

Zone euro

Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario zone euro	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 8

Une hausse de l'euro est-elle vraiment préjudiciable ?

L'économie de la zone euro aura vraisemblablement atteint son point bas au deuxième trimestre 2009. Après six mois d'une contraction sans précédent de la production, l'ensemble des indicateurs avancés disponibles suggère en effet une amélioration des perspectives d'activité à court terme, coïncidant avec la poursuite de la forte désinflation, un dégel timide des flux de capitaux internationaux, un déstockage moins massif et, surtout, la mise en œuvre des plans de relance décidés à la fin de l'automne dernier.

Afin de pérenniser ce rebond temporaire de l'activité, nombre d'observateurs jugent désormais qu'une baisse de l'euro serait nécessaire et s'alarment de la vive réappréciation de la monnaie unique observée depuis deux mois. Il nous semble pourtant que le principal risque pour la croissance en zone euro réside ailleurs et notamment sur la disponibilité et le prix des financements à long terme. Les plaidoyers pour une baisse de l'euro nous paraissent vains pour plusieurs raisons : cette appréciation est avant tout structurelle ; elle prolonge les effets de la désinflation en compensant pour partie la remontée du prix du pétrole ; les biens exportés par la zone euro les plus sensibles au change sont surtout des biens financés à crédit, et dont la demande était donc déjà menacée.

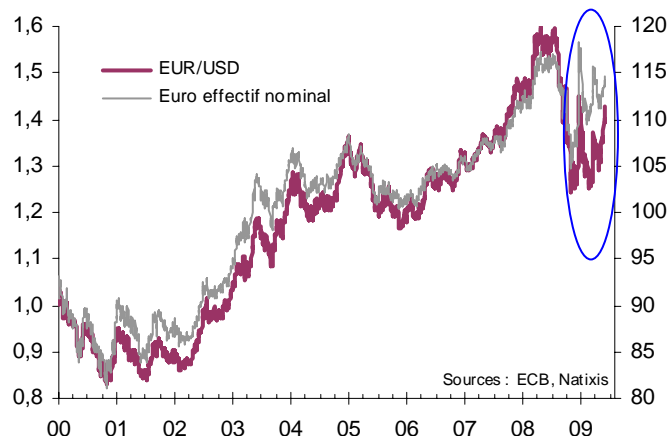
Equipe zone euro :

Sylvain Broyer
Costa Brunner
Jean-Christophe Caffet
Jésus Castillo
Cédric Thellier

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
Le 9 avril 2009

Zone euro: EUR/USD et taux de change effectif nominal



Focus : Quel est le rôle du parlement européen ?

Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2008	2009P	2010P
Consommation privée (GA, %)	0,3	-1,1	-0,2
Consommation publique (GA, %)	1,9	1,6	2,2
Investissement (GA, %)	-0,3	-10,1	-2,4
Stocks (contrib., pt %)	0,1	-0,3	-0,1
Exportations (GA, %)	0,9	-13,3	0,2
Importations (GA, %)	1,0	-10,8	-0,4
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,0	-1,3	0,3
PIB	0,6	-4,1	0,0
Inflation	3,3	0,2	1,0
Taux de chômage	7,6	9,6	11,4
Emploi	0,8	-2,2	-1,5
Solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-5,4	-6,3
Balance courante (mds euros)	9,2	/	/
Balance courante (% PIB)	0,1	/	/

PIB (GA, %)	2008	2009P	2010P
Allemagne	1,0	-5,5	0,4
France	0,3	-2,7	0,1
Italie	-1,0	-4,8	0,0
Espagne	1,2	-3,9	-0,9

Inflation (%)	2008	2009P	2010P
Allemagne	2,8	0,2	0,8
France (IPCH)	3,2	-0,1	0,5
Italie	3,5	0,7	1,1
Espagne	4,1	-0,6	0,8

Solde budget. (% PIB)	2008	2009P	2010P
Allemagne	-0,1	-4,7	-6,1
France	-3,4	-6,5	-6,7
Italie	-2,7	-4,9	-5,2
Espagne	-3,8	-7,2	-8,4

Profil trimestriel, Zone Euro	T3-08	T4-08P	T1-09P	T2-09P	T3-09P	T4-09P	T1-10P	T2-10P	T3-10P	T4-10P
PIB (T/T, %)	-0,3	-1,8	-2,5	-0,4	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
PIB (GA, %)	0,5	-1,7	-4,8	-4,9	-4,4	-2,4	0,1	0,4	0,1	-0,4
Inflation	3,8	2,3	1,0	0,1	-0,4	0,3	1,0	0,9	1,0	1,0
Taux de chômage	7,6	8,0	8,7	9,3	10,0	10,6	11,0	11,3	11,5	11,7
Taux repo BCE (fin de trimestre)	4,25	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

