

Zone euro

Table des matières

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

Sortie de récession, entrée en déflation ?

Les chiffres de croissance du deuxième trimestre 2009 ont agréablement surpris la plupart des observateurs, la zone euro semblant sur le point de sortir de la récession débutée un an auparavant. Si les chiffres publiés paraissent à première vue rassurants, les raisons sous-jacentes à cette stabilisation de l'activité ne laissent guère de place à l'optimisme :

- la stabilisation des volumes doit beaucoup au recul des prix.
- malgré le rebond de l'activité pendant l'été, les surcapacités de production restent très importantes.
- les encours de crédits au secteur privé continuent de ralentir parallèlement à une préférence croissante des agents pour la liquidité.
- la très forte dégradation des marchés du travail fait peser une pression baissière (déjà visible) sur les salaires.
- Les anticipations d'inflation des ménages sont désormais en territoire nettement négatif.

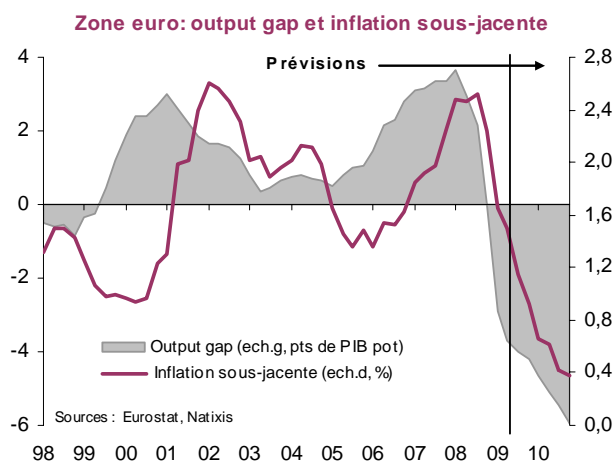
Si la concomitance de ces signaux souligne l'existence d'un risque déflationniste, nous estimons toutefois que la zone euro devrait échapper à ce type de scénario, à moyen terme pour le moins. La fin du déstockage et le rebond des commandes devraient en effet déboucher sur une plus forte sollicitation de l'appareil de production tandis que les anticipations (particulièrement adaptatives) des ménages devraient progressivement se retourner.

Equipe zone euro :

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

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
Le 4 septembre 2009



Focus : la formation des salaires en Europe

Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2008	2009P	2010P
Consommation privée (GA, %)	0,3	-1,1	-0,4
Consommation publique (GA, %)	2,2	2,3	2,0
Investissement (GA, %)	-0,7	-9,9	-1,5
Stocks (contrib., pt %)	0,1	-0,7	0,1
Exportations (GA, %)	1,0	-14,5	-0,6
Importations (GA, %)	1,0	-12,8	-1,1
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,0	-1,0	0,2
PIB	0,6	-4,0	0,1
Inflation	3,3	0,3	0,9
Taux de chômage	7,6	9,5	11,0
Emploi	0,8	-2,1	-1,5
Solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-5,6	-6,6
Balance courante (mds euros)	50,2	/	/
Balance courante (% PIB)	0,8	/	/

PIB (GA, %)	2008	2009P	2010P
Allemagne	1,0	-4,9	0,6
France	0,3	-2,2	0,5
Italie	-1,0	-5,1	-0,3
Espagne	0,9	-3,9	-0,9

Inflation (%)	2008	2009P	2010P
Allemagne	2,8	0,3	0,8
France (IPCH)	3,2	0,0	0,6
Italie	3,5	0,8	1,2
Espagne	4,1	-0,2	0,9

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

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	-0,1	0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,2	0,0
PIB (GA, %)	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	-4,0	-2,2	0,4	0,4	-0,1	-0,1
Inflation	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,3	0,9	1,0	1,0	0,9
Taux de chômage	7,6	8,0	8,8	9,3	9,6	10,1	10,6	11,0	11,2	11,4
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

