Zone euro : pierre et papier à la corbeille : scénarios 2008-2009 pour l'économie européenne

Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Paola Veroni

▶ **To cite this version:**

Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Paola Veroni. Zone euro : pierre et papier à la corbeille : scénarios 2008-2009 pour l'économie européenne. Revue de l'OFCE, 2008, 107, pp.154-174. hal-01022411

HAL Id: hal-01022411

https://sciencespo.hal.science/hal-01022411

Submitted on 10 Jul 2014

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.

ZONE EURO : PIERRE ET PAPIER À LA CORBEILLE *

Scénarios 2008-2009 pour l'économie européenne

Prise dans le tourbillon d'un triple choc (inflationniste, financier et immobilier), la zone euro aurait pu sombrer corps et biens dans la récession. Dans les pays ayant connu un boom immobilier récent (comme la France ou surtout l'Espagne ou l'Irlande), le choc de la pierre devrait amputer la croissance à travers la contraction de l'investissement en logement. Le choc financier a provoqué la dévalorisation de nombreux actifs financiers, instituant la défiance et anéantissant la valeur du papier. L'investissement productif des sociétés non financières de la zone euro pâtirait d'abord d'un effet accélérateur standard, mais aussi, si l'on excepte l'Allemagne, de la conjugaison d'une profitabilité dégradée, d'un accès au crédit plus difficile et de capacités de financement fragilisées. Seul le choc de l'inflation se résorberait peu à peu, le pic ayant été atteint à l'été 2008, du fait du ralentissement de la croissance des prix des matières premières alimentaires et agricoles, libérant du pouvoir d'achat pour la consommation. Cependant, par un effet de ciseau, l'inflation sous-jacente qui ralentissait depuis plusieurs trimestres accélèrerait en raison du retard de transmission du choc pétrolier et de productivité sur les prix à la consommation. Enfin, le ralentissement conjoint de la demande adressée et de la demande intérieure ne remettrait pas en cause le soutien du commerce extérieur à la croissance de la zone euro. Au final, après la contraction du deuxième trimestre 2008, le PIB progresserait faiblement au second semestre 2008, avec une reprise en douceur en 2009. La croissance atteindrait seulement 0,8 % en 2009, après 1,1 % en 2008, en raison d'un effet d'acquis quasiment nul.

Cette étude a été établie sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale », la croissance de la zone euro serait de 0,1 % en 2009.

* Ont contribué à cette étude : Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine et Paola Monperrus-Veroni.

Prise dans le tourbillon d'un triple choc (inflationniste, financier et immobilier), la zone euro aurait pu sombrer corps et biens dans la récession. Dans les pays ayant connu un *boom* immobilier récent (comme la France ou surtout l'Espagne ou l'Irlande), le choc de la pierre devrait amputer la croissance à travers la contraction de l'investissement en logement. Le choc financier a provoqué la dévalorisation de nombreux actifs financiers, instituant la défiance et anéantissant la valeur du papier. L'investissement productif des sociétés non financières de la zone euro pâtirait d'abord d'un effet accélérateur standard, mais aussi, si l'on excepte l'Allemagne, de la conjugaison d'une profitabilité dégradée, d'un accès au crédit plus difficile et de capacités de financement fragilisées. Seul le choc de l'inflation se résorberait peu à peu, le pic ayant été atteint à l'été 2008, du fait du ralentissement de la croissance des prix des matières premières alimentaires et agricoles, libérant du pouvoir d'achat pour la consommation. Cependant, par un effet de ciseau, l'inflation sous-jacente qui ralentissait depuis plusieurs trimestres accélèrerait en raison du retard de transmission du choc pétrolier et de productivité sur les prix à la consommation. Enfin, le ralentissement conjoint de la demande adressée et de la demande intérieure ne remettrait pas en cause le soutien du commerce extérieur à la croissance de la zone euro.

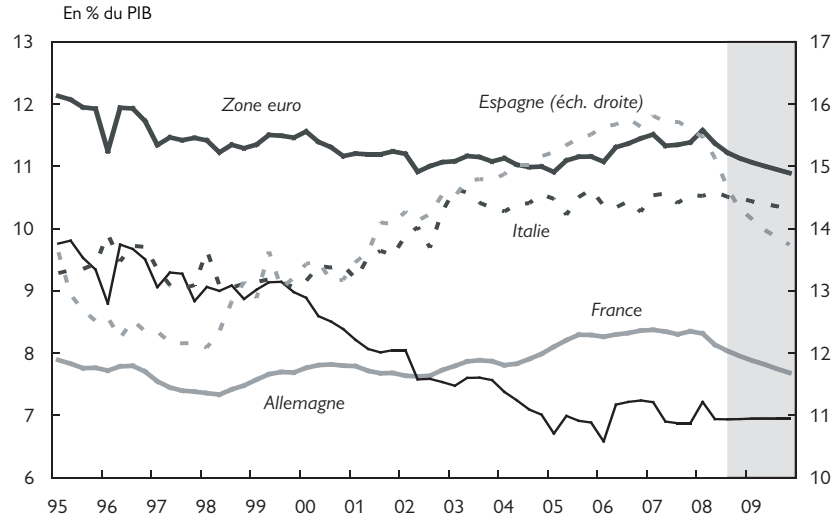
Au final, après la contraction du deuxième trimestre 2008, le PIB progresserait faiblement au second semestre 2008, avec une reprise en douceur en 2009. La croissance atteindrait seulement 0,8 % en 2009, après 1,1 % en 2008, en raison d'un effet d'acquis quasiment nul. Il y a en moyenne peu de soutien à attendre de la politique budgétaire : l'impulsion serait légèrement positive en 2008 (0,3 point) et neutre en 2009. En effet, soit par manque de volonté politique, soit parce que les marges de manœuvre budgétaire sont limitées par la contrainte du Pacte de stabilité et de croissance, peu de pays mettront en œuvre une véritable politique de relance. Du fait de l'impact des stabilisateurs automatiques, le déficit public passerait de 0,8 % du PIB en 2007 à 2 % en 2009.

Quel impact du retournement immobilier sur la croissance ?