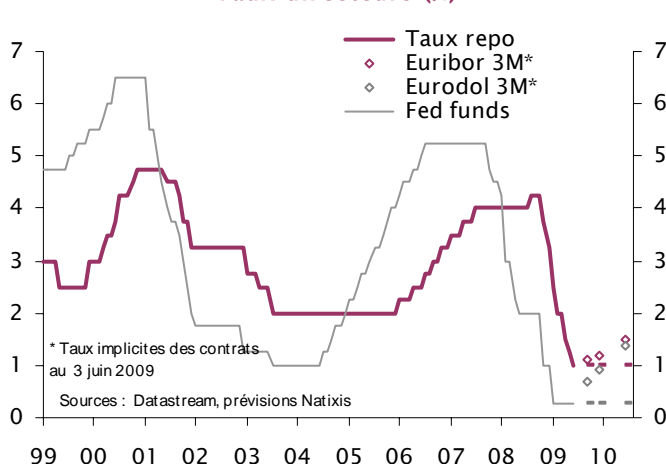
Environnement international	2008	2009P	2010P
Etats-Unis PIB (GA, %)	1,1	-2,2	1,3
Inflation (%)	3,8	-0,8	1,1
Solde budgétaire (% PIB)	-3,2	-10,8	-8,7
Japon PIB (GA, %)	-0,7	-9,0	-0,8
Inflation (%)	1,4	-1,2	-0,7
Solde budgétaire (% PIB)	-8,0	-8,9	-9,9
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	97	51	57

Taux d'intérêt	29-mai	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,59	3,59	3,64	3,78
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,46	3,51	3,60	3,71
Taux de change	29-mai	3M	6M	12M
EUR/USD	1,41	1,36	1,42	1,52
USD/JPY	96	93	98	101

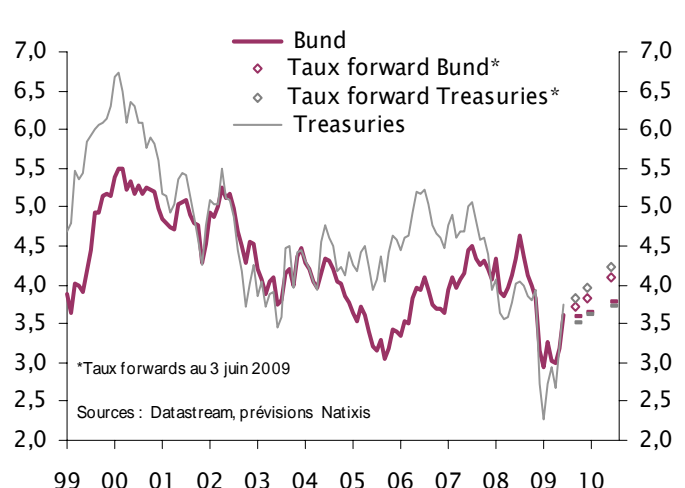
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



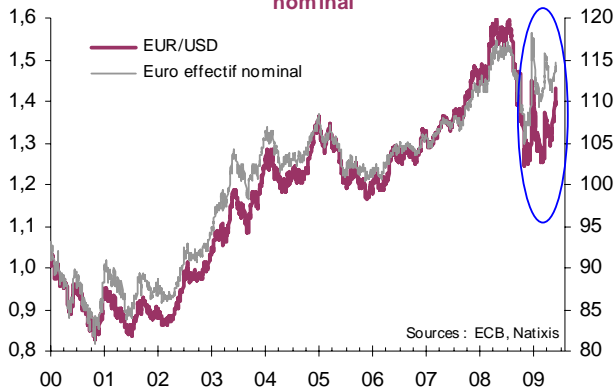
Taux 10 ans annualisés



Une hausse de l'euro est-elle vraiment préjudiciable?

Après le très fort recul du PIB enregistré pendant l'automne et l'hiver derniers, la croissance en zone euro devrait avoir atteint son point bas au printemps (-0,4% T/T). La forte désinflation, le dégel des flux de capitaux internationaux, le moindre déstockage et la mise en œuvre des plans de relance à l'échelle mondiale devraient en effet donner une bouffée d'air (temporaire) à l'économie européenne à partir du deuxième trimestre. Afin de pérenniser ce rebond, nombre d'observateurs jugent désormais qu'une baisse de l'euro serait nécessaire et s'alarment de la réappréciation de la monnaie unique observée depuis mars dernier (graphique 1). Nous faisons ici un point sur les avantages et les inconvénients d'une appréciation de l'euro dans la période actuelle.

