

2010 : beaucoup de menaces sur l'économie de la Zone euro

La plupart des prévisions prévoient une amélioration de la situation économique de la Zone euro en 2010, surtout à partir du second semestre 2010 (tableau 1 en annexe). Nous voulons signaler ici qu'il faut être prudent avec ce jugement en raison de la multitude des menaces qui pèsent sur l'économie de la Zone euro en 2010 :

- *recul du pouvoir d'achat, à la fois avec le freinage des salaires nominaux et la remontée de l'inflation ;*
- *ajustement de l'emploi, pour corriger le déficit présent de productivité, donc forte hausse du chômage ;*
- *ajustement de l'investissement des entreprises, pour corriger la baisse du taux d'autofinancement ;*
- *hausse des défauts des entreprises ;*
- *contre-coup des aides publiques de 2009 (automobile) ;*
- *retour des bulles sur les prix des actifs, qui auraient un effet très négatif sur l'économie si elles continuaient à porter sur les prix des matières premières ;*
- *réaction de l'épargne privée à l'évolution des déficits publics.*

On pourrait ajouter à cette liste déjà longue l'appréciation de l'euro, mais elle est peu probable tant que le RMB chinois est lié au dollar. Même s'il existe des facteurs d'amélioration de l'économie (déficits publics, amélioration de la situation des banques, correction des stocks), il ne faut pas oublier cet ensemble impressionnant de menaces.

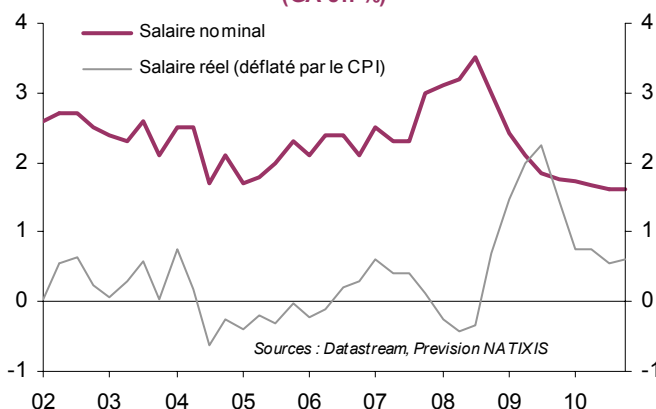
Première menace : recul du pouvoir d'achat

Le recul du pouvoir d'achat par tête en 2010 dans la Zone euro devrait avoir deux origines :

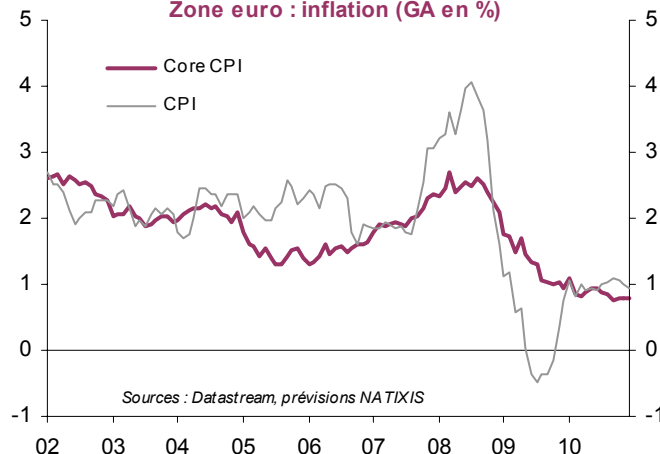
- la poursuite du freinage du salaire nominal par tête (graphique 1) avec la montée du chômage (voir plus loin) ;
- la remontée de l'inflation (graphique 2 a) avec la disparition des effets de base dus à la baisse des prix des matières premières en 2008 (graphique 2 b).

L'« effet de ciseau » défavorable des salaires réels par tête dans la Zone euro entre 2009 et 2010 est donc important : de + 2 % sur un an en 2009 à 0,5 % sur un an en 2010.

