Zone euro : croissance sous contraintes *

Perspectives 2010-2011 pour l'économie européenne

OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po
Département analyse et prévision

Après deux trimestres consécutifs de croissance positive en 2009, la zone euro est techniquement sortie de la récession, même si, sur l'ensemble de l'année, le PIB est en recul de 4 %. Ce retour de la croissance fut principalement initié par le commerce extérieur – notamment en Allemagne et aux Pays-Bas – et par la contribution des stocks (en France et en Italie) tandis que la demande intérieure peine à retrouver un dynamisme en raison d'une consommation atone et d'un ajustement de l'investissement qui n'est toujours pas terminé. Tous les pays n'ont cependant pas repris le chemin de la croissance puisque l'Espagne et l'Irlande étaient encore en récession fin 2009. En outre, les difficultés budgétaires rencontrées par la Grèce pourraient plonger la zone euro dans une nouvelle crise, sans doute plus institutionnelle que politique. Enfin, la croissance du PIB est encore insuffisante pour entraîner une amélioration de l'emploi, d'autant que les entreprises en profitent essentiellement pour redresser leur productivité qui avait fortement baissé – sauf en Espagne – au plus fort de la crise. De fait, le taux de chômage a crû de 0,6 point au cours du deuxième semestre 2009 pour atteindre 9,9 %. La stabilisation prendrait encore quelques trimestres et en 2011, le taux de chômage toucherait encore 10,3 % de la population active. Bien que modéré, le retour de la croissance se confirmerait mais l'investissement productif tarderait à redémarrer du fait de capacités de production excédentaires tandis que la consommation serait entravée par les mauvaises perspectives d'emploi. Surtout, la croissance serait contrainte par l'ajustement budgétaire qui s'annonce dès 2010 dans certains pays – notamment en Espagne – et surtout en 2011 pour l'ensemble de la zone. Le PIB progresserait alors de 0,9 % en 2010 et de 1,6 % en 2011, principalement grâce aux contributions positives des stocks et du commerce extérieur.

* Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot, Christine Rifflart et Yasser Yeddir Tamsamani.

1. Vue d'ensemble

Avec deux trimestres consécutifs de croissance positive du PIB (0,4 % au troisième trimestre 2009 et 0,1 % au quatrième 2009), la zone euro est techniquement sortie de la récession en fin d'année 2009. Pour autant, tous les ajustements n'ont pas encore été réalisés et la situation critique de certains pays, la Grèce en tête, pourrait bien plonger la zone dans une nouvelle étape de la crise, cette fois-ci budgétaire et politique. Sur l'ensemble de la zone, la reprise fut principalement tirée par les stocks et le commerce extérieur, dont les contributions s'élèvent respectivement à 0,5 et 0,3 point de croissance sur les deux derniers trimestres de l'année 2009. Au cours de ce semestre, la demande intérieure diminuait de 0,1 % (T3 2009) et 0,2 % (T4 2009) malgré le soutien apporté par les politiques budgétaires. Le revenu disponible brut (RDB) des ménages s'est maintenu, grâce à l'augmentation des prestations sociales (+ 1,9 % au troisième trimestre) qui est venue compenser la baisse de la masse salariale observée depuis le premier trimestre 2009. Mais le contexte économique a plutôt incité à l'épargne – le taux d'épargne augmentait encore de 0,4 point au troisième trimestre, atteignant 15,7 % du RDB – qu'à la consommation qui reculait de 0,2 % au troisième trimestre puis stagnait en toute fin d'année. Malgré des conditions de financement très favorables et une meilleure orientation des enquêtes sur les conditions de crédits des banques, les entreprises ne se sont pas lancées dans un mouvement de rattrapage de l'investissement. Les capacités de production inutilisées sont encore telles que tout investissement supplémentaire apparaît superflu. La FBCF (Formation brute de capital fixe) totale s'est donc inscrite en recul pendant la deuxième partie de l'année et le taux d'investissement baissait encore de 0,4 point. Finalement, seul le commerce extérieur a retrouvé le chemin de la croissance. Tirées par une demande mondiale en hausse de 4,6 et 2,8 % aux troisième et quatrième trimestres 2009, les exportations ont progressé à un rythme moyen de 2,3 % alors que les importations augmentaient de 1,8 % en moyenne.

Toutefois, les enchaînements varient d'un pays à l'autre. Le commerce extérieur a constitué le principal facteur de soutien à l'activité en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique et en Autriche ; alors qu'en France, en Italie et au Portugal, ce sont les stocks qui ont favorisé la reprise, la contribution de l'extérieur restant négative. Enfin, certains pays sont toujours techniquement en récession. Il s'agit en premier lieu de l'Espagne et de l'Irlande où l'ajustement dans le secteur de la construction est bien plus marqué que dans les autres pays de la zone euro. En Grèce, la crise économique s'est muée en crise budgétaire profonde avec un déficit qui atteindrait 12,7 % du PIB en 2009. Reflet de cette nouvelle crise, la prime de risque sur la dette publique grecque – mesurée par l'écart avec le taux obligataire public allemand – a fortement augmenté en début d'année 2010 passant de 0,7 point en moyenne sur 2008 à 3,5 points en mars 2010 (tableau). Bien que moindres, les primes de risque

ont également augmenté en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie mais sont restées stables dans les autres pays de la zone euro.

Tableau 1 : Taux longs publics et primes de risque dans la zone euro

En %, en points

	Mars 2010	Ecart Allemagne	Moyenne 2008	Ecart Allemagne
Allemagne	3,1		4,0	
Autriche	3,3	0,2	4,3	0,2
Belgique	3,6	0,5	4,4	0,4
Finlande	3,2	0,1	4,2	0,2
France	3,3	0,2	4,2	0,2
Grèce	6,3	3,1	4,8	0,7
Irlande	4,6	1,5	4,4	0,4
Italie	4,0	0,9	4,6	0,6
Pays-Bas	3,2	0,1	4,3	0,2
Portugal	4,1	1,0	4,5	0,5
Espagne	3,8	0,7	4,4	0,3

Source : Datastream.

En France, le recul de l'activité (- 2,2 %) est plus faible que dans les autres pays. Il est principalement lié au déstockage et à l'ajustement de l'investissement. En Allemagne, la dépendance au commerce extérieur et l'exposition au cycle d'investissement international ont fait plonger le PIB de 4,9 %. Parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Italie aura réalisé une plus mauvaise performance, le PIB – principalement la demande intérieure – reculant de 5,1 %. En Espagne, le PIB a baissé de 3,6 % en 2009. Toutes les composantes de la demande intérieure y sont en recul entraînant un effondrement des importations. Cette baisse des importations, beaucoup plus importante que celle des exportations, contribue positivement à la croissance en 2009 (3,9 points). Un redémarrage de la demande domestique réduira cette contribution en 2010 et 2011 mais le commerce extérieur continuera à soutenir la croissance par le biais cette fois-ci d'une accélération des exportations.

