

Perspectives 2007-2008. Zone euro : pour quelques dollars de plus

Christophe Blot, Sabine Le Bayon

▶ **To cite this version:**

Christophe Blot, Sabine Le Bayon. Perspectives 2007-2008. Zone euro : pour quelques dollars de plus. Revue de l'OFCE, 2007, 103, pp.128-133. hal-01021840v1

HAL Id: hal-01021840

https://sciencespo.hal.science/hal-01021840v1

Submitted on 9 Jul 2014 (v1), last revised 24 May 2019 (v2)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Christophe Blot et Sabine Le Bayon

Zone euro : pour quelques dollars de plus

Après une année 2006 favorable dans la zone euro, le PIB affichant une progression de 2,9 %, les chiffres du premier semestre 2007 apparaissent nettement plus contrastés. Dans la continuité des performances de la fin 2006, la croissance du PIB a atteint 0,6 % au premier trimestre. Elle s'est avérée par contre décevante au deuxième trimestre (0,4 %), soulevant ainsi de nombreuses interrogations sur la poursuite de la reprise dans un contexte marqué par la crise bancaire et financière qui a éclaté durant l'été. Les difficultés pourraient en outre s'accroître en raison de la poursuite de l'appréciation de l'euro. L'intransigeance de la Banque centrale européenne (BCE), contrastant avec la baisse amorcée des taux directeurs aux États-Unis, pousserait l'euro vers de nouveaux sommets. L'année 2008 serait alors marquée par le ralentissement de l'investissement par rapport à 2006 et 2007 et par des difficultés grandissantes pour les entreprises exportatrices de la zone euro. La dynamique favorable qui s'était jusqu'ici enclenchée serait freinée même si la zone euro resterait à l'abri des turbulences financières avec une croissance de 2,5 % en 2008.

Un premier semestre 2007 contrasté

La performance du premier trimestre 2007 a été entachée par un événement spécifique, à savoir la hausse de la TVA en Allemagne. La stagnation de la consommation privée, – 0,1 % en croissance trimestrielle, est entièrement due à la forte contraction observée en Allemagne (– 1,8 %), les ménages ayant anticipé leurs dépenses fin 2006. Elle explique la remontée du taux d'épargne observée dans la zone euro pour la première fois depuis 2002, dans un contexte où la croissance de la masse salariale restait dynamique. L'accélération des salaires nominaux depuis mi-2005 associée à un ralentissement de l'inflation à partir de la deuxième moitié de l'année 2006 ont en effet permis une nette embellie en termes de salaires réels. Ces derniers ont cessé de se contracter pour progresser de 0,7 % au premier trimestre 2007. Comme dans le même temps, l'emploi a continué d'accélérer (1,7 % au deuxième trimestre 2007), tout était réuni pour que la consommation privée retrouve, au deuxième trimestre 2007, une croissance plus conforme aux rythmes observés en 2006.

La moindre croissance du deuxième trimestre a été par contre synchronisée à quasiment tous les principaux pays, et est imputable à l'investissement, même si les raisons diffèrent. En Allemagne et en Espagne, l'investissement en bâtiment a faibli, en partie car la douceur de l'hiver a exceptionnellement conduit un certain nombre d'entrepreneurs à anticiper la réalisation de leurs travaux dès le premier trimestre. L'investissement productif s'est au contraire bien comporté dans ces pays, alors qu'il stagnait en France. Quant à l'Italie, tant l'investissement productif que logement sont restés atones. Au final, le taux d'investissement productif a continué sa remontée, initié en 2004, dépassant depuis fin 2006 le pic de 2000. Les entreprises ont en effet une situation opérationnelle très favorable. Malgré la baisse du taux de chômage (à 6,9 % en juillet 2007, soit 0,6 point de moins que fin 2006), la part des salaires dans la valeur ajoutée ne cesse de baisser et est désormais inférieure à 60 %. La petite accélération des salaires ayant été concomitante à celle de

la productivité, les coûts salariaux unitaires sont restés maîtrisés, avec une croissance de 0,7 % au premier trimestre 2007. Il n'y a donc toujours aucun signe tangible de tensions inflationnistes sur le marché du travail. L'accélération de l'inflation sous-jacente (+ 0,7 point depuis début 2006) résulte de l'augmentation du prix des services et du relèvement de taxes indirectes, particulièrement en Allemagne (où les vendeurs auraient anticipé la hausse de la TVA sur leurs prix dès 2006). L'inflation s'est toutefois maintenue sous la barre symbolique des 2 % jusqu'au mois d'août, grâce au repli de la composante énergie.