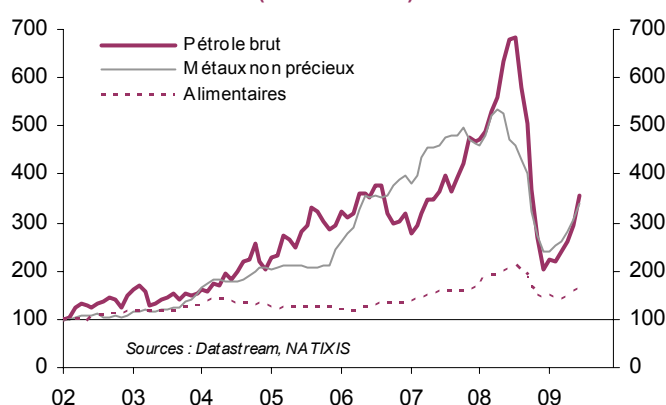
Graphique 1
Zone euro : salaire nominal et réel par tête
(GA en %)



Graphique 2 a
Zone euro : inflation (GA en %)



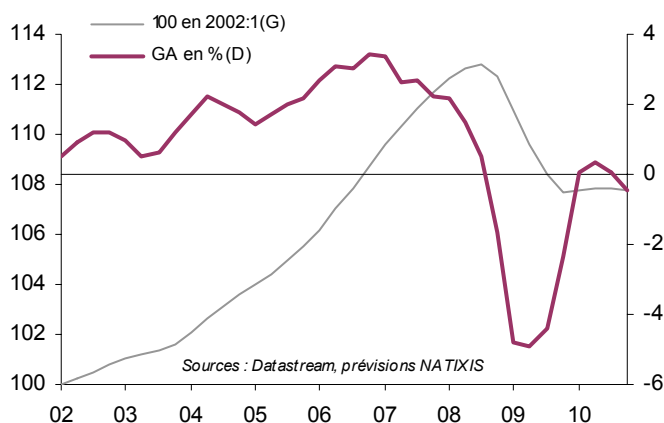
Graphique 2 b
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



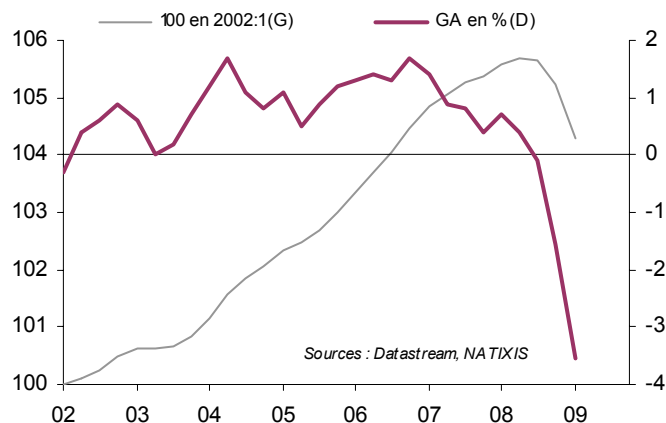
Seconde menace : ajustement de l'emploi

Le recul de l'emploi à partir du printemps 2009 n'est pas dû seulement à la faiblesse de la croissance (le graphique 3 montre notre prévision centrale de croissance pour la Zone euro), mais aussi à la correction du déficit de productivité atteint à la fin du 1^{er} trimestre 2009 (graphique 4).

Graphique 3
Zone euro : croissance du PIB (volume)

