

Peut-on être très pessimiste sur la situation économique, à moyen terme, de la zone euro ?

Le recul de l'euro par rapport au dollar révèle le pessimisme croissant des marchés financiers sur la situation économique de la zone euro.

Au-delà des mouvements cycliques à court terme, nous nous interrogeons sur les obstacles possibles de moyen terme au retour de la croissance dans la zone euro :

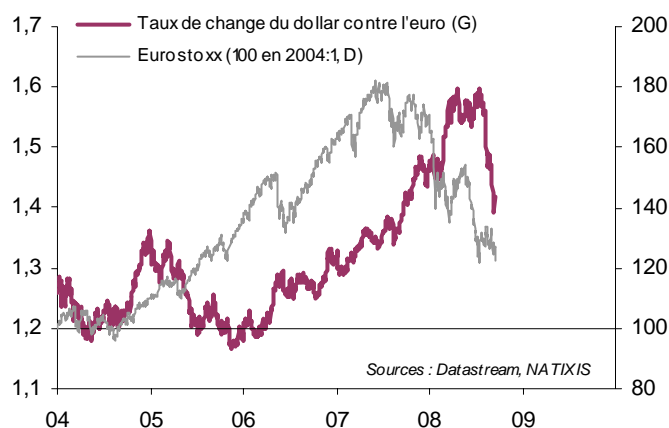
- *faible redressement de l'immobilier résidentiel, après la crise, en raison de l'arrêt de la hausse (ou même de la nécessaire baisse) du taux d'endettement des ménages, pour la même raison, consommation des ménages ne pouvant plus progresser plus vite que les revenus ;*
- *poursuite de la perte de marchés à l'exportation de la zone euro : même avec un euro un peu moins fort, coûts de production élevés, reprise des délocalisations, position en milieu de gamme de l'appareil productif ;*
- *disparition rapide des marges de manœuvre budgétaire et passage à une politique budgétaire restrictive dans certains pays ;*
- *faiblesse des gains de productivité, donc inexorable faiblesse des hausses des salaires réels ;*
- *profitabilité dégradée des entreprises et ses divers effets.*

Nous nous limitons aux causes de pessimisme internes à la zone euro, sans ajouter les possibles causes extérieures (prix des matières premières, situation économique aux Etats-Unis, au Royaume-Uni).

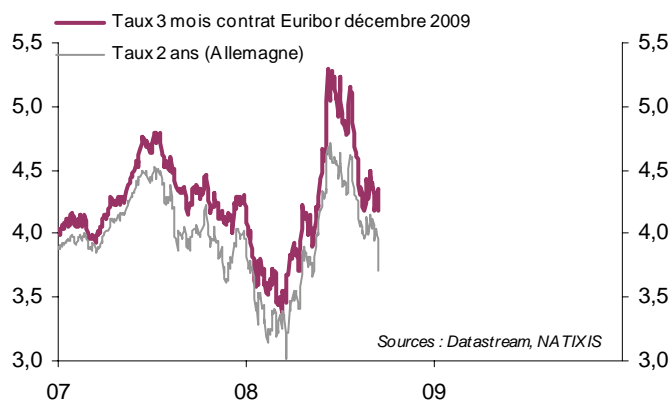
Le pessimisme des marchés sur la situation économique de la zone euro

Les évolutions récentes (depuis l'été 2008) en ce qui concerne le taux de change de l'euro, les cours boursiers (**graphique 1**), les perspectives de taux d'intérêt (**graphique 2**), les spreads de crédit (**graphique 3**)..., montrent **le pessimisme des marchés financiers sur les perspectives économiques de la zone euro**. Dans une perspective cyclique, **il est clair qu'il faut être pessimiste**, avec le retournement à la baisse de l'activité de construction, du crédit aux ménages, des perspectives pour l'industrie et les services (**graphiques 4a-b**).