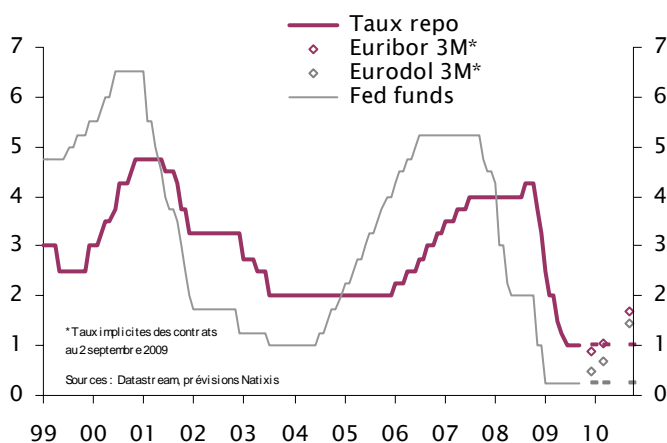
Environnement international	2008	2009P	2010P
Etats-Unis PIB (GA, %)	0,4	-2,6	1,3
Inflation (%)	3,8	-0,7	1,1
Solde budgétaire (% PIB)	-3,1	-11,0	-9,8
Japon PIB (GA, %)	-0,6	-6,0	1,1
Inflation (%)	-0,6	0,2	0,1
Solde budgétaire (% PIB)	-8,0	-8,9	-9,9
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	97	60	73

Taux d'intérêt	28-août	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,25	3,30	3,25	3,64
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,45	3,60	3,45	3,85
Taux de change	28-août	3M	6M	12M
EUR/USD	1,43	1,44	1,39	1,42
USD/JPY	94	97	95	100

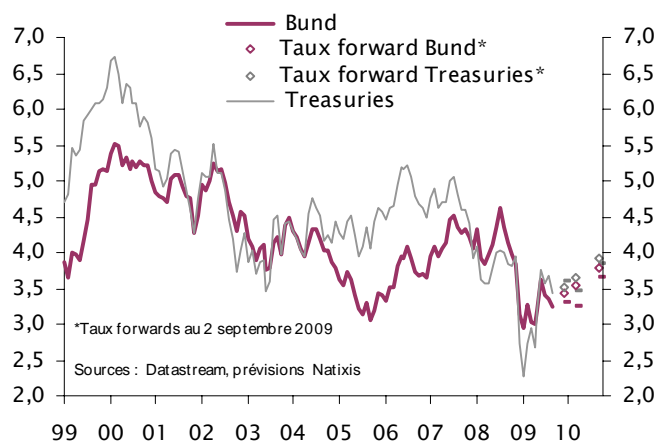
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



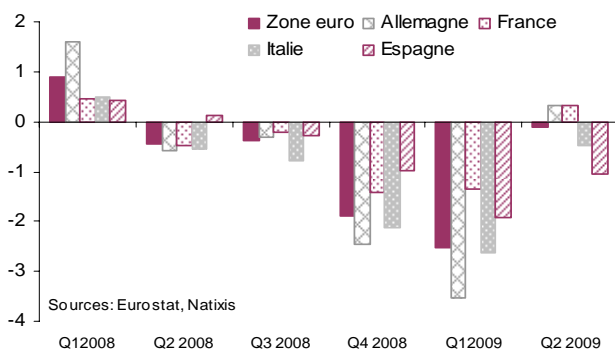
Sortie de récession, entrée en déflation ?

Profitant de la mise en œuvre des plans de relance à l'échelle mondiale et du très fort recul de l'inflation, la zone euro sort progressivement de la récession dans laquelle elle est plongée depuis plus d'un an. Alors que l'inflation est passée en territoire négatif en juin, les craintes relatives au passage d'un processus désinflationniste à une logique déflationniste se sont renforcées. Nous revenons ici sur les chiffres de croissance du T2 2009 et dressons un panorama des principaux signaux déflationnistes en zone euro¹.

Stabilisation de l'activité au T2 2009

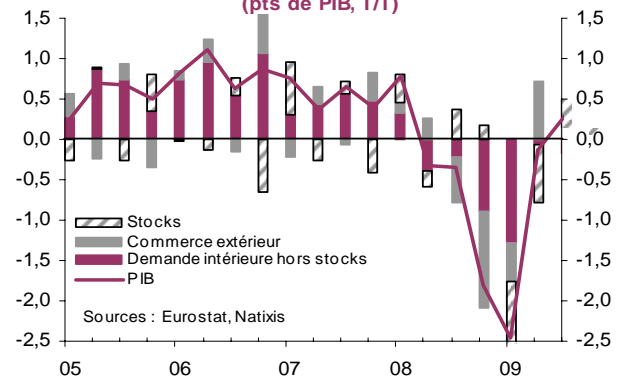
Tirée par le rebond du couple franco-allemand, la croissance du PIB au T2 2009 a surpris à la hausse (-0,1% T/T contre -0,4% attendu), contrastant avec les chiffres enregistrés au cours du semestre précédent. Une certaine hétérogénéité persiste néanmoins : si la France et l'Allemagne sortent officiellement de récession (+0,3% T/T), l'Italie (-0,5% T/T) et l'Espagne (-1,1% T/T) enregistrent respectivement leur 5ème et 4ème trimestre consécutif de recul du PIB (graphique 1).