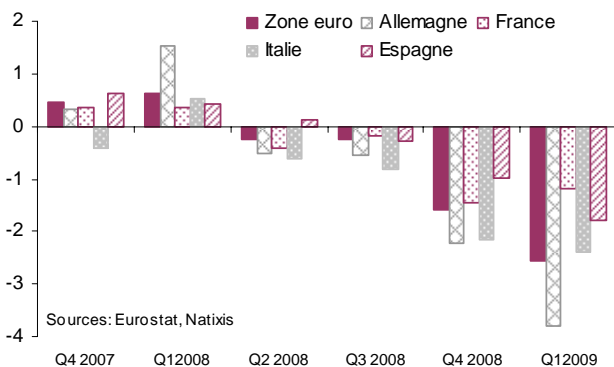
Graphique 1
Zone euro: EUR/USD et taux de change effectif nominal



Retour sur une contraction sans précédent de l'activité au T1-09

Le recul de l'activité en zone euro sur les trois premiers mois de l'année a été encore plus marqué que celui observé au T4 2008 (-1,6% T/T). Le PIB s'est contracté de 2,5% T/T, la croissance s'affichant à -4,6% en glissement annuel. Tous les pays sont affectés, avec toutefois une certaine hétérogénéité, la France et l'Espagne étant relativement « épargnées » en comparaison, notamment, de l'Allemagne. (graphique 2).

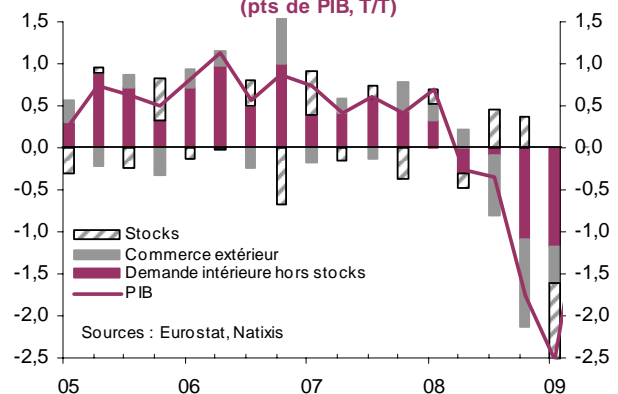
Graphique 2
Zone euro : PIB (T/T,%)



Le détail des composantes a révélé que, comme lors des trois mois précédents, ce sont l'investissement (notamment

productif) et le commerce extérieur qui ont contribué le plus négativement à la croissance de la zone (respectivement -0,9 et -0,4 point de PIB). La consommation des ménages recule pour sa part de 0,5% (-0,3 pt de PIB en termes de contribution) tandis que la consommation publique est restée neutre sur l'activité. Enfin, à la différence du T4 2008, un mouvement de déstockage massif semble s'être généralisé à l'ensemble des pays de l'Union au T1 2009 (avec une contribution négative de 0,9 point de PIB, contre +0,4 point fin 2008) (graphique 3)¹.

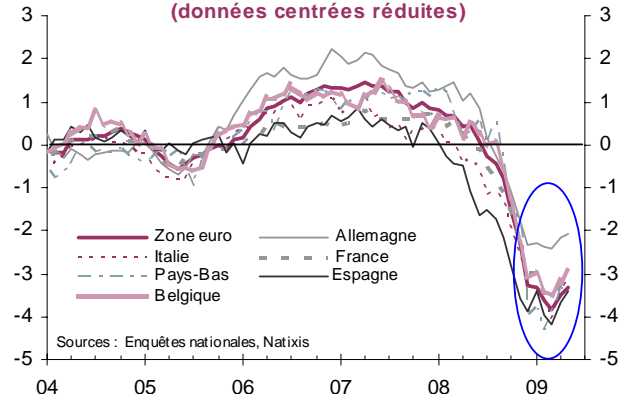
Graphique 3
Zone euro : contributions à la croissance (pts de PIB, T/T)



Le rebond de l'activité ne sera que temporaire

Les perspectives à court terme semblent s'être sensiblement améliorées depuis quelques mois (graphique 4).

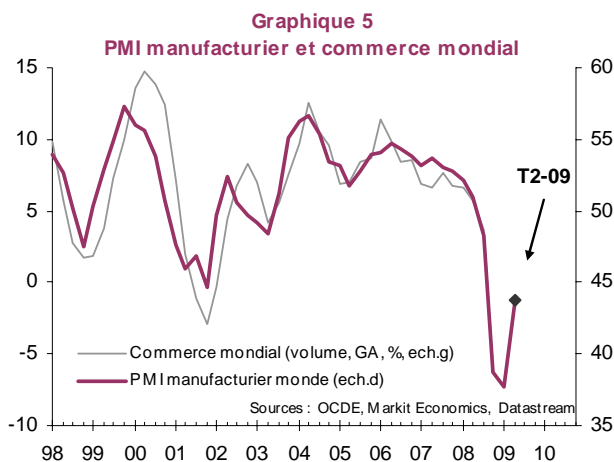
Graphique 4
Zone euro : climat des affaires (données centrées réduites)



