

Zone euro

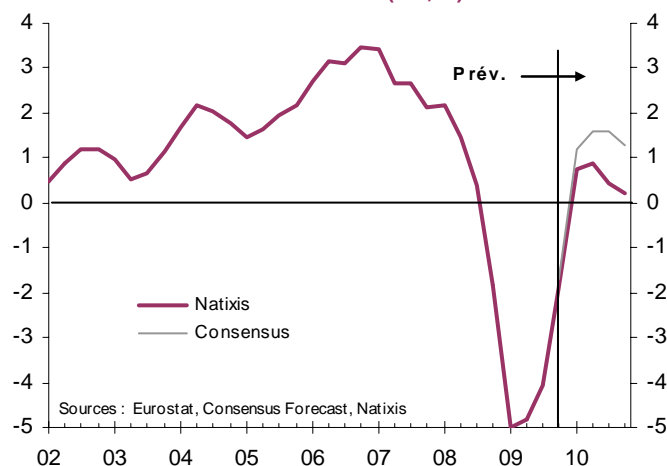
Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario zone euro	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

Pourquoi sommes-nous si pessimistes pour 2010 ?

Après une année de contraction du PIB, la zone Euro est sortie de récession au troisième trimestre 2009. C'est alors que les prévisions de croissance du consensus pour 2010 se sont redressées, confortées en apparence par de multiples signes de reprise de l'activité. Nous n'avons pour notre part que modérément révisé nos prévisions de croissance pour cette année, poussés par un certain scepticisme quant à la pertinence et la constance de ces signes. Le (léger) regain de forme affiché par l'économie européenne ces derniers mois nous semble en effet essentiellement lié à des facteurs temporaires (plans de relance, désinflation) ou techniques (reconstitution des stocks). Nous restons par conséquent particulièrement prudents et maintenons un scénario relativement pessimiste au regard des prévisions consensuelles. Nous revenons ici sur notre positionnement au sein du consensus et détaillons les principaux éléments explicatifs de notre scénario macroéconomique pour 2010.

Zone euro: PIB (GA, %)



Equipe zone euro :

Costa Brunner
Jean-Christophe Caffet
Jésus Castillo
Cédric Thellier

Directeur de la publication
Patrick Artus

Focus : les défis de la Présidence espagnole de l'UE

Achévé de rédiger
Le 11 janvier 2010

Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2009	2010	2011
Consommation privée (GA, %)	-1,0	-0,1	1,0
Consommation publique (GA, %)	2,4	2,6	1,0
Investissement (GA, %)	-10,0	-1,3	0,7
Stocks (contrib., pt %)	-0,6	0,1	0,2
Exportations (GA, %)	-13,7	1,5	1,4
Importations (GA, %)	-11,7	0,9	1,9
Commerce extérieur (contrib., pt %)	-1,1	0,2	-0,2
PIB	-4,0	0,6	1,0
Inflation	0,3	1,1	1,1
Taux de chômage	9,4	10,4	11,0
Emploi	-1,8	-1,2	-0,5
Solde budgétaire (% PIB)	-6,2	-7,0	-6,9
Balance courante (mds euros)	50,2	/	/
Balance courante (% PIB)	0,8	/	/

PIB (GA, %)	2009	2010	2011
Allemagne	-4,8	1,2	1,6
France	-2,3	0,9	0,8
Italie	-4,8	0,2	0,7
Espagne	-3,7	-0,7	0,9

Inflation (%)	2009	2010	2011
Allemagne	0,2	0,8	0,5
France (IPCH)	0,1	1,0	0,8
Italie	0,8	1,4	1,4
Espagne	-0,3	1,0	0,7

Solde budget. (% PIB)	2009	2010	2011
Allemagne	-3,5	-5,8	-6,6
France	-8,0	-8,3	-7,6
Italie	-5,4	-5,7	-5,5
Espagne	-10,0	-9,7	-8,9

Profil trimestriel, Zone Euro	T1-09	T2-09	T3-09	T4-09	T1-10	T2-10	T3-10	T4-10	T1-11	T2-11
PIB (T/T, %)	-2,4	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,4
PIB (GA, %)	-5,0	-4,8	-4,1	-1,9	0,7	0,9	0,4	0,2	0,3	0,6
Inflation	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,2	1,3	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage	8,8	9,3	9,6	9,9	10,1	10,3	10,5	10,6	10,8	10,9
Taux repo BCE (fin de trimestre)	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25