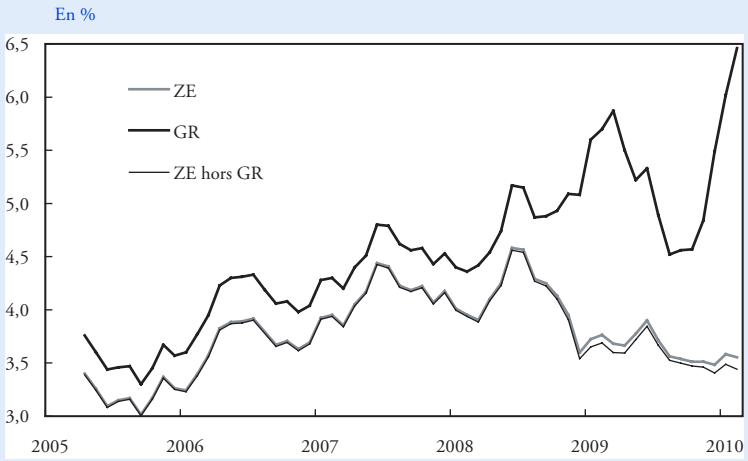
Pour l'ensemble de la zone euro, la récession atteint 4 % en 2009 après une progression du PIB de seulement 0,5 % en 2008. La chute de l'investissement atteint 11 % et l'effondrement du commerce mondial se traduit, dans la zone euro, par un recul respectif des exportations et des importations de 13,2 et 11,8 % sur l'année.

Malgré le retour de la croissance en fin d'année, le chômage a poursuivi sa hausse. En effet, après le recul de la productivité au plus fort de la crise dans la plupart des pays – l'Espagne constituant l'exception la plus notable – les entreprises ont répondu au rebond de l'activité sans pour autant cesser de détruire des emplois.

Le taux de chômage a donc de nouveau crû de 0,6 point en deuxième partie d'année pour atteindre 9,9 %, avec un contraste important entre l'Allemagne, où le chômage au sens du BIT est stabilisé mais seulement en raison des dispositifs de chômage partiel, et l'Espagne, où le taux de chômage approchait 19 % en fin d'année, en raison notamment d'une baisse de près d'un million d'emplois dans le secteur de la construction. Il est peu probable que la hausse prenne fin à court terme dans la mesure où le niveau de productivité est le plus souvent encore inférieur à la tendance de long terme. Tant que le cycle de productivité ne sera pas refermé, la crise de l'emploi ne sera pas terminée. À nouveau, l'Espagne pourrait se démarquer de ce scénario global puisqu'à l'inverse des autres pays de la zone euro, la productivité avait augmenté pendant la phase la plus aiguë de la crise et pourrait donc se stabiliser ou baisser pendant la reprise.

Autre élément reflétant la rémanence de la crise : la situation des finances publiques. Sous l'effet des plans de relance et des mécanismes de stabilisation automatique, les déficits budgétaires se sont nettement accrus en 2009, donnant prise à de nouvelles spéculations sur la capacité de certains Etats membres à rembourser leur dette et de fait à lever des fonds à court terme. Pour l'instant, la Grèce en est la principale victime et aucun phénomène de contagion à la zone euro dans son ensemble n'est observé puisque le taux obligataire de la zone pondéré par les encours de dette publique a continué à baisser (graphique 1). Probablement que la situation budgétaire de la Grèce a provoqué des réallocations de portefeuille à l'intérieur de la zone euro. Souhaitant conserver des positions sans risque en euro, les investisseurs – notamment les investisseurs institutionnels – ont cédé des actifs obligataires dont la note était dégradée pour se repositionner sur des actifs sans risque ou tout du moins perçu comme tel par les agences de notation.

Graphique 1 : Taux publics en Grèce et dans la zone euro

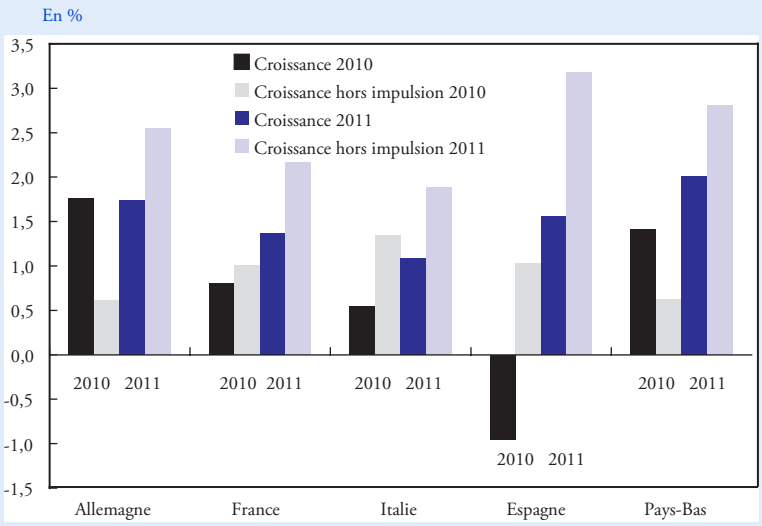


Note : Le taux zone euro est pondéré par la dette publique brute 2008.
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE, avril 2010.

Il reste que la crise grecque révèle les carences de la construction européenne et l'incapacité des pays de la zone euro à trouver rapidement une solution qui permettrait aux Etats membres d'échapper à la spéculation sur la dette publique et de pouvoir financer leur déficit à des taux non prohibitifs. La coordination budgétaire repose en effet sur le seul principe qu'un seuil de déficit était le meilleur rempart contre le risque supposé de solvabilité. Pour des raisons en partie différentes, la dégradation très forte des déficits en Grèce, en Espagne, au Portugal ou en Irlande montre que le Pacte de stabilité est dépassé et surtout impuissant contre la spéculation qui met aujourd'hui en danger les pays de la zone euro les plus fragiles. Le vrai risque n'est effectivement pas tant celui d'un défaut souverain que celui d'une augmentation excessive du coût de financement de certains Etats membres, grevant encore un peu plus les finances publiques et contraignant de fait les dépenses et les investissements.