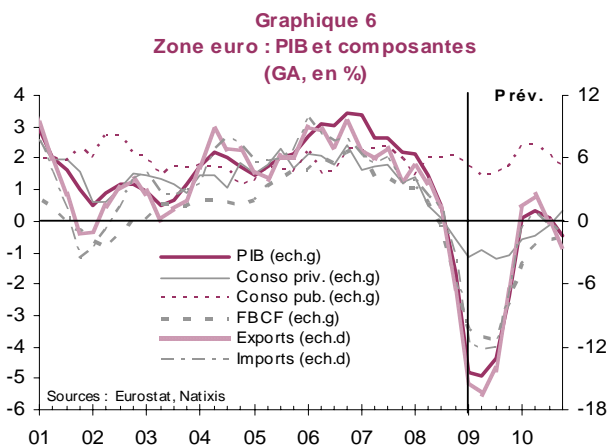
Le caractère nettement plus accommodant de la politique monétaire (-325 pb depuis septembre), la désinflation, le dégel des capitaux internationaux ont déjà commencé à diffuser leurs effets. La mise en œuvre des plans de relance européens devrait désormais soutenir aussi l'activité, à l'image des primes à la casse qui tirent la consommation en biens durables depuis la fin du T1-09. Nous avons ainsi chiffré l'impact des plans nationaux sur la croissance à près de 1,5 point de PIB en Espagne, 0,7 point en France, 0,6

¹ Pour plus de détails, voir Special Report n°2009-155 : « Croissance en zone euro : un point bas au premier trimestre ? »

point en Allemagne...². Aussi, et surtout, la vigueur du stimulus mondial (concomitance des différents plans nationaux, autour de 5 points de PIB mondial sur 18 mois) devrait permettre un redémarrage progressif du commerce mondial, visible selon nous dès le T2 (graphique 5).



Davantage que les plans nationaux, c'est l'ampleur de l'impulsion budgétaire décidée concomitamment par l'ensemble des partenaires de l'Union qui se trouve à l'origine de notre scénario de reprise temporaire de l'activité³, avant un probable nouvel affaiblissement courant 2010 (notre scénario en W, graphique 6).



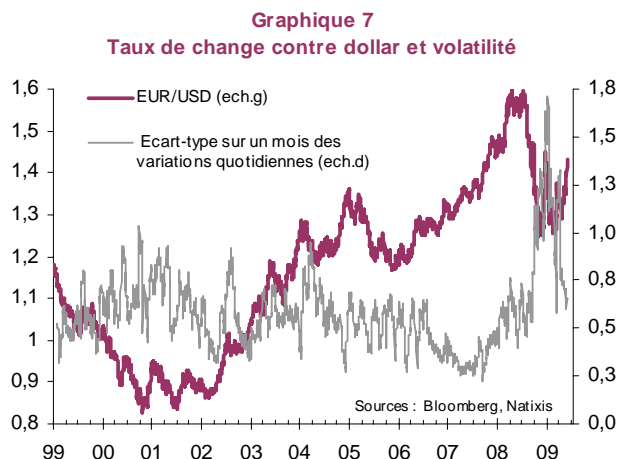
Dans ce contexte, les craintes relatives à l'appréciation de la monnaie unique (+14% contre dollar depuis mars dernier) ressurgissent et des voix s'élèvent pour réclamer une baisse de l'euro. Nous pensons non seulement que ces appels à une baisse de l'euro sont assez vains, dans la mesure où celle-ci nous semble peu envisageable, mais aussi qu'une dépréciation de la monnaie unique, dans le contexte actuel, n'est pas forcément utile.

² Voir les Special Report n° 2008-141 : « Allemagne : un plan de relance pour 2009 », n° 2008-164 : « Espagne : Plan de relance 3.0 » et n° 2008-166 : « France : les grandes lignes du plan de relance ».

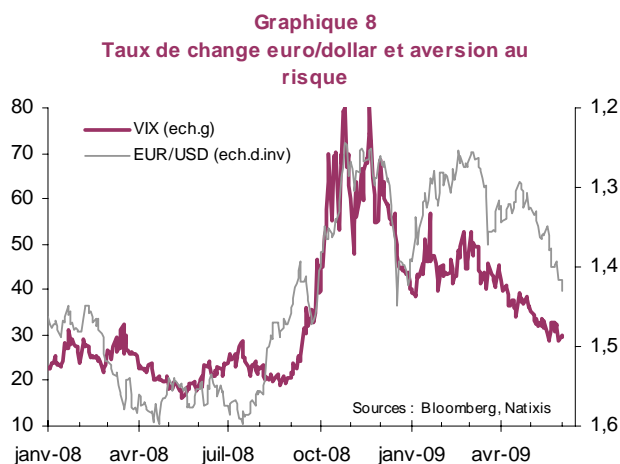
³ Notamment pour les économies très dépendantes de leur secteur exportateur (Allemagne, Pays-Bas...). Voir Special Report n°2009-181 : « L'économie allemande tirera trois fois plus de croissance de la relance mondiale que de son propre programme conjoncturel »

Une baisse de l'euro est-elle possible ?