Après une année 2006 qui a vu le commerce extérieur retrouver des couleurs, les performances du premier semestre 2007 se sont avérées décevantes. Les exportations ont peu progressé en lien avec une demande adressée atone : cette dernière n'a cru que de 1,1 % en moyenne seulement, après 2 % par trimestre en 2006. Les importations ayant aussi ralenti, la contribution du commerce extérieur est légèrement positive sur le semestre et l'amélioration du solde commercial est nette. Sur les six premiers mois de l'année 2007, l'excédent atteint 11,9 milliards d'euros, contre un déficit de 18,3 milliards un an plus tôt. Si la baisse du prix du pétrole a joué un rôle, avec une contraction des importations d'énergie de 13 % par rapport à l'année précédente, on a aussi observé une augmentation de 10 % des exportations de produits manufacturés. Sans surprise, la balance commerciale de la zone s'est dégradée vis-à-vis des États-Unis et de la Chine et améliorée par rapport aux pays exportateurs de pétrole. Les performances ont été meilleures à l'égard du Royaume-Uni et de plusieurs pays de l'Est.

Crise financière : jusqu'ici tout va bien…

L'été a été marqué par une nouvelle phase de turbulences sur les marchés financiers. Si le point de départ de la crise se situe aux États-Unis, elle s'est rapidement transmise à l'ensemble des places financières européennes. La crise a alors évolué vers un mouvement de défiance généralisée sur le marché interbancaire contraignant la BCE à intervenir afin de maintenir la liquidité du marché. Les événements en cours témoignent pour l'instant plus d'une crise temporaire de liquidité que d'un risque de crise systémique partant de l'effondrement de l'immobilier américain et se propageant à l'ensemble du système bancaire et financier de la zone euro. Les risques de faillite sont limités ce qui devrait prévenir une chute brutale de l'octroi des crédits. L'ajustement s'opérerait plutôt par une révision de la tarification des risques. Le durcissement des conditions du crédit relaierait alors le resserrement monétaire entrepris par la BCE depuis décembre 2005 et freinerait la dynamique de l'investissement productif et logement.

Un ralentissement progressif de la croissance à venir

Notre scénario n'intègre donc pas d'effets notables de la crise en cours sur la conjoncture économique de la zone euro en 2007 et 2008. La prévision de croissance pour 2007 est maintenue à 2,6 %. L'accident du deuxième trimestre concernant l'investissement ne serait donc pas prolongé. Si le pic du cycle d'investissement a sans doute été atteint en 2006 avec une FBCF en

hausse de 5,3 %, le ralentissement ne serait pas brutal puisque le taux de croissance serait respectivement de 4,8 % et 3,3 % en 2007 et 2008. Le profil serait toutefois assez différent entre les composantes de l'investissement. Le taux d'investissement productif continuerait d'augmenter, même si ce serait à un rythme moins élevé qu'en 2005 et 2006. D'un côté, les enquêtes de la Commission européenne dans l'industrie sont moins bien orientées depuis avril 2007. Mais le taux d'utilisation des capacités de production est très élevé, au même niveau que lors du pic de 2000. De plus, les crédits accordés aux entreprises non financières ne montrent aucun signe d'essoufflement, puisqu'ils progressaient encore de 13 % au deuxième trimestre 2007. L'investissement en logement, qui a déjà montré quelques signes de faiblesse, croîtrait un peu moins vite que le PIB. D'après les données de la BCE, le stock de crédits distribués aux ménages pour le logement décélère depuis le début 2006, avec une croissance de 8 % au deuxième trimestre 2007, contre 14 % au premier trimestre 2006. L'évolution des prix immobiliers est similaire. L'ajustement dans ce secteur resterait limité, la situation financière des ménages s'avérant toujours favorable, malgré la hausse de 0,5 point de revenu des intérêts versés par ces derniers depuis fin 2005.