Par ailleurs, la question de la correction des déficits se pose et la Commission, attachée au respect des règles du Pacte de stabilité, invite les Etats membres à préciser les modalités du retour à l'équilibre des finances publiques. Des ajustements sont donc au programme et ils pèseront sur les performances des pays de la zone euro (graphique 2) en 2010 et surtout en 2011. La Grèce a d'ores et déjà annoncé des mesures drastiques de réduction des déficits budgétaires. En Espagne, l'impulsion budgétaire négative cumulée atteindrait 3,5 points de PIB, avec notamment une hausse de la TVA de 2 points prévue en juillet 2010. Néanmoins, en 2010, l'Allemagne et les Pays-Bas continueraient à soutenir la croissance du fait de l'étalement des plans de relance adoptés en 2009.

Graphique 2 : Impulsions budgétaires et croissance



Source : Calculs et prévision OFCE, avril 2010.

Les mesures mises en œuvre outre-Rhin apporteront notamment un soutien temporaire à la consommation des ménages mais l'effet devrait être de courte durée. Le faible dynamisme des salaires continuera à peser sur la demande interne et la consommation des ménages resterait en recul de 0,1 % en 2010 avant de croître à un rythme trimestriel compris en 0,1 et 0,2 % en 2011. Il reste que, en 2011, tous les pays s'engageraient sur le chemin de la rigueur et afficheraient en conséquence des impulsions budgétaires négatives.

Même si sur l'ensemble de la zone euro, on ne devrait pas observer une nouvelle baisse du PIB, la reprise de la croissance sera néanmoins progressive et s'effectuera sur un rythme trimestriel inférieur à 0,5 % jusqu'au milieu de l'année 2011. L'investissement tarderait à redémarrer du fait des capacités de production excédentaires. Le recul de la FBCF se poursuivrait pendant le premier semestre 2010 et même sur l'ensemble de l'année en France (- 4,9 %). La consommation des ménages serait peu dynamique, augmentant de 0,3 % en 2010 et 1,0 % en 2011. La consommation publique serait réduite du fait de l'ajustement budgétaire, passant d'une croissance annuelle de 2,2 % en 2009 à 0,9 et 0,7 % en 2010 et 2011. L'essentiel de la contribution à la croissance viendrait à nouveau des stocks (+0,5 point en 2010) et du commerce extérieur (respectivement +0,5 et +0,4 en 2010 et 2011) pour une croissance du PIB attendue à 0,9 % en 2010 et 1,6 % en 2011. Le chômage n'entamerait une décrue qu'en fin d'année 2011 et, en moyenne sur l'année, il serait de 10,3 %, un niveau que n'avait pas connu la zone euro depuis 1997. Dans ces conditions, l'inflation resterait largement maîtrisée avec un sous-jacent contraint par le niveau élevé du chômage. Néanmoins, avec la remontée du prix du pétrole, aux environs de 100 dollars fin 2011, l'inflation – mesurée par l'IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisé) – serait en légère hausse en 2010 (1,1 %) et en 2011 (1,5 %). Toutefois elle resterait maîtrisée.

Consommation : profil bas

Après une croissance de 0,4 % en 2008, la consommation des ménages de la zone euro a fléchi de 1 % en 2009, ne témoignant d'aucune amorce de reprise au fil du temps, à la différence du PIB qui après une baisse de 4 % sur l'ensemble de l'année, est reparti au deuxième semestre. Le mouvement de baisse très marqué entre le deuxième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009 s'est néanmoins sensiblement infléchi au cours des trimestres suivants. Après une contraction de 1,4 % sur la première période, la consommation des ménages tend à se stabiliser avec une baisse de 0,1 % en moyenne sur les trois derniers trimestres de 2009.

Cette atonie masque pourtant des dynamiques très différentes selon les pays. Ainsi, la France est, avec l'Autriche, le seul pays qui, à l'exception du début 2008, n'a pas connu de repli de la consommation pendant la crise et, en fin d'année, affiche une nette accélération de la consommation (1 % par rapport au trimestre précédent), tirée en partie par l'extinction progressive des mesures de prime à la casse, annoncée à partir de décembre 2009. Au quatrième trimestre 2009, la croissance sur un an est de respectivement 1,5 % et 1,1 % pour chacun des pays. Le

Portugal puis la Finlande et plus récemment l'Espagne affichent une reprise de la consommation relativement forte, soutenue là aussi par la mise en place des mesures de soutien à l'achat de véhicules neufs, après un recul très marqué : sur un an, la consommation en Espagne a reculé de 3,4 %. Après de bonnes performances aux deuxième et troisième trimestres 2009, l'Italie, la Grèce et la Belgique ont vu leur consommation reculer légèrement en fin d'année. Enfin, les Pays-Bas, l'Irlande et l'Allemagne enregistrent un repli très net de la consommation des ménages au deuxième semestre après un premier semestre plutôt favorable, ce qui concorde une nouvelle fois l'introduction en janvier et l'arrêt en septembre 2009 des primes à la casse en Allemagne.

Ces évolutions illustrent notamment des situations très hétérogènes en matière de revenus et de pouvoir d'achat. Si l'on s'en tient aux quatre plus grands pays de la zone euro, les ménages ne sont pas nécessairement exposés aux mêmes situations. En France, la consommation des ménages s'appuie sur un revenu disponible nominal qui a augmenté régulièrement et plus vite qu'ailleurs en 2009 tandis que le prix des dépenses privées a stagné sur l'ensemble de la période (- 0,2 % en glissement au quatrième trimestre). Cette situation, particulièrement profitable aux ménages français, leur a permis de financer leurs dépenses de consommation tout en restant très prudents : le taux d'épargne a augmenté de 0,7 point en un an, pour atteindre 16,3 % au quatrième trimestre 2009. En Espagne, la violence de la crise a atteint les ménages avec une sévérité particulière. Confrontés à un endettement excessif et à une explosion du chômage, les ménages espagnols ont poursuivi leur ajustement en réduisant leurs dépenses de consommation et en privilégiant la reconstitution de leur épargne. Ainsi, alors que le revenu progressait en termes réel de 7,2 % entre fin 2007 et le deuxième trimestre 2009, aidé par une désinflation plus marquée que dans les autres pays de la zone euro, le taux d'épargne s'envolait, passant de 10,5 % à 17,6 %, et la consommation des ménages reculait de 6,8 %. Mais au troisième trimestre, la situation s'est retournée : le revenu nominal a baissé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent et l'inflation s'est accélérée. Néanmoins, malgré des conditions financières qui se dégradaient, la consommation des ménages s'est stabilisée au troisième trimestre, avant d'amorcer une reprise en fin d'année. À la différence de la France et dans une moindre mesure de l'Espagne, les revenus des ménages italiens et allemands sont restés relativement stables : deux trimestres de légères hausses suivies de deux trimestres de légères baisses. Dès lors, davantage que l'évolution des revenus, ce sont les différences de comportements d'épargne qui expliquent les différentes performances de la consommation : en Italie, la baisse du taux d'épargne en 2009 a permis une légère reprise de la consommation jusqu'au troisième trimestre, alors qu'en Allemagne, le resserrement du taux d'épargne a conduit à un nouveau recul, après le rebond du premier semestre.