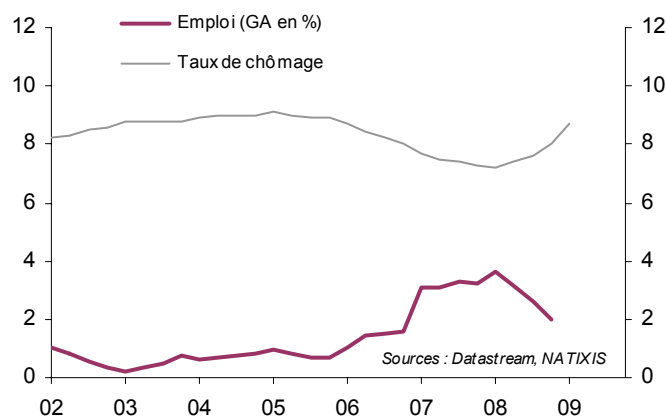


Graphique 4
Zone euro : productivité par tête



Le déficit atteint 5 points, et correspond au retard d'ajustement de l'emploi par rapport au cycle (**graphique 5**). Quand on tient compte de ce déficit de productivité et des perspectives de croissance, on voit que **le taux de chômage de la Zone euro** (**graphique 5**) **pourrait atteindre plus de 12 % à la fin de 2010**. Il faut cependant tenir compte de ce que les politiques publiques du marché du travail (chômage partiel, contrats de requalification divers...) réduisent le chômage enregistré.

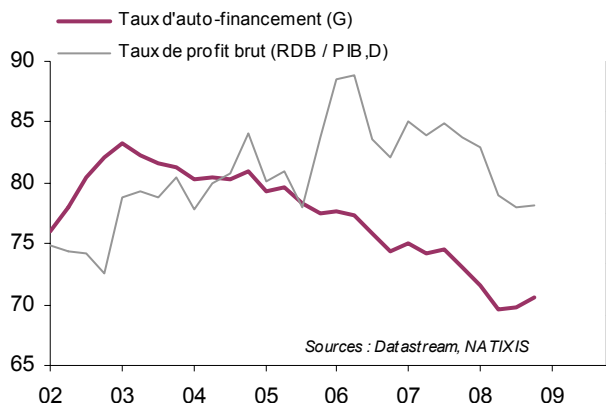
Graphique 5
Zone euro : taux de chômage et emploi



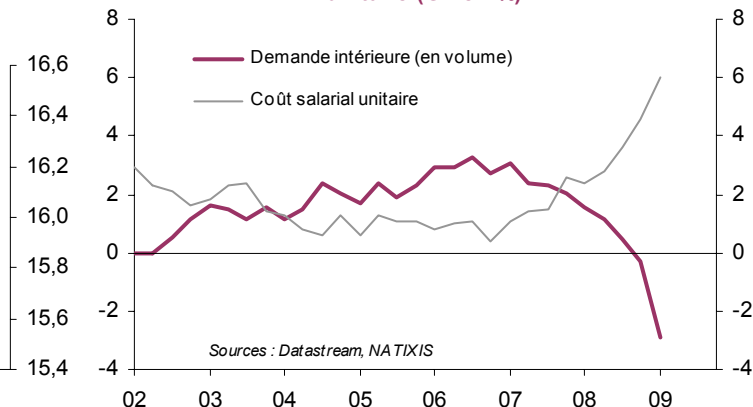
Troisième menace :
ajustement de
l'investissement des
entreprises

Le taux d'autofinancement des entreprises de la Zone euro est à des niveaux anormalement bas (graphique 6), ce qui est dû au freinage de la demande et à la forte hausse des coûts salariaux unitaires due au recul vu ci-dessus de la productivité (graphique 7).

Graphique 6
Zone euro : profits bruts et taux d'autofinancement

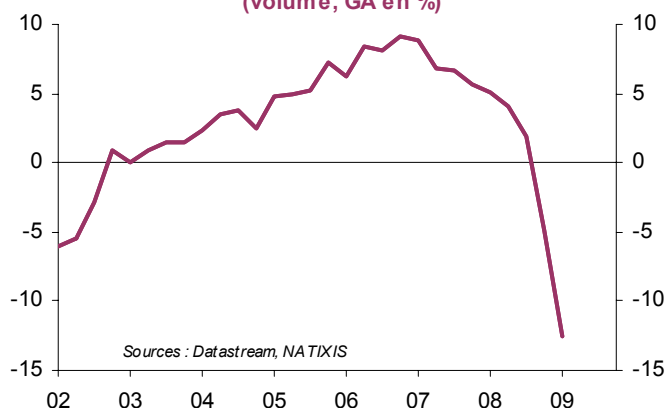


Graphique 7
Zone euro : demande intérieure et coût salarial unitaire (GA en %)

