

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

17 mars 2015 – N° 236

2017 : une année catastrophique pour la zone euro

On peut craindre que plusieurs facteurs qui se cumulent conduisent à ce que 2017 soit une très mauvaise année pour la zone euro :

- *le rééquilibrage du marché du pétrole après la baisse du prix du pétrole en 2014 devrait conduire à une remontée de ce prix, d'où une perte de demande et de croissance, et le retour de l'inflation à un niveau voisin de l'objectif de la BCE ;*
- *la BCE devrait donc arrêter le Quantitative Easing, d'où remontée des taux d'intérêt à long terme, normalisation des primes de risque, réappréciation de l'euro ; en conséquence des difficultés pour les investisseurs (qui ont accumulé des actifs avec des rendements et des primes de risque faibles) ; des difficultés pour les emprunteurs publics et privés, un recul de la demande ;*
- *dans certains pays (France, Espagne, Italie), la nécessité de réaliser un ajustement budgétaire important dans un environnement plus défavorable : croissance plus faible, taux d'intérêt plus élevés.*

Tous les facteurs qui soutiennent la croissance en 2015-2016 (baisse du prix du pétrole, dépréciation de l'euro, taux d'intérêt nuls, report de l'ajustement budgétaire) s'inversent donc, d'où une croissance qui, au lieu d'être nettement supérieure à la croissance potentielle comme en 2015-2016, devient en 2017 inférieure à la croissance potentielle. Celle-ci ne semble pas de plus devoir devenir plus forte, avec la poursuite du sous-investissement des entreprises.

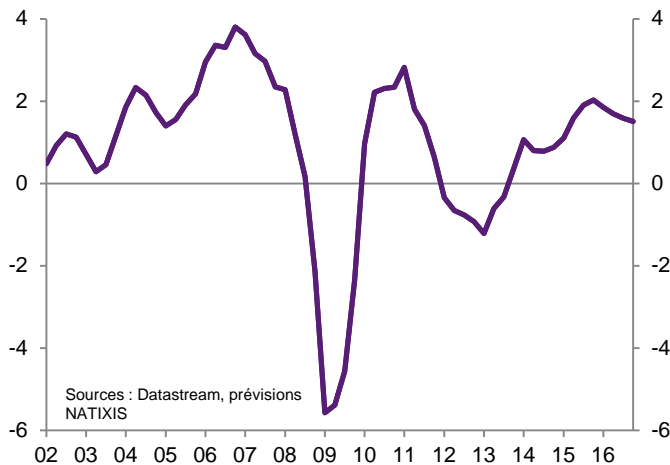
Rédacteur :
Patrick ARTUS

**2015-2016 :
probablement deux
bonnes années pour
la zone euro**

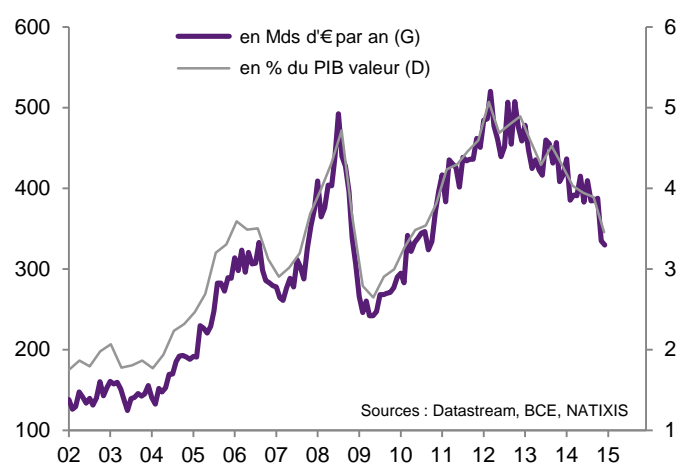
La croissance de la zone euro devrait être assez bonne en 2015-2016 (graphique 1) grâce à un ensemble important de facteurs favorables :

- la baisse du prix du pétrole et du coût de l'énergie importée (graphique 2) ;
- la dépréciation de l'euro (graphique 3) ;
- le niveau très bas des taux d'intérêt (graphiques 4a-4b) ;
- le report dans le temps de la correction des déficits publics dans certains pays (France, Italie, graphique 5).