Graphique 1
Zone euro : PIB (T/T,%)



Le détail des comptes pour la zone euro a confirmé, après deux trimestres de forte contraction, le redressement de la consommation des ménages (+0,2% T/T), largement imputable aux dispositifs de prime à la casse dans le secteur automobile, en particulier en Allemagne et en France et aux effets encore persistants de la désinflation. La consommation publique a également contribué positivement à la croissance, à hauteur de 0,1 point sur le trimestre. De son côté, l'investissement total a continué de peser sur l'activité avec une contribution toutefois nettement moins négative que lors des deux trimestres précédents (graphique 2). Au total, la demande intérieure hors stocks affiche une quasi stabilisation. Enfin, le mouvement de fort déstockage entamé en début d'année s'est poursuivi au T2, avec une contribution négative de l'ordre de 0,7 point de PIB, tout juste compensée par celle du commerce extérieur, dont la « bonne » performance s'explique en réalité par un recul moins marqué des exportations (-1,1%) que celui des importations (-2,8%).

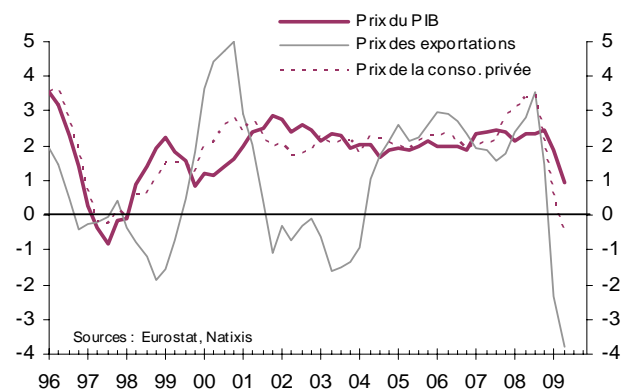
Graphique 2
Zone euro : contributions à la croissance
(pts de PIB, T/T)



Une stabilisation des volumes grâce à la baisse des prix

La (quasi) stabilisation des volumes observée au T2 est en grande partie imputable au recul des prix (graphique 3). Le repli de l'inflation, couplé aux dispositifs de soutien des dépenses adoptés dans le cadre des plans de relance (prime à la casse...), ainsi que la forte baisse des prix à l'export ont en effet permis un rebond sensible de la consommation privée et une baisse nettement moins marquée des volumes d'exportations (cf. supra).

Graphique 3
Zone euro : déflateurs (GA, %)



Alors que les comptes du T3 devraient « officialiser » la sortie de récession de la zone euro, l'inflation est passée en territoire négatif à la fin du T2. Doit-on voir dans ces évolutions les effets bénéfiques d'un processus de désinflation temporaire ou ceux, plus sournois, d'une entrée prochaine en déflation ?

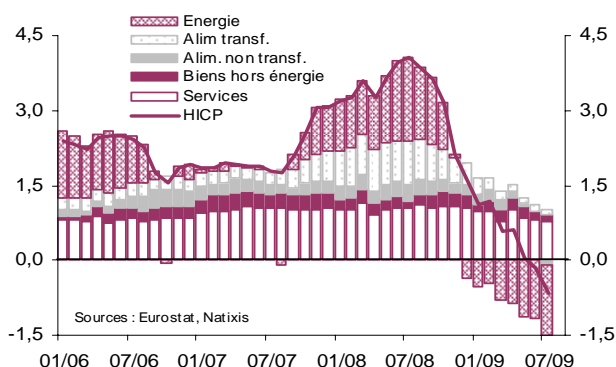
Voit-on des pressions déflationnistes ?

Une déflation est un processus de baisse permanente, auto-entretenu et généralisée des prix. Si la zone euro n'est clairement pas aujourd'hui en situation de déflation dans la mesure où la forte baisse de l'inflation s'explique essentiellement par des effets de base sur l'énergie et les produits alimentaires (graphique 4), certains signes suggèrent néanmoins que les risques se sont intensifiés ces derniers mois.