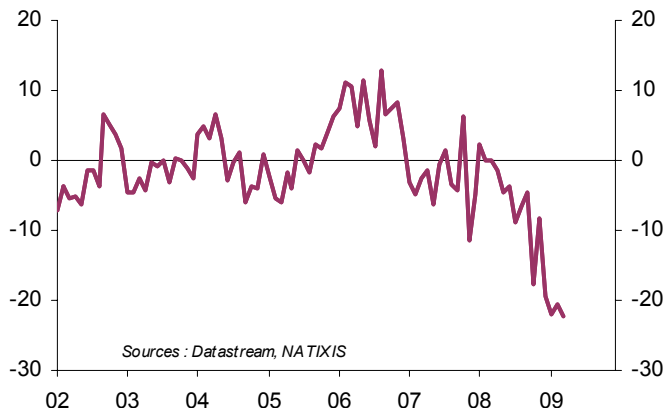


Pour ramener le taux d'autofinancement à la normale, les entreprises peuvent d'une part réduire l'emploi (voir ci-dessus), d'autre part **réduire l'investissement**, ce qui a débuté (**graphique 8 a**) et va se poursuivre en 2010 si on croit les anticipations déclarées des entreprises (**graphique 8 b**).

Graphique 8a
Zone euro : investissement productif (volume, GA en %)



Graphique 8 b
Commandes de biens durables (GA en %)

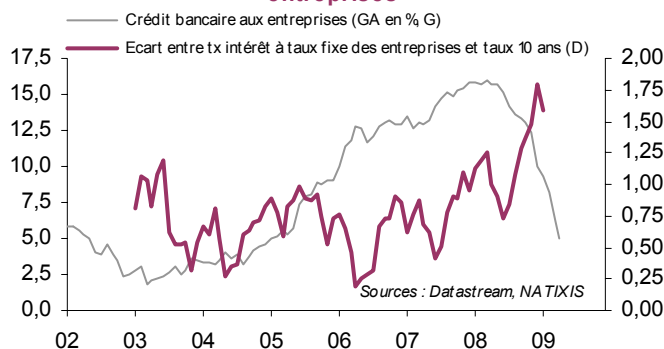


Quatrième menace : hausse des défauts des entreprises

Les entreprises de la Zone euro sont confrontées au recul de l'activité (graphique 3 plus haut), à la baisse de la profitabilité et du taux d'autofinancement (graphique 6 plus haut), **au durcissement des conditions du crédit (graphique 9)**, ce qui entraîne, comme il est normal, **une hausse des défauts des entreprises (graphique 10 a)**. La progression des défaillances d'entreprises est forte partout, particulièrement aux Pays-Bas, en Espagne (**graphique 10 b/ 10 c**).

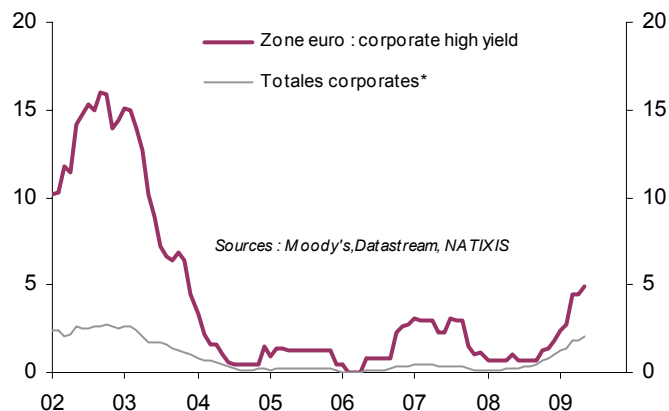
Graphique 9

Zone euro : écart taux d'intérêt de crédits à taux fixe des entreprises - taux 10 ans emprunts d'Etat et crédit bancaire aux entreprises