Le retournement du marché immobilier dans différents pays européens, après plusieurs années de hausses exceptionnelles, constitue un risque important pour la croissance lors des prochains trimestres. En effet, ce secteur a contribué de façon directe à la croissance *via* l'investissement en logement et de façon indirecte via les créations d'emplois dans le secteur de la construction ou encore *via* les effets de richesse liés à la valorisation du patrimoine immobilier des ménages, avec

pour conséquence une stimulation de la consommation privée (et une baisse du taux d'épargne de 1 point entre la fin 2002 et le début 2008). L'investissement en logement a ainsi contribué pour 0,2 point en moyenne chaque année à la croissance du PIB de 2003 à 2007, résultant de comportements très divers selon les pays (contribution nulle en Allemagne sur la même période, de 0,2 point en France et de 0,4 point en Espagne). Cela se reflète dans l'évolution des taux d'investissement en bâtiment (graphique 1).

1. Taux d'investissement en bâtiment



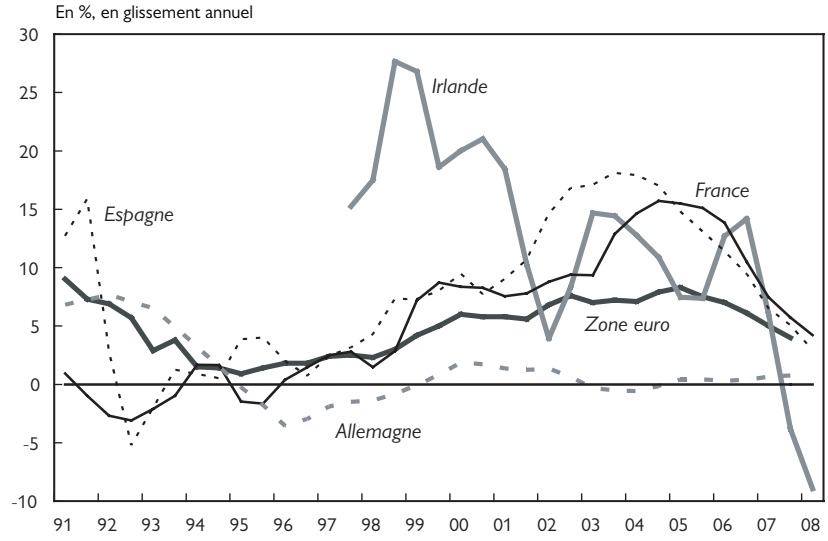
Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

Le taux d'investissement en bâtiment n'a quasiment pas cessé de baisser en Allemagne depuis une décennie (sauf dans la période récente où il s'est stabilisé), il s'est redressé en France, en Italie et surtout en Espagne depuis la fin des années 1990. En raison de la dégradation en Allemagne (après la réunification), le taux d'investissement en bâtiment de la zone euro est resté plat jusqu'en 2005, augmentant ensuite de presque 1 point de PIB. Le comportement atypique de l'Allemagne a donc freiné le mouvement d'investissement en bâtiment dans la zone euro. De ce fait, il devrait limiter aussi l'impact du retournement immobilier de plusieurs pays européen sur l'activité économique dans la zone euro. Après un recul de l'investissement en logement de 3,3 % au deuxième trimestre 2008 dans la zone euro, ce dernier continuerait de se contracter (– 1,2 % en moyenne en 2008 et – 3,6 % en 2009). L'investissement en logement amputerait la croissance du PIB de 0,2 point en 2009 : cette contribution serait nulle en Allemagne, de – 0,2 point en France et atteindrait – 1 point en Espagne. Au final, les pays de la zone euro qui n'ont pas connu le *boom* immobilier récent (comme l'Allemagne) devraient voir leur

croissance moins fortement ralentir, restant à l'écart de l'ajustement sur ce marché qui aurait lieu en France et surtout en Espagne et en Irlande et de son impact sur la consommation privée. C'est un des éléments qui expliquent pourquoi l'Allemagne devrait croître plus vite que les autres grands pays de la zone euro en 2009.

Après plusieurs années de forte croissance des prix immobiliers dans de nombreux pays européens, ceux-ci ralentissent depuis 2005 en moyenne dans la zone euro(graphique 2). En France ou en Espagne, les prix qui progressaient de plus de 15 % par an lors du pic augmentent de moins de 5 % dorénavant. En Irlande, les prix ont reculé de presque 10 % au premier semestre 2008. L'Allemagne a, au contraire, connu une quasi-stagnation qui se poursuit toujours. Cet ajustement des prix immobiliers est la conséquence d'une moindre demande, due à la hausse des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits à l'habitat (+ 1,7 point en moyenne depuis fin 2005 dans la zone euro), de prix immobiliers devenus inaccessibles, malgré l'allongement de la durée d'emprunt observée depuis plusieurs années. Il devrait s'accentuer puisque les banques durcissent les conditions d'accès aux prêts.

2. Prix immobiliers dans la zone euro



Source : Datainsight.

Le retournement du marché immobilier dans différents pays européens, conséquence du resserrement de la politique monétaire entamé fin 2005 par la Banque centrale européenne, a été accentué par les effets de la crise financière sur la distribution du crédit par les banques. La dernière enquête de juillet 2008 continue de faire état d'un durcissement des critères d'octroi de prêts au logement, tout comme

d'une diminution de la demande de crédits, du fait de perspectives de croissance moins dynamique de l'économie en général et du marché immobilier en particulier. L'ajustement sur le marché immobilier devrait donc se poursuivre à l'horizon de notre prévision et les prix connaître une modération.

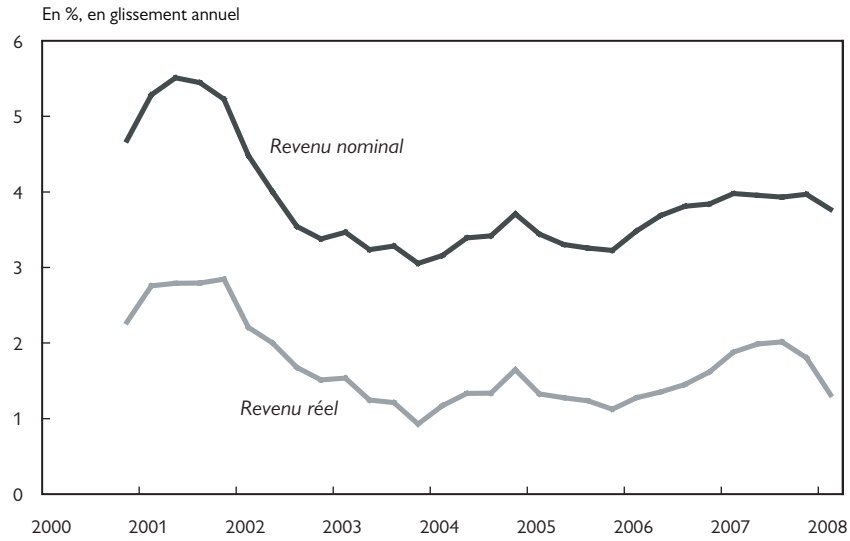
La consommation, moins victime des prix

La consommation privée qui a crû de 1,6 % en moyenne entre 2003 et 2007, contribuant pour 0,9 point par an à la croissance du PIB sur cette période, ralentirait nettement à l'horizon de notre prévision (avec une contribution de 0,2 point en 2008 et de 0,5 point en 2009). Après plusieurs années de nette divergence des comportements de consommation entre pays (contribution de 0,1 point par an en moyenne entre 2003 et 2007 en Allemagne, de 0,6 point en Italie, de 1,4 point en France, de 2,2 points en Espagne, de 2,5 points en Irlande), leur évolution connaîtrait une certaine convergence à l'horizon de la prévision.