¹ Voir aussi le Flash n°2009-386 : « Comment savoir s'il s'agit d'une désinflation ou d'une déflation ? »

Graphique 4

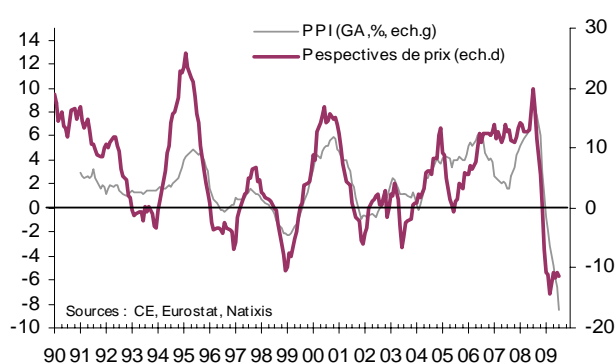
Zone euro : contributions à l'inflation (pts de %)



• Malgré la fin du déstockage (en France et en Espagne notamment) et la remontée des cours des matières premières, les perspectives de prix des industriels restent particulièrement baissières. Ceci pourrait toutefois s'expliquer par le recul continu des prix à la production (forte baisse du prix des intrants) (graphique 5).

Graphique 5

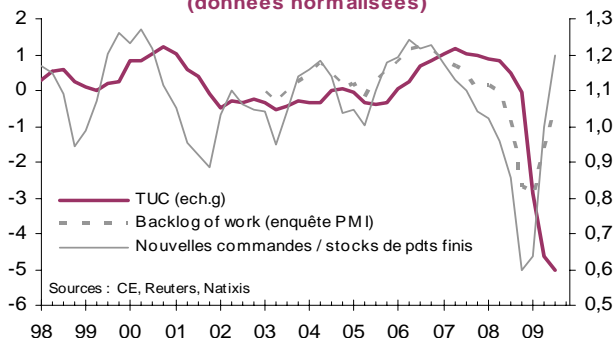
Zone euro : PPI et perspectives de prix des industriels



• Les capacités de production restent fortement sous-exploitées, dans l'ensemble des secteurs : malgré la reprise de la production manufacturière, le taux d'utilisation des capacités reste cinq écarts-types sous sa moyenne de long terme dans l'industrie. Les indicateurs avancés disponibles plaident néanmoins pour un redressement des TUC au cours des prochains trimestres (graphique 6).

Graphique 6

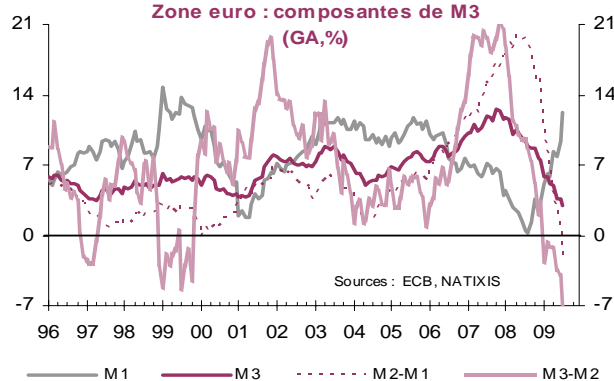
Zone euro : TUC et indicateurs avancés des pressions sur les capacités de production (données normalisées)



• Les statistiques de crédit publiées ces derniers mois montrent un ralentissement continu des encours (+0,6% en GA pour les crédits au secteur privé en juillet), dans le sillage de la demande des ménages et, surtout, des entreprises (principalement sur le crédit inférieur à un an). Les évolutions nationales sont toutefois assez hétérogènes, comme le montre par exemple la production de nouveaux crédits à l'habitat (à la hausse en Allemagne et en Italie, à la baisse en Espagne et en France²). M3 continue de décélérer (+3,0% en GA en juillet), seul M1 contribuant positivement à la croissance de l'agrégat (graphique 7). Plus qu'un prélude à un rebond de l'activité (via, notamment, la demande de monnaie pour motif de transaction), ces évolutions pourraient souligner la faiblesse des anticipations d'inflation des agents (faible érosion monétaire), donc le renforcement du risque déflationniste.

Graphique 7

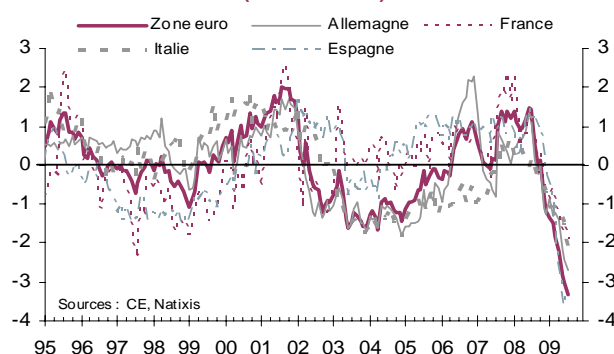
Zone euro : composantes de M3 (GA, %)



• Les anticipations des agents restent à cet égard assez contradictoires. Alors que les marchés semblent anticiper une inflation durablement proche de sa cible (les swaps comme les points morts d'inflation suggèrent une inflation européenne proche de 1,5% à deux ans, 2% à 5 ans et 2,2% à 10 ans), les ménages anticipent pour leur part un recul durable des prix (graphique 8). Très adaptatives, les anticipations de prix des ménages devraient néanmoins rebondir à mesure que l'inflation se redressera en fin d'année.