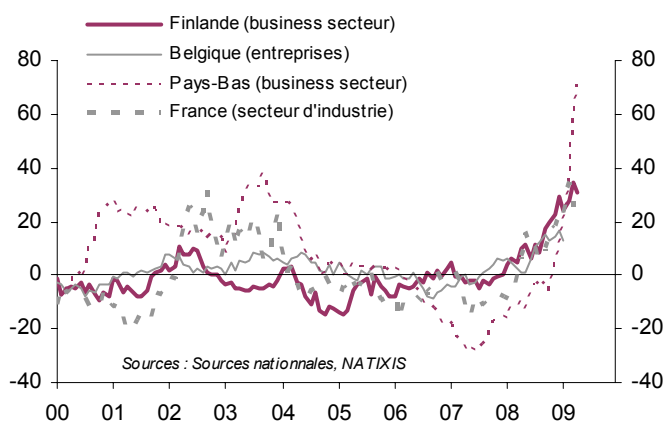
Graphique 10 a

Zone euro : taux de défaut corporates



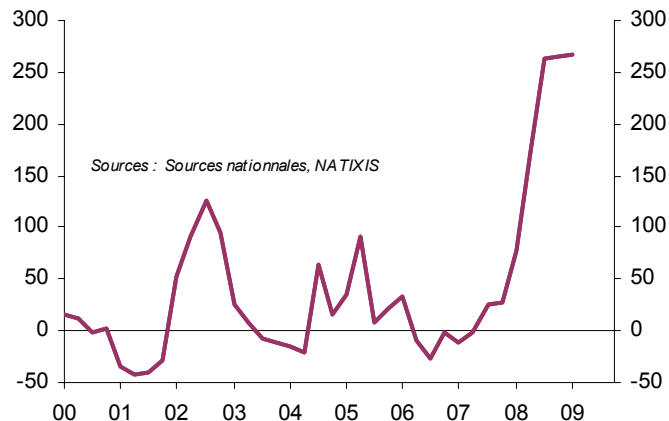
Graphique 10 b

Défaillances d'entreprises (GA en %)



Graphique 10 c

Espagne : défaillances d'entreprises (GA en %)



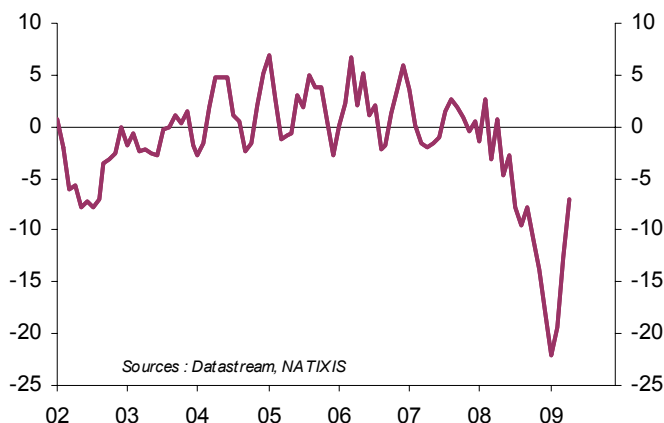
Cinquième menace :
contre-coup de
certaines mesures de
stimulation de 2009 ?

Certaines mesures de stimulation de l'économie mises en place en 2009 vont simplement **déplacer de 2010 à 2009 des dépenses qui auraient été de toute manière faites**. Ceci risque d'être, en particulier, le cas des "primes à la casse" pour les voitures qui ont nettement fait remonter les ventes d'automobiles en 2009 (**graphique 11**), avec **une rechute probable en 2010**.