Après une stagnation au premier trimestre 2008, la consommation des ménages de la zone euro s'est contractée au deuxième trimestre et la fin de l'année 2008 serait à l'unisson. Ce moteur de la croissance s'est grippé, du fait principalement de la hausse des prix. En effet, alors que le revenu nominal est resté relativement dynamique au premier trimestre, le revenu réel a fortement décéléré (graphique 3). Pour le second trimestre, les comptes des ménages ne sont pas encore disponibles, mais ce mouvement devrait encore être amplifié. D'autres facteurs commencent plus ou moins à jouer selon les pays : d'abord le ralentissement de l'emploi et la remontée du taux de chômage qui pèsent sur le revenu et sur la confiance des ménages ; ensuite la hausse des taux d'intérêt conjuguée au dynamisme des encours a continué d'alourdir le service de la dette (+ 1 point de revenu depuis la mi-2005 dans la zone euro dans son ensemble) ; enfin des effets richesse principalement financière pour le moment, mais aussi parfois immobilière ont pu peser sur la consommation.

En 2009, le retour à une inflation proche de 2 % soutiendrait le revenu réel des ménages, compensant l'impact de moindres créations d'emplois sur le revenu nominal (tableau 1). La consommation progresserait de 0,8 % (après 0,4 % en 2008), soit à un rythme très inférieur à celui de la dernière décennie. Le taux d'épargne dans la zone euro s'inscrirait en hausse de 0,5 point entre 2007 et 2009, avec une remontée en Allemagne et en Espagne et une quasi-stabilité en France et en Italie.

3. Évolution du revenu des ménages



Note : Les comptes d'agents n'étant pas désaisonnalisés, la Banque centrale européenne présente des flux cumulés sur les quatre derniers trimestres pour lisser les évolutions des différentes variables.
Source : BCE.

1. Compte des ménages

En %, en moyenne annuelle

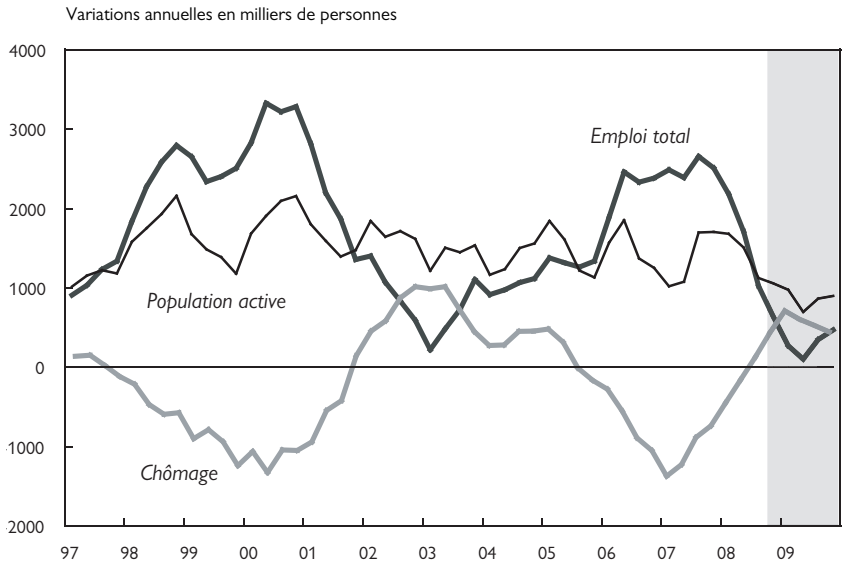
	2007	2008	2009
Revenu disponible brut nominal	4,0	4,3	3,4
Déflateur de la consommation	2,1	3,3	2,3
Revenu disponible brut réel	1,8	1,1	1,1
Consommation réelle	1,6	0,4	0,8
Taux d'épargne *(en % du RDB)*	14,1	14,6	14,6

Sources : BCE, prévision OFCE octobre 2008.

Emplois marqués par la pierre

Après une baisse continue depuis la mi-2005 (de 1,7 point), le taux de chômage est légèrement remonté à 7,3 % au deuxième trimestre 2008. Cette remontée est-elle accidentelle ou correspond-elle à un retournement durable du marché du travail ? D'abord, elle provient d'un ralentissement de l'emploi entamé depuis la mi-2007 (graphique 4) : avec 1,7 million d'emplois créés en variation annuelle, l'emploi ne progresse plus au deuxième trimestre qu'à un rythme proche de celui de la population active.

4. Emploi, chômage et population active dans la zone euro

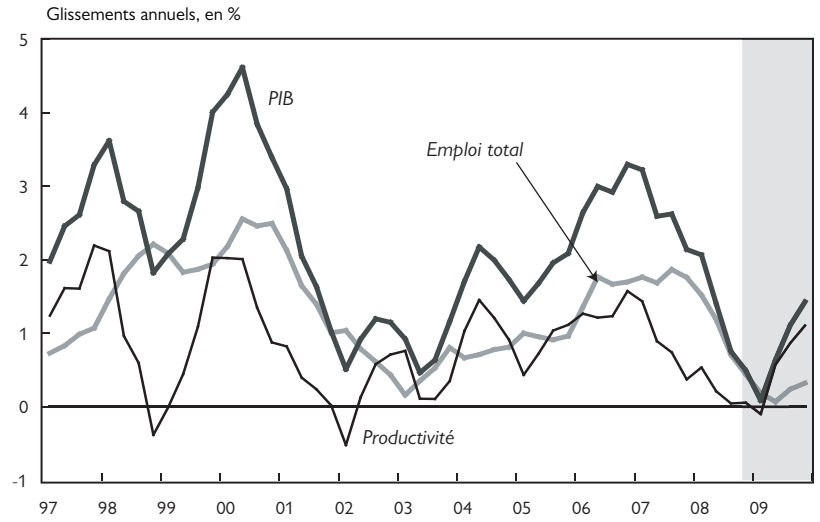


Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

Ensuite, ce ralentissement de l'emploi a lui-même suivi celui de la croissance avec deux trimestres de retard et les gains de productivité ont chuté à un rythme quasi nul à la mi-2008 (graphique 5). En prévision, le cycle de productivité devrait s'inverser : l'accélération de la croissance (glissement annuel de 1,4 % fin 2009, après 0,5 % fin 2008) permettrait de restaurer la productivité, mais l'emploi croîtrait toujours au ralenti (glissement annuel de 0,3 % fin 2009, après 0,4 % fin 2008).