Très volatil depuis l'intensification de la crise financière (septembre 2008), l'euro semble désormais nettement orienté à la hausse depuis trois mois. Comme le suggère la forte baisse de la volatilité observée récemment, nous pensons que cette tendance est durable (graphique 7).



Mis à part les développements de marché qui ont exercé une influence significative sur le change (aversion au risque et flux de capitaux, graphique 8), les déterminants structurels et conjoncturels d'une appréciation de l'euro contre dollar restent en effet d'actualité : intégration croissante des marchés de capitaux euro dont l'attractivité internationale se renforce, politiques de diversification des réserves de change des banques centrales, fermeture temporaire seulement des forts déficits courants américains (autour de 4 points de PIB à l'horizon de prévision) contre quasi-équilibre européen, crédibilité anti-inflationniste de la BCE qui la contraint à maintenir un plancher monétaire élevé vs monétisation de la dette publique et ZIRP aux Etats-Unis, hausse du prix du pétrole (+13% selon nous d'ici fin 2010).



Espérer dans ce contexte une dépréciation substantielle de l'euro face au dollar relève donc selon nous d'un vœu pieu. D'autant que la BCE n'a pas d'objectif de change (avoué ou non) à la différence de nombreuses autres banques centrales. Si une très légère correction nous semble probable à court terme (en lien avec le pétrole et les actions, dont les cours se sont à nos yeux appréciés trop rapidement

ces dernières semaines⁴), une hausse de l'euro contre dollar de l'ordre de 10% à l'horizon de prévision reste notre scénario central (1,52 à douze mois).

Une baisse de l'euro est-elle utile dans le contexte actuel ?

Une dépréciation de l'euro ne nous semble pas particulièrement utile à l'économie de la zone euro dans le contexte conjoncturel actuel :

- Les plans de relance décidés à l'échelle mondiale s'appuient essentiellement sur des grands projets d'infrastructures et d'équipement (plus des deux tiers du plan chinois), dont l'offre est peu substituable à court terme et la demande, par conséquent, peu élastique au change. A cet égard, il nous semble que la zone euro dispose d'un avantage comparatif non négligeable dans ce domaine (construction et transports en France, biens d'équipement en Allemagne...) (**tableau 1**).

Industrie	% des exports
Automobile	10,3
Equipement électrique	7,2
Machines-outils non spécialisées	7,0
Machines-outils spécialisées	5,8
Produits pharmaceutiques et médicaux	5,4
Equipement de transport autre qu'automobile	4,1
Pétrole et dérivés	3,7
Equipement pour la transformation de l'énergie	3,4
Fer et Métaux	3,3
Manufacture de pièces métalliques	3,1
Chimie organique	2,9
Télécommunication et équipement pour les médias	2,7
Instruments scientifiques et de mesure	2,5
Minéraux	2,5
Equipement de bureautique	2,4
Plastiques	1,9
Textiles hors habillement	1,8
Chimie non organique	1,7
Habillement et accessoires de mode	1,7
Métaux non ferreux	1,6
Papier	1,6
Parfumerie et cosmétique	1,5
Boissons	1,2
Machines pour le travail de l'acier	1,2
Total	80,6

Sources: Eurostat, décomposition SITC

- Un scénario classique de reprise par les exportations postule implicitement l'existence à l'étranger d'une demande que ne parviendrait pas à satisfaire l'offre domestique. Or la demande chez les principaux partenaires commerciaux de l'Union nous semble durablement affaiblie en raison de la forte remontée des taux de chômage qu'on y observe et, surtout, du processus de désendettement amené selon nous à durer (Etats-Unis, Europe hors zone euro, Europe centrale et orientale⁵, **graphique 9**). Dans la mesure où le taux de change affecte surtout les exportations de biens durables et de biens d'équipement (financés à crédit) insuffisamment différenciés⁶, une hausse de l'euro dans la

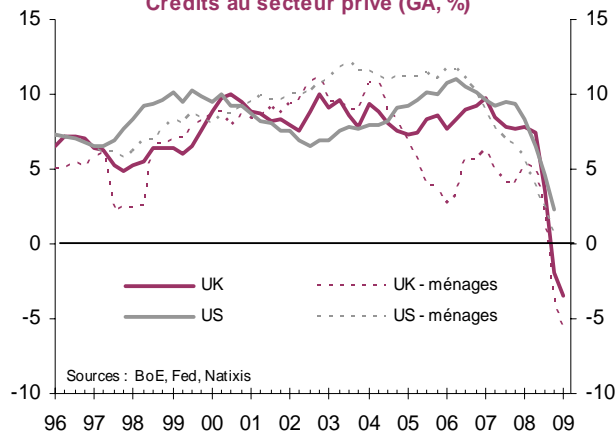
⁴ Voir à ce sujet la prévision financière du mois de juin 2009

⁵ Ces trois zones comptent pour plus de la moitié des exportations de la zone euro. Les chiffres définitifs pour 2008 montrent que les parts respectives du Royaume-Uni et des Etats-Unis sont d'ores et déjà en recul de 2,1 et 1,1 points.