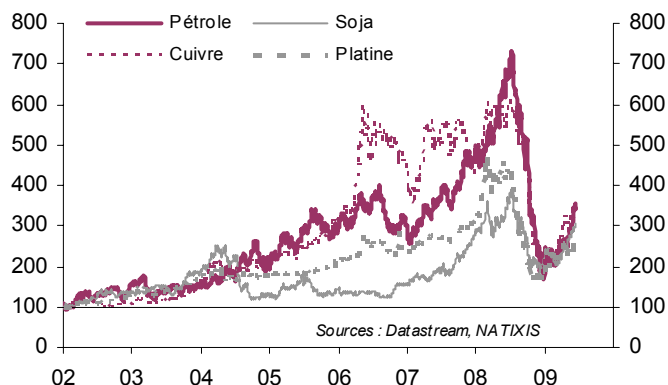
Sixième menace : bulle
sur les prix des
matières premières

La remontée des prix de certaines matières premières en 2009 (**graphique 2 b** plus haut, **graphique 12**) est attribuable **au retour de positions spéculatives** et pas à la situation des marchés au comptant de ces matières premières. On voit par exemple que la situation d'excès d'offre persiste sur le marché du pétrole (**graphique 13**).

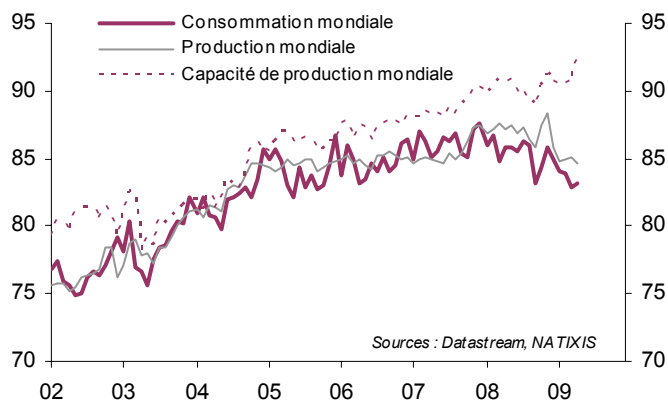
Graphique 11
Zone euro : ventes de voitures (GA en %)



Graphique 12
Prix spot des matières premières en dollars (100 en 2002:1)

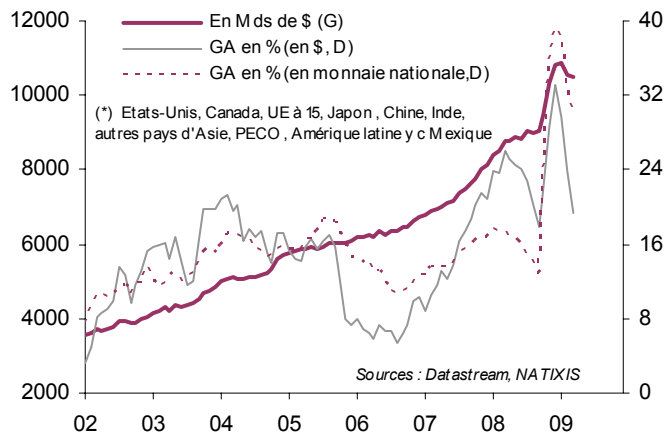


Graphique 13
Monde : capacité, demande et production de pétrole (mios b/j)

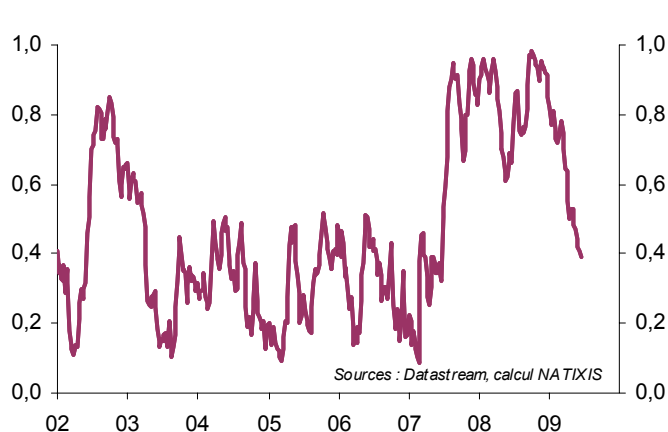


Il s'agit d'un réinvestissement d'une partie de l'excès de liquidité mondiale (graphique 14 a), à partir du moment où l'aversion pour le risque des investisseurs a reculé (graphique 14 b).