Graphique 8

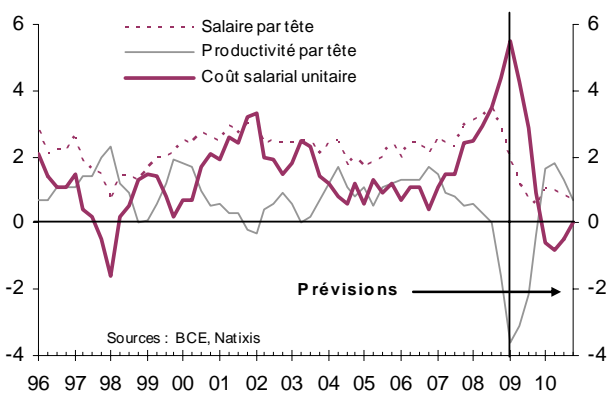
Anticipations de prix à 12 mois des ménages (normalisées)



² Sur ce sujet, voir Flash n° 2009-368 : « France/Allemagne : les cycles immobiliers sont-ils toujours décalés ? » On note toutefois une stabilisation des nouveaux crédits à l'habitat français en juin.

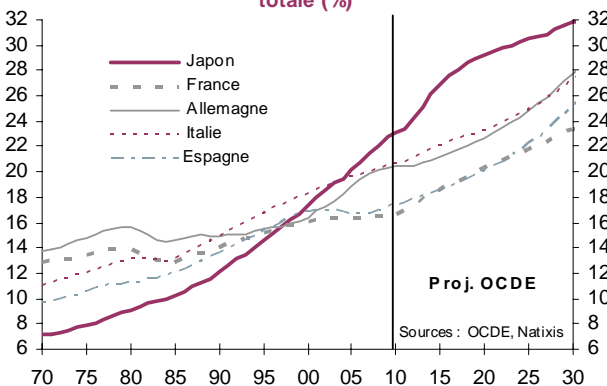
• Dans un contexte d'endettement élevé, le principal risque reste à nos yeux celui d'un ajustement prononcé des salaires (déflation par la dette). La dégradation de la profitabilité des entreprises, conjointement au plus faible pouvoir de négociation des salariés (hausse du taux de chômage de l'ordre de 4 points en deux ans) incitera en effet les entreprises à comprimer davantage les salaires (graphique 9).

Graphique 9
Zone euro : productivité, salaires, CSU (GA,%)



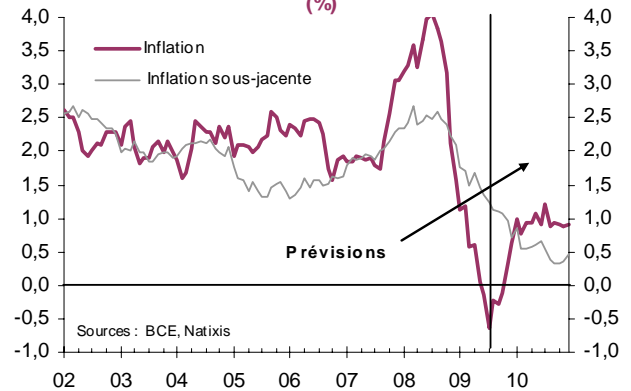
• Un scénario de déflation salariale nous semble toutefois peu probable. Les enquêtes menées par la BCE (voir focus) montrent que les entreprises européennes privilégient nettement la réduction des coûts autres que les salaires, et ce quelle que soit la nature du choc. Etant donné les projections d'évolutions démographiques, un scénario déflationniste « à la japonaise » (très forte accélération des départs à la retraite dans les années 90 et remplacement des salariés « vieux », aux salaires élevés, par des salariés plus jeunes aux salaires moins élevés) nous semble également exclu (graphique 10).