En 2010 et 2011, la consommation des ménages ne devrait plus pénaliser la reprise du PIB de la zone euro. Sa contribution à la croissance, négative ou nulle depuis le printemps 2008 redeviendrait très légèrement positive à partir du

deuxième trimestre 2010, et se renforcerait légèrement un an après. Les dépenses des ménages ne devraient cependant pas dépasser 0,3 % de croissance en 2010 et 1 % en 2011. En France, le revenu des ménages devrait continuer à progresser, moins vite qu'en 2009, mais le taux d'épargne se stabilisant, la consommation pourrait continuer d'augmenter relativement rapidement. Parmi les quatre grands pays de la zone, la France resterait le seul pays où la consommation est la plus dynamique avec 0,9 % de croissance en 2010 et 1,5 % en 2011. L'Italie et l'Espagne afficheraient des scores moyens : 0,4 % et 0,2 % en 2010, respectivement et 0,8 % et 0,9 % en 2011. La consommation des ménages espagnols resterait plombée par des revenus moins dynamique qu'en 2009 (affaiblis notamment par le relèvement de 2 points de TVA à compter du 1er juillet 2010, et un taux d'épargne élevé, bien que stabilisé, tandis que l'Italie pâtirait de nouvelles hausses du chômage en 2010. Enfin, l'Allemagne pourrait continuer à bénéficier du troisième paquet fiscal destiné aux ménages en 2010. Après la chute du second semestre, la consommation devrait repartir en 2010 sur des rythmes assez rapides avant de ralentir en 2011, rattrapée par les mesures d'ajustements budgétaires.

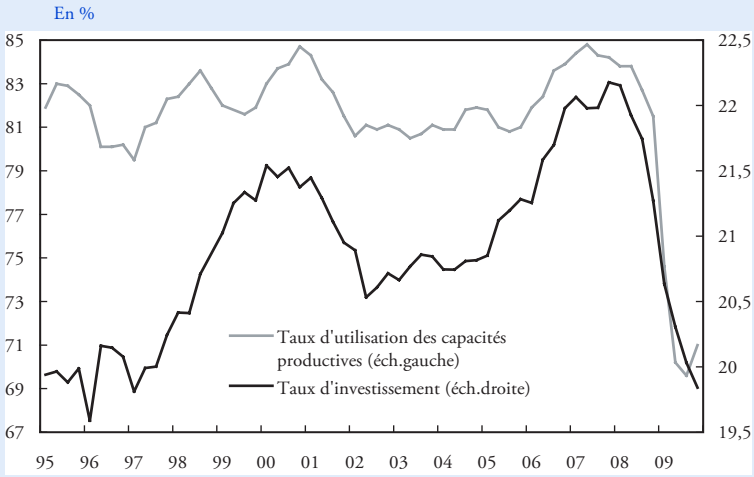
Entreprises : pas de reprise de l'investissement en vue

L'année 2009 a été une année noire pour l'investissement : en zone euro, le niveau d'investissement a baissé de près de 11 % par rapport à l'année 2008. Cette chute s'explique par la faiblesse de la consommation privée, qui a baissé de 1 % par rapport à son niveau de 2008, ainsi que par l'effondrement du commerce extérieur (- 13,2 % en 2009).

Entre janvier 2008 et janvier 2009, alors que le PIB baissait de 5 %, l'investissement, plus volatil, avait sur-réagi à la baisse, selon le principe d'accélérateur. En 2009, l'ajustement s'est poursuivi, et l'investissement productif a chuté de 13,6 %. Dans le même temps, le PIB ayant baissé de « seulement » 2 %, cela s'est traduit par une nouvelle chute du taux d'investissement. Entre fin 2007 et fin 2009, celui-ci a baissé de 2,3 points. Cette baisse du taux d'investissement est allée de pair avec une baisse du taux d'utilisation des capacités productives courant 2009, qui atteint un point bas historique (graphique 3).

À l'horizon de la prévision, le taux d'investissement décroîtrait de 2 % d'ici à la fin 2010. Certes, on attend une reprise du commerce mondial, qui devrait profiter à l'Allemagne en raison de sa spécialisation géographique – elle est davantage tournée vers les pays émergents à forte croissance, comme la Chine. En outre, elle jouit d'une spécialisation sectorielle favorable sur le segment des biens d'équipement et intermédiaires, qui sont les premiers à réagir en cas de reprise cyclique (les exportations allemandes croîtraient de 8,4 % en 2010, après une chute de 14,2 % en 2009). En revanche, la demande domestique reste quant à elle très atone, en raison de l'arrivée à échéance des plans de relance dans la majorité des pays, et les taux d'utilisation des capacités de production sont à des niveaux très bas. L'effet accélérateur de la demande, entraînant une stabilisation de l'investissement, ne se matérialiserait qu'à l'horizon 2011.

Graphique 3 : Taux d'investissement et taux d'utilisation des capacités productives en zone euro



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs des auteurs.

D'après la BCE, le volume des crédits accordés aux entreprises a diminué de 2,7 % entre janvier 2009 et janvier 2010. Cette diminution pourrait s'expliquer par une moindre demande des entreprises. Cela étant, le rejet d'un nombre conséquent de demandes de prêts de la part des PME [1] (25 % des demandes en Espagne, 7 % en France) montre qu'il ne s'agit pas que d'un effet de demande, mais également d'un effet d'offre, qui touche particulièrement les entreprises les plus fragiles (42 % des PME constatent une détérioration de leurs conditions d'accès au crédit). Ces restrictions ont pour conséquence la crainte d'une pénurie du crédit généralisée en zone euro, préjudiciable à la reprise de l'investissement.

Concernant la demande adressée aux entreprises, en glissement annuel, les entrées de commandes ont augmenté de 7 % en zone euro en janvier 2010, avec de grandes disparités nationales (+ 15,3 % en glissement mensuel en Allemagne ; -0,4 % en glissement mensuel pour la France). Au-delà de l'effet sectoriel (l'Allemagne bénéficie de sa spécialisation en biens intermédiaires), il faut y voir un rebond plutôt qu'une réelle dynamique de reprise de la demande.

