

Zone euro

Table des matières

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

Scénario 2009 : quel rebond pour un ballon percé ?

Les derniers indicateurs suggèrent une contraction violente de l'activité manufacturière, si bien que les prévisions de croissance pour l'année en cours, à seulement deux mois de la clôture de l'exercice, ne sauraient se matérialiser. Par acquis, les perspectives pour 2009 s'assombrissent. Le commerce mondial est à l'arrêt, moins en raison d'un choc de demande finale que du manque de trésorerie nécessaire pour financer la production manufacturière.

Si d'aucuns ne doutent d'une certaine reprise de l'activité courant 2009 avec la désinflation, les plans de relance budgétaires simultanés (voir focus) et le désengorgement progressif des marchés de capitaux (achat de dette privée par la Fed, bientôt par la BCE ?), l'activité ne retournera pas rapidement au potentiel en raison des hausses de taux d'épargne et de chômage, de l'effondrement de l'investissement.

La zone euro n'est certainement pas la région économique la plus sinistrée au monde (hausse des salaires réels en 2009, faible ratio d'endettement, diversité des modèles de croissance des pays membres, etc.). Mais au vu des conditions extérieures et financières, nous envisageons au-delà du rebond sur 2009, un nouveau tassement sur 2010. Une évolution de la croissance en forme de « W » à horizon trois ans pourrait bien se dessiner.

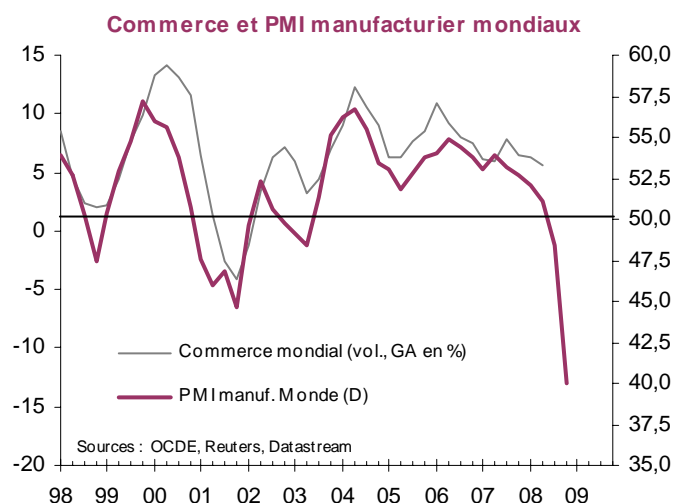
Focus : les plans de relance européens

Equipe zone euro :

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

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
Le 5 décembre 2008



Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2007	2008P	2009P
Consommation privée (GA, %)	1,6	0,4	0,5
Consommation publique (GA, %)	2,3	1,8	2,6
Investissement (GA, %)	4,3	1,4	-2,8
Stocks (contrib., pt %)	0,0	0,3	0,1
Exportations (GA, %)	6,1	2,3	-0,1
Importations (GA, %)	5,5	2,9	0,8
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,3	-0,2	-0,4
PIB	2,6	0,9	-0,2
Inflation	2,1	3,3	1,3
Taux de chômage	7,4	7,5	8,6
Emploi	1,8	0,9	0,4
Solde budgétaire (% PIB)	-0,6	-1,5	-2,5
Balance courante (mds euros)	-102,3	-26,0	/
Balance courante (% PIB)	-1,5	-0,4	/

PIB (GA, %)	2007	2008P	2009P
Allemagne	2,6	1,1	0,0
France	2,1	0,9	0,0
Italie	1,4	-0,4	-0,5
Espagne	3,7	1,3	-0,6

Inflation (%)	2007	2008P	2009P
Allemagne	2,3	2,8	0,9
France (IPCH)	1,6	3,2	1,0
Italie	2,0	3,5	1,5
Espagne	2,8	4,2	1,7

Solde budget. (% PIB)	2007	2008P	2009P
Allemagne	-0,3	-0,6	-1,6
France	-2,7	-3,0	-4,5
Italie	-1,6	-2,7	-3,0
Espagne	2,2	-2,6	-4,4

Profil trimestriel, Zone Euro	T3-07	T4-07	T1-08	T2-08P	T3-08P	T4-08P	T1-09P	T2-09P	T3-09P	T4-09P
PIB (T/T, %)	0,6	0,4	0,7	-0,2	-0,2	-0,7	0,4	0,2	0,1	0,1
PIB (GA, %)	2,6	2,1	2,1	1,4	0,6	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	0,7
Inflation	1,9	2,9	3,4	3,6	3,8	2,4	1,9	1,2	1,0	1,5
Taux de chômage	7,4	7,2	7,2	7,4	7,5	7,8	8,1	8,4	8,8	9,2
Taux repo BCE (fin de trimestre)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	2,50	1,75	1,50	1,50	1,50