Le cycle de productivité est marqué par un secteur spécifique : le bâtiment. À l'exclusion de l'Allemagne, ce secteur a connu une forte expansion en Europe depuis 1998 et un net ralentissement début 2007 : la valeur ajoutée est passée d'un rythme moyen de 3,3 % à 1,6 % (tableau 2). Ce ralentissement a engendré une dégradation de la productivité particulièrement forte dans cette branche (glissement annuel de – 0,6 %) et l'ajustement de l'emploi devrait donc y être plus fort, du moins pour les pays ayant accumulé des déséquilibres. Ce n'est pas le cas de l'Allemagne, mais la France et l'Italie voient leurs gains de productivité devenir fortement négatifs depuis début 2007 (respectivement – 2,5 % et – 1,6 %). En Espagne, l'ajustement de l'emploi a déjà commencé et les gains de productivité dans le bâtiment ont au contraire accéléré début 2008, mais la forte dégradation de l'emploi dans le bâtiment se poursuivrait tout de même en raison de l'effondrement attendu de la FBCF logement.

5. Ajustement de l'emploi et cycle de productivité



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

2. Cycle de productivité dans le bâtiment

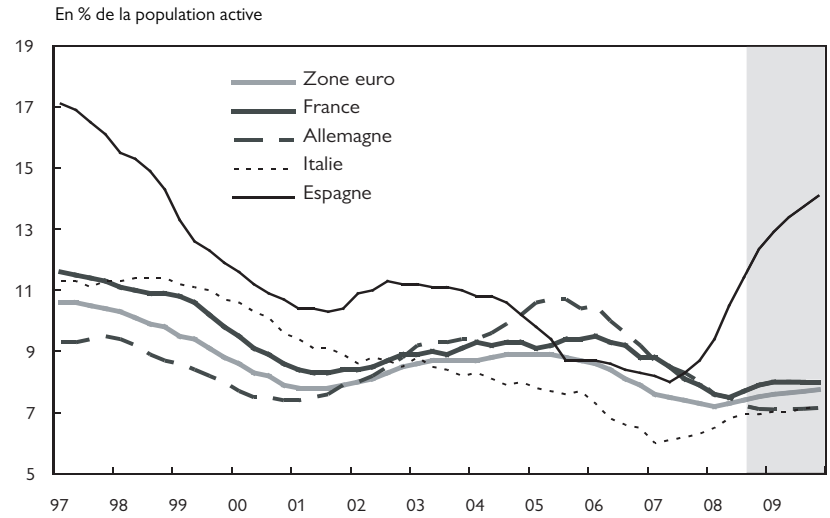
Glissements annuels moyens, en %

	1998q1-2007q1			2007q2-2008q2		
	Valeur ajoutée	Emploi	Productivité	Valeur ajoutée	Emploi	Productivité
Zone euro (4)	3,3	2,2	1,1	1,6	2,2	– 0,6
Allemagne	– 2,8	– 3,3	0,4	1,0	0,0	1,0
France	2,0	2,3	– 0,2	2,1	4,7	– 2,5
Italie	2,4	2,2	0,2	0,6	2,2	– 1,6
Espagne	6,1	7,5	– 1,2	2,0	1,2	1,0

Note : Pour la France, les intérimaires travaillant dans le bâtiment ont été réintégrés dans l'emploi du bâtiment.
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

En conséquence, nous prévoyons une plus forte hétérogénéité des situations des marchés du travail : alors que le taux de chômage poursuivrait sa décrue en Allemagne, il remonterait ainsi fortement en Espagne, modérément en France et en Italie (graphique 6). Cette hétérogénéité est renforcée par des dynamiques démographiques différentes : en 2009, la population active connaîtra une croissance de 0,1 % en Allemagne, de 0,2 % en France, de 1 % en Italie et de 2,4 % en Espagne. Au niveau de la zone euro agrégée, le taux de chômage remonterait de 7,3 % mi-2008 à 7,7 % fin 2009.

6. Taux de chômage harmonisés des grands pays de la zone euro



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

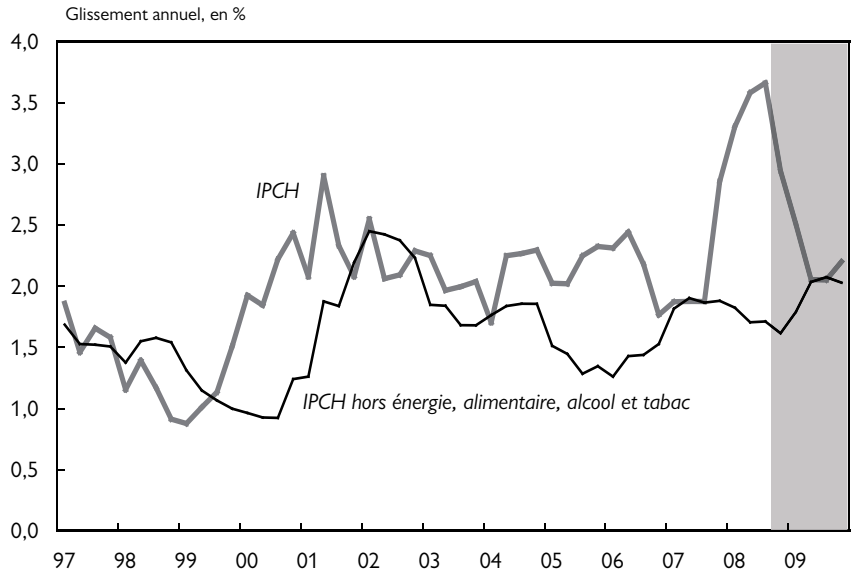
Effet de ciseau sur l'inflation

Depuis la mi-2007, la zone euro a connu une poussée d'inflation qui a culminé à 3,6 % au deuxième trimestre 2008 (graphique 7). Ce haut niveau d'inflation s'explique essentiellement par les évolutions du prix de l'énergie et de l'alimentation (glissements annuels de 13,0 % et 5,6 % au deuxième trimestre 2008), l'indice moyen des prix des autres produits ayant ralenti sur cette même période.