L'atonie générale ne doit pas occulter la diversité des situations en zone euro. Le rythme et l'ampleur de l'ajustement varient selon les pays : l'ajustement de l'investissement devrait se poursuivre en France et en Espagne en 2010 (baisses respectives attendues de 4,9 % et 3,9 % en 2010), alors que l'ajustement, brutal et

1. Source : Enquête de la Banque centrale européenne sur l'accès au financement des PME au deuxième semestre 2009, enquête menée auprès de 3 657 PME (entreprises employant de 10 à 250 personnes), situées en Allemagne (23 %), Italie (20 %), Espagne (18 %), France (16 %), et dans les autres pays de la zone euro (23 %).

de forte ampleur en 2009, semble terminé en Allemagne (+ 0,8 % en 2010), et très limité en Italie (- 0,8 % en 2010). L'Allemagne tirerait donc son épingle du jeu pour deux raisons : la sensibilité de la demande au commerce extérieur, qui profiterait de la reprise mondiale du commerce, d'une part ; la poursuite des mesures de soutien à la consommation et à l'investissement public d'autre part, par le biais du troisième paquet fiscal (loi d'accélération de la croissance), entré en vigueur début 2010. En France, en revanche, le plan de relance, axé principalement sur l'investissement privé, arrive à échéance. Avec une baisse de l'investissement productif de 7,4 % en 2009, la France était, parmi les grands pays de la zone euro, celui dans lequel l'investissement productif avait le moins chuté, en raison d'une moindre dégradation de la demande intérieure. Cependant, avec la fin du plan de relance, l'investissement s'ajusterait à la baisse en 2010 à cause d'une demande privée atone. Le cas le plus préoccupant demeure l'Espagne, où l'investissement a fondu de 15 % en 2009, pâtissant de l'excès d'endettement des sociétés non financières (le taux d'endettement financier brut des sociétés non financières atteint 400 % en 2009), de l'insuffisance de l'épargne, et de l'incapacité à remplacer la demande intérieure par les exportations.

Emploi : la hausse du chômage se poursuit

Depuis le point bas atteint au premier trimestre 2008 (7,2 %), le taux de chômage n'a cessé de progresser en zone euro, augmentant de près de deux points en 2009. Au dernier trimestre 2009, il atteint 9,9 % de la population active, soit une hausse de 2,7 points par rapport au premier trimestre 2008. Sur les deux dernières années, ce sont quelques 4,4 millions de personnes qui sont venues grossir les rangs du chômage dans la zone euro. Plus de la moitié de cet accroissement est dû à l'Espagne, principalement du fait des destructions d'emploi dans le secteur de la construction. La France et l'Italie complètent la liste, avec respectivement 650 000 et 600 000 nouveaux chômeurs en deux ans (graphique 4).

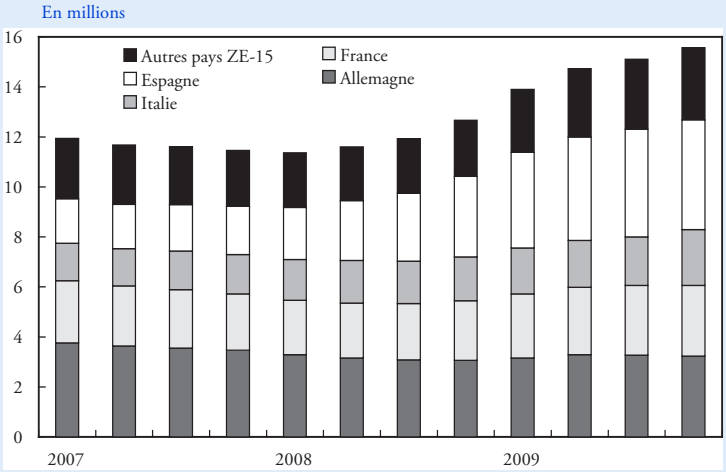
La population active stagne, en raison des effets de flexion, certaines catégories de population, comme les femmes, les jeunes ou les chômeurs découragés, décidant de sortir complètement du marché du travail.

D'après nos prévisions, le chômage augmenterait jusqu'à la fin 2010, franchissant la barre des 10 % pour la première fois depuis 1998, jusqu'au niveau de 10,4 %. Il commencerait ensuite à décroître courant 2011, et les effets de flexion s'estomperaient progressivement, la population active recommençant à croître en 2011.

Si l'on excepte l'Espagne qui connaît une productivité largement supérieure à sa tendance de long terme, l'écart de la productivité à sa tendance dans le secteur marchand, après avoir atteint un creux historique au premier trimestre 2009 (- 3 points en France, - 4,5 en Allemagne et - 5,4 points en Italie), tend à se refermer rapidement. Fin 2009, il est de - 0,45 en France, - 1,9 en Italie, mais encore de - 3,4 en Allemagne (*graphique 5*). Le cycle de productivité s'est largement creusé de la mi-

2008 au début 2009, en raison de la chute de la valeur ajoutée dès le second trimestre 2008, combinée à un niveau d'emploi relativement stable. En revanche, dès le premier trimestre 2009, la productivité s'est redressée sous l'effet de la baisse accélérée du niveau d'emploi. Dès lors, le chômage n'a cessé de progresser. Avec le retour de la croissance et la hausse de la valeur ajoutée au troisième trimestre 2009, la productivité est en passe de revenir à son niveau de long terme. En 2010, ce mouvement devrait se poursuivre. Cela étant, le rétablissement devrait se faire à des rythmes différents selon les pays. En France, la productivité est déjà quasiment revenue au niveau de sa tendance fin 2009. Le profil de rétablissement est le même en Italie et en Allemagne, mais la productivité ayant davantage chuté qu'en France, il faudra attendre jusqu'à la fin 2011 pour retrouver la productivité de long terme.

Graphique 4 : Évolution du nombre de chômeurs dans les grands pays de la zone euro



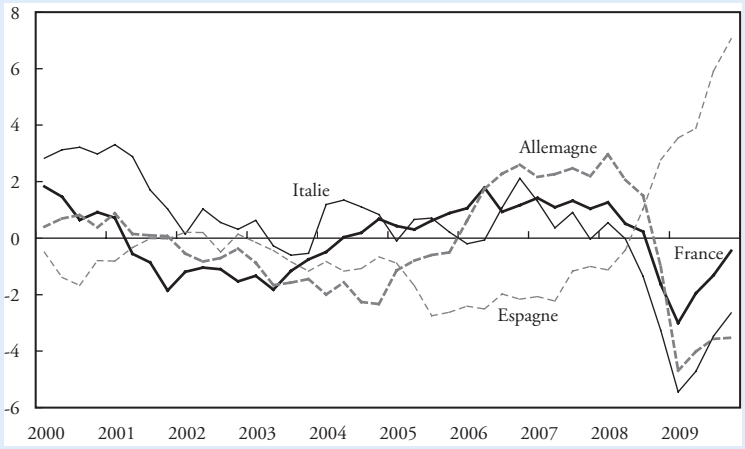
Note : Les situations de chômage partiel ne sont pas prises en compte.
Source : Instituts statistiques nationaux.