Graphique 14 a
Base monétaire mondiale (*)



Graphique 14 b
Indice de perception du risque



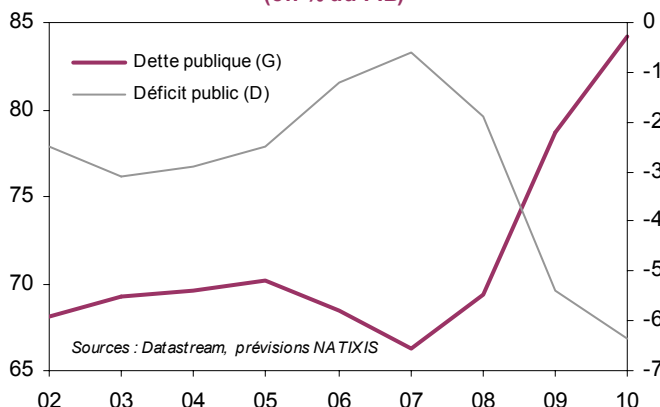
Si cette bulle spéculative sur les prix des matières premières continue à enfler, l'inflation accélèrera plus que ce que nous prévoyons en 2010 (voir graphique 2 a plus haut) et les salaires réels seront encore plus déprimés (graphique 1 plus haut).

Septième menace : réaction à la politique budgétaire

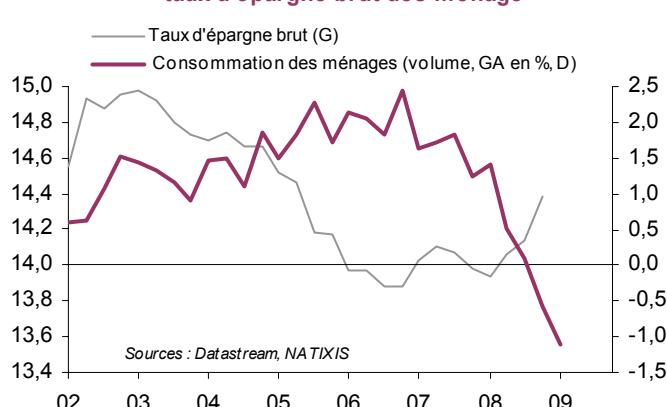
La politique budgétaire mise en place dans la Zone euro conduit à une **forte hausse du taux d'endettement public (graphique 15)**. Il sera très difficile de stabiliser le taux d'endettement public ultérieurement, avec la faiblesse à anticiper de la croissance, due à la poursuite du désendettement (ou du moins à l'absence de réendettement important) des entreprises et des ménages.

Si les ménages anticipent que la stabilisation du taux d'endettement public de la Zone euro, dans le futur, rendra nécessaire une hausse de la pression fiscale, ils vont accroître dès aujourd'hui leur épargne (c'est le comportement de neutralité ricardienne), et la hausse déjà observée du taux d'épargne des ménages de la Zone euro se poursuivra (graphique 16), d'où un ralentissement supplémentaire de la consommation.

Graphique 15
Zone euro : déficit public et dette publique (en % du PIB)



Graphique 16
Zone euro : consommation des ménages et taux d'épargne brut des ménage

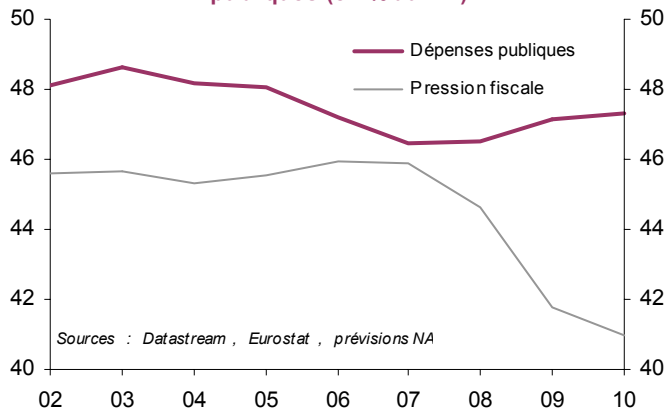


Synthèse : en regardant les facteurs d'amélioration, ne pas oublier les multiples menaces