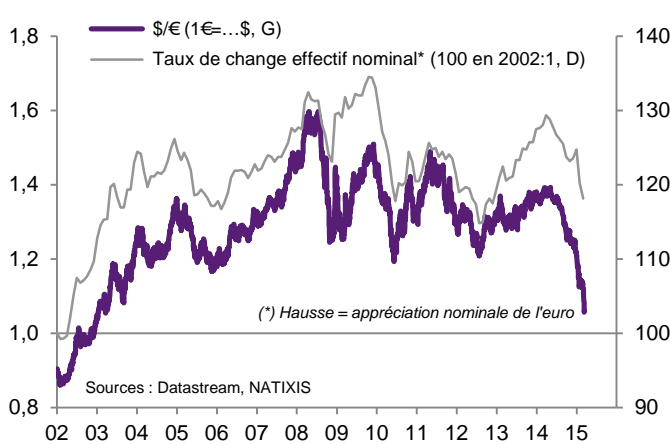
Graphique 1
Zone euro : croissance du PIB (volume, GA en %)



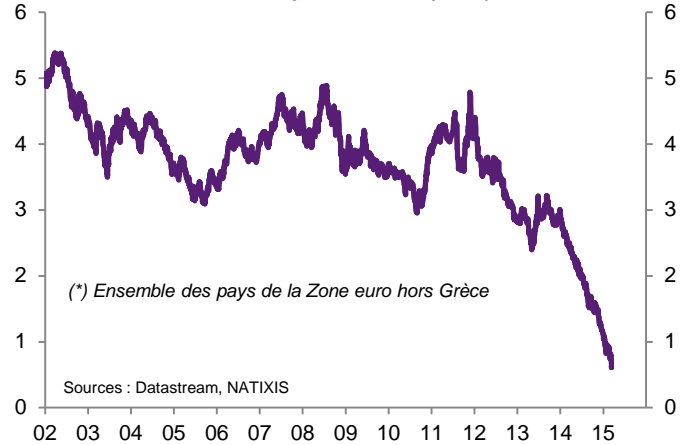
Graphique 2
Zone euro : importations d'énergie (valeur)



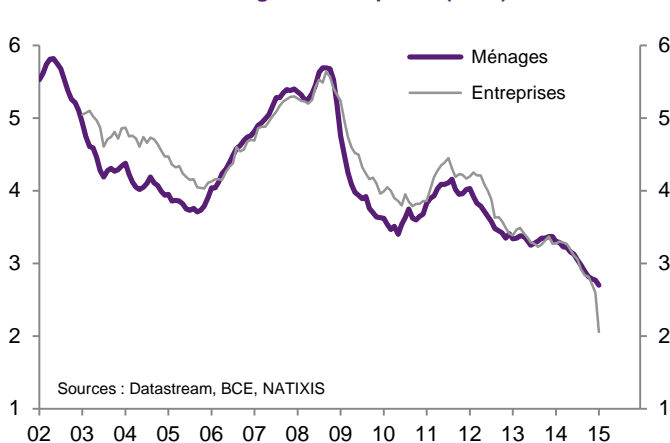
Graphique 3
Zone euro : taux de change et taux de change effectif nominal