Si elles présentent des caractéristiques communes, les situations en matière d'emploi sont assez disparates au sein des grands pays de la zone euro, en raison d'un traitement différencié de la crise de l'emploi.

Au sein des principaux pays européens, l'Allemagne apparaît comme une exception : en 2009, le taux de chômage a augmenté d'à peine 0,2 point par rapport à 2008, atteignant 7,5 % au dernier trimestre 2009. C'est le recours accru au chômage partiel (*Kurzarbeit*) depuis la fin 2008, essentiellement à destination des PME, et dans le secteur manufacturier, qui a permis de contenir la hausse du chômage. Le dispositif [2] financé par les subventions publiques, a servi d'alternative aux licenciements dans l'ajustement de l'activité des entreprises. Selon l'Institut allemand de recherche sur le travail (IAB), le recours au chômage partiel

subventionné aurait permis de sauver 1,2 million d'emplois en Allemagne en 2009. En raison de ce dispositif, le temps de travail des actifs allemands a diminué de 3,2 % en 2009, par rapport à 2008. En moyenne, sur l'année 2009, 1,1 million de personnes ont bénéficié de ce dispositif, un chiffre qui devrait commencer à décroître dès 2010, la décrue s'accentuant en 2011. En effet, même si le dispositif a été prolongé jusqu'en décembre 2010, son ampleur devrait être plus modeste (subventions plus faibles, passage de 24 à 18 mois de la durée d'indemnisation). À la suite de cette diminution massive du chômage partiel, le chômage « classique » augmenterait d'un point d'ici fin 2010, atteignant 9,0 %, chiffre inégalé depuis le début de la crise, avant de se stabiliser courant 2011.

Graphique 5 : Écart à sa tendance de la productivité dans le secteur marchand



Source : Instituts statistiques nationaux.

À l'instar de l'Allemagne, jusqu'à la mi-2009, l'Italie avait également pu limiter la hausse du taux de chômage grâce à des dispositifs de chômage partiel, financés par les cotisations sociales ou par l'Etat. Mais depuis la mi-2009, la hausse du chômage a connu une forte accélération, avec 230 000 chômeurs supplémentaires au deuxième semestre 2009. L'année 2010 devrait être une année difficile pour l'emploi, le taux de chômage augmenterait d'un point en 2010, atteignant 8,9 %, puis stagnerait à ce niveau en 2011.

Le pays qui a le plus pâti de la montée du chômage est l'Espagne. Le chômage a continué sa progression au second semestre 2009 ; au total, entre le premier trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2009, le taux de chômage a été multiplié par deux pour atteindre 18,9 %, un chiffre que l'Espagne n'avait pas connu depuis

2. Par le biais de ce dispositif, l'État prend en charge jusqu'aux deux tiers du salaire des employés, pendant une durée pouvant aller jusqu'à deux ans.

15 ans. On recensait en moyenne de 2,5 millions de chômeurs en 2008, contre 4,1 millions un an plus tard. Cette résurgence du chômage de masse résulte de l'effondrement du secteur de la construction, pour lequel les effectifs salariés ont diminué de 24 % en 2009, par rapport au niveau de 2008. Cette contraction s'est propagée à tous les secteurs ; ainsi l'emploi salarié marchand et l'emploi salarié industriel se sont contractés de 9 % et 13 % respectivement en 2009 par rapport à 2008. Les travailleurs étrangers, qui étaient pour beaucoup employés dans le secteur du BTP avant la crise, sont les plus touchés par le chômage, avec un taux de 29,7 %, contre 16,8 % pour les Espagnols.

La montée du chômage devrait se poursuivre au premier trimestre 2010, à la suite d'une contraction prolongée de l'activité dans le secteur des services due à un resserrement du crédit, ainsi que dans le secteur du bâtiment. En revanche, une fois atteint le pic du premier trimestre (19,7 % de chômage en prévision), une légère baisse devrait s'amorcer en 2010, puis se poursuivre en 2011.

Enfin, en France, le taux de chômage harmonisé, qui atteint 10 % au dernier trimestre 2009, progresserait d'un point d'ici fin 2010, avant de se stabiliser. En effet, la croissance devrait se maintenir à de faibles niveaux, respectivement 0,9 % en 2010 et 1,4 % en 2011, avec une stagnation des niveaux d'emploi salarié industriel et d'emploi dans les services marchands.

Prix : la zone euro risque-t-elle la déflation ?

Au moment où les grands pays émergents commencent à s'inquiéter de la hausse de l'inflation qui avoisine les 10 % en Inde, le risque d'une désinflation prolongée ou d'une déflation dans la zone euro est loin d'être écarté.

L'ampleur du choc subi comparé à l'insuffisance des mesures de soutien à l'économie dans la zone euro, la dégradation rapide et profonde du marché du travail, l'accumulation des surcapacités de production, le manque de coordination au niveau des pays membres de la zone qui réduit l'efficacité des réponses apportées à la crise et sème le doute sur les marchés financiers, sont autant d'éléments qui laissent présager une période plus au moins longue de désinflation ou de déflation au sein de la zone euro.

Indépendamment des hypothèses faites sur l'évolution des prix des matières premières et notamment de l'énergie, l'inflation sous-jacente dans la zone euro a reculé en glissement annuel à 0,8 % en mois de février, poursuivant ainsi sa tendance à la baisse entamée depuis octobre 2008. Il s'agit du taux le plus bas des vingt dernières années. En projection, cette tendance ne devrait pas se renverser dans le court et moyen terme tant que la situation macroéconomique ne donne pas des signes d'amélioration. Selon nos prévisions, le chômage continuerait d'augmenter ou, dans le meilleur des cas, se stabiliserait, le taux d'épargne augmenterait également. Le taux d'utilisation des capacités de production a beaucoup baissé dans la plupart des pays de la zone ce qui rend plus lente la reprise de l'investissement productif. En outre, la productivité est sur une trajectoire

ascendante permettant de refermer son cycle, ce qui renforcerait la baisse des prix déjà enclenchée par la fragilité de la demande.