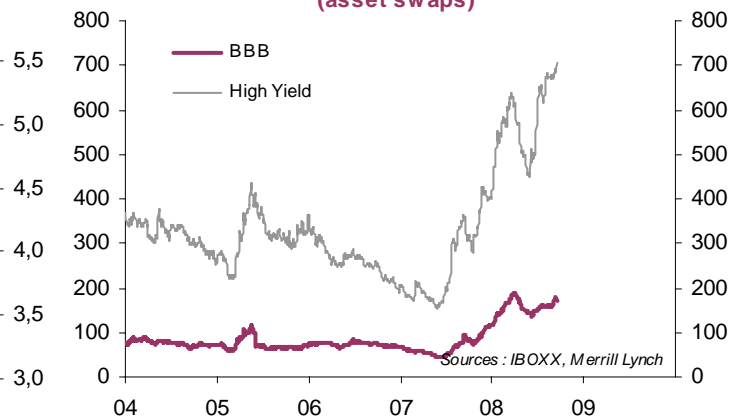
Graphique 1
Indice boursier et taux de change



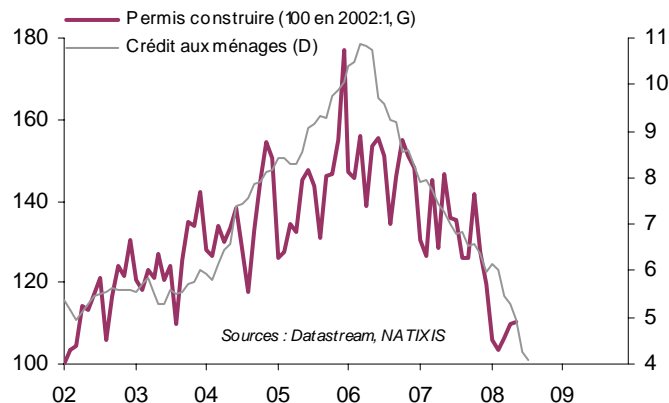
Graphique 2
Zone euro : contrats Euribor 3 mois et taux d'intérêt



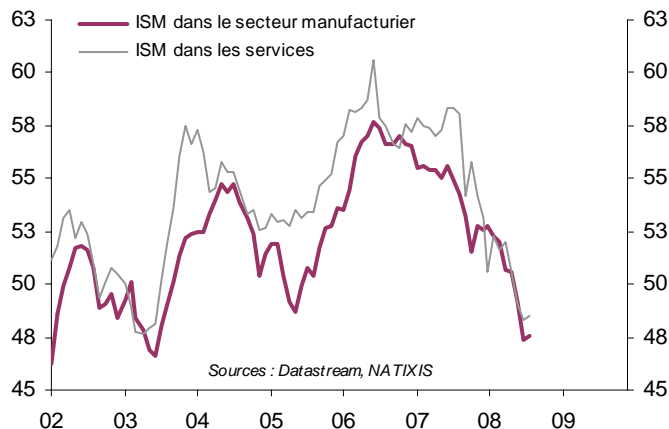
Graphique 3
Zone euro : spread de crédit BBB et High Yield (asset swaps)



Graphique 4a
Zone euro : permis de construire et crédit aux ménages



Graphique 4b
Zone euro : ISM



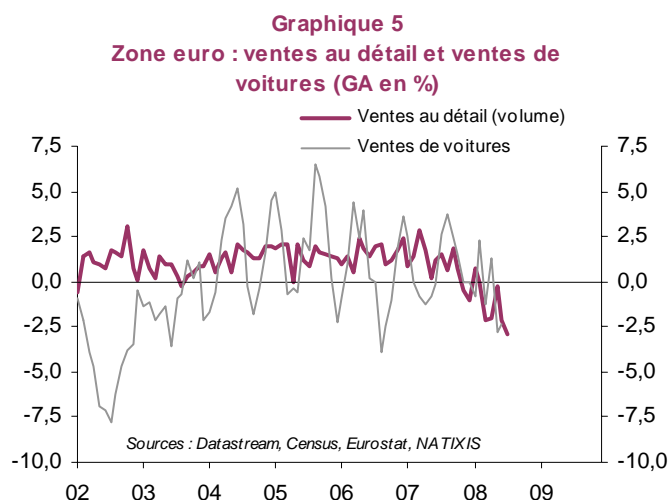
Mais nous nous demandons s'il faut aussi être pessimiste pour la zone euro dans le moyen terme. Nous ne regardons pas l'environnement international, seulement les facteurs internes qui pourraient empêcher le retour à la croissance dans la zone euro :

- 1- faible redressement de la demande des ménages avec leur désendettement ;
- 2- pertes de parts de marché à l'exportation ;
- 3- disparition des marges de manœuvre budgétaire ;
- 4- faiblesse des gains de productivité ;
- 5- profitabilité dégradée.