Graphique 10
Part des plus de 65 ans dans la population totale (%)



• L'inflation sous-jacente ralentira donc très nettement, en ligne avec les coûts salariaux unitaires. Un passage en territoire négatif, même très bref, nous semble toutefois peu probable à l'horizon fin 2010, tandis que la hausse des prix du pétrole observée depuis le début de l'année stabilisera l'inflation totale autour de 1% (pour un scénario de prix du Brent globalement stable en 2010) (graphique 11).

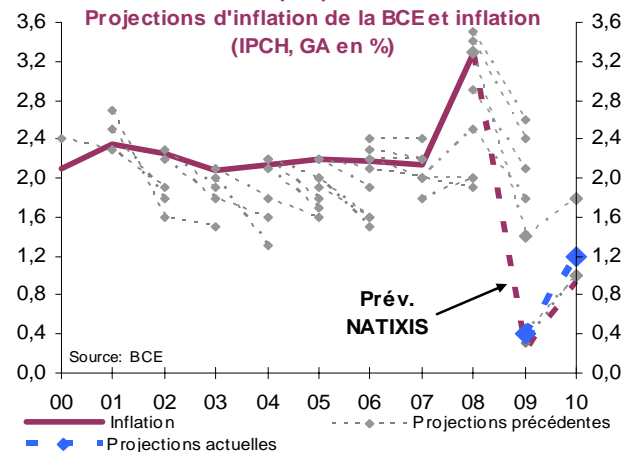
Graphique 11
Zone euro : inflation (%)



Qu'en pense la BCE ?

La BCE vient de livrer ses nouvelles projections trimestrielles de croissance et d'inflation. Prenant acte des chiffres meilleurs qu'attendu au T2 concernant l'activité, elle a révisé sensiblement à la hausse ses prévisions pour 2009 (de -4,6% à -4,1%) et 2010 (de -0,3% à +0,2%). Derrière ces chiffres encourageants de prime abord, il convient toutefois de préciser qu'ils ne traduisent aucunement une amélioration du profil trimestriel de croissance anticipé pour 2010 - compte tenu de l'effet favorable sur l'acquis de croissance induit par la révision à la hausse pour 2009 - et qu'ils sont même très proches de notre scénario central (-4% et +0,1%) qui table sur une nouvelle récession technique au second semestre 2010.

Graphique 12
Projections d'inflation de la BCE et inflation (IPCH, GA en %)

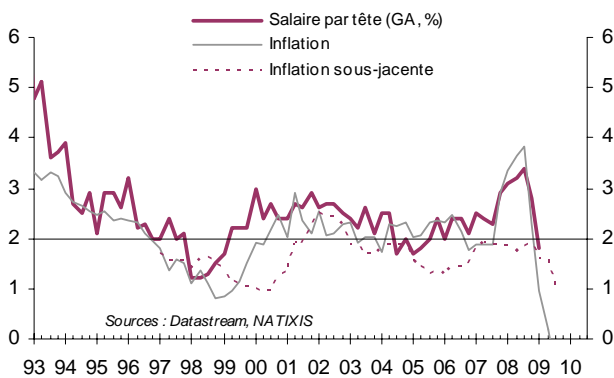


Concernant l'inflation (graphique 12), la BCE a très légèrement relevé ses prévisions pour 2009 (de 0,3% à 0,4%) et 2010 (de 1% à 1,2%), soulignant que les chiffres négatifs actuels s'expliquaient essentiellement par des effets de base sur les prix des matières premières. Bien qu'elle prévoit donc une inflation nettement sous son objectif de moyen terme à horizon des 15 prochains mois, au minimum, la BCE se veut rassurante : (étrangement) peu interrogé sur le thème déflationniste lors de la session des questions / réponses, le Président Trichet s'est félicité de l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen / long terme à un niveau proche de 2%.

Focus : la formation des salaires en Europe

Le lien inflation-salaire, maintes fois décrit, demeure une relation fondamentale de l'analyse économique, notamment dans le cadre de la politique monétaire. La relation entre l'évolution des prix et des salaires apparaît de manière évidente sous sa forme graphique (**graphique 1**).

Graphique 1
Zone euro : inflation et salaire



Dans le processus de formation des prix, les coûts salariaux constituent un facteur déterminant. On constate ainsi que l'inflation tend à suivre les salaires. L'évolution des salaires à un moment donné finit par se répercuter (à un degré plus ou moins important) sur les prix. D'un autre côté, l'existence de formes d'indexation des salaires sur les prix provoque à son tour, par des effets de feedback, des hausses de salaires. L'existence de rigidités salariales plus ou moins fortes apparaît ainsi comme l'une des causes de la persistance de l'inflation. On retrouve ainsi la traditionnelle boucle « inflation – salaires ».