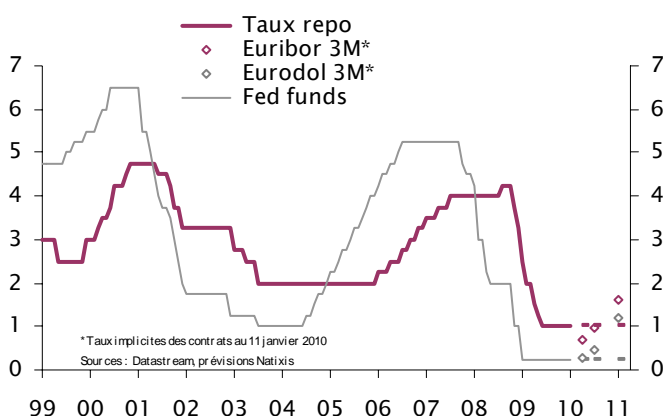
Environnement international	2009 ^P	2010 ^P	2011 ^P
Etats-Unis PIB (GA, %)	-2,5	2,1	2,1
Inflation (%)	-0,4	1,7	1,4
Solde budgétaire (% PIB)	-9,9	-9,5	-8,5
Japon PIB (GA, %)	-5,7	1,5	1,1
Inflation (%)	-1,4	-1,7	0,8
Solde budgétaire (% PIB)	-8,0	-8,2	-11,1
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	62	77	79

Taux d'intérêt	7-janv.	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,37	3,45	3,35	3,52
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,82	3,90	3,70	4,00
Taux de change	7-janv.	3M	6M	12M
EUR/USD	1,43	1,45	1,41	1,48
USD/JPY	93	94	97	97

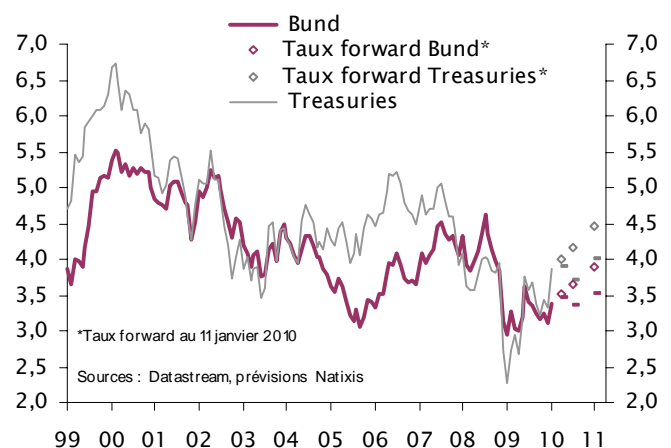
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



Pourquoi sommes-nous si pessimistes pour 2010 ?

Malgré le léger mieux observé depuis l'été dernier, l'année 2009 restera dans les mémoires comme une année noire en termes d'activité. Le PIB de la zone euro aura reculé de près de 4% (-3,9% selon nos dernières prévisions), soit la pire récession depuis la Grande Dépression des années 30. Aucune composante (privée) de la croissance n'aura été épargnée : la consommation devrait s'afficher en baisse de 1% sur l'ensemble de l'année, tandis que l'investissement et les exportations reculeraient de 10% et 14% respectivement. En 2010, alors que se dessine depuis quelques mois une reprise que tous les prévisionnistes (ou presque) s'accordent à juger chaotique et/ou très progressive, nous restons plus pessimistes dans nos prévisions (tableau 1). Nous revenons ici sur notre positionnement au sein du consensus et sur les principaux éléments explicatifs de notre scénario macroéconomique pour l'année qui vient de débiter.

Tableau 1
Prévisions de croissance en 2010

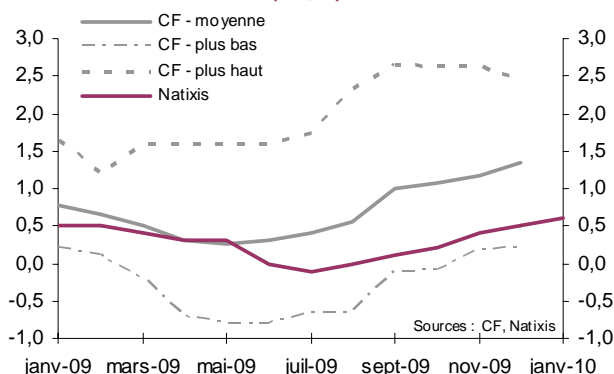
	UEM	ALL	FRA	ITA	ESP
Natixis (Jan 10)	0,6	1,2	0,9	0,2	-0,7
Cons. Fore. (Dec 09)	1,3	1,7	1,5	0,9	-0,4
CE (Oct 09)	0,7	1,2	1,2	0,7	-0,8
FMI (Oct 09)	0,3	0,3	0,9	0,2	-0,7
OCDE (Nov 09)	0,9	1,4	1,4	1,1	-0,3

Sources: Consensus Forecast, OCDE, FMI, CE, Natixis

Une très forte incertitude

Nos prévisions de croissance pour 2010 sont nettement plus faibles que celles du consensus pour l'ensemble des grands pays de la zone euro (cf. tableau 1). Elles l'ont toujours été, sauf au printemps dernier où notre prévision (agrégée) pour la zone euro s'affichait en ligne avec la moyenne des prévisions recensées par Consensus Forecast (graphique 1).

