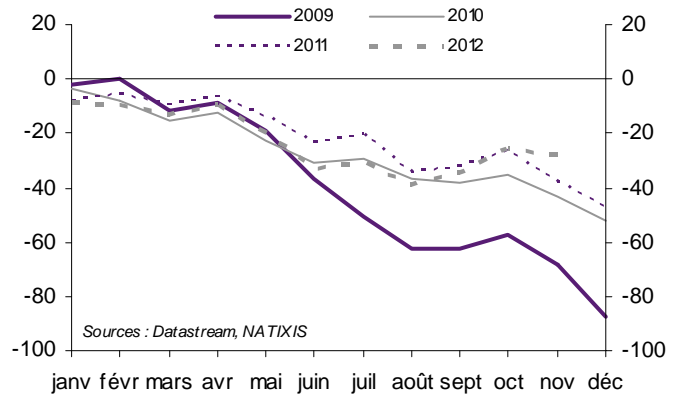


(4) Le quatrième problème structurel vient de ce que les politiques budgétaires devront rester très restrictives. En effet, le niveau élevé du multiplicateur budgétaire conduit à ce que la réduction des déficits publics en 2012 a été faible ou inexistante (graphiques 6a-6b-6c-6d), d'où le besoin de politiques budgétaires encore très restrictives.

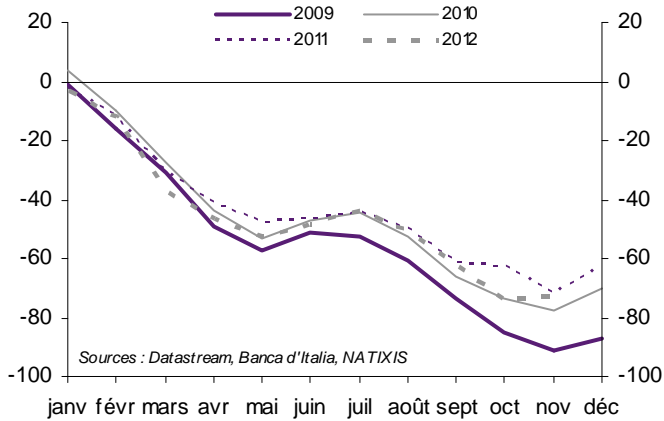
Graphique 6a
France : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



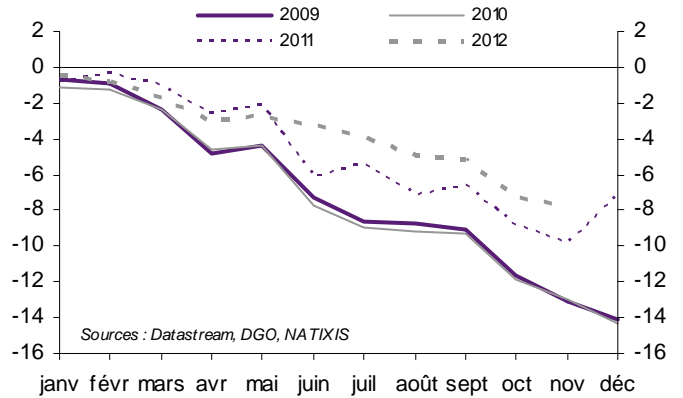
Graphique 6b
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 6c
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