En prévision, nous supposons que les prix alimentaires reviendraient à leur rythme tendanciel observé depuis 2000 (2,9 % par an) et que le prix du baril en dollar se stabiliserait à 100 dollars (69 euros selon notre prévision de taux de change euro/dollar). L'élasticité entre le taux de croissance du prix de l'énergie et de celui du prix du pétrole est alors estimée à 0,2. Avec une telle élasticité, la stabilisation du prix du pétrole se traduirait par une forte décélération du prix de l'énergie (glissement annuel de 2,0 % fin 2009).

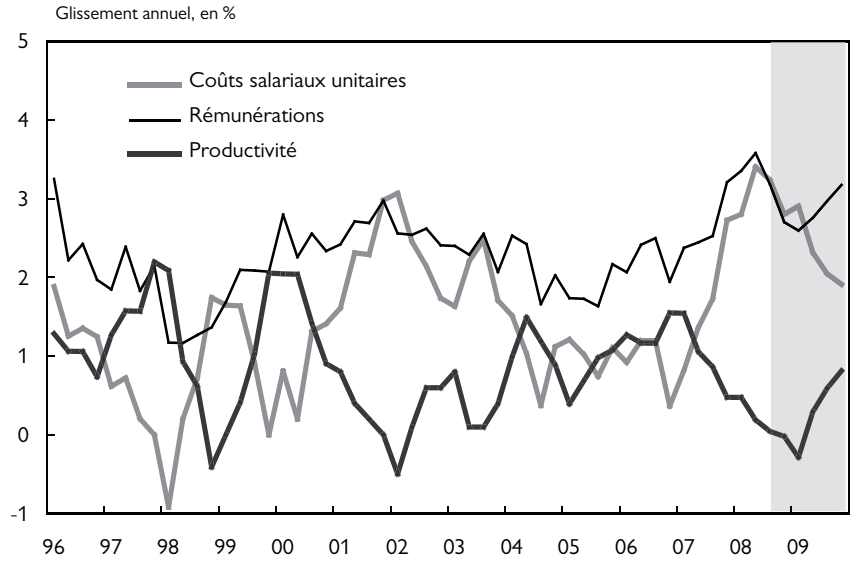
Du côté des autres biens et services, par un effet de ciseau, les prix pourraient au contraire connaître une accélération. En effet, les coûts salariaux unitaires ont nettement accéléré (glissements annuels de 3,2 % au deuxième trimestre, graphique 8). Les prix à la production de l'industrie manufacturière ont également connu une progression historique (7,2 % en juillet 2008, en glissement annuel).

7. Inflation et inflation sous-jacente



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

8. Coûts salariaux unitaires, rémunérations et productivité



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2008.

Ces deux facteurs ne sont pas encore transmis aux prix à la consommation, en raison d'une contraction des marges dans le secteur des biens de consommation [1]. Selon notre scénario, les entreprises finiraient par ajuster leurs prix avec retard pour restaurer leur marge. Cela se traduirait par une accélération de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) qui passerait, en glissement annuel, de 1,7 % au deuxième trimestre 2008 à 2,0 % fin 2009. Cet ajustement freinerait légèrement la baisse de l'inflation globale dont le glissement annuel reviendrait à 2,2 % fin 2009.

Entreprises : on connaîtra la crise

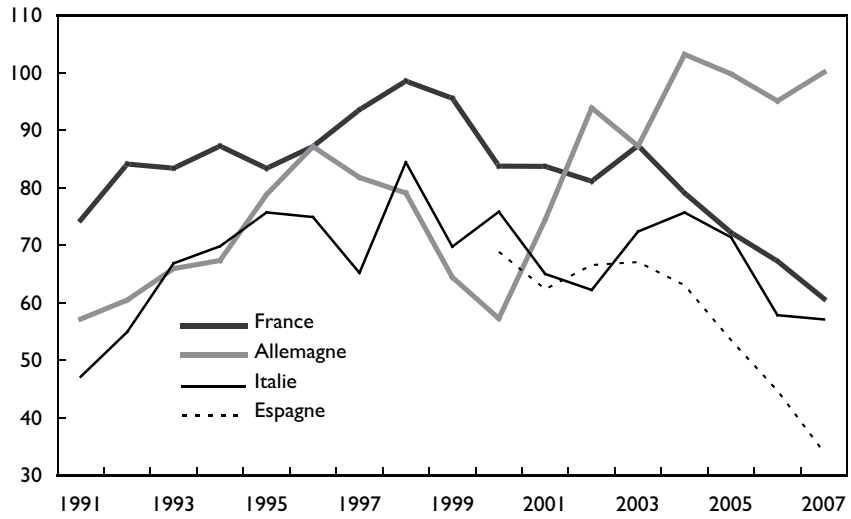
En constante accélération depuis l'année 2003, l'investissement productif dans la zone euro a marqué une légère flexion au deuxième trimestre 2008 en ligne avec l'évolution des composantes stables de la demande (consommation privée et exportations). Faut-il voir dans cet arrêt de l'accumulation les premiers signes de la fin d'un cycle long de l'investissement et la remise en cause des comportements récents d'investissement face à la dégradation des anticipations d'évolution de la demande et au durcissement des conditions d'emprunt ? Notre prévision table sur la poursuite de l'ajustement à la baisse de la FBCF productive pour l'année 2008 (+ 2,2 %), qui, par un effet d'acquis, impliquerait une contraction en 2009 (– 0,2 %) en dépit de la reprise de l'investissement. L'accumulation de capital productif épuiserait progressivement sa contribution positive à la croissance (de 0,6 point en 2007 à 0 point en 2009) se dégradant davantage que l'évolution de l'accélérateur le suggérerait. Aux contraintes de demande s'ajouteraient en effet des contraintes d'offre, combinant à la fois un besoin de financement élevé et une capacité de recours aux ressources externes diminuée par la concurrence sur le marché du crédit, prévisible dans cette phase du cycle, mais aggravée par les tensions sur les marchés financiers.