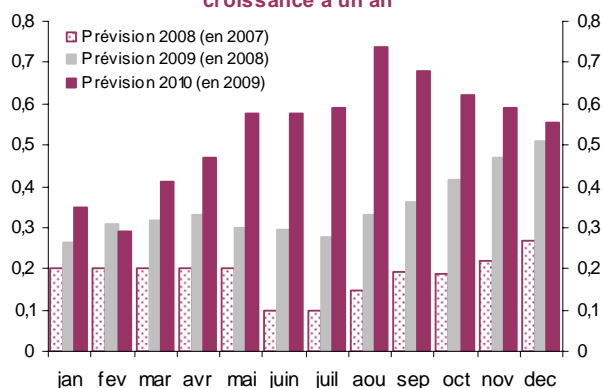
Graphique 1
Zone euro : prévisions de PIB en 2010 (GA, %)



Après publication, en août, des chiffres du deuxième trimestre 2009 – ressortis supérieurs aux attentes pour la première fois en un an – et face aux premiers signes d'amélioration de la conjoncture, les prévisions du consensus (pour 2010) ont été revues à la hausse de

manière continue jusqu'à aujourd'hui. Les nôtres également, mais dans une bien moindre mesure, étant donné i/ notre conviction quant au caractère temporaire de la reprise, liée pour l'essentiel à la mise en œuvre des plans de relance et ii/ le poids des incertitudes pesant sur l'environnement macroéconomique et financier global¹, qui nous a incités à privilégier une certaine stabilité. Cette très forte incertitude s'est d'ailleurs traduite au sein du consensus par le doublement sur un an de l'amplitude entre la plus basse et la plus haute des prévisions (cf. graphique 1). Ainsi, aujourd'hui, alors que la visibilité pourrait paraître meilleure qu'il y a tout juste un an, la dispersion du consensus (mesuré à travers l'écart-type des prévisions pour 2010) est encore supérieure à celle observée en décembre 2008 (et relatives aux prévisions pour 2009) (graphique 2).

Graphique 2
Zone euro : écart-type des prévisions de croissance à un an



En définitive, notre prévision centrale pour la zone euro est aujourd'hui la même qu'il y a un an. Si celle-ci diffère sensiblement du consensus, elle ne doit pas être interprétée comme l'expression d'une opposition de fond mais plutôt comme une prise de position sur la probabilité d'occurrence des risques évoqués précédemment.

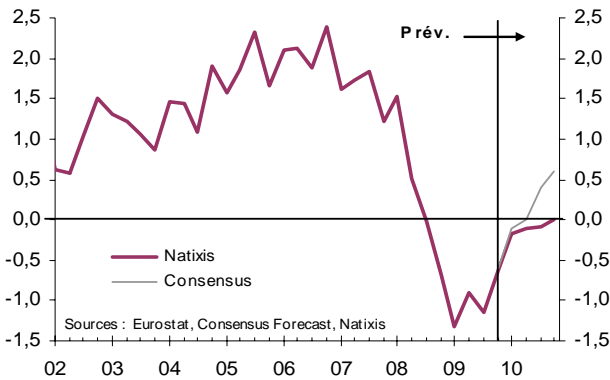
La consommation privée, principal élément explicatif de notre scénario de fond.

Nous sommes particulièrement pessimistes – par rapport au consensus – pour la consommation des ménages en 2010 (et dans une moindre mesure en 2011²). L'essentiel du différentiel de croissance prévue sur l'année provient en effet de nos prévisions de consommation privée, qui devrait selon nous de nouveau se contracter (-0,1%) (graphique 3).

¹ Pour une liste, non exhaustive, de ces incertitudes, voir « Prévisions Financières : oublions toute suffisance prévisionniste » (janvier 2010).