A cette liste, l'environnement international pourrait rajouter la tendance probable à la hausse des prix des matières premières, le recul de l'activité aux Etats-Unis.

Facteur # 1 : pas de redressement important de la demande des ménages

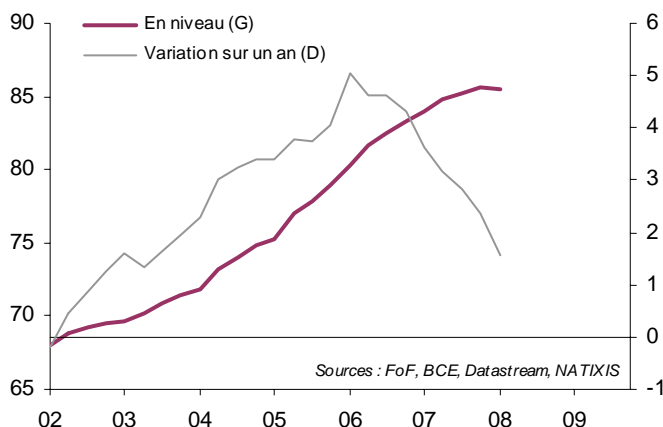
La question est ici celle de **l'ampleur du redressement de la demande des ménages** après son affaiblissement cyclique présent (graphique 4 et **graphique 5**).



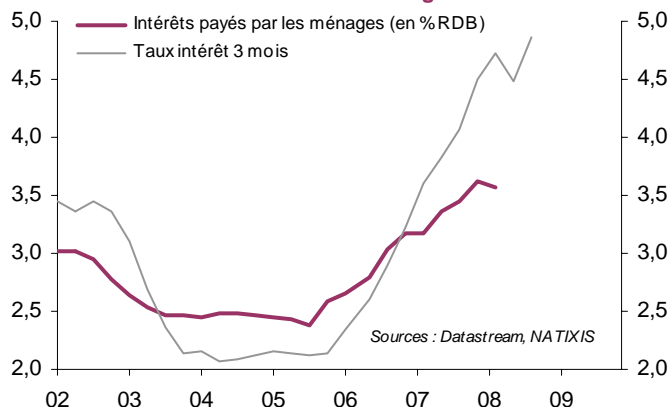
Ce redressement risque d'être faible s'il y a **stabilisation ou même correction à la baisse du taux d'endettement des ménages (graphique 6a)** après sa forte hausse récente.

Cette stabilisation sera probablement imposée par la hausse des primes de risque et du coût du crédit, par la plus grande prudence des banques. **Elle entraînerait par rapport à la période 2003-2007, une perte de croissance de 1 point ; elle est d'autant plus difficile que les taux d'intérêt encore élevés maintiennent un niveau élevé aussi pour les paiements d'intérêt sur la dette des ménages (graphique 6b).**

Graphique 6a
Zone euro : dette des ménages (en % du RDB)

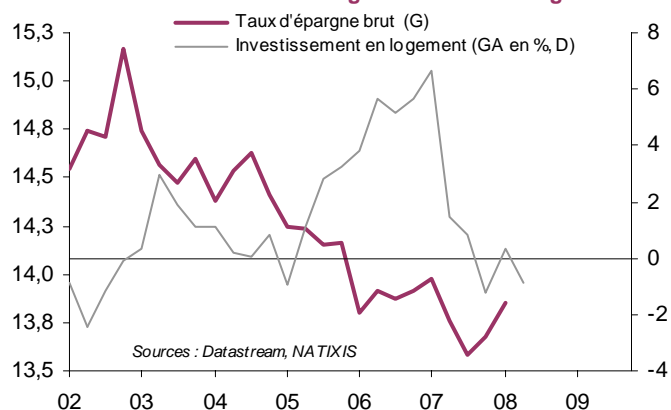


Graphique 6b
Taux d'intérêt et intérêts payés sur la dette des ménages



Avec un taux d'endettement stable des ménages, la progression de l'investissement immobilier (graphiques 4a et 7) serait beaucoup plus faible et le taux d'épargne des ménages ne baisserait plus (graphique 7).