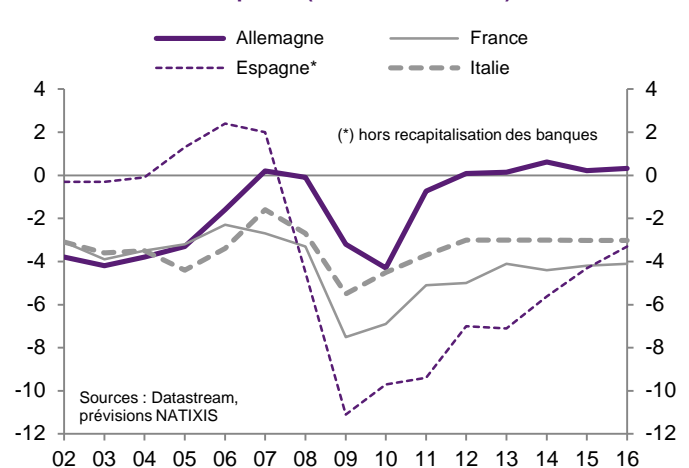
Graphique 4a
Zone euro* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 4b
Zone euro : taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe des ménages et entreprises (en %)



Graphique 5
Déficit public (en % du PIB valeur)



Malheureusement, nous pensons que, avec l'inversion de ces tendances, l'année 2017 devrait être une mauvaise année pour la zone euro.

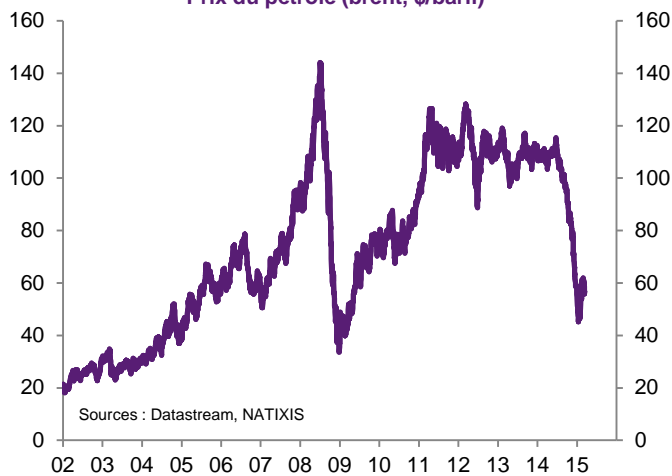
Pourquoi 2017 devrait être une mauvaise année pour la zone euro

(1) Remontée du prix du pétrole

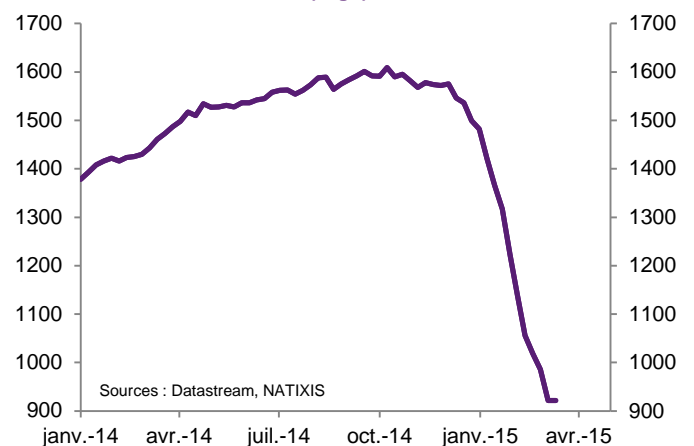
La baisse du prix du pétrole en 2014 (graphique 6) déclenche un rééquilibrage du marché du pétrole :

- la production de pétrole cher va être freinée, en particulier aux Etats-Unis où déjà on observe une forte baisse des forages (graphique 7) ;
- la demande mondiale de pétrole (graphique 8) va être stimulée.