⁶ Voir Flash n°2008-109 : « Quelles industries, quels indices boursiers sont les plus affectés par la dépréciation du dollar ? »

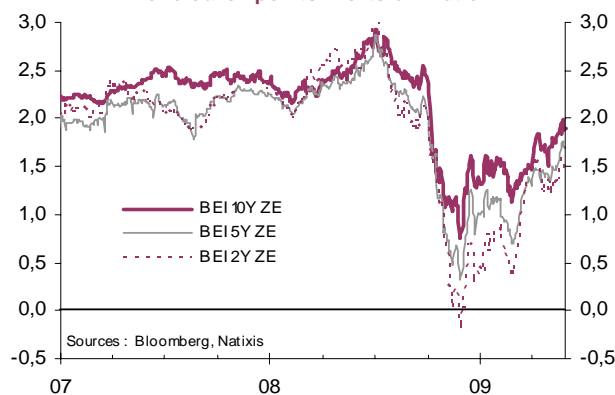
période actuelle ne nous semble donc pas particulièrement préjudiciable.

Graphique 9
Crédits au secteur privé (GA, %)



- Notons enfin qu'une dépréciation significative de l'euro pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages européens (une baisse de 10% de l'euro contre dollar génère à long terme 0,3 point d'inflation supplémentaire). D'ailleurs, le rebond de la consommation privée américaine observé au T1 2009, alors le taux de chômage augmente pourtant bien plus rapidement qu'en zone euro, montre à quel point la désinflation peut être un soutien de l'activité. Aussi une baisse de l'euro ne manquerait-elle pas de nourrir les anticipations d'inflation du marché (**graphique 10**), se matérialisant in fine par une nouvelle hausse des taux longs (+20 points de base, toutes choses égales par ailleurs, pour une baisse de 10% du taux de change eurodollar). Rappelons à cet égard qu'une hausse significative des taux longs constitue le principal aléa baissier sur notre scénario de croissance à moyen terme⁷.

Graphique 10
Zone euro : points morts d'inflation



⁷ Voir, notamment le Flash n°2009-197 : « Pour que la croissance reprenne : être capable d'assurer des financements à long terme » et le Special Report n°2009-150 : « Anticipations d'inflation en hausse malgré l'absence durable d'inflation : quels effets ? »

Focus : Quel est le rôle du Parlement européen ?

La crise financière a exacerbé les critiques envers les dérives d'un « capitalisme financier sauvage » et l'insuffisance de régulation. Dans ce contexte, le renouvellement du Parlement européen ne suscite guère d'enthousiasme. Le dernier sondage d'opinion (Eurobaromètre d'avril) révélait que si tout de même 44% des européens se disaient intéressés par le scrutin, seulement 15% se déclaraient absolument certains d'aller voter. Néanmoins, 61% des européens pensent qu'ils seraient mieux protégés face à la crise si les pays prenaient des mesures coordonnées avec les autres pays de l'UE. Cette enquête montre aussi que si les institutions européennes sont mal comprises, les européens souhaitent également que l'UE joue un plus grand rôle au niveau international.

1. Rôles et pouvoirs du Parlement européen

Le Parlement européen a principalement un rôle politique de coordination en matière de politique étrangère et de sécurité commune, de mondialisation, de droit de l'homme, de liberté, de sécurité et de justice. Il dispose pour cela de différents pouvoirs :

- Un **pouvoir législatif** partagé avec le Conseil de l'UE (composé des exécutifs des Etats membres). Le Parlement adopte les lois européennes sur proposition de la Commission européenne (qui dispose du monopole de l'initiative normative). Néanmoins, le Parlement peut demander à la Commission de proposer des lois.
- Un **pouvoir budgétaire** : le budget de l'Union européenne est adopté par le Parlement.
- Un **pouvoir de contrôle** sur la Commission européenne et le Conseil de l'UE qui rendent compte au Parlement et doivent suivre certaines de ces recommandations.