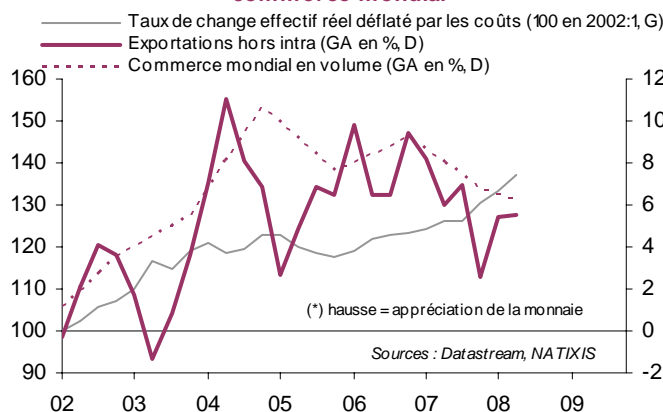
Graphique 7
Zone euro : taux d'épargne brut et investissement en logement des ménages



Facteur # 2 : pertes de parts de marché à l'exportation

La zone euro continue à perdre des parts de marché à l'exportation (graphiques 8a-b).

Graphique 8a
Zone euro : taux de change, exportations et commerce mondial



Graphique 8b
Zone euro : part des exportations dans les exportations mondiales hors OPEP et Russie



Une partie de cette évolution est due à la surévaluation réelle de l'euro (graphique 8a), dont une partie vient de se corriger (**graphique 9**).

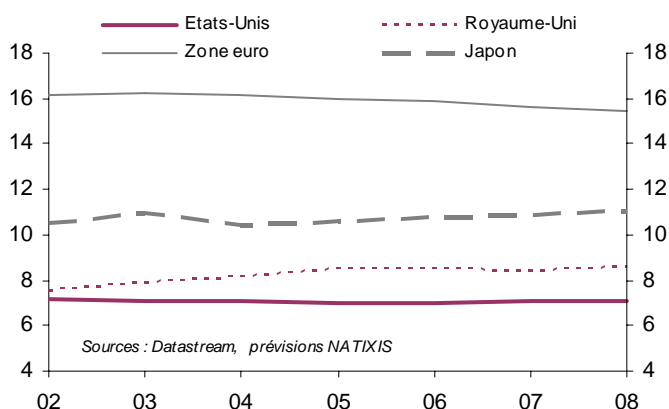
Graphique 9
Taux de change du dollar contre l'euro



Mais une partie de cette mauvaise performance à l'exportation vient de causes structurelles :

- charges sociales élevées (**graphique 10**) ;
- poursuite de délocalisations importantes (**graphique 11**) qui révèlent le handicap de la zone euro comme zone de production ;
- **positionnement en milieu de gamme** de l'appareil productif, ce que montre le faible niveau de l'effort d'innovation (**tableau 1**).

Graphique 10
Charges sociales (contributions, en % du PIB)



Graphique 11
Zone euro : investissements directs (en % PIB)

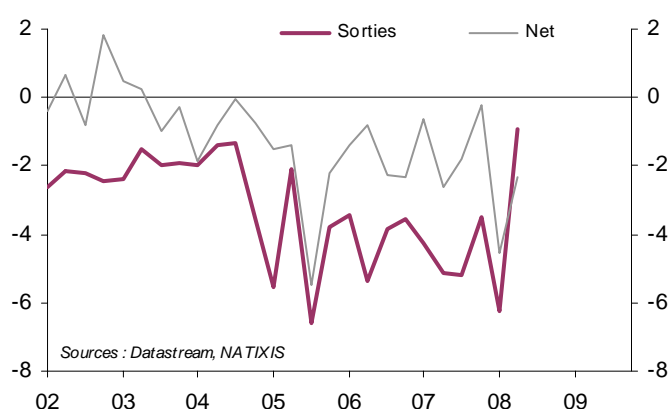


Tableau 1
Effort d'innovation

Dépenses de R&D totales (en % du PIB)

Période	2006
Pays	Totales
Etats-Unis	2,6
Suède	3,9
Japon	3,5
Zone euro	1,9

Dépenses de R&D en entreprises (en % du PIB)

Période	2006
Pays	Entreprises
Etats-Unis	1,8
Suède	2,9
Japon	2,6
Zone euro	1,2

Nombre de chercheurs (pour 10000 emplois)