Dès lors, la connaissance du processus de fixation des salaires dans les entreprises est essentielle. La BCE a mené entre fin 2007 et début 2008 au travers d'un réseau de recherche sur la dynamique des salaires (Wage Dynamics Survey) une enquête harmonisée dans 17 états membres pour étudier ce processus. Nous reprenons ici les principaux résultats de ce travail pour la zone euro⁴

- 95 % des entreprises appliquent une convention collective (qu'elle soit négociée et appliquée au sein de l'entreprise ou de la branche) ce qui couvre 83,3% des salariés.
- Il existe une forme d'indexation directe ou indirecte des salaires sur les prix dans près d'une entreprise sur trois (**tableau 1**), principalement en fonction de l'inflation passée (et non anticipée).

Tableau 1 : Politique d'ajustement des salaires à l'inflation (%)*

	Automatique		Informelle		Total
	Inflation passée	Inflation anticipée	Inflation passée	Inflation anticipée	
Autriche	9	1	9	9	22
Belgique	98	0	0	0	98
Allemagne	nd	nd	nd	nd	27
Espagne	38	16	11	5	70
France	9	2	21	8	33
Grèce	15	5	12	10	43
Irlande	6	3	19	10	30
Italie	1	0	3	1	6
Portugal	3	6	13	29	52
Slovénie	20	3	32	5	60
Zone euro	16,3	4,1	9,1	5,5	34,2

Source : BCE Bulletin mensuel, février 2009

* les chiffres sont pondérés pour refléter l'emploi global et rééchantillonnés pour exclure les non-réponses. Les agrégats "total" et "zone euro" ne comprennent pas l'Allemagne

- Les ajustements de salaire sont concentrés sur un (des) mois particulier(s) dans 54 % des entreprises et sont synchronisés avec les révisions de prix (40% des cas).
- Seulement 4% des entreprises ont déclaré avoir eu recours à la baisse du salaire de base au cours des cinq années précédentes. Ce qui montre l'existence de rigidités salariales nominales ou réelles (dans les pays où l'indexation sur l'inflation est forte)
- Face à différents types de chocs d'offre (hausse des coûts intermédiaires ou des salaires) ou de demande (baisse), les entreprises adoptent des stratégies alternatives (**tableau 2**). La baisse des « autres coûts » non-salariaux est toutefois la plus fréquente des stratégies.

Tableau 2 : Stratégies de réduction des coûts après un choc... (% des entreprises)

	... d'inflation	... sur les salaires	...affectant la demande
Réduction de :			
- salaires de base	1,2	-	1,2
- part variable des salaire	9,5	11,5	10,5
- nombre de CDI	10,9	11,5	15,5
- nombre de CDD	18,0	19,9	25,0
- nombre heure / tête	7,0	7,7	8,5
- autres coûts	53,5	49,4	39,4

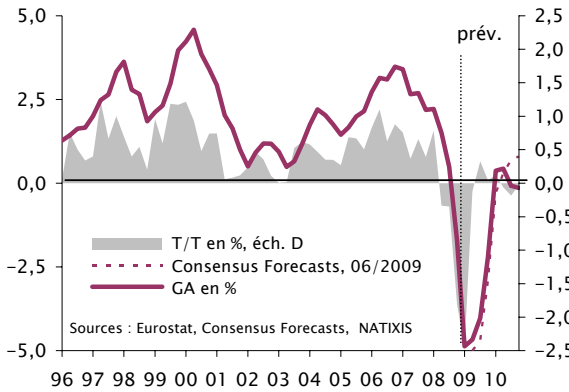
Source : BCE Bulletin mensuel, février 2009

Cette étude (très succinctement résumé ici) permet au final de montrer que les ajustements de salaires et de prix sont synchronisés, mais que ces derniers sont plus fréquents. Que face à des rigidités nominales ou réelles des salaires, les entreprises ont recours à d'autres stratégies renvoyant aux caractéristiques des marchés du travail (indexation, conventions collectives, réglementation...).

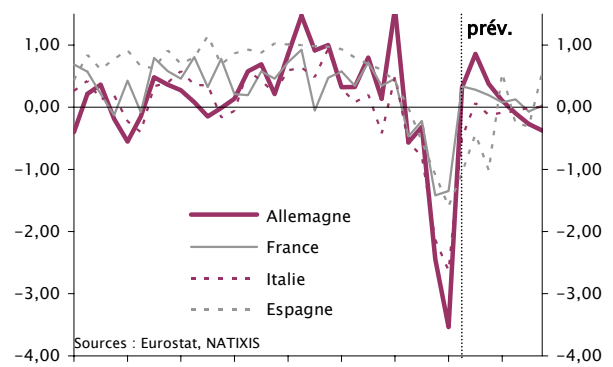
⁴ Bulletin mensuel BCE « Nouveaux éléments d'enquête sur la fixation des salaires en Europe » Février 2009.