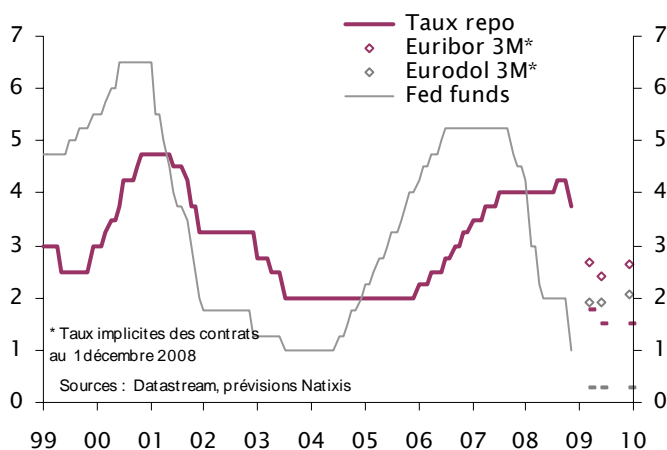
Environnement international	2007	2008P	2009P
Etats-Unis PIB (GA, %)	2,0	1,3	-0,1
Inflation (%)	2,9	4,1	0,9
Solde budgétaire (% PIB)	-1,2	-3,2	-6,0
Japon PIB (GA, %)	2,1	0,1	-1,1
Inflation (%)	0,1	1,6	0,6
Solde budgétaire (% PIB)	-7,4	-7,8	-7,4
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	73	98	60

Taux d'intérêt	28-nov.	3M	6M	12M
Repo BCE	3,25	1,75	1,50	1,50
10A Bund	3,26	3,31	3,53	3,69
Fed funds	1,00	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	2,92	2,85	3,05	3,35
Taux de change	28-nov.	3M	6M	12M
EUR/USD	1,27	1,21	1,26	1,33
USD/JPY	96	93	96	100

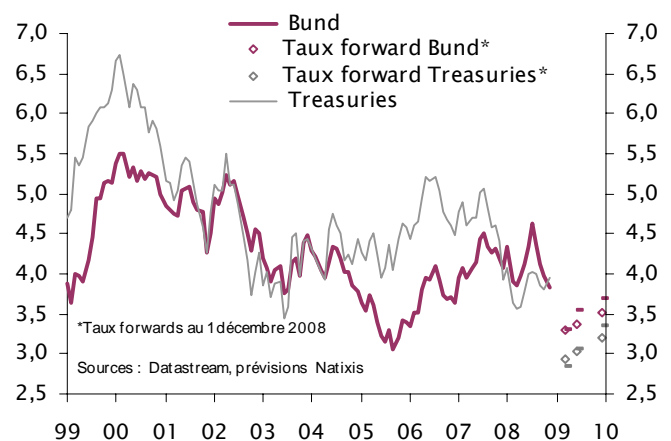
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

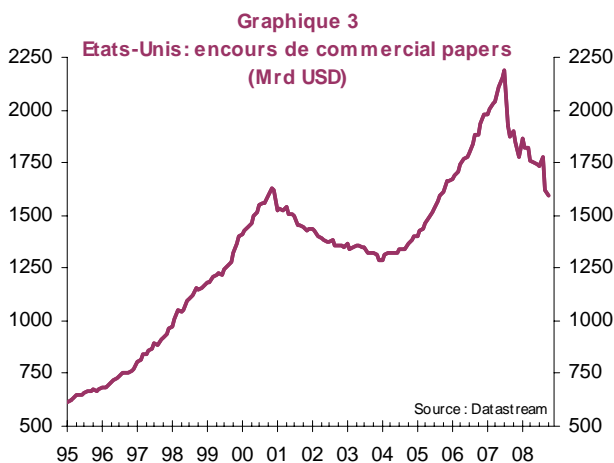
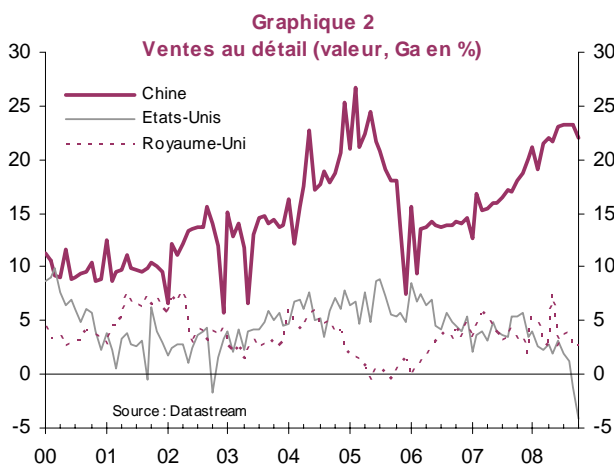
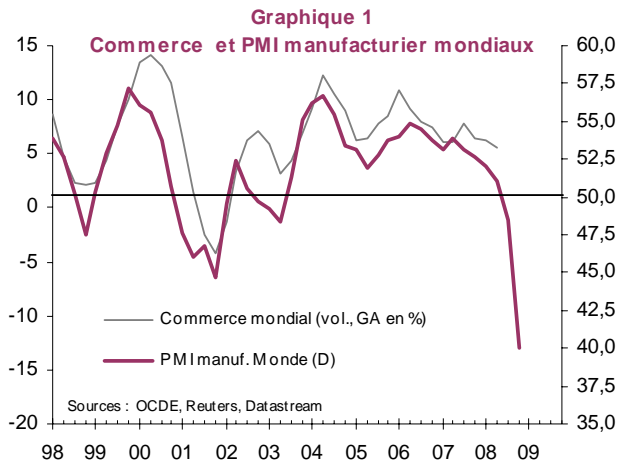
Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