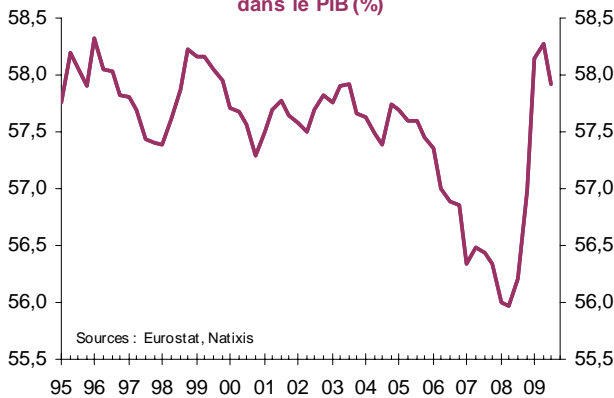
² Pour le détail de notre scénario à deux ans, voir la Note Mensuelle Zone Euro d'octobre 2009 : « Scénario 2011 : une économie encore convalescente »

Graphique 3
Zone euro : consommation privée (GA, %)



La consommation s'est en effet plutôt bien comportée l'an dernier, progressant de plus de deux points dans le PIB en un an (de 56% du PIB au T2 2008 à 58,3% au T2 2009, 57,9% désormais, **graphique 4**).

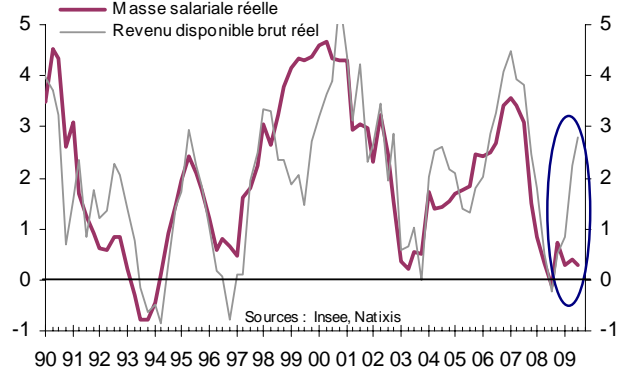
Graphique 4
Zone euro: poids de la consommation privée dans le PIB (%)



Les dispositifs de maintien dans l'emploi (recours au chômage partiel, contrats de transition professionnelle et conventions de reclassement personnalisé en France, etc...) et les mesures de soutien du pouvoir d'achat (baisses d'impôts, indemnisation du chômage partiel, primes à la casse, etc...) adoptés dans le cadre des plans de relance ont en effet permis de soutenir les dépenses des ménages, dans un contexte marqué en outre par une forte désinflation (énergétique). Le cas français est à cet égard éloquent : mesures discrétionnaires et stabilisateurs automatiques (particulièrement puissants en l'occurrence) ont en effet permis un véritable découplage de la masse salariale et du revenu disponible brut réels (bien plus fort qu'au début des années 90, **graphique 5**), la progression de ce dernier depuis début 2009 s'expliquant uniquement par l'accroissement des transferts sociaux et des baisses d'impôts³ (**graphique 6**).

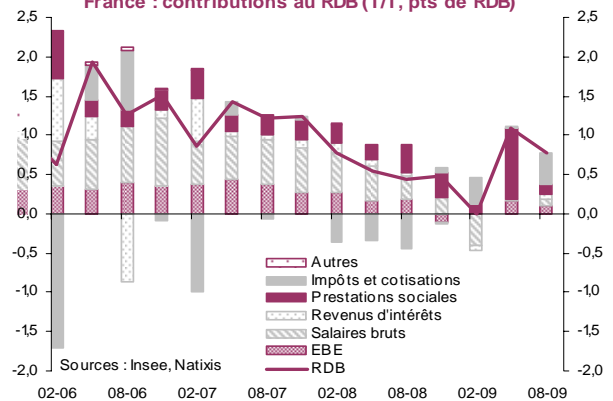
³ Nous avons retenu le cas français dans la mesure où les statistiques européennes ne montrent pas un tel découplage du fait de la politique de l'emploi poursuivie en Allemagne (régime d'indemnisation du Kurzarbeit et résistance de la masse salariale).