Bien qu'hétérogène, à la fin 2007 la situation économique des entreprises dans les grands pays de la zone euro était assez dégradée. Les sociétés non financières montrent une santé de fer en Allemagne, présentant une très forte hausse du taux de marge et de la rentabilité économique, qui a permis la progression de la profitabilité dans un contexte de durcissement monétaire. En revanche, en France, en Italie et en Espagne, la situation est plus détériorée. Si, en France, les taux de marge et de rentabilité se sont maintenus sur des niveaux assez élevés, la profitabilité s'est réduite et le taux d'épargne des SNF a baissé pour la quatrième année consécutive. En Italie, l'année 2007 a été marquée par une moindre détérioration du taux de marge, de la rentabilité du capital

1. Ce phénomène est observé dans le cas français (voir dans ce dossier « France : Entrée dans le tunnel ? »).

et du taux d'épargne ininterrompue depuis 2002. En Espagne, le maintien d'un taux de marge élevé n'a pas empêché la très forte chute du taux d'épargne. Une des causes de ces évolutions est à rechercher dans le poids des charges d'intérêts, qui a fortement crû depuis 2005 pour les entreprises espagnoles et italiennes, un peu moins pour les françaises. Le stock de dette bancaire en pourcentage de la valeur ajoutée a plus que doublé en Espagne, a cru entre 20 % et 30 % respectivement en France et en Italie, a baissé de 10 % en Allemagne depuis 2000. Mais les moindres charges d'intérêt n'expliquent pas entièrement le différentiel entre l'évolution du taux d'épargne de la France et celui de l'Allemagne, qui au contraire s'est fortement redressé en 2007. Ce différentiel se creuserait davantage si l'on ne prenait pas en compte la plus forte contribution des dividendes reçus en France. Ces flux de dividendes reçus par les entreprises françaises améliorent leur solde des revenus primaires et compensent le moindre excédent brut d'exploitation généré par rapport aux entreprises allemandes. Leur gestion financière a donc permis de compenser la gestion opérationnelle moins excédentaire en exploitant les possibilités de rachat par effet de levier (*leveraged buy-out*, LBO), rendues possibles par le caractère accommodant par le passé de l'environnement monétaire et encouragées par la forte rentabilité exigée par les marchés. En dépit de ces opérations, l'épargne des entreprises en France s'est montrée de moins en moins suffisante pour financer l'investissement. Depuis 2004, la baisse du taux d'autofinancement y est plus marquée qu'en Italie, mais moindre qu'en Espagne où l'accumulation de capital a été plus dynamique (graphique 9).

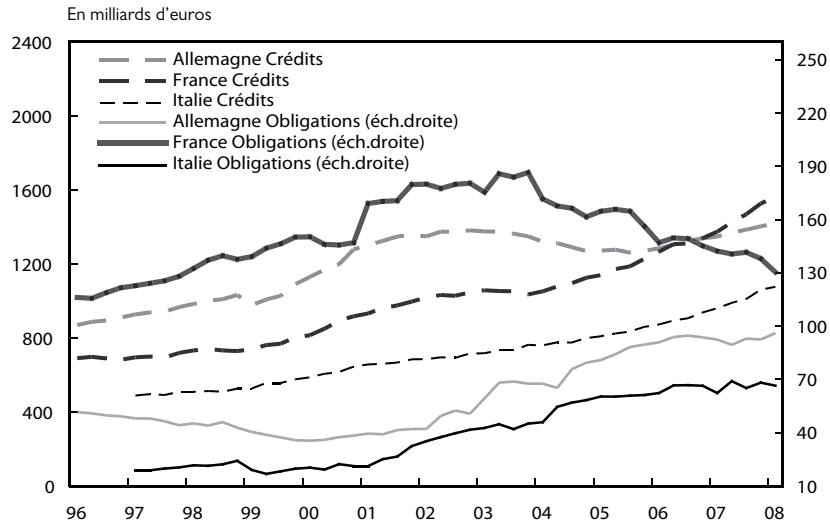
9. Taux d'autofinancement des sociétés non financières



Sources : Instituts nationaux des statistiques, calculs OFCE.

Si l'on excepte l'Allemagne, cette fragilité de la capacité de financement des sociétés non financières dans la zone euro pourrait mordre sur l'investissement, en cas de retournement des rentabilités relatives des actifs ayant permis l'effet de levier et en cas de concurrence accrue sur les sources de financement. Dans un contexte de renchérissement du refinancement sur le marché interbancaire, les banques ont montré une plus forte propension à l'émission obligataire. Elles concurrenceraient ainsi l'endettement obligataire des entreprises. Le ralentissement des émissions d'obligations des sociétés non financières est déjà visible en France et en Italie et est concomitant avec l'accélération des émissions bancaires (graphique 10).

10. Financement à court et moyen terme des sociétés non financières



Sources : Instituts nationaux de statistiques, calculs OFCE.

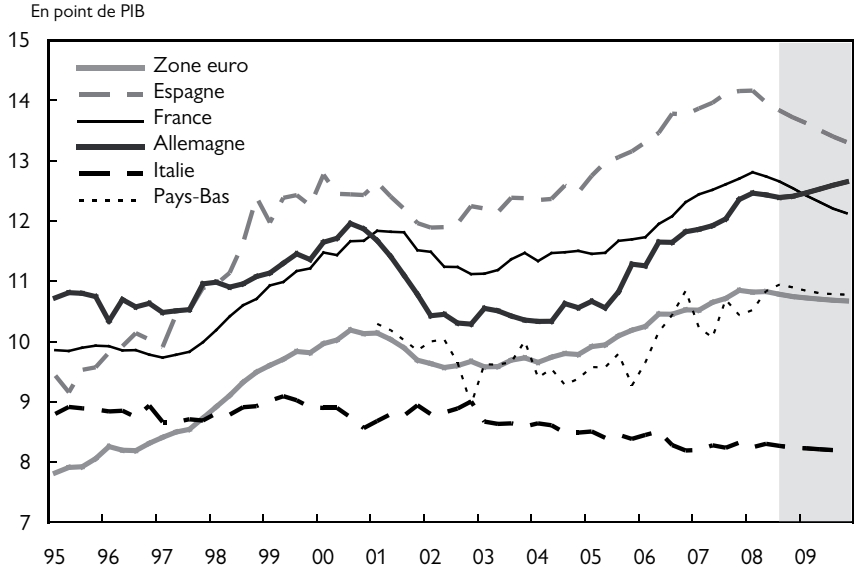
Le tarissement des alternatives de financement obligerait les entreprises à avoir recours à un endettement devenu plus cher et grevant davantage leur capacité à dégager une épargne suffisante pour financer l'investissement. À cet égard, au deuxième trimestre 2008, la France est moins touchée que ses deux partenaires les plus fragiles, par la hausse du coût de l'emprunt et est confrontée à un taux sur les prêts aux entreprises inférieur au taux en vigueur en moyenne dans la zone euro.