Principaux indicateurs :

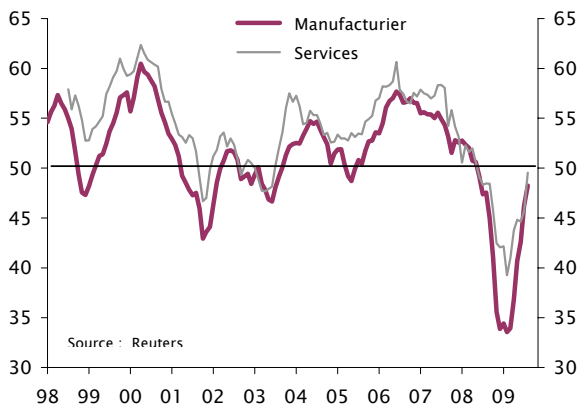
PIB zone euro



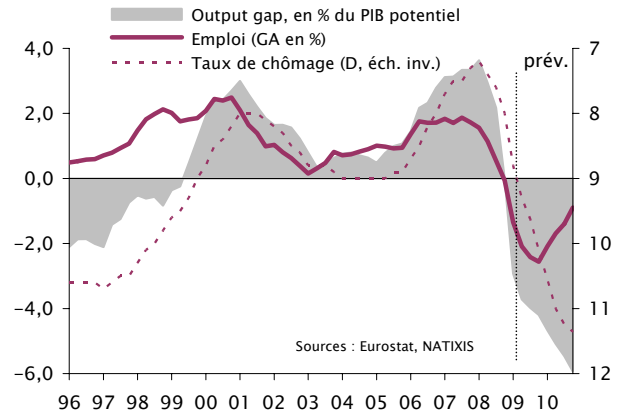
PIB: les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



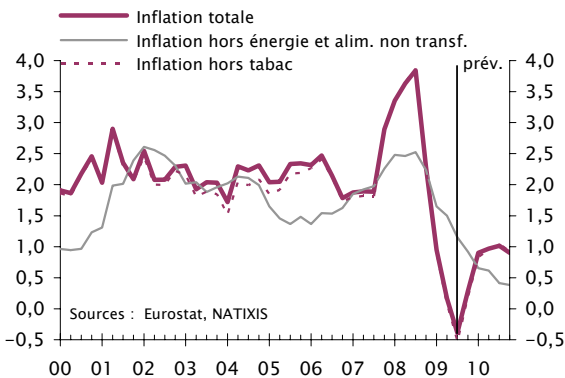
Indices PMI zone euro



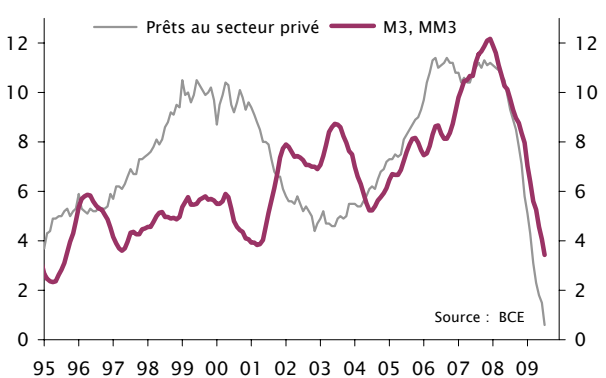
Marché du travail zone euro et output gap



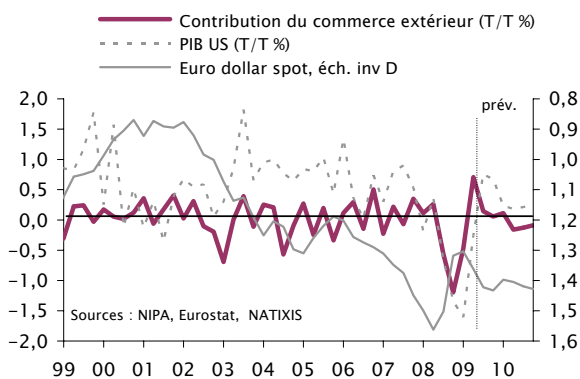
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