Graphique 5
France : masse salariale et revenu disponible brut réels (GA, %)



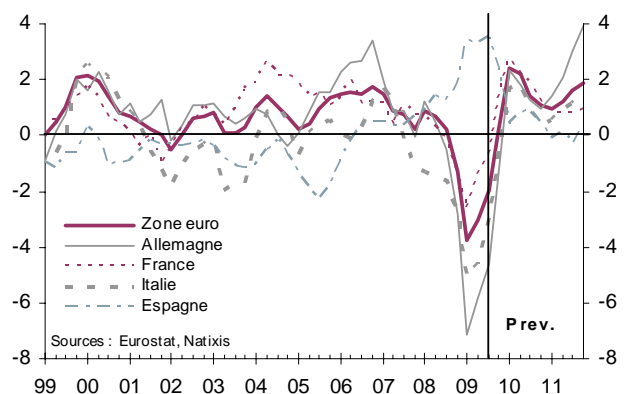
Graphique 6

France : contributions au RDB (T/T, pts de RDB)



La nature réversible des mesures adoptées dans le cadre des plans de relance et la fin du processus désinflationniste plaident ainsi pour un nouvel affaiblissement des dépenses des ménages courant 2010. D'autant que la dégradation du marché du travail n'est clairement pas parvenue à son terme. Le cycle de productivité européenne⁴ (**graphique 7**) suggère en effet de fortes destructions d'emplois à l'horizon fin 2011 : près de 2,5 millions selon nos dernières estimations, après les 3,5 millions déjà enregistrées.

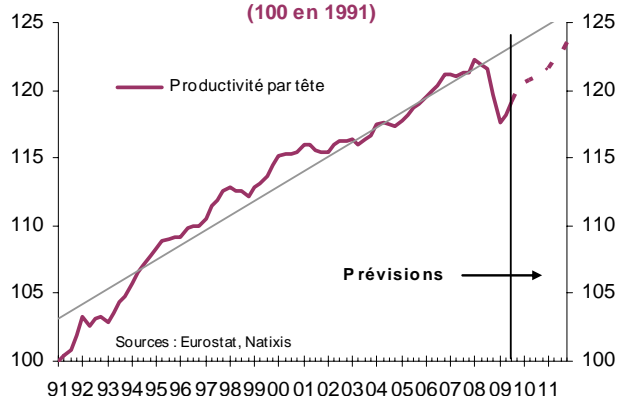
Graphique 7
Zone euro : productivité par tête (GA, %)



⁴ Retardé en raison des mesures de maintien dans l'emploi

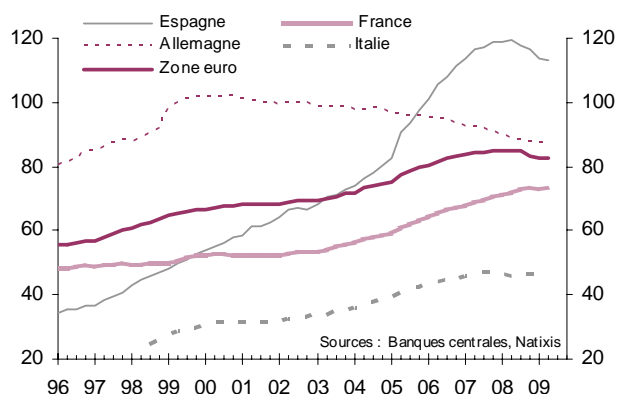
D'un point de vue sectoriel, ces destructions d'emplois seraient essentiellement concentrées dans l'industrie manufacturière (notamment en Allemagne) et la construction (notamment en Italie et en France⁵). Il nous semble par ailleurs que ces estimations, plutôt pessimistes au premier regard, doivent être considérées comme des minorants des destructions d'emplois à venir. Sous ces hypothèses en effet, le gap de productivité ne serait toujours pas comblé à l'horizon de prévision (graphique 8).

Graphique 8
Zone euro: productivité par tête
(100 en 1991)



Ces évolutions sur le marché du travail plaident donc pour des revenus d'activité toujours très déprimés, et suggèrent par conséquent un ralentissement très prononcé du revenu disponible⁶ (dont une part toujours conséquente devrait être épargnée⁷). Dans un contexte de stabilisation des taux d'endettement (en France), voire de désendettement net (en Espagne) (graphique 9), les dépenses en biens durables nous semblent ainsi devoir être particulièrement affectées.

Graphique 9
Dettes des ménages (% RDB)



⁵ En Espagne, les destructions d'emplois dans la construction devraient désormais se tasser (-900K depuis début 2007).

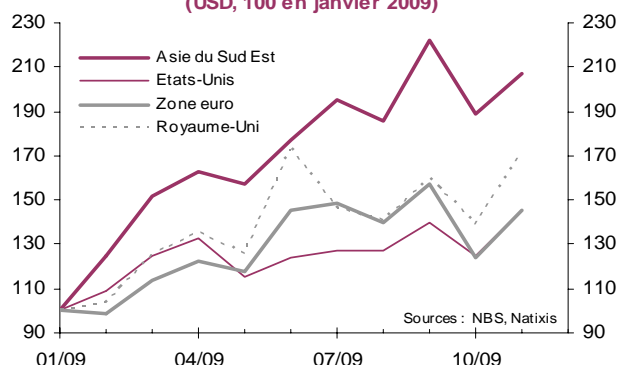
⁶ Qui évoluerait donc désormais davantage en ligne avec les revenus salariaux.