Les derniers indicateurs suggèrent une contraction violente de l'activité manufacturière, si bien que les prévisions de croissance pour l'année en cours ne sauraient se matérialiser à seulement deux mois de la clôture de l'exercice. Par acquis, les perspectives pour 2009 s'assombrissent. Le commerce mondial est à l'arrêt (**graphique 1**), moins en raison d'un choc de demande finale (**graphique 2**) que du manque de trésorerie nécessaire pour financer la production manufacturière (**graphique 3**).

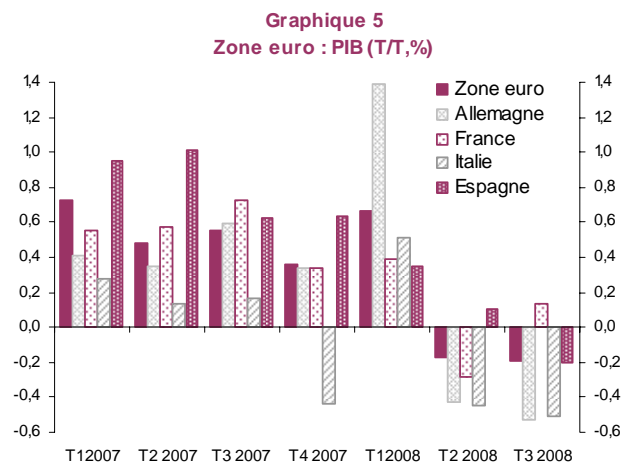
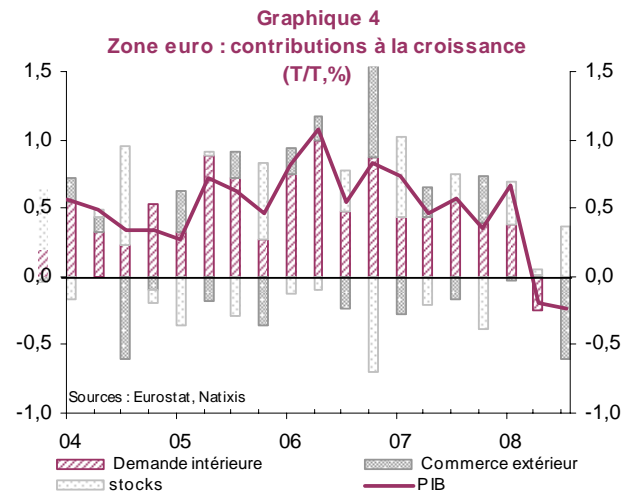


Si d'aucuns ne doutent d'une certaine reprise de l'activité courant 2009 avec la désinflation, les plans de relance budgétaires simultanés (voir focus) et le désengagement

progressif des marchés de capitaux (achat de dette privée par la Fed, bientôt par la BCE ?), l'activité ne retournera pas rapidement au potentiel en raison des hausses de taux d'épargne, de chômage, l'effondrement de l'investissement. La zone euro n'est certainement pas la région économique la plus sinistrée au monde (hausse des salaires réels en 2009, faible ratio d'endettement, diversité des modèles de croissance des pays membres, etc.). Mais au vu des conditions extérieures et financières, nous envisageons au-delà du rebond sur 2009, un nouveau tassement sur 2010. Une évolution de la croissance en forme de « W » à horizon trois ans pourrait bien se dessiner.

La zone euro en récession au T3.