2. Composition

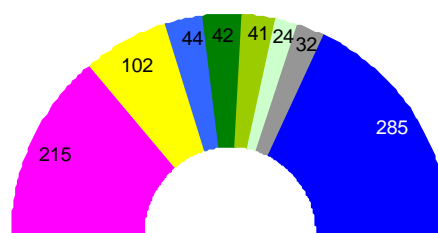
Depuis le dernier élargissement le Parlement se compose de 785 députés élus au suffrage universel direct pour 5 ans, représentant les 27 pays membres de l'UE et leurs 492 millions d'habitants. En 2009, le nombre de députés revient à 736 (traité de Nice). Puis en 2014, l'application du traité de Lisbonne portera ce nombre à 750, plus le Président.

Evolution de la composition du Parlement européen

Pays	Législature		Var.	Pays	Législature		Var.
	2004-2009	2009-2014			2004-2009	2009-2014	
Allemagne	99	99	0	Bulgarie	18	17	-1
France	78	72	-6	Autriche	18	17	-1
Italie	78	72	-6	Danemark	14	13	-1
Royaume-Uni	78	72	-6	Slovaquie	14	13	-1
Espagne	54	50	-4	Finlande	14	13	-1
Pologne	54	50	-4	Irlande	13	12	-1
Roumanie	35	33	-2	Lituanie	13	12	-1
Pays-Bas	27	25	-2	Lettonie	9	8	-1
Belgique	24	22	-2	Slovénie	7	7	0
Rép. Tchèque	24	22	-2	Estonie	6	6	0
Grèce	24	22	-2	Chypre	6	6	0
Hongrie	24	22	-2	Luxembourg	6	6	0
Portugal	24	22	-2	Malte	5	5	0
Suède	19	18	-1	UE 27	785	736	-49

Les députés se répartissent dans sept groupes parlementaires par affinités politiques (et non par nationalités) auxquels s'ajoutent les non-inscrits.

Parlement européen : groupes politiques



- Parti Populaire Européen / Démocrates Européens
- Parti Socialiste Européen
- Alliance des Démocrates et Libéraux pour l'Europe
- Union pour l'Europe des Nations
- Verts / Alliance Libre Européenne
- Gauche Unitaire Europ. / Gauche Verte Nordique
- Indépendance / Démocratie
- Non Inscrits

Source : Parlement européen

3. Enjeux

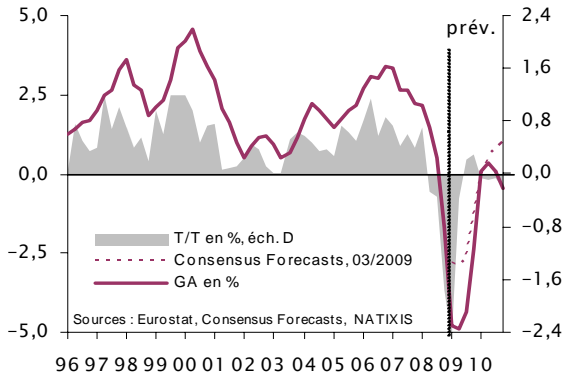
Le désintérêt des Européens pour le scrutin du 4 au 7 juin prochain, semble inversement proportionnel à la montée en puissance du Parlement (entre 1979 et 2004, le taux d'abstention est passé de 38% à 54,5%). Composé uniquement de 78 députés de chaque pays membre lors de sa création en 1952 (simultanément à la CECA) la première assemblée européenne a progressivement vu ses pouvoirs s'accroître. Le Parlement européen créé en tant que tel en 1957 ne disposait d'aucun pouvoir législatif. Ce n'est qu'à partir de l'entrée en vigueur du traité d'Amsterdam (1999) que le Parlement va acquérir un pouvoir d'initiative législative (certes limité) en ayant la possibilité de demander un projet de loi à la Commission européenne. Auparavant, il a acquis une plus grande légitimité grâce à son élection au suffrage universel direct à partir de 1979. Il est ainsi la seule institution européenne élue démocratiquement (les membres de la Commission sont nommés et ceux du Conseil de l'UE appartiennent aux exécutifs nationaux).

Le pouvoir législatif du Parlement, qu'il partage avec le Conseil de l'UE, même s'il est limité (il n'a qu'un avis consultatif sur les questions sensibles comme la fiscalité, la politique industrielle ou encore la politique agricole) consiste en l'approbation ou l'amendement des règlements (applicables à tous les états membres) et des directives (qui fixent les objectifs et délèguent aux Etats nationaux la mise en application). Le Parlement intervient ainsi dans des domaines très variés (marché intérieur et protection des consommateurs, emploi et affaires sociales, transport, affaires économiques et monétaires, agriculture et développement durable, libertés civiles, droits de l'homme...). Enfin, il exerce un pouvoir de supervision des dépenses de l'UE (la fixation de l'impôt est de la compétence du Conseil) et donne la « décharge budgétaire » à la Commission. C'est l'un de ses principales compétences.