Pays	2005
Etats-Unis	77,9
Suède	86,3
Japon	75,8
Zone euro	33,5

Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

Pays	2005
Etats-Unis	55,3
Suède	72,4
Japon	119,6
Zone euro	42,6

Sources : OCDE, Principaux indicateurs de la science et de la technologie

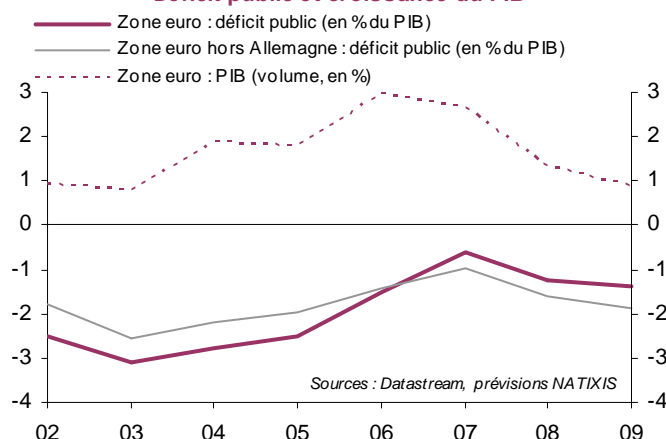
Facteur # 3 : politiques budgétaires

Prise dans son ensemble, la zone euro a des marges de manœuvre budgétaires assez importantes par rapport à la limite de 3 % du PIB pour les déficits publics (**graphique 12a**).

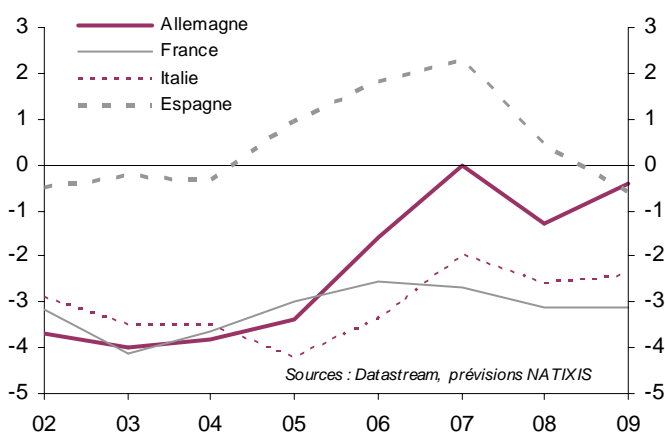
Mais il faut voir que :

- l'Allemagne ne semble pas vouloir passer à une politique budgétaire expansionniste (**graphique 12b**) ;
- la marge de manœuvre de l'Espagne va diminuer rapidement compte tenu de la faiblesse durable de l'économie (**graphique 12c**) ;
- la France et l'Italie n'ont pas de marge de manœuvre (**graphique 12b**).

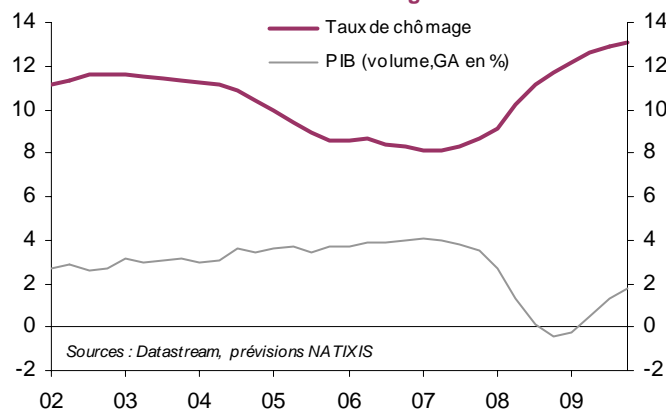
Graphique 12a
Déficit public et croissance du PIB



Graphique 12b
Déficit public (en % PIB)