Graphique 6
Prix du pétrole (brent, \$/baril)



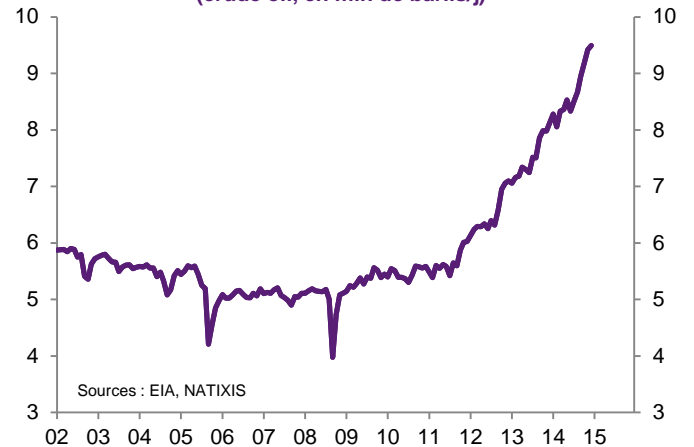
Graphique 7
Etats-Unis : nombre d'appareils de forage pétroliers (Rigs)



Graphique 8
Monde : consommation de pétrole



Graphique 9
Etats-Unis : production de pétrole (crude oil, en mln de barils/j)

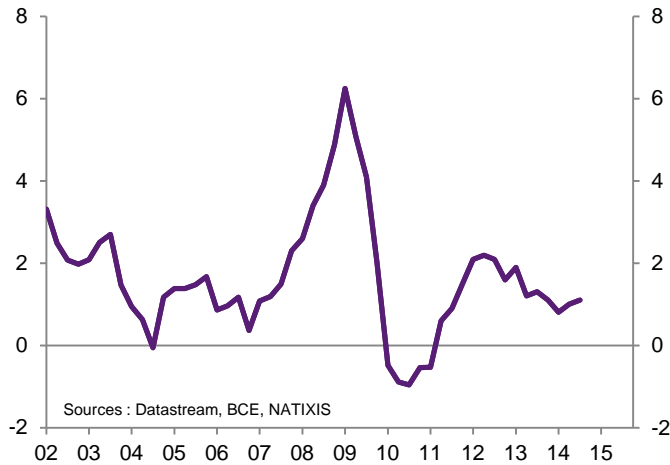


Si la production américaine se stabilise ou même recule un peu en 2016 (graphique 9), le rééquilibrage du marché du pétrole mondial sera assez important, et le prix du pétrole devrait remonter à partir de la fin de 2016.

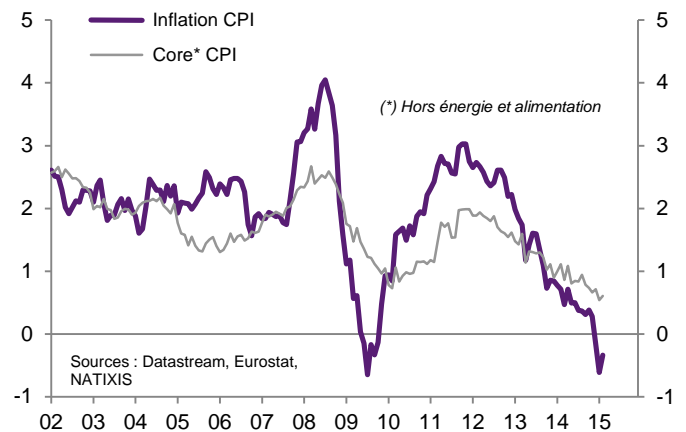
Ceci entraînerait dans la zone euro :

- une perte de demande, symétrique du gain de demande de 2015 ;
- le retour de l'inflation vers l'objectif de la BCE ; l'inflation sous-jacente devrait en effet être voisine de la hausse du coût salarial unitaire, soit 1,2% par an (graphique 10) ; et l'inflation totale devrait être nettement supérieure à l'inflation sous-jacente, comme aujourd'hui elle est inférieure (graphique 11).