Le recul du PIB au T2 (-0,2% T/T) préfigurait bel et bien l'entrée en récession de l'Union ; une première depuis la création de l'UEM. Le PIB s'est en effet de nouveau contracté au T3 (-0,2% T/T), validant ainsi l'hypothèse de récession « technique » sur le Vieux Continent. Le recul du PIB observé pendant l'été est essentiellement imputable à la FBCF (ménages et entreprises) et au commerce extérieur (**graphique 4**), la France faisant toutefois exception en échappant de justesse à la récession à la faveur d'un rebond (surprenant) des exportations (+1,9% T/T) (**graphique 5**).

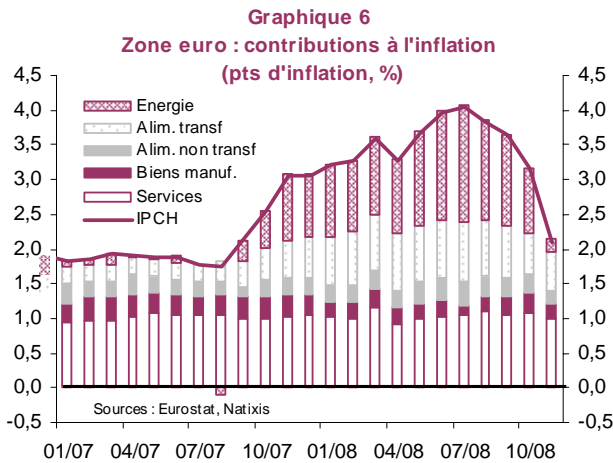


Vu l'aggravation de la crise financière à la toute fin de l'été (Lehman...), l'exercice 2008 ne devrait certainement pas s'achever sur une note positive. Selon nous, le quatrième

trimestre se soldera par une violente contraction du PIB (-0,7% T/T), les ingrédients d'un léger rebond de l'activité au premier semestre 2009 commençant toutefois à poindre sous le chiffre agrégé.

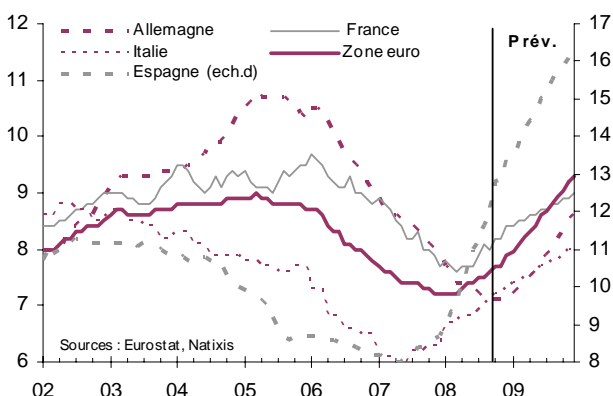
Rebond de la consommation privée à court terme

Le processus actuellement à l'œuvre de forte désinflation (par l'énergie, **graphique 6**) devrait permettre à la consommation privée de soutenir momentanément la croissance au premier semestre 2009.



Déjà, au T3 2008, le repli des prix du pétrole (-27% en euros) avait permis une stabilisation des dépenses des ménages sur la période. Le recul des prix du brut s'étant poursuivi, et même accéléré (-43% depuis fin septembre), nous prévoyons un rebond sensible de la consommation privée à l'horizon des trois prochains trimestres. Le fort recul de l'inflation (de 3,3% en 2008 à 1,3% en 2009, voir plus loin), dans un contexte de relative inertie du revenu nominal, devrait en effet rendre près de deux points de pouvoir d'achat aux ménages européens l'an prochain. Ce rebond de la consommation privée ne devrait toutefois pas perdurer au-delà du premier semestre 2009. D'une part parce que l'essentiel de la désinflation aura pris fin en début d'été 2009. D'autre part du fait de la dégradation attendue du marché du travail. La remontée du taux de chômage, encore peu visible au niveau agrégé (**graphique 7**), devrait s'intensifier et peser de manière significative sur les dépenses des ménages au second semestre 2009.

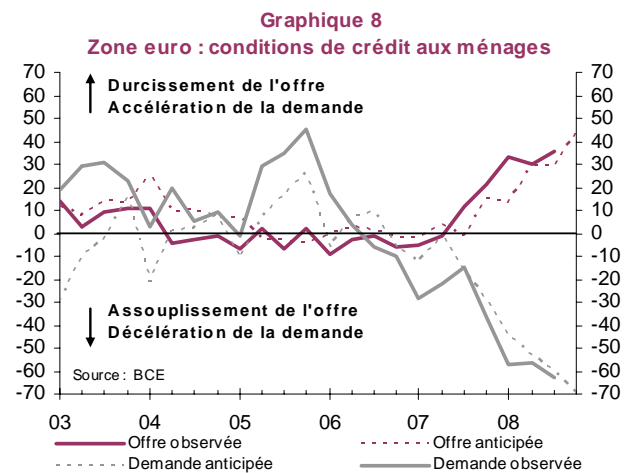
Graphique 7
Zone euro : taux de chômage (%)



Au final, sous les effets conjugués du ralentissement du revenu disponible et de la hausse probable du taux d'épargne (motif de précaution, équivalence Ricardienne, taux réels et cycle de crédit), la consommation des ménages faiblirait de nouveau après l'été.