Graphique 12c
Espagne : croissance du PIB et taux de chômage



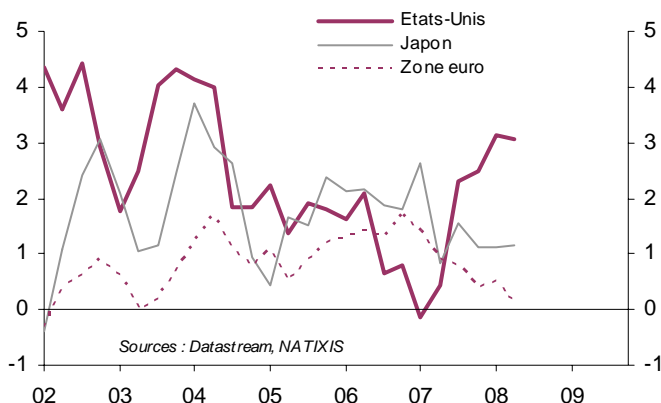
En réalité, la zone euro ne va pas utiliser beaucoup la politique budgétaire pour soutenir l'économie et dans certains pays même (France, Italie) la politique budgétaire va devenir restrictive.

Il est probable que les suggestions des économistes (accroître les dépenses d'investissement en recherche, en infrastructures, en économies d'énergie ; utiliser le BEI pour soutenir les entreprises innovantes ; accroître les budgets des agences publiques de recherche...) seront suivies de peu d'effets.

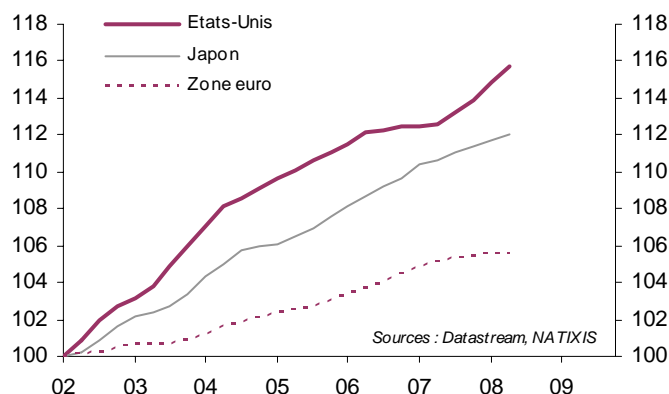
Facteur # 4 : faibles gains de productivité

Au-delà des fluctuations cycliques, la zone euro est caractérisée par de faibles gains de productivité (graphiques 13a-b), ce qu'on peut légitimement relier au faible effort d'innovation, en moyenne (tableau 1) et à la faiblesse (dramatique) des investissements en nouvelles technologies (graphique 14).

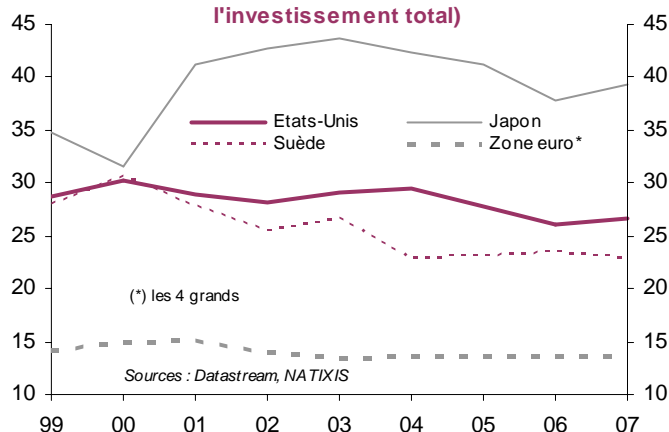
Graphique 13a
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 13b
Productivité par tête (100 en 2002:1)

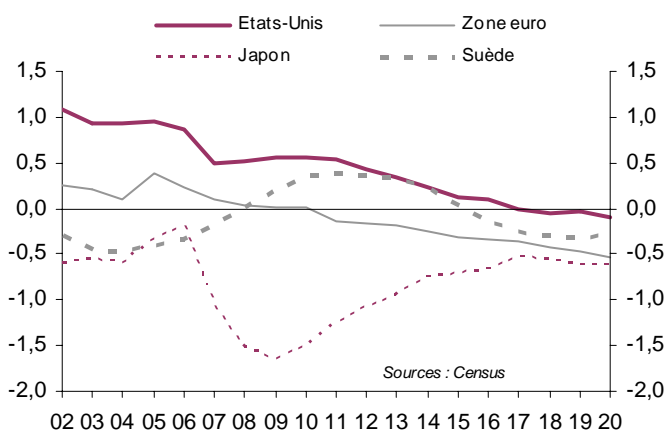


Graphique 14
Investissement IT (valeur, en % de l'investissement total)