Des tensions apparaissent aussi au niveau de la gestion opérationnelle des entreprises des branches marchandes de la zone euro, où une accélération généralisée des coûts salariaux unitaires érode le taux de marge en France, en Allemagne et en Italie au premier semestre 2008 en dépit d'une remonté du déflateur de la valeur ajoutée. Seules les entreprises espagnoles sont parvenues à un transfert total de la hausse

des coûts sur les prix. Le risque d'un phénomène majeur de second tour des poussées inflationnistes passées est écarté dans notre prévision et le retournement du cycle de productivité interviendrait en 2009 pour réduire les pressions sur le taux de marge. Néanmoins l'année 2008 demeure négative pour la profitabilité des sociétés non financières, bien qu'à un degré différent entre les pays et contribue, avec la restructuration du passif, à justifier la correction de la FBCF productive (graphique 11).

La légère contraction du taux d'investissement productif dans la zone euro (– 0,1 point de PIB à l'horizon 2009) s'expliquerait par un fort ajustement à la baisse de l'accumulation du capital en France et en Espagne, par une stabilité de la part de l'investissement dans le PIB en Italie et aux Pays-Bas, par une remontée en Allemagne. Ces différentes évolutions résulteraient à la fois des écarts des situations économiques et financières des entreprises entre pays et de l'inégal positionnement du cycle de l'investissement. En Italie, où la première baisse de la FBCF productive s'est manifestée fin 2006, l'ajustement prendrait fin dès 2008, en l'absence de surcapacité. En Allemagne, où la correction à la baisse du capital productif a été massive après la crise de 2001 et où l'investissement a redémarré plus tardivement, l'accumulation retrouverait les rythmes justifiés par l'accélérateur dès la fin 2008.

11. Taux d'investissement productif



Sources : Instituts nationaux des statistiques, calculs et prévision OFCE octobre 2008.

Commerce extérieur : panne de demande

En phase avec la demande intérieure, le profil des importations a été heurté au premier semestre 2008. D'une croissance trimestrielle de 1,9 % au premier trimestre, elles ont régressé de – 0,4 % au deuxième trimestre. Sous l'effet du ralentissement attendu de la croissance pour la fin de l'année, les importations seraient peu dynamiques sur l'ensemble de l'année 2008, notamment en Italie et en Espagne où elles passeraient respectivement d'une croissance annuelle de 4,0 et 6,2 % en 2007 à – 0,1 et 1,5 % en 2008. L'année 2009 serait marquée par un léger réamorçage et terminerait l'année avec un profil de croissance trimestrielle sur l'ensemble de la zone à 1,1 %.

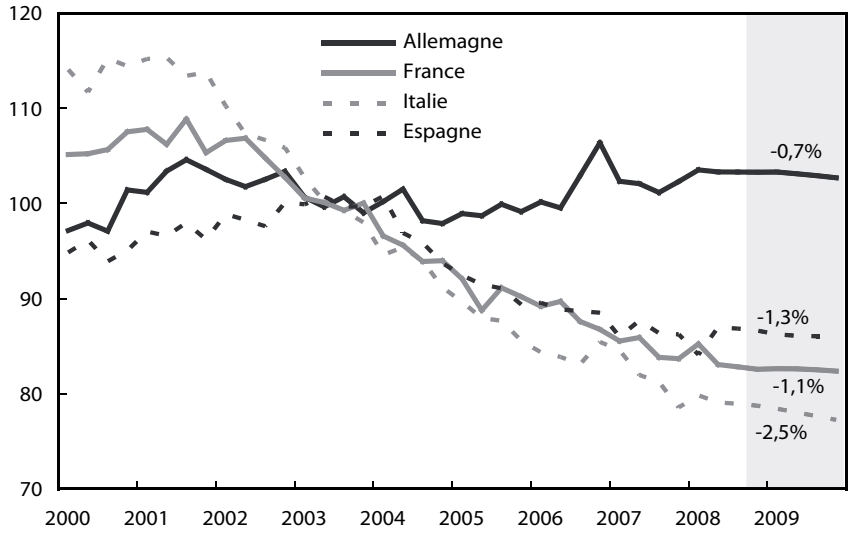
Dans la mesure où une part importante des échanges repose sur le commerce intra-zone, les exportations pâtiraient de la faiblesse de la demande intérieure au sein de la zone euro. Pour l'Espagne, la part dans le commerce des pays de la zone euro atteint presque 60 % [2]. Elles sont respectivement légèrement supérieures à 50 et 45 % pour la France et l'Italie. L'Allemagne est plus ouverte sur l'extérieur avec une part des pays de la zone euro de 43,1 %. Un ralentissement de la demande adressée en provenance de la zone euro est de fait anticipé pour ces quatre pays. En moyenne annuelle, la croissance de la demande adressée issue des pays de la zone euro oscillerait entre 2,1 % en Allemagne et 2,8 % en Italie. La progression des exportations de la zone euro serait nettement ralentie d'autant que la demande adressée des pays non membres de la zone euro n'apporterait pas de réelle bouffée d'oxygène. Le repli par rapport à 2007 est net avec une demande adressée des pays hors zone euro qui n'augmenterait que de 5,5 et 5,4 % en 2008 et 2009 (contre 9,5 % en 2007).

Sur l'ensemble de la zone euro, la croissance des exportations atteindrait 3,5 et 3,7 % en 2008 et 2009. Dans ce contexte, l'Allemagne s'en sortirait mieux que ses partenaires, malgré une croissance des exportations en ralentissement de 7,7 % en 2007 à 5 % en 2008 et 4,6 % en 2009. Il faut néanmoins souligner que, arrivée au terme de sa stratégie de désinflation compétitive qui a permis d'améliorer significativement la situation opérationnelle et financière de ses entreprises, l'Allemagne cesserait de gagner des parts de marché (graphique 12). La hiérarchie entre les quatre grands pays de la zone euro ne s'en trouverait pas pour autant modifiée puisque la France, l'Espagne et l'Italie perdraient des parts de marché entre le premier trimestre 2008 et la fin de l'année 2009, en raison de l'appréciation passée de l'euro et de son maintien selon nos hypothèses à 1,45 dollar. La compétitivité ne se dégraderait plus mais ne serait toujours pas favorable aux pays de la zone euro. L'évolution des parts de marché dans les quatre grands pays de la zone euro serait alors

2. Pondérations calculées pour l'année 2003.

globalement conforme aux élasticités-prix des exportations estimées [3] respectivement à – 0,43 en Allemagne, – 0,71 en France, – 0,78 en Espagne et – 2,4 en Italie.