La consommation des ménages serait ainsi le principal soutien à la croissance en 2008. Les créations d'emplois seraient toujours dynamiques et le taux de chômage poursuivrait sa baisse, pour atteindre 6,4 % de la population active fin 2008. De plus, les ménages bénéficieraient du ralentissement de l'inflation lié en particulier à la fin des répercussions de la hausse passée de la TVA allemande et à un mécanisme de désinflation importée. Les augmentations de salaires seraient soutenues (notamment en Allemagne) et les ménages bénéficieraient du caractère expansionniste de la politique budgétaire en 2008, principalement en France. L'impulsion budgétaire serait en effet positive (+ 0,1 point de PIB) pour la première fois depuis 2003, du fait de l'Allemagne qui mettrait fin à la politique restrictive menée durant les dernières années et de la France dont l'impulsion passerait de 0,1 à 0,3 point de PIB. Le déficit public de la zone euro se résorberait légèrement, à 0,9 point de PIB, bénéficiant d'une croissance supérieure au rythme potentiel. Seuls deux pays auraient un déficit supérieur à 3 % du PIB : la France qui, avec un déficit proche de la limite fixée, mènerait une politique budgétaire expansionniste, *via* des allégements fiscaux et le Portugal qui, partant d'un déficit élevé, ne réussirait pas encore à repasser sous la barre des 3 %, malgré une impulsion négative. L'ouverture de procédures pour déficit excessif ne peut donc être exclue dans ces deux cas.

L'interminable appréciation de l'euro

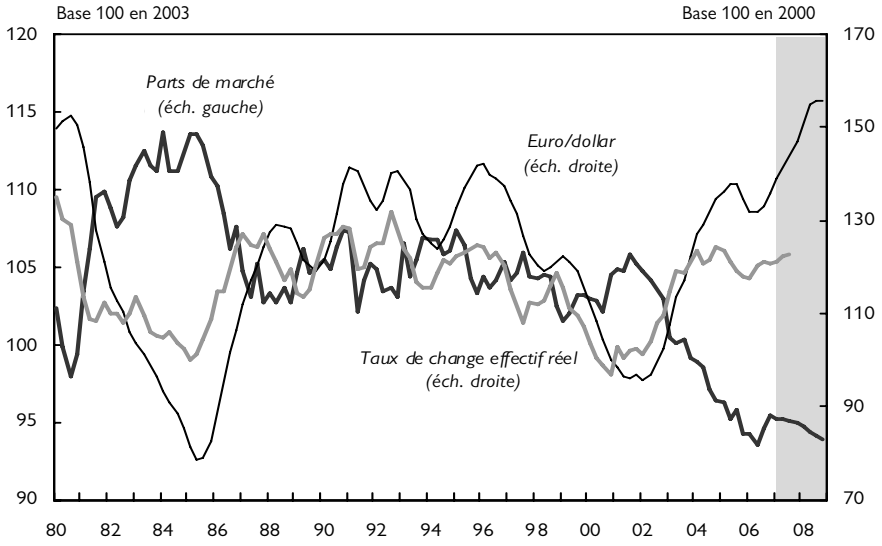
L'année 2007 aura été celle des records pour l'euro. Parti de moins de 1,30 dollar en janvier, il a franchi le seuil de 1,40 en septembre et atteindrait 1,50 dollar au deuxième trimestre 2008 en raison du décalage entre les cycles de politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro.

En effet, alors que la Réserve fédérale vient d'annoncer une baisse d'un demi-point de son taux directeur, tout porte à croire que la BCE ne lui emboîtera pas le pas dans les mois à venir. Les effets de base qui ont concouru au recul de l'inflation sous la barre des 2 % cesseront de jouer à l'automne

2007 comme en témoigne la première estimation de l'inflation pour septembre à 2,1 %. Couplée à une nouvelle flambée du prix du pétrole, qui a dépassé les 80 dollars le baril en septembre 2007 et malgré l'appréciation de l'euro, l'inflation se maintiendra transitoirement au-dessus de l'objectif que s'est fixé la BCE. L'incertitude entourant les conséquences de la crise financière a contraint le Conseil des gouverneurs à renoncer à la poursuite du resserrement monétaire. Mais le maintien de la croissance rapide de l'agrégat monétaire de référence, l'inflation de nouveau supérieure à la cible et les risques atténués de ralentissement de la croissance seront autant de prétextes invoqués par la BCE pour maintenir son principal taux directeur à 4 %. Le mouvement d'appréciation de l'euro se poursuivra donc tant que les politiques monétaires seront divergentes et sera sans doute amplifié par les mauvaises perspectives de croissance aux États-Unis.

Si l'appréciation devrait être moins marquée en termes de taux de change effectif, il reste que cette évolution continuera à peser sur le commerce de la zone euro et sur les parts de marché. La contribution du commerce extérieur à la croissance annuelle serait à nouveau négative pour la première fois depuis 2005 : – 0,1 point contre 0,4 point en 2007. Après la courte embellie observée en 2006, la dégradation des parts de marché se poursuivrait dans la zone euro (graphique), même si la situation apparaît plus ou moins critique selon les pays. L'Allemagne continuerait à en gagner, les pertes seraient faibles aux Pays-Bas et plus conséquentes en France, en Espagne en Belgique et en Italie, témoignant de l'hétérogénéité des pays de la zone euro face aux fluctuations du taux de change.