⁷ Nous pensons toutefois que les taux d'épargne des ménages, après avoir vivement augmenté ces derniers trimestres (de plus de 2 points en France à plus de 8 points en Espagne), devraient désormais se stabiliser.

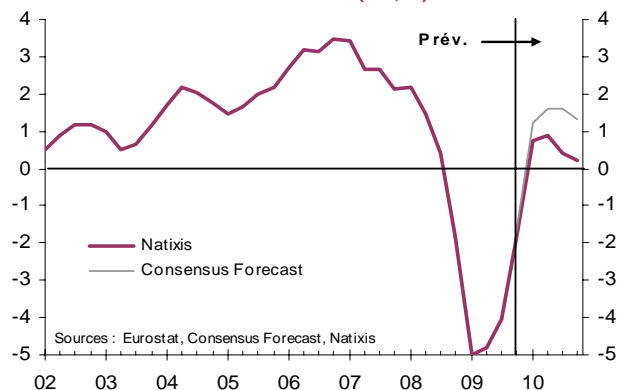
Le commerce extérieur, principal élément explicatif du profil de croissance en W

L'effondrement du commerce mondial au T4 2008 / T1 2009 explique en grande partie le recul du PIB sur la période. Symétriquement, la mise en œuvre des plans de relance à l'échelle mondiale explique en grande partie le rebond des exportations, donc du PIB, au second semestre 2009. Nous l'avons déjà écrit, les plans de relance n'ayant pas pour vocation d'être permanents, ni pour l'heure d'être reconduits, un contrecoup lié à leur essoufflement (hors zone euro) semble probable au second semestre 2010. D'autant d'ailleurs que les évolutions du change ne devraient pas s'avérer spontanément favorables à moyen terme⁸. Dans la mesure où il semblerait que la reprise asiatique (que nous pensons durable) ne profite que peu au secteur exportateur européen⁹ (graphique 10), les exportations européennes devraient progressivement ralentir, puis de nouveau se contracter au second semestre 2010. Conjointement à une demande intérieure continûment déprimée, cette contraction des exportations conférerait à la croissance du PIB en zone euro son profil en W.

Graphique 10
Provenance des importations de la Chine
(USD, 100 en janvier 2009)



Graphique 11
Zone euro: PIB (GA, %)



⁸ Voir la Note Mensuelle Etats-Unis de janvier 2010 et le Flash n°2009-534 : « Que faudrait-il que la zone euro fasse pour que l'euro ne s'apprécie pas par rapport au dollar ? »

⁹ Voir Flash n°2009-356 : « Peut-on compter sur la Chine pour sortir de la crise ? »

Focus : Les défis de la Présidence espagnole de l'UE.

L'Espagne sera le premier pays à prendre la présidence de l'UE sous sa nouvelle forme bicéphale issue de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne le 1^{er} décembre 2009. Le chef du gouvernement espagnol, M. Zapatero, devra ainsi composer avec le Président permanent de l'UE, le belge Herman Von Rompuy. En outre le nouveau traité prévoit une coordination sur 18 mois des présidences tournantes. D'où un programme commun avec la Belgique et la Hongrie qui lui succéderont. La tâche des deux hommes sera délicate, notamment sur le plan économique. En effet, outre les questions « pratiques » consistant à mettre en application le traité de Lisbonne sur le plan institutionnel, ils devront définir la nouvelle stratégie de croissance à horizon 2020 qui doit succéder à l'agenda de Lisbonne. Dans ce contexte la présidence espagnole s'est donné quatre objectifs :

- établir la pleine application du traité de Lisbonne,
- renforcer la gouvernance économique en améliorant la coordination des politiques communautaires en matière économique et d'emploi tout en gérant la sortie de crise,
- renforcer la présence et l'influence de l'UE face, aux Etats-Unis et face à la montée en puissance de la Chine et des autres économies émergentes,
- Remettre les citoyens européens au centre des politiques de l'UE.

En matière économique, l'objectif de coordination des politiques communautaires visera plus particulièrement :

- l'adoption d'un plan européen d'innovation et le renforcement des politiques de soutien à la R&D
- le renforcement de la position de l'UE en matière de lutte contre le changement climatique en réduisant l'intensité carbone de la croissance grâce au développement des énergies renouvelables (moindre dépendance énergétique, source de créations d'emplois) en ligne avec les objectifs de la déclaration finale de Copenhague (réduction d'au moins 20% des émissions de CO2 par rapport au niveau de 1990)
- l'adaptation des travailleurs aux besoins du marché du travail (par l'éducation, la formation continue, les universités, etc.)