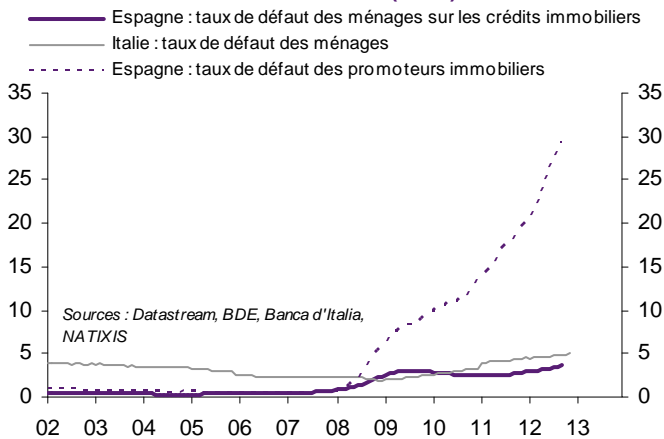


Graphique 6d
Portugal : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

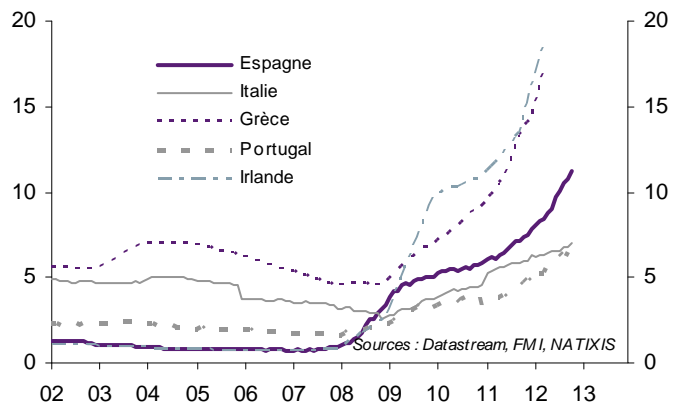


(5) Le cinquième problème structurel est la poursuite de la dégradation de la solvabilité des emprunteurs (graphique 7a) et de la situation des banques (graphique 7b) dans les pays en difficulté.

Graphique 7a
Taux de défaut (en %)



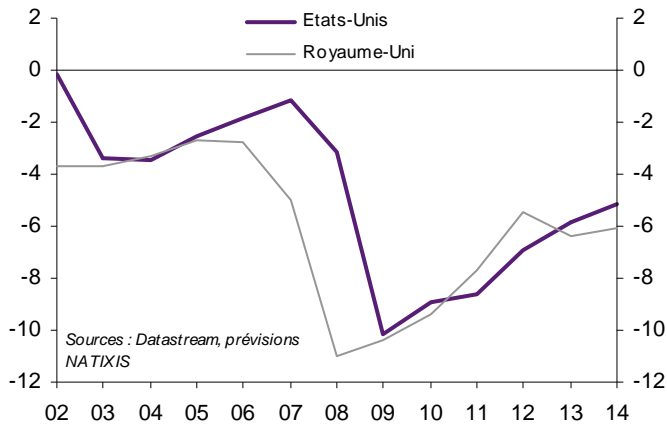
Graphique 7b
Prêts non performants (en % du total des prêts)



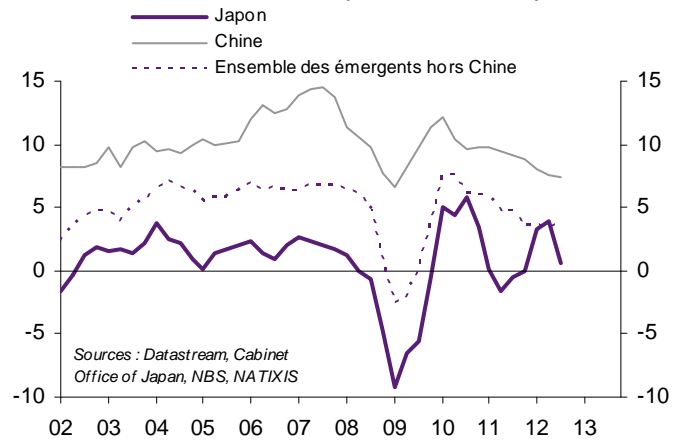
La zone euro difficilement sauvée par le reste du Monde

Avec les politiques budgétaires restrictives aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (**graphique 8a**), le freinage de la croissance au Japon et dans les pays émergents (**graphiques 8b-8c**) dû à des causes diverses (goulots d'étranglement en Inde, surévaluation du change au Brésil, en Corée, au Japon, coûts de production trop élevés en Chine, dépendance vis-à-vis de l'Europe de l'Ouest en Europe Centrale...), **le commerce mondial ralentit (graphique 8d)**, ce qui ne permet pas à la zone euro d'être soutenue par les exportations (**graphique 8d**).