12. Évolution des parts de marché en volume des principaux pays de la zone euro



Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2008.

3. Blot Christophe et Marion Cochard (2008) : « L'énigme des exportations revisitée », *Revue de l'OFCE*, n° 106, juillet 2008.

L'indicateur avancé pour la zone euro : poursuite de la dégradation *

Le rebond surprise de la croissance au premier trimestre 2008, 0,7 %, n'a été qu'un baroud d'honneur après l'accumulation de signaux de retournement conjoncturel au fil de l'année 2007. La croissance s'est en effet brutalement affaissée au deuxième trimestre 2008, avec un recul du PIB de 0,2 %. Cette dégradation avait été anticipée par l'indicateur qui entrevoyait la possibilité d'un taux de croissance négatif au deuxième trimestre.

Selon les prévisions de l'indicateur, la zone euro devrait traverser une récession sévère, avec des reculs du PIB de 0,4 et 0,5 % dans la seconde moitié de 2008. À la déprime des ménages – traduite par l'effondrement de l'indice de confiance des consommateurs depuis la seconde moitié de 2007 sous l'effet du regain d'inflation – s'ajoutera maintenant l'accélération de la dégradation du climat des affaires dans l'industrie et le bâtiment depuis le printemps.

Le scénario de croissance de la zone euro pour la seconde moitié de 2008 (- 0,1 et + 0,1 % chaque trimestre) n'a pas retenu ces prévisions. D'abord parce que l'indicateur a sous-estimé la croissance de 0,3 point en moyenne depuis la seconde moitié de 2007, ce qui incite au minimum à redresser les prévisions initiales (- 0,4 %) d'un montant égal à cet écart. Ensuite, parce que l'indicateur de confiance des ménages, extrapolé pour le quatrième trimestre, n'intègre pas les perspectives de retombée de l'inflation qui devraient entraîner une amélioration du moral des consommateurs. Enfin, parce que la prévision pour la zone euro est élaborée en agrégeant les prévisions nationales qui, d'un point de vue structurel, apparaissent chacune moins négatives que celle issue de l'indicateur.

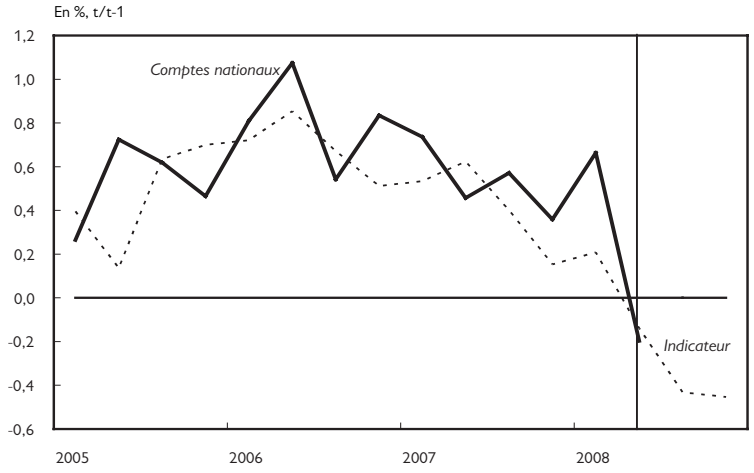
Taux de croissance du PIB observé et prévu

En % ,t-1

	2007T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2008T4
Eurostat	0,6	0,4	0,7	-0,2	-	-
Indicateur	0,4	0,2	0,2	-0,1	-0,4*	-0.5*

* Prévisions de l'indicateur.

Taux de croissance trimestriel du PIB



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

* Pour une présentation de la méthodologie de l'indicateur, voir Charpin F., « Indicateur à court terme de la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 83, octobre 2002, pp. 229-242.

3. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2007				2008				2009				2006	2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	– 0,2	– 0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	1,1	0,8
Consommation des ménages	0,0	0,7	0,4	0,2	0,0	– 0,2	– 0,1	0,2	0,2	0,4	0,3	0,4	2,0	1,6	0,4	0,8
Consommation publique	1,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,3	1,8	1,9
FBCF totale, dont :	1,0	0,1	0,9	1,1	1,5	– 1,2	– 0,9	– 0,5	– 0,1	0,1	0,2	0,2	5,9	4,3	0,9	– 1,0
FBCF productive	0,7	1,7	1,2	1,6	0,4	– 0,1	– 0,5	– 0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	6,9	5,2	2,2	– 0,2
FBCF construction totale, *dont* :	1,3	– 1,1	0,7	0,7	2,4	– 2,0	– 1,4	– 0,7	– 0,3	– 0,2	– 0,1	– 0,1	5,0	3,5	0,6	– 2,3
FBCF logement	0,9	– 1,6	0,4	0,5	2,3	– 3,3	– 1,9	– 1,0	– 0,6	– 0,4	– 0,3	– 0,3	6,2	2,4	– 1,2	– 3,6
Exportations de biens et services	0,6	1,3	1,8	0,4	1,8	– 0,4	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	8,1	6,1	3,5	3,7
Importations de biens et services	1,3	0,8	2,2	– 0,4	1,9	– 0,4	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	8,0	5,5	2,9	3,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,1	0,3	– 0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,3	0,3
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	– 0,2	– 0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	2,8	2,3	0,8	0,6
Variations de stocks	0,6	– 0,2	0,2	– 0,4	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Commerce extérieur	– 0,3	0,2	– 0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,6	3,7	3,0	2,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,4	2,1
Taux de chômage, au sens du BIT	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	8,3	7,5	7,4	7,7
Solde courant, en points de PIB													0,0	0,3	– 0,3	– 0,2
Solde public, en points de PIB													– 1,5	– 0,8	– 1,5	– 2,0
Impulsion budgétaire													– 1,0	– 0,5	0,3	– 0,1
PIB USA	0,0	1,2	1,2	0,0	0,2	0,7	– 0,2	– 0,2	0,0	0,2	0,3	0,6	2,8	2,0	1,4	0,4

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2008.