Ceci devrait se concrétiser par l'adoption de la nouvelle stratégie de croissance à l'horizon 2020 par le Conseil européen au printemps 2010.

Le deuxième axe important pour l'économie de l'UE visera à renforcer sa position économique face aux principales zones que sont la Chine et l'Inde en Asie, les Etats-Unis et l'Amérique latine. L'atteinte de cet objectif passera principalement par le développement ou le renforcement des accords de coopération et d'échanges. Plus particulièrement, un accord d'association de l'UE avec l'Amérique centrale pourrait être signé lors d'un sommet

multilatéral (mai 2010, cf. encadré). Par ailleurs, le secrétariat de l'Union pour la Méditerranée serait mis en place à Barcelone (sommet de l'Union pour la Méditerranée en juin 2010). Enfin, un sommet bilatéral avec les Etats-Unis est également programmé (mai 2010). Bien que louables dans leur principe, ces objectifs resteront difficiles à réaliser. Sur le plan institutionnel, la coexistence des présidences tournantes avec la présidence permanente, pourrait au final s'avérer complexe. D'autant plus qu'il faudra également compter sur la haute représentante de l'UE, la britannique Catherine Ashton, et que les « poids lourds » historiques que sont la France, l'Allemagne et le Royaume Uni, ne sont pas prêts à renoncer à leur place de leader.

Sur le plan de la gouvernance économique, bien que des progrès réels aient été réalisés pendant la crise pour coordonner les plans de relance, l'hétérogénéité des situations des états membres restera un obstacle majeur. En effet, de nombreux pays cumulent des handicaps, entre l'Espagne avec un taux de chômage record (près de 20%), les nouveaux états membres durement touchés par la crise financière (et dont certains ont du recourir à l'aide du FMI), et un ensemble de pays dont les finances publiques sont fortement dégradées (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne...).

Enfin, l'enjeu central du prochain semestre restera la sortie de crise. Or, les marges de manœuvre de l'UE se trouvent réduites. Les principales économies peineront à retrouver le chemin de la croissance et les politiques budgétaires seront plutôt orientées vers la réduction des déficits.

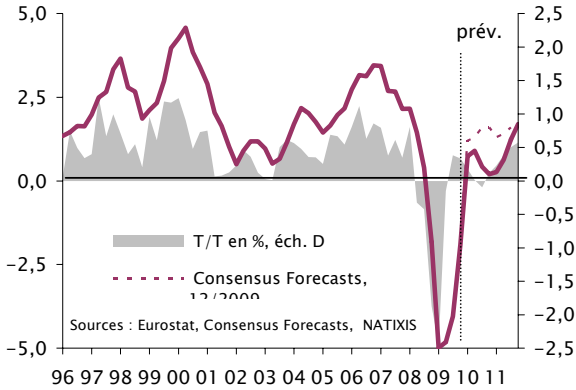
Encadré

L'UE et les pays d'Amérique Latine se réunissent régulièrement tous les deux ans en sommet depuis 1999. L'Espagne, dans le cadre de sa présidence, souhaiterait mettre à profit ses liens privilégiés avec ceux-ci pour relancer une série d'accords actuellement bloqués entre l'UE et cette zone :

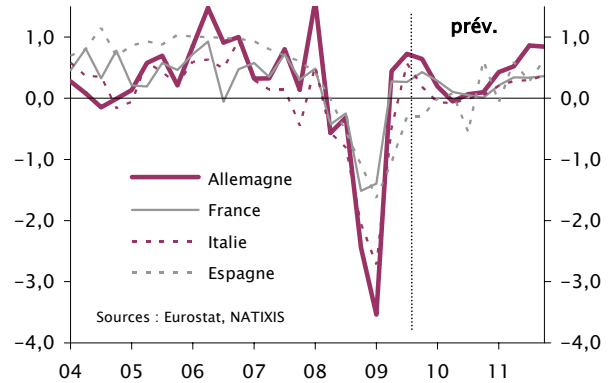
- L'accord de libre échange entre l'UE et le MERCOSUR (Argentine, Brésil, Uruguay, Paraguay) bloqué depuis 2004 notamment sur les questions agricoles liés aux subventions européennes.
- L'accord d'association avec les pays d'Amérique centrale et Andins qui est en projet depuis le sommet de Vienne en 2006. Celui-ci s'articule autour de trois « piliers » : le renforcement de la coopération, le développement du libre échange et enfin les mécanismes de dialogue politique. Néanmoins, en raison des divergences entre plusieurs pays sur le contenu de cette association notamment sur la question du libre échange (à laquelle l'Equateur et la Bolivie sont défavorable contrairement à la Colombie et au Pérou), mais aussi en raison de la crise politique interne au Honduras, l'obtention d'un accord lors du sommet de Madrid en mai 2010 paraît pour l'heure assez difficile.