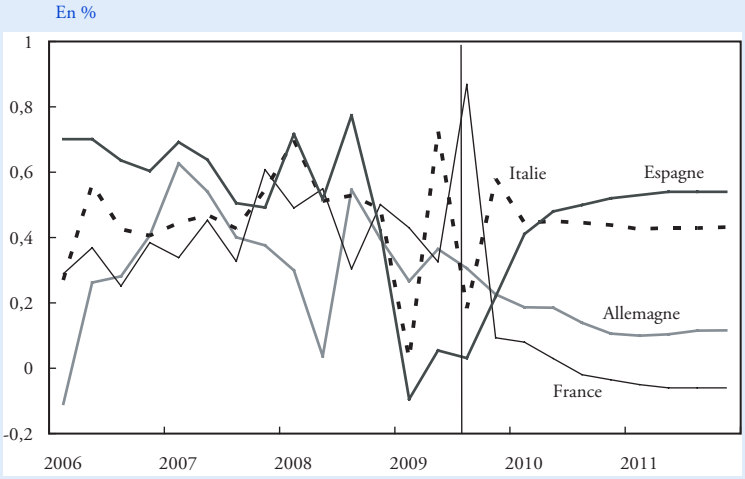
Par ailleurs, le taux de croissance de la masse monétaire M3, suivi de près par la BCE en tant qu'indicateur avancé de l'inflation, a également enregistré une baisse depuis le début de l'année 2008 pour atteindre des valeurs négatives dans les quatre derniers mois. Au mois de février, ce taux s'évalue à - 1,2 %, ce qui rend encore plus plausible l'hypothèse d'une pression à la baisse sur les prix à la consommation et écarte le risque d'inflation.

L'analyse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie et à fiscalité constante montre une forte hétérogénéité entre les 16 pays de la zone euro. En Irlande, le sous-jacent a atteint le niveau le plus bas de la zone avec un taux de - 2,7 % en février. Elle est suivie par la Slovénie (- 0,6 %) et le Portugal (- 0,2 %). La Slovénie constitue un cas particulier puisqu'elle passe d'un taux élevé, comparable à celui des émergents, à un taux négatif en moins d'un an. L'inflation sous-jacente est relativement stable en Finlande, aux Pays bas et en Italie par rapport à son évolution passée. Pour les autres pays de la zone, elle est restée positive avec une tendance baissière.

L'estimation d'une forme réduite de la boucle prix-salaires pour les quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) incluant les observations de la période récente fait apparaître les rôles significatifs de l'évolution de la productivité du travail, du taux de chômage, du taux de change et du taux d'intérêt long dans la dynamique de l'inflation sous-jacente. En supposant la constance du taux long, hypothèse plutôt plausible dans une période où l'inflation est inférieure à son niveau conventionnel, la projection de l'inflation sous-jacente jusqu'à la fin 2011, à l'aide des équations réduites, fournit des trajectoires différentes selon le pays. La France est le seul pays qui connaîtrait une période de déflation sous-jacente (graphique 6), causée principalement par l'augmentation continue du taux de chômage et de la productivité. En 2011, l'amélioration du marché du travail et l'augmentation de la population active en France devrait stabiliser le taux de chômage et la productivité et par conséquent le taux d'inflation sous-jacente. Néanmoins, cette hypothèse pourrait être infirmée par la diffusion des hausses de prix induites par un choc positif assez fort sur les prix des matières premières. Quant à l'Allemagne et l'Italie, l'inflation sous-jacente se maintiendrait à un niveau bas dû à la dynamique assez lente d'ajustement de l'emploi qui fait que le taux de chômage n'a augmenté que légèrement en 2009 malgré l'ampleur de la récession qui était plus marquée dans ces deux pays qu'en France et en Espagne. Le recours au chômage partiel en Allemagne, et dans une moindre mesure en Italie, a joué un rôle important pour ralentir les destructions d'emploi. Concernant l'Espagne, l'inflation sous-jacente continuerait à croître légèrement en 2010, après avoir fortement chuté au premier trimestre de 2009. Cette remontée s'explique en partie par le renversement de la tendance haussière du chômage à partir du milieu de cette année, qui n'a jamais atteint ce niveau depuis 1994. La baisse du chômage en Espagne devrait se poursuivre en 2011 et les secteurs qui ont perdu beaucoup

d'emploi et notamment le secteur de bâtiment devraient recruter massivement pour faire face à une demande qui se rétablit, ce qui baisserait ex-post la productivité totale du travail. Ainsi, la baisse conjointe du chômage et de la productivité permettrait de stabiliser l'inflation vers la fin de 2011.

Graphique 6 : Évolution trimestrielle de l'inflation sous-jacente



Sources : Datastream, calculs des auteurs.

Les équations qui expliquent l'évolution de l'inflation sous-jacente font également ressortir un effet négatif faible du taux de change effectif réel. La dépréciation de l'euro prévue pour 2010 et 2011 augmenterait les prix à l'importation et donc le coût de production, ce qui exercerait une légère pression à la hausse, pour des taux de marge inchangés, des prix à la consommation.

Au niveau de la zone euro dans son ensemble, l'Indice de prix à la consommation harmonisé (IPCH) n'a cessé de baisser depuis le début de la crise jusqu'en juillet 2009 atteignant son niveau le plus bas (- 0,6 % en glissement annuel). Cette baisse a été enclenchée par la contraction de l'activité au sein de la zone euro et dans le monde et par la chute des prix des matières premières et notamment celui du pétrole qui est passé de 84,4 euros le baril en juillet 2008 à 29,7 euros en janvier 2009, qui se répercute avec retard sur les prix à la consommation. Depuis octobre 2009, le taux de croissance de l'indice devient positif et croissant, tiré par la remontée des prix des matières premières pour se stabiliser à 0,9 % en février dernier. Finalement, sous la pression de la tendance haussière du prix de pétrole dans les trimestres à venir, l'IPCH continuerait d'augmenter jusqu'à la fin 2011, mais resterait toujours inférieur au niveau permettant à l'inflation d'atteindre sa cible de 2 %.

Commerce extérieur : tout sera comme avant

La zone euro n'aura pas échappé à l'effondrement du commerce mondial en 2009. En volume, les exportations de biens et services ont chuté de 13,2 % sur l'ensemble de l'année ; la baisse des importations s'élève à 11,8 %. Cette correction du commerce porte aussi bien sur le commerce extra-zone (- 19,3 % en valeur) que sur les échanges intra-zone (- 15,6 % en valeur). La baisse la plus importante des échanges – exportations et importations – fut enregistrée en Finlande, où elle a dépassé 30 %. Parmi les grands pays de la zone, c'est en Allemagne que le choc de commerce mondial a eu l'impact le plus fort sur la croissance, en raison notamment du poids du commerce extérieur [3] dans le PIB qui s'élevait à 93 % en 2007. Les exportations ont baissé bien plus que les importations - 14,2 % contre - 8,9 %, faisant du commerce extérieur la cause principale de la récession outre-Rhin. La contribution du commerce extérieur au PIB fut en effet de - 3,3 points pour une récession de 4,9 %. L'inverse prévalut en Espagne où la contraction de la demande intérieure fut si forte qu'elle entraîna une baisse des importations de 17,9 % comparativement à une baisse de 11,5 % des exportations. Cet ajustement permit d'amortir la récession en contribuant positivement à la croissance : 3,5 points de PIB pour une récession de 3,6 %. En France comme en Italie, l'impact du commerce sur la croissance fut moindre puisqu'il contribua négativement dans ces pays à hauteur de 1,2 et 0,2 point respectivement.