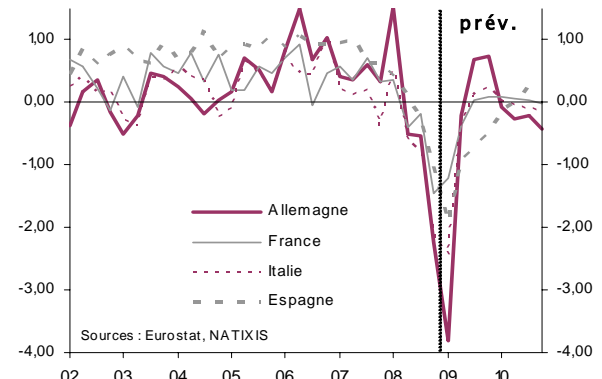
Au cours de la dernière législature, le Parlement européen a participé à des débats emblématiques : directive des services dite « Bolkestein », ou le règlement « REACH » sur l'enregistrement et l'identification des substances chimiques employées par l'industrie européenne.

Principaux indicateurs :

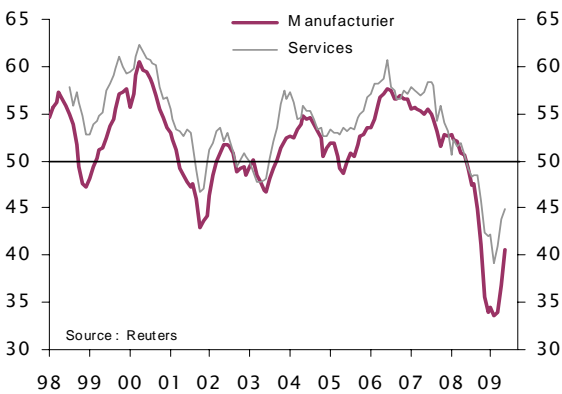
PIB zone euro



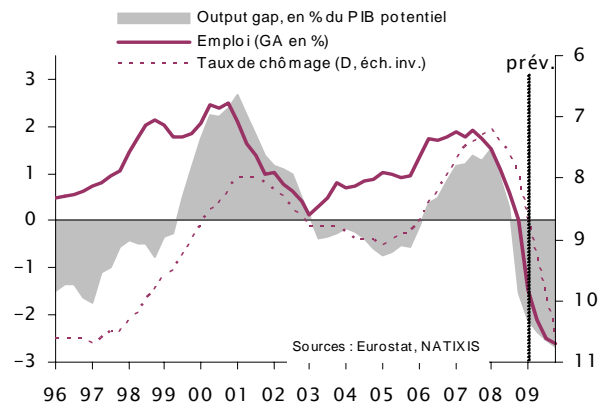
PIB: Les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



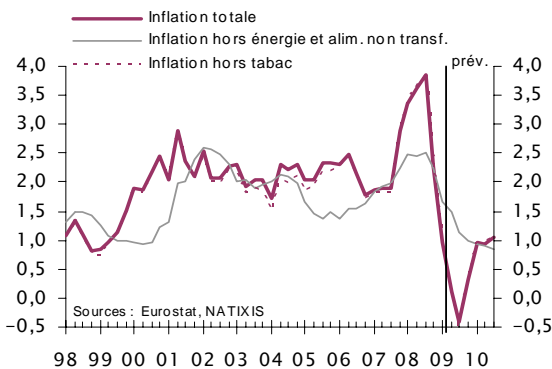
Indices PMI zone euro



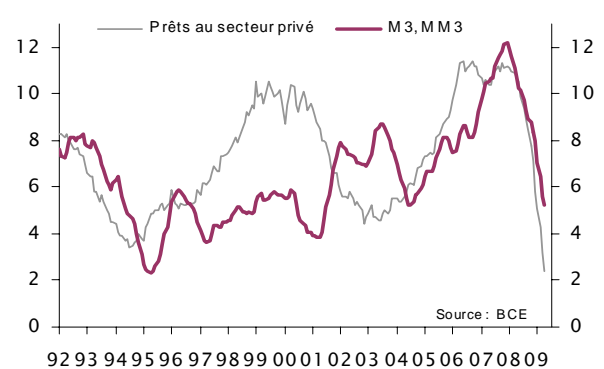
Marché du travail zone euro et output gap



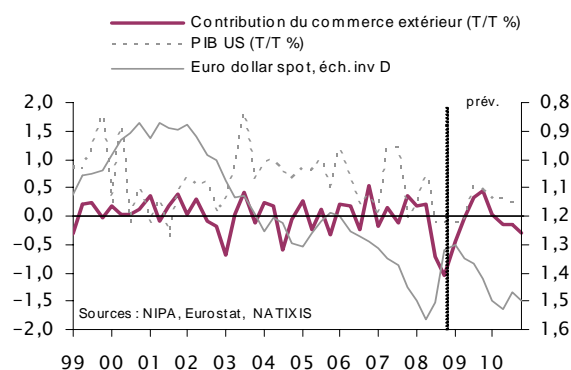
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