Parts de marché de la zone euro et euro/dollar



Sources : FMI, comptabilités nationales et Datastream. Calculs et prévision OFCE septembre 2007.
Les parts de marché de la zone euro sont estimées à partir du volume des exportations totales des pays et de la demande adressée à chaque pays.

1. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2006				2007				2008				2005	2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,55	1,6	2,9	2,6	2,5
Consommation des ménages	0,7	0,5	0,5	0,5	– 0,1	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	1,5	1,8	1,6	2,7
Consommation publique	1,0	0,3	0,5	0,4	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,2	2,0	1,9	1,8
FBCF totale	0,4	2,9	0,7	1,7	1,6	0,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	2,6	5,3	4,8	3,3
Exportations de biens et services	3,1	1,6	1,2	3,0	0,7	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	4,9	8,2	5,8	5,6
Importations de biens et services	2,3	1,4	1,8	1,5	1,0	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,6	8,0	5,1	6,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,4	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,9	0,5	0,7	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	1,6	2,5	2,3	2,6
Variations de stocks	– 0,2	0,1	0,2	– 0,5	0,4	– 0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,4	0,1	– 0,2	0,7	– 0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	– 0,1	0,0	0,0	– 0,2	0,2	0,4	– 0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	2,3	2,5	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9	1,6	1,7	2,2	2,2	1,9	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	8,2	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	8,6	7,9	6,9	6,5
Solde courant, en points de PIB													– 0,0	– *0,1*	0,0	– 1,1
Solde public, en points de PIB													– 2,4	– 1,6	– 1,0	– 0,9
Impulsion budgétaire													– 0,5	– 0,7	0,0	0,1
PIB USA	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	1,0	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	3,1	2,9	1,9	1,8

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres disponibles le 17 septembre, ce qui assure l'équilibre comptable des emplois et des ressources. Le profil du PIB peut donc légèrement s'écarter de celui publié à cette date par Eurostat du fait des arrondis.
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

2. Croissance du PIB, inflation, taux de chômage et solde public des pays de la zone euro

En %

		Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Autriche	Finlande	Grèce	Portugal	Irlande	Luxem-bourg	Slovénie
Poids dans la zone euro agrégée en 2007		29,6	21,3	17,0	10,4	6,1	3,8	3,2	2,1	2,1	1,7	1,9	0,4	0,4
Taux de croissance du PIB	2006	3,1	2,2	1,9	3,9	3,0	3,0	3,1	4,9	4,3	1,3	5,7	6,2	5,5
	2007	2,9	1,9	1,9	3,9	2,5	2,7	3,4	3,9	3,7	1,9	4,6	4,5	5,9
	2008	2,5	2,6	1,7	2,7	2,8	2,1	2,3	2,5	3,5	2,1	4,7	5,0	4,1
Inflation	2006	1,8	1,9	2,2	3,6	1,7	2,3	1,7	1,3	3,3	3,0	2,7	2,7	2,5
	2007	2,0	1,6	1,7	2,5	1,7	1,6	2,0	1,5	2,9	2,4	2,6	2,3	3,3
	2008	1,7	1,7	1,6	2,1	2,0	2,1	2,0	1,7	3,0	2,3	2,8	2,4	2,7
Taux de chômage au sens du BIT	2006	8,1	9,5	6,8	8,5	3,9	8,3	4,7	7,7	8,9	7,7	4,4	4,8	6,0
	2007	6,3	8,7	6,2	8,0	3,4	7,7	4,6	7,4	8,5	8,1	4,4	4,6	4,9
	2008	5,7	8,4	5,7	8,2	3,1	7,6	4,5	7,2	8,2	7,8	4,4	4,5	4,6
Solde public, en points de PIB	2006	– 1,6	– 2,5	– 4,4	1,8	0,6	0,2	– 1,1	3,9	– 2,6	– 3,9	2,9	0,1	– 1,4
	2007	– 0,1	– 2,9	– 2,5	1,8	– 0,9	0,3	– 0,9	2,8	– 2,5	– 3,5	0,9	– 0,9	– 1,2
	2008	0,2	– 3,1	– 2,5	1,5	0,1	0,5	– 0,7	2,7	– 2,8	– 3,2	1,0	– 0,4	– 1,4

Sources : Eurostat, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2007.