L'investissement en panne

Le recul de l'investissement observé depuis deux trimestres devrait continuer, d'abord par le marché résidentiel : nous anticipons une baisse des prix de l'ordre de 2% en 2009, le cycle immobilier européen étant toutefois marqué par une très forte hétérogénéité¹. Les dernières enquêtes menées auprès des banques suggèrent à la fois une forte contraction de la demande et de l'offre de crédit habitat (**graphique 8**).

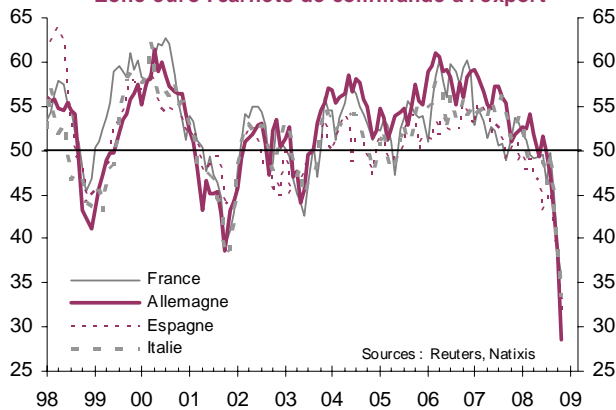


L'investissement productif devrait également se contracter de manière prononcée en 2009. Tout d'abord, malgré les contreparties (parfois) exigées dans les déclinaisons nationales du plan de sauvetage bancaire concerté, les dernières enquêtes montrent que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises continuent de se durcir fortement. Parallèlement, et comme pour les ménages, la demande de crédit, soutenue dans un premier temps par la ré-intermédiation des financements de trésorerie, faiblit nettement, notamment dans ses composantes « investissement » et « acquisition ». Les enquêtes nationales menées dans l'industrie (INSEE, IFO Mittelstand) confirment que les projets d'investissement en capacité sont revus en baisse. Rien de vraiment étonnant dans un contexte de fort ralentissement de la demande globale (donc des exportations, **graphique 9**) et de surcapacités de production (**graphique 10**).

¹ Pour une mise à jour des prévisions par pays, voir [Global Immo](#), n°4, Décembre 2008.

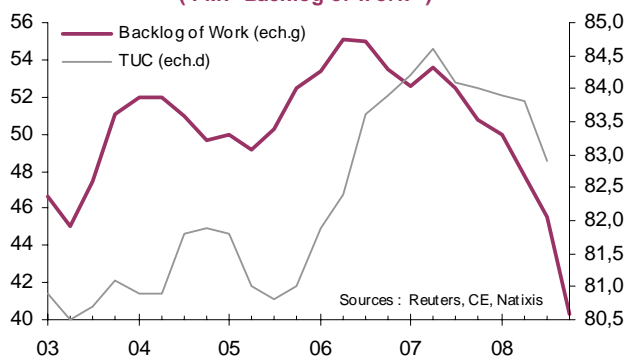
Graphique 9

Zone euro : carnets de commande à l'export



Graphique 10

Zone euro : taux d'utilisation des capacités (TUC) et indicateur avancé du TUC (PMI "Backlog of work")



Croissance nulle en 2009, et après ?

2009 débutera avec un acquis de croissance négatif (-0,7%). Le léger rebond que nous anticipons au premier semestre (consommation privée) devrait toutefois permettre de limiter la contraction du PIB sur l'ensemble de l'année (-0,2%). En revanche, l'affaiblissement ultérieur de la croissance via le ralentissement de la demande intérieure au second semestre déprimera l'acquis de croissance pour 2010 (+0,1% fin 2009). Dans ce scénario, la stabilisation puis la réduction de l'output gap n'interviendrait donc qu'avec la reprise, que nous prévoyons très progressive. Une croissance proche du potentiel (en moyenne annuelle) nous paraît fort peu probable avant 2011. Un scénario en « W » semble plausible à horizon trois ans.