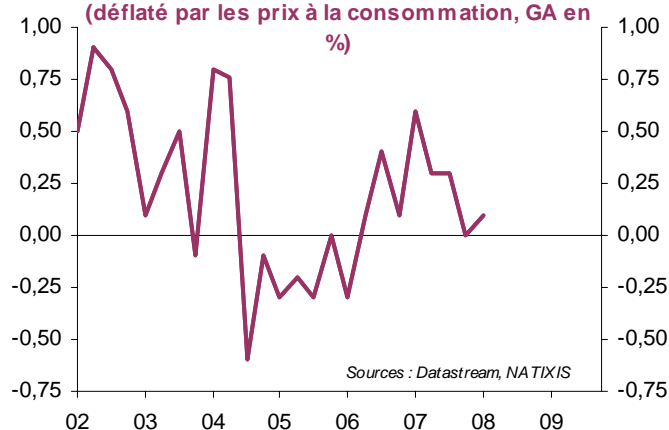


Vu du côté de l'offre, ceci implique, compte tenu de plus des perspectives démographiques (**graphique 15**), une faible croissance potentielle. Vu du côté de la demande, ceci implique que **la hausse des salaires réels ne peut être que faible** (inférieure en tendance aux gains de productivité puisque les entreprises doivent améliorer leur productivité, ce qu'on va voir, **graphique 16**).

Graphique 15
Population de 20 à 60 ans (en %, par an)



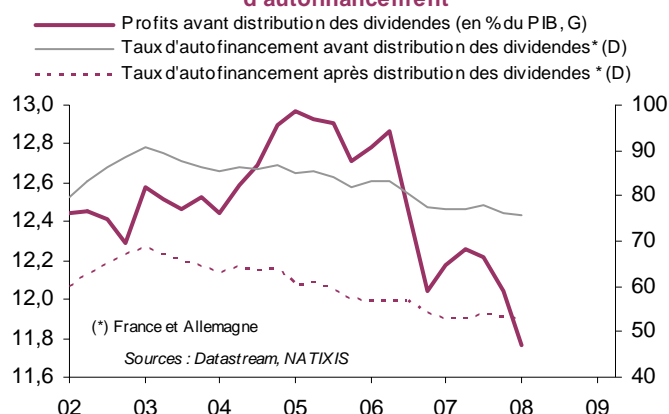
Graphique 16
Zone euro : salaire réel par tête (déflaté par les prix à la consommation, GA en %)



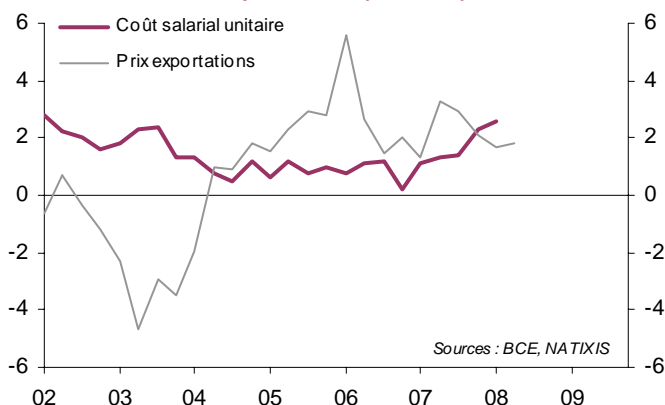
Facteur # 5 : faible profitabilité des entreprises

La zone euro, prise dans son ensemble, est caractérisée depuis 2004, par **un recul important de la profitabilité et du taux d'autofinancement (graphique 17a)**, qu'on peut attribuer à différentes causes : faiblesse des gains de productivité, hausse de la pression fiscale (**graphique 17c**), compression des marges à l'exportation (**graphique 17b**) avec l'appréciation de l'euro et le positionnement en milieu de gamme.