Principaux indicateurs :

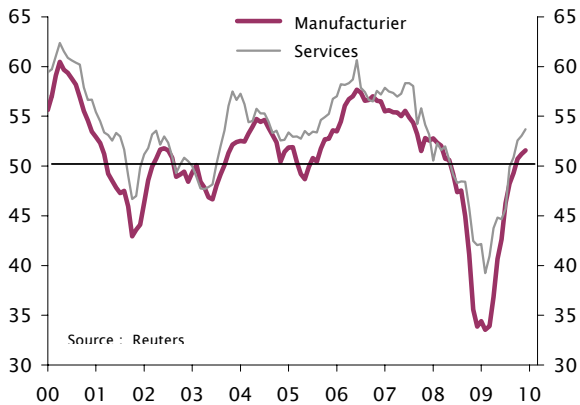
PIB zone euro



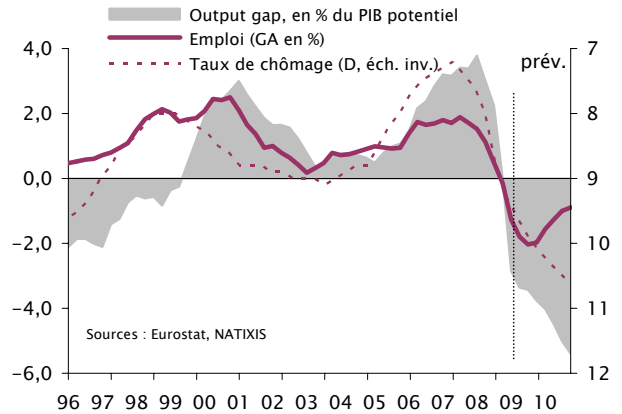
PIB: Les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



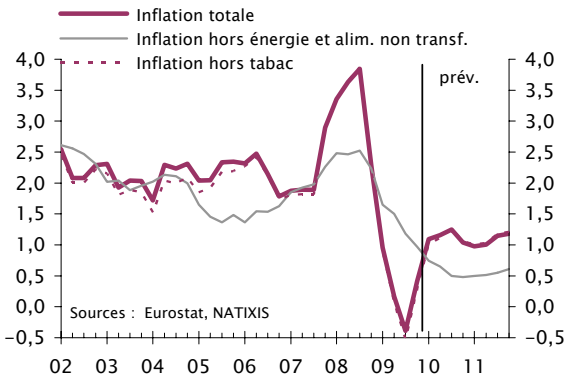
Indices PMI zone euro



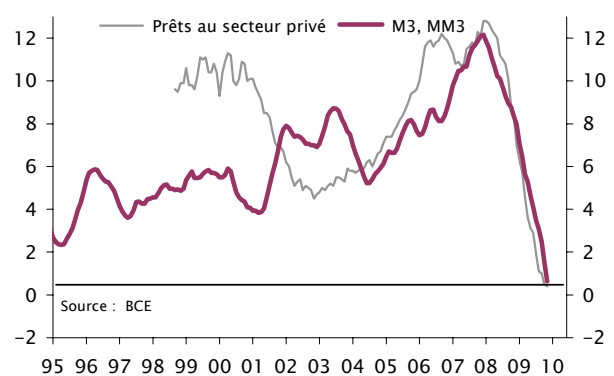
Marché du travail zone euro et output gap



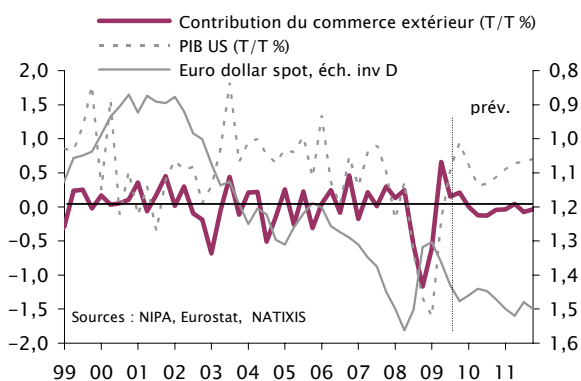
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