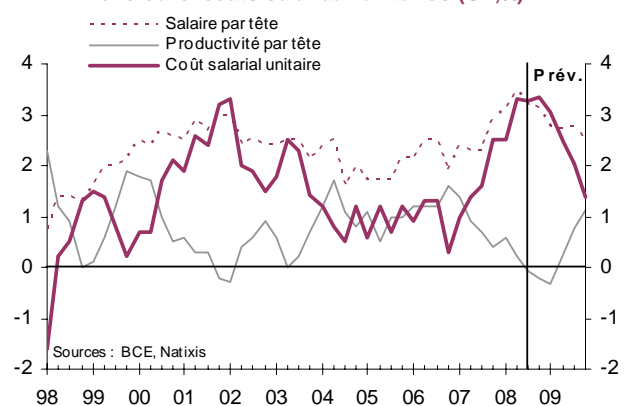
BCE : un plancher probablement plus haut que les autres

Le nouveau scénario de croissance de la BCE (-0,5% en 2009 et 1,0% en 2010) appartient aux plus pessimistes du consensus. Ceci nous conduit à penser que la banque centrale devrait encore baisser les taux de 100 pb d'ici juin (pour l'heure, des baisses de 50pb en janvier, 25pb en mars et juin 09 semblent probables). Le taux repo trouverait alors un plancher à 1,50% courant 2009, bien plus haut que ce que nous envisageons pour les autres grandes banques centrales. Plusieurs facteurs plaident en effet pour un plancher monétaire plus élevé en zone euro :

- Malgré la forte baisse des prix du pétrole, l'inflation restera substantielle, proche de sa cible fin 2009. Très retardé, le cycle de productivité entretiendra en effet la progression des coûts salariaux unitaires - donc l'inflation sous-jacente (graphique 11).

Graphique 11

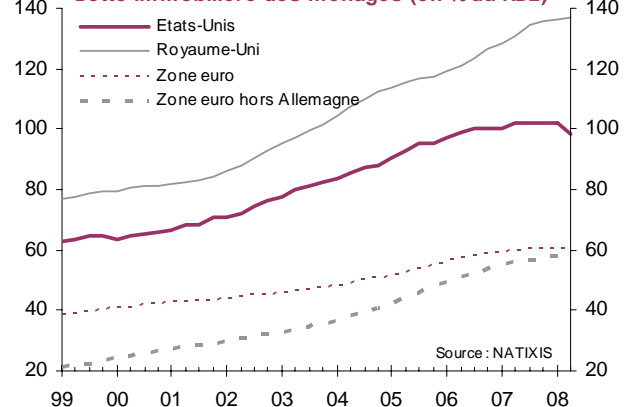
Zone euro : coûts salariaux unitaires (GA,%)



- Le risque de déflation par la dette nous semble assez faible en zone euro. Le désendettement des ménages est bien moins menaçant qu'aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans certains pays d'Europe de l'Est (graphique 12). Aussi les anticipations d'inflation des ménages restent-elles solidement ancrées en territoire positif.

Graphique 12

Dettes immobilières des ménages (en % du RDB)



- L'accompagnement par la politique monétaire du processus de recapitalisation des banques nous paraît nettement moins urgent côté BCE que côté BoE (ou BNS). Rapportés au PIB, les capitaux levés par le secteur financier sont en effet cinq fois plus élevés au Royaume-Uni qu'en zone euro (dix fois en Suisse).
- L'ouverture, probablement jusqu'en 2011, de l'output gap et la remontée du taux de chômage au-delà du niveau naturel (NAIRU) devraient inciter la BCE à conserver des marges de manœuvre monétaires.
- Vu les problèmes irrésolus de liquidité, elle pourrait envisager comme la Fed le recours à des instruments non conventionnels de politique monétaire : achat de dette privée et notamment des billets de trésoreries.

Focus : les plans de relance européens

Après l'élaboration de plans nationaux de sauvetage du système bancaire et afin de répondre rapidement à la brutale dégradation de l'activité, la Commission Européenne annonçait le 26 novembre dernier la mise en place d'un plan de relance budgétaire. D'un montant total de 200 Mds EUR, soit 1,5% du PIB de la zone, il s'appuie sur deux piliers : le premier, en temps que mesure d'urgence, vise à relancer le pouvoir d'achat, stimuler la demande et restaurer la confiance ; le second tend à renforcer la compétitivité à plus long terme en soutenant l'investissement public dans les infrastructures et les technologies « vertes », en particulier dans les secteurs de l'automobile et de la construction, les plus touchés par la crise. Quant à son financement, il doit être assuré à hauteur de 170 Mds EUR, soit 1,2% du PIB, par les Etats membres, les 30 mds EUR complémentaires (0,3% du PIB) étant financés par l'UE.

Dans le cadre des déclinaisons nationales de ce plan de relance, les stimuli budgétaires doivent être opportuns, temporaires, ciblés et coordonnés ; la priorité étant la rapidité de leur mise en place effective.