Graphique 10
Zone euro : coût salarial unitaire (GA en %)



Graphique 11
Zone euro : inflation et inflation sous-jacente (core*, GA en %)



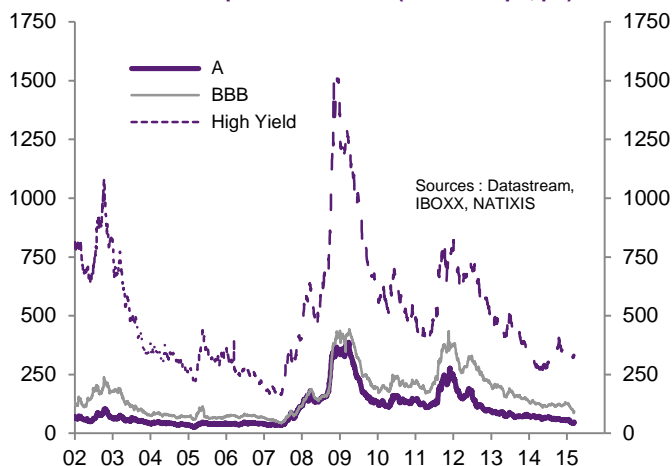
(2) Arrêt du Quantitative Easing

Si l'inflation de la zone euro revient vers l'objectif de la BCE, en raison de la remontée du prix du pétrole, **très probablement la BCE arrête le Quantitative Easing** (à la date prévue d'octobre 2016).

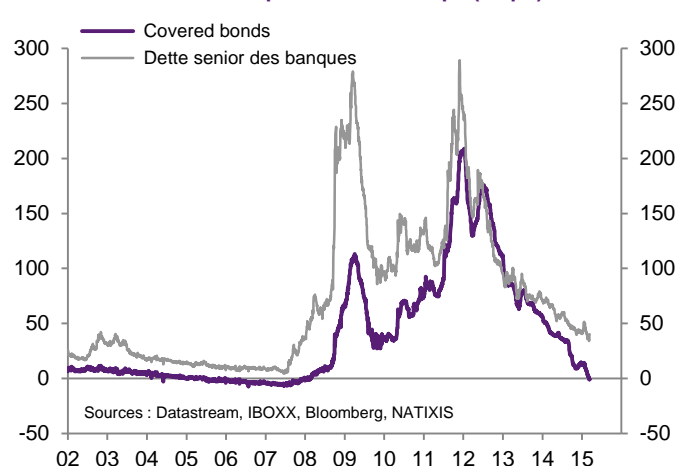
L'arrêt du Quantitative Easing provoquera :

- **une hausse des taux d'intérêt** (graphiques 4a-4b plus haut) ;
- **une réouverture des primes de risque** (sur les dettes des entreprises, **graphique 12a**, des banques, **graphique 12b**, les pays périphériques, **graphique 12c**) ;
- **une réappréciation de l'euro** (graphique 3 plus haut).

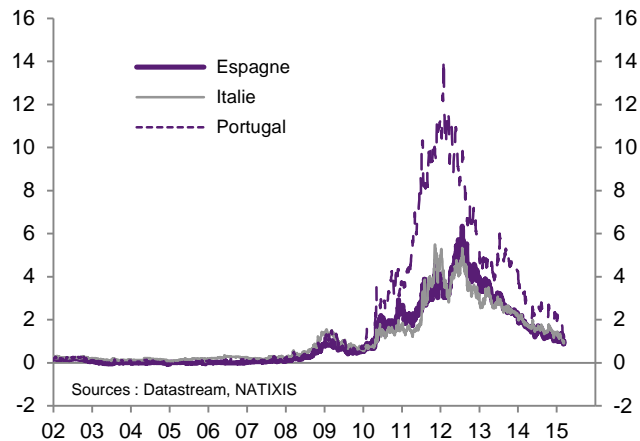
Graphique 12a
Zone euro : spreads de crédit (asset swaps, pb)



Graphique 12b
Zone euro : spread contre swaps (en pb)



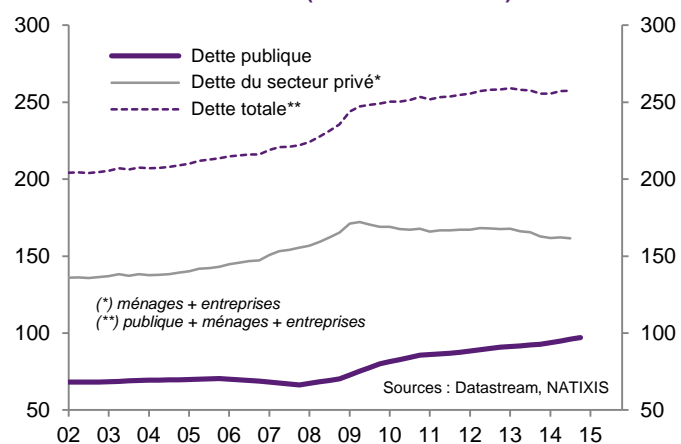
Graphique 12c
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts
d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Il résultera de ces évolutions :

- **des difficultés pour les investisseurs**, qui auront accumulé de 2014 à 2016 des actifs financiers avec des coupons très faibles et des primes de risque écrasées ne correspondant pas au niveau effectif de risque des actifs ;
- **des difficultés pour les emprunteurs, publics et privés**, confrontés à des taux d'intérêt et des primes de risque plus élevés et à des taux d'endettement élevés (**graphique 13**) ;
- **et en conséquence un recul de la demande** : baisse des dépenses publiques avec la hausse des intérêts payés sur les dettes publiques, baisse de l'investissement des ménages et des entreprises.

Graphique 13
Zone euro : dette publique, dette du secteur privé
et dette totale (en % du PIB valeur)



(3) Ajustement budgétaire dans un environnement plus défavorable

Les pays qui devront encore réduire leur déficit public en 2017 (France, Italie, Espagne, graphique 5 plus haut) dans certains cas (France) parce qu'ils ont repoussé l'ajustement budgétaire dans le temps, **devront réduire les déficits publics dans un environnement plus défavorable** : croissance ralentie, taux d'intérêt plus élevé. On sait que **dans cette situation le multiplicateur budgétaire est élevé**, d'où un coût important en activité de l'ajustement budgétaire.

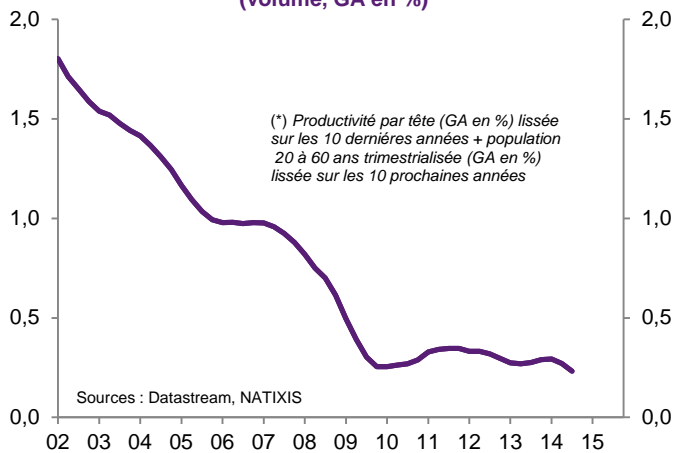
Synthèse : croissance inférieure à la croissance potentielle, restée très faible, en 2017

La croissance potentielle de la zone euro est aujourd'hui très faible (graphique 14).

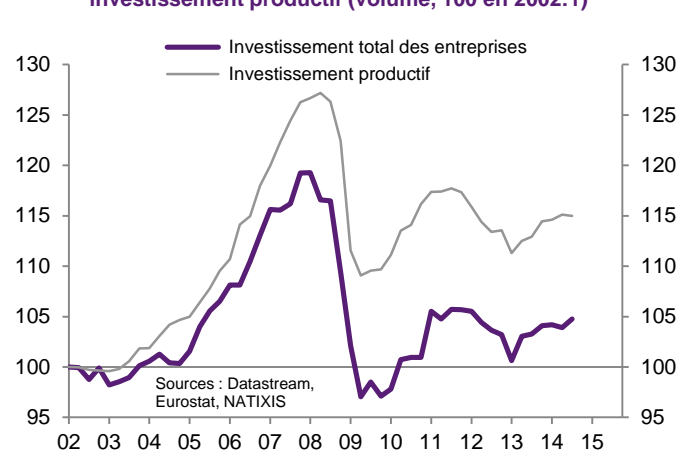
On ne voit pas de signe aujourd'hui, que la croissance potentielle doive être nettement plus élevée en 2017 :

- l'investissement des entreprises est faible et ne semble pas se redresser (graphiques 15a-15b) ;
- il en est de même de la productivité du travail (graphique 16).

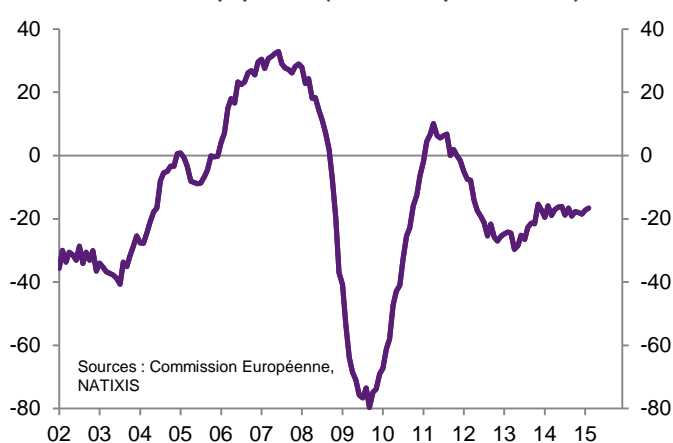
Graphique 14
Zone euro : croissance potentielle*
(volume, GA en %)



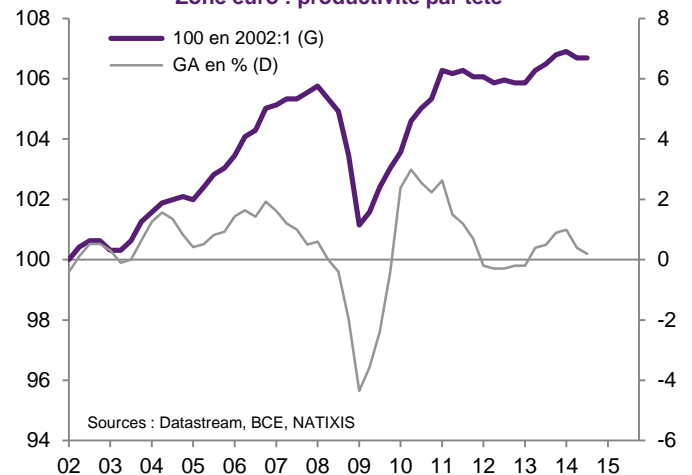
Graphique 15a
Zone euro : investissement total des entreprises et
investissement productif (volume, 100 en 2002:1)



Graphique 15b
Zone euro : enquête industrielle sur les commandes
de biens d'équipement (solde de réponses en %)



Graphique 16
Zone euro : productivité par tête



La croissance effective de la zone euro est très supérieure à la croissance potentielle en 2015-2016 avec la baisse du prix du pétrole, la dépréciation de l'euro, le coût très faible de financement de l'économie, les politiques budgétaires peu restrictives.

La croissance de la zone euro risque de devenir inférieure à la croissance potentielle, elle-même, restée très faible, en 2017 puisque tous ces facteurs vont changer de sens et devenir défavorables.