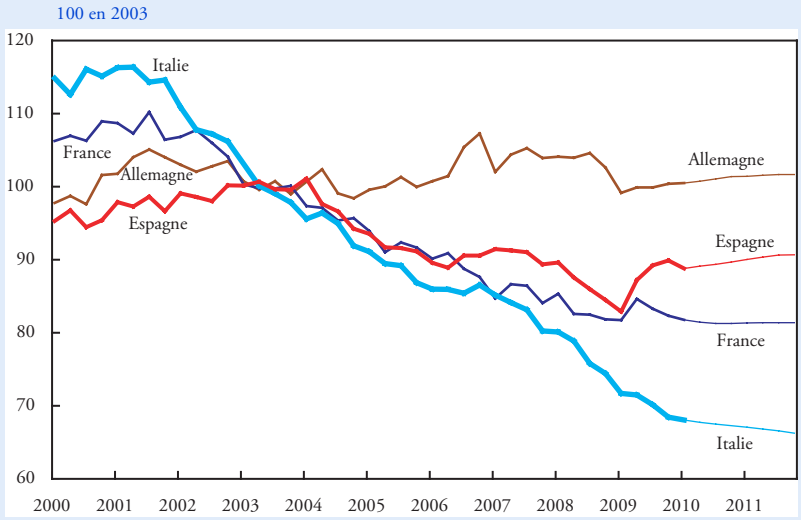
Depuis le début de la crise, la volatilité de l'euro s'est fortement accrue. En moins de deux ans, l'euro s'est déprécié de 19 % (entre juillet 2008 et novembre 2008), puis s'est apprécié de 20 % jusqu'en décembre 2009 avant de retomber – pour atteindre 1,35 dollars en mars 2010 – du fait de l'éclatement de la crise budgétaire grecque et des difficultés des Etats membres à trouver rapidement une solution. Si la volatilité des taux de change est dommageable pour les échanges commerciaux, il reste que la baisse récente de l'euro pourrait permettre aux pays de la zone euro d'enrayer les pertes de parts de marché subies ces dernières années. En termes de compétitivité-prix, il faut néanmoins noter que les répercussions des fluctuations de l'euro sont différentes selon les pays. En décembre 2009, c'est l'Espagne qui semblait avoir le mieux tiré parti du mouvement de baisse de l'euro puisque la compétitivité s'est effectivement améliorée de 1,1 % depuis juin 2008. La France stabilise sa compétitivité-prix sur la période – le gain s'élève à 0,2 % – tandis que l'Allemagne et l'Italie subissent une légère perte de compétitivité de 0,4 et 1,0 % respectivement. Etant donné notre prévision de taux de change (1 euro pour 1,30 dollar dès la fin de l'année 2010), la compétitivité des Etats membres devrait encore s'améliorer légèrement dans le courant de l'année. Pour autant, l'Italie continuerait à perdre des parts de marché en 2010 et 2011, même si le rythme de baisse serait moins rapide (graphique 7). En France, les parts de marché seraient stabilisées au niveau de celles observées début 2009. Après avoir amorti la baisse des exportations du fait notamment des primes à la casse européennes, la France subirait le

3. Somme des exportations et des importations.

contrecoup de l'arrêt de ces primes en début d'année 2010. Les effets les plus bénéfiques des gains de compétitivité de la zone euro seraient enregistrés en Allemagne, du fait de son insertion dans le commerce mondial, et en Espagne, grâce à un gain de compétitivité plus marqué que dans les autres pays de la zone euro.

Dans tous les pays de la zone, les échanges repartiraient à la hausse dès 2010 et retrouveraient une trajectoire de croissance proche de celle observée avant la crise. Le commerce extérieur retrouverait ainsi son rôle moteur en Allemagne, malgré deux trimestres de contribution négative en 2010. L'effet positif du plan de relance sur la demande stimulerait en effet les importations en milieu d'année. Mais en cumul sur 2010 et 2011, le commerce permettrait un gain de PIB cumulé de 1,1 point. L'effet du commerce extérieur sur la croissance serait également favorable en Espagne et en Italie mais neutre en France.

Graphique 7 : Parts de marché des principaux pays de la zone euro



Sources : FMI, comptes nationaux, calculs et prévision OFCE, avril 2010.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2009				2010				2011				2008	2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	-4,0	0,9	1,6
PIB par tête	-2,6	-0,3	0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	-4,2	0,8	1,4
Consommation des ménages	-0,5	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	-1,0	0,3	1,0
Consommation publique	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	2,0	2,2	0,9	0,7
FBCF totale *dont*	-5,4	-1,7	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	-0,7	-11,0	-2,2	1,5
FBCF productive	-10,5	-2,8	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	0,3	0,4	0,6	0,8
FBCF construction totale *dont*	-2,2	-1,8	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,5	0,7	0,7	0,8	-4,5	-9,1	-3,2	1,8
FBCF logement	-1,5	-1,0	-1,7	-1,4	-0,6	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	-2,0	-6,8	-2,5	1,3
Exportations de biens et services	-8,3	-1,1	2,9	1,7	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	0,8	-13,2	5,9	5,8
Importations de biens et services	-7,6	-2,9	2,8	0,9	1,2	1,3	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,9	-11,8	4,3	5,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	-0,9	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-1,3	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	-2,5	0,0	1,1
Variations de stocks	-0,9	-0,7	0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,7	0,5	0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,8	0,5	0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,8	0,9	1,3	1,2	1,5	1,6	1,3	1,6	3,3	0,3	1,1	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	9,3	9,6	9,9	10,0	10,2	10,3	10,4	10,4	10,4	10,3	10,2	7,6	9,4	10,2	10,3
Solde courant, en points de PIB													-1,5	-0,6	-0,4	-0,1
Solde public, en points de PIB													-1,9	-6,2	-6,4	-5,5
Impulsion budgétaire													0,1	1,4	-0,1	-0,9
PIB USA	-1,6	-0,2	0,6	1,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-2,4	2,5	2,0

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE, avril 2010.