Des plans hétérogènes pour des économies différentes

Si l'ensemble du plan doit être *in fine* approuvé lors du sommet de l'UE des 11 et 12 décembre, les 4 grands pays ont d'ores et déjà annoncé leur programme respectif : on peut noter la disparité des mesures adoptées selon les pays, chacun ayant puisé dans la « boîte à outils » de la Commission. Ainsi, l'Espagne a par exemple largement mis l'accent sur le soutien au secteur de la construction, pilier de son modèle de croissance et d'emploi, tandis que l'Allemagne mise sur l'investissement lié aux exportations.

Autre dimension importante du cadre d'action édicté par la Commission, la compatibilité des plans avec les critères du Pacte de Stabilité et de Croissance concernant les finances publiques. Si la crise actuelle constitue certes une circonstance exceptionnelle, autorisant le non-respect *stricto sensu* d'un déficit inférieur à 3% du PIB pour 2009 et 2010, en revanche le retour vers l'équilibre demeure l'objectif de moyen terme (soit dès 2011).

Ceci peut expliquer notamment la relative modestie du plan italien, les nouvelles mesures annoncées le 28 novembre ne s'élevant qu'à 0,5% du PIB⁽³⁾.

Ce plan peut paraître décevant, mais il s'intègre dans un cadre mondial de soutien à l'économie réelle

Comparés aux plans de sauvetage du système bancaire, les montants déployés peuvent décevoir. Néanmoins, il est important de souligner que ces programmes s'inscrivent dans un cadre de relance mondiale, incluant les économies du G7 (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon) et au-delà (Chine, PECO,...).

La rapidité de mise à exécution ainsi que la simultanéité des politiques de relance sont très vraisemblablement des facteurs plus importants, au moins dans un premier temps, que la somme apportée à l'économie réelle. En effet, l'aspect de coordination, plutôt que d'être compris comme une similarité des plans (tant en termes de milliards injectés que des mesures prises) doit davantage être appréhendé :

- comme une réponse commune à la crise de confiance que traverse l'ensemble des agents dans l'ensemble des pays ;
- comme une limite aux comportements de « passager clandestin »

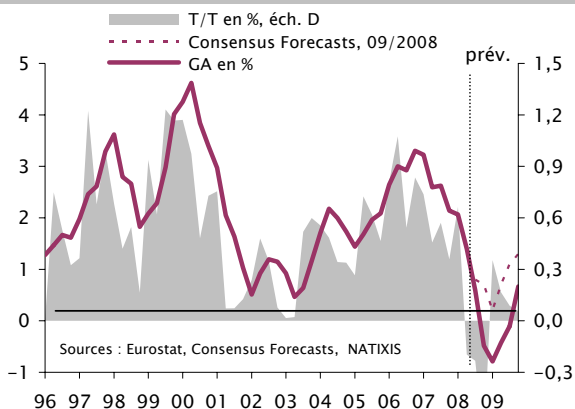
A cet égard, l'efficacité de ces plans à relancer l'économie mondiale repose largement sur le canal du commerce extérieur.

Pays	Soutien à l'économie réelle en points de PIB					Total
	Crédit à l'économie	Avantages fiscaux	Investissement public	Consommation publique	Non attribuable	
Etats-Unis (2009)	0,2	1,1	0,4	0,4	-	environ 2,1
Royaume-Uni (2009)	0,2	0,8	0,2	0,1	-	1,33
Allemagne (2009)	0,8	0,0	0,2	0,1	0,29	1,4
France (2009)	0,1	0,1	0,3	-	0,8	environ 1,3
Italie (2009)	-	-	1	-	4,2	5,2
Espagne (2009)	3,2	0,2	0,7	-	0,3	4,4
Union Européenne (2009-2010)	0,12		0,07		0,05	0,24

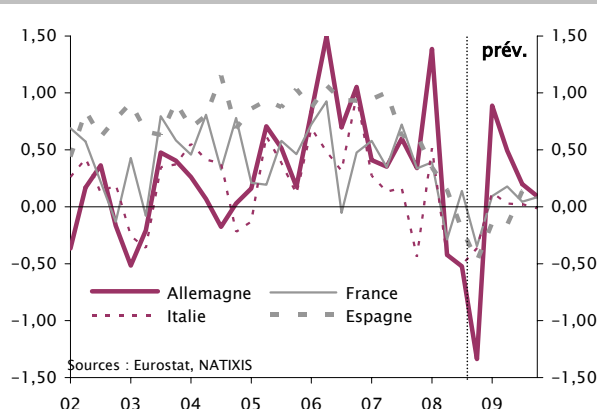
(3) Le gouvernement italien insiste néanmoins sur le fait que ces mesures s'inscrivent dans un plan plus large de 80 milliards d'euros, financé pour moitié par des fonds européens et recourant pour une large part à des financements privés, notamment pour des investissements d'infrastructures. En outre, Silvio Berlusconi et Giulio Tremonti, contrairement à leur précédent passage aux commandes de l'économie transalpine en 2001, ont maintes fois réitéré leur sensibilité à l'égard de l'état des finances publiques italiennes ainsi que leur volonté de respecter le critère des 3% du PIB concernant le déficit.

