



HAL
open science

Zone euro : après l'enfer, le purgatoire

Céline Antonin, Christophe Blot, Paola Veroni, Sabine Le Bayon

► **To cite this version:**

Céline Antonin, Christophe Blot, Paola Veroni, Sabine Le Bayon. Zone euro : après l'enfer, le purgatoire : Perspectives 2009-2010 pour l'économie européenne. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 2009, pp.157 - 171. 10.3917/reof.111.0157 . hal-03604475

HAL Id: hal-03604475

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03604475>

Submitted on 10 Mar 2022

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 : après l'enfer, le purgatoire *

Perspectives 2009-2010 pour l'économie européenne

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

À la suite de quatre trimestres consécutifs de forte baisse du PIB, le second trimestre 2009, avec une contraction du PIB de $-0,1\%$ seulement, apporte l'espoir d'une stabilisation au sein de la zone euro, au moment où la croissance repart aux États-Unis. Cette timide amélioration se produit après le trimestre le plus noir de la crise, au cours duquel le taux de croissance a atteint