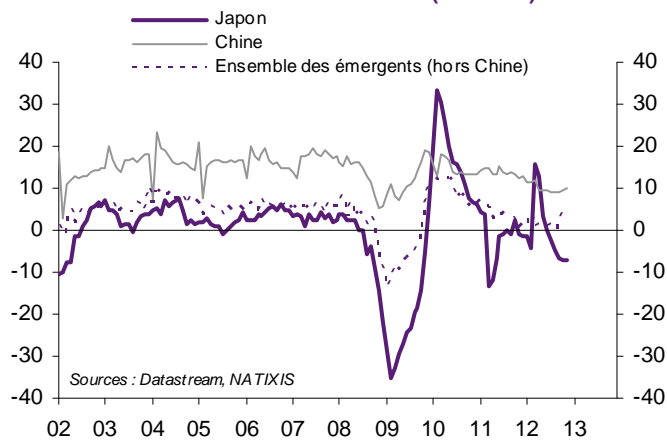
Graphique 8a
Déficit public (en % du PIB valeur)



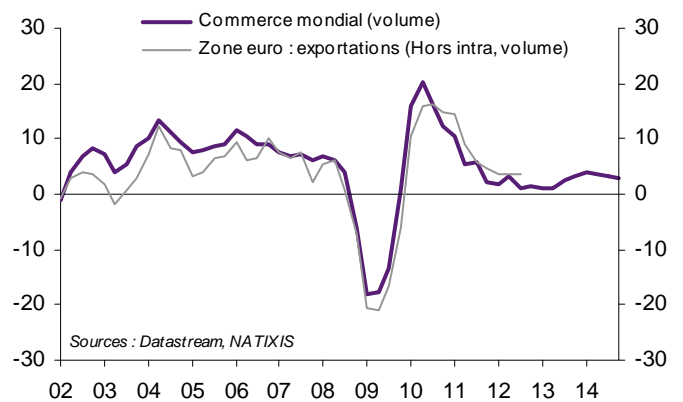
Graphique 8b
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 8c
Production manufacturière (GA en %)

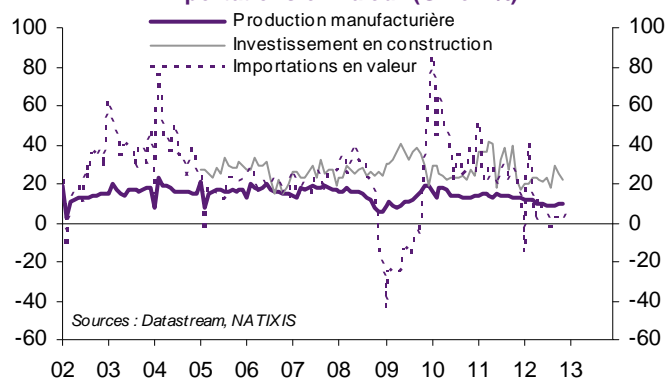


Graphique 8d
Commerce mondial et exportations de la zone euro (GA en %)



La reprise de la croissance en Chine est essentiellement domestique (construction, infrastructures) et génère peu d'importations (graphique 9).

Graphique 9
Chine : production manufacturière,
investissement en construction et
importations en valeur (GA en %)



Synthèse : nous ne croyons pas à une vraie reprise de la zone euro à la fin de 2013

Beaucoup d'investisseurs rationalisent le redressement des marchés financiers de la zone euro en évoquant une reprise économique dans la zone euro à la fin de 2013.

Nous ne croyons pas à une vraie reprise de la zone euro au second semestre 2013 :

- elle n'est pas annoncée par les indicateurs avancés ;
- elle semble incompatible avec les problèmes structurels non réglés (sous-utilisation des capacités, désendettement des ménages, dégradation rapide du marché du travail, politiques budgétaires restrictives, dégradation de la solvabilité et de la situation des banques) ;
- elle ne sera pas provoquée par le commerce mondial et les exportations.