Principaux indicateurs :

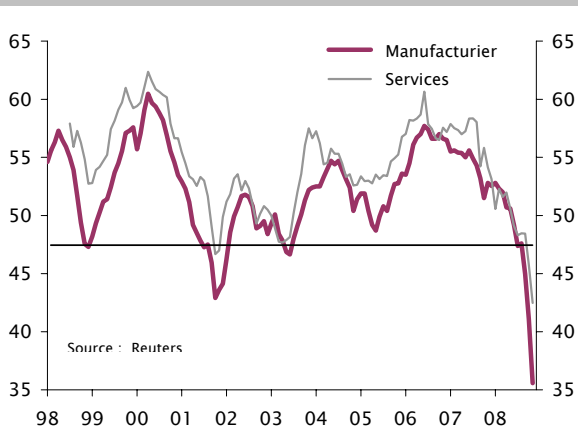
PIB zone euro



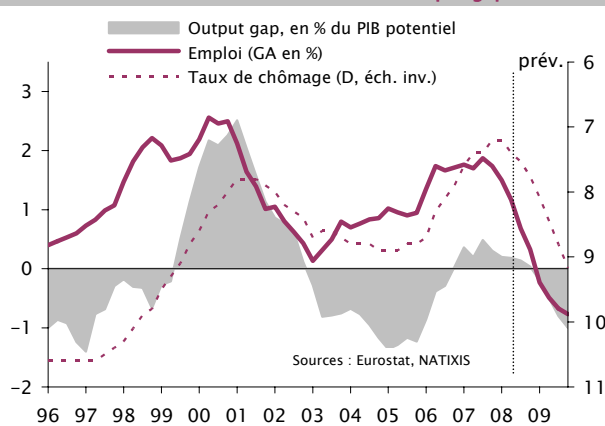
PIB: Les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



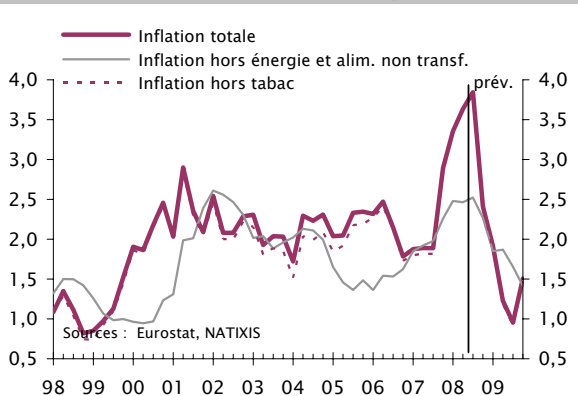
Indices PMI zone euro



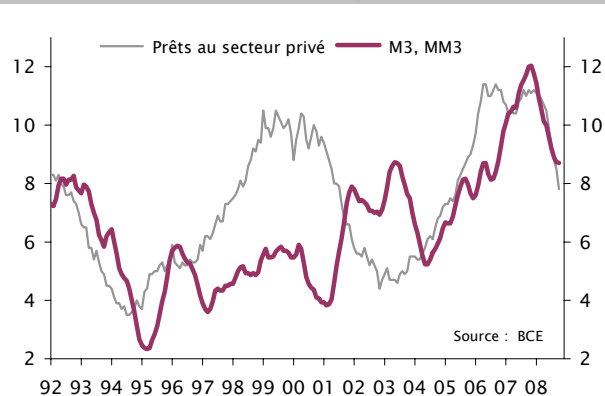
Marché du travail zone euro et output gap



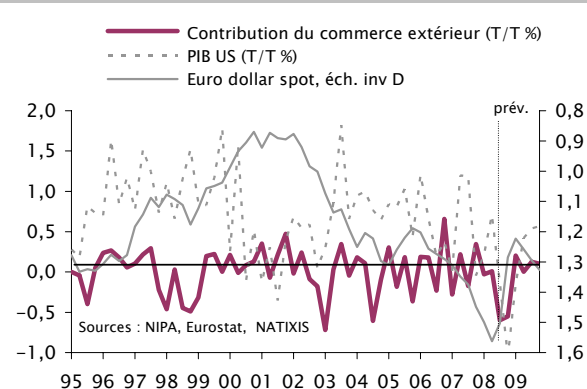
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