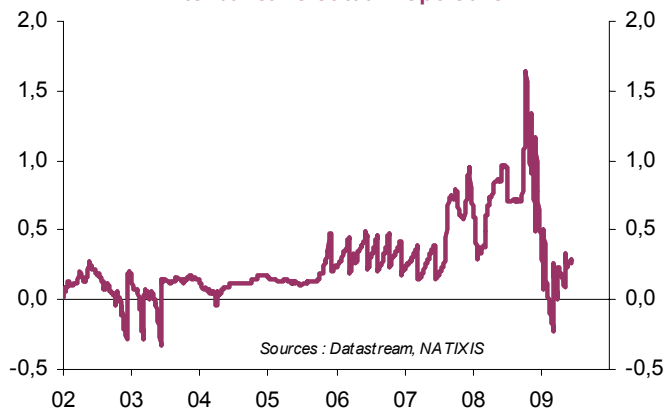
Il existe bien sûr des **facteurs d'amélioration cyclique** :

- les **déficits publics (graphique 15)**, la hausse des dépenses publiques et la baisse de la pression fiscale (graphique 17) ;
- la **restauration de la liquidité bancaire**, avec le retour à la normale du marché interbancaire (graphique 18) ;
- l'**arrêt du déstockage (graphique 19)**, encore que les enquêtes suggèrent qu'il pourrait prendre du temps (graphique 20), puisqu'il n'a commencé qu'au premier trimestre 2009.

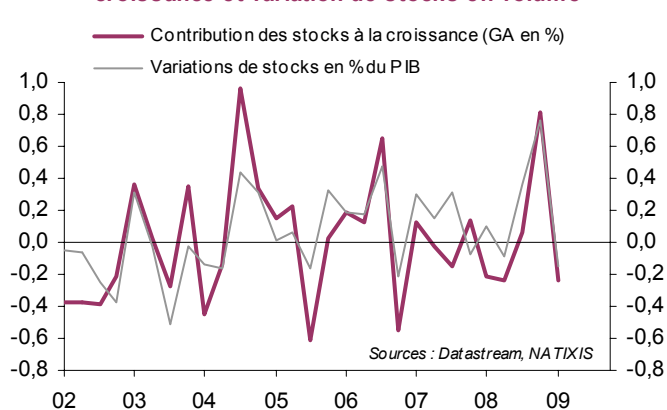
Graphique 17
Zone euro : pression fiscale et dépenses publiques (en % du PIB)



Graphique 18
Zone euro : écart entre taux 3 mois interbancaire et taux repo euro



Graphique 19
Zone euro : contribution des stocks à la croissance et variation de stocks en volume



Graphique 20
Zone euro : PMI composite stocks des achats



Mais en regardant ces facteurs d'amélioration, il ne faut pas oublier les menaces vues plus haut portant sur :

- les salaires réels,
- l'emploi,
- l'investissement,
- les défauts des entreprises,
- les effets décalés des aides publiques,
- les bulles sur les prix de matières premières,
- les effets des déficits publics sur l'épargne.

Annexe

Tableau 1
Zone euro : prévisions de croissance du PIB volume

	2008	2009	2010
Prévisions OCDE (mars 09)	0,7	-4,1	-0,3
Prévisions FMI (avril 2009)	1,0	-3,5	0,6
Prévisions Consensus Forecast (Juin 09)	1,0	-4,2	0,3
Prévisions Commission Européenne (avril 09)	1,2	-4,0	-0,1
Prévisions BCE (Juin 09)	1	-4,6	-0,3
Prévisions NATIXIS	0,7	-4,1	0,0

Sources: OCDE, FMI, Consensus Forecast, BCE