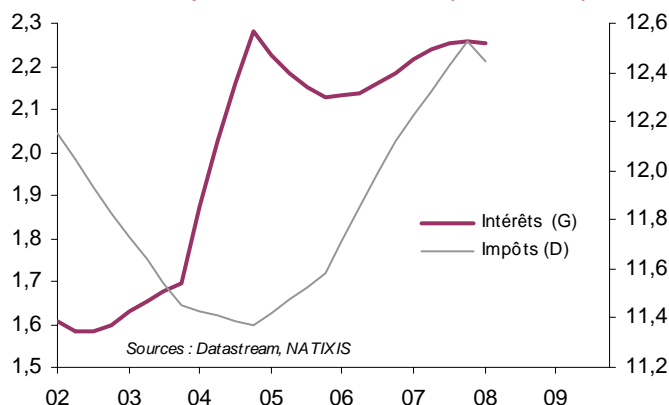
Graphique 17a
Zone euro : taux de profits et d'autofinancement



Graphique 17b
Zone euro : coût salarial unitaire et prix des exportations (GA en %)



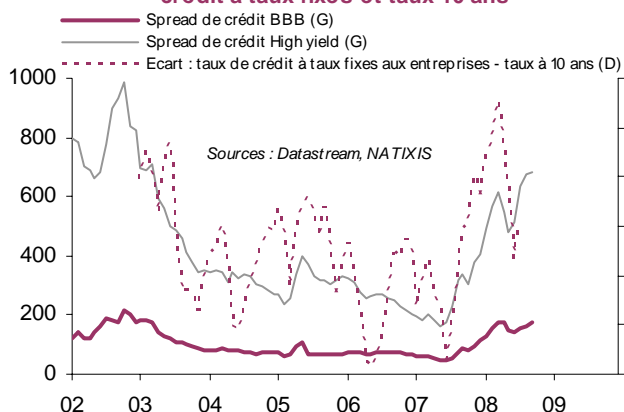
Graphique 17c
Zone euro : intérêts et impôts nets payés par les entreprises non financières (en % du PIB)



Cette situation est inquiétante, car **dans une situation où les primes de risque sur les financements des entreprises s'accroissent (graphique 18a)**, elle peut contribuer à freiner l'investissement productif et l'emploi (**graphique 18b**).

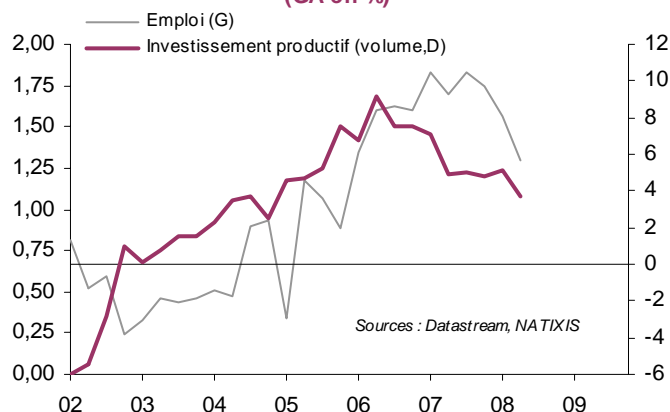
Graphique 18a

Zone euro : spreads de crédit et écart taux de crédit à taux fixes et taux 10 ans



Graphique 18b

Zone euro : investissement productif et emploi (GA en %)



Synthèse : le pessimisme même pour le moyen terme s'impose

Même une fois que le pire du cycle immobilier sera passé, nous pensons que la croissance de la zone euro sera toujours affectée par :

- la disparition du soutien de la demande des ménages par la hausse de leur endettement ;
- la poursuite de la présence des facteurs (coût du travail élevé, délocalisation, positionnement en milieu de gamme) qui conduisent aux pertes de parts de marché à l'exportation ;
- absence de marge de manœuvre budgétaire, y compris pour réaliser des investissements utiles ;
- faibles gains de productivité, donc faibles hausses des salaires réels ;
- dégradation de la situation financière des entreprises.

Il s'agit de causes durables d'une croissance faible, qui pourront bien sûr être cachées à court terme par des évolutions allant en sens inverse, par exemple des baisses de taux de la BCE (**tableau 2**) qui soutiendraient, avec un an de retard, la croissance d'une manière transitoire.

Tableau 2
Zone euro : effet de 100 points de base de baisse des taux courts sur la croissance

	Effet sur le PIB
en T1	0,00
en T2	0,11
en T3	0,23
en T4 (1 an)	0,34
en T5	0,57
en T6	0,69
en T7	0,86
en T8 (2 ans)	1,03
en T9	1,15
en T10	1,26
en T11	1,32
en T12 (3 ans)	1,38

Sources : Modèle VAR, inspiré de Peersman et Smets (2001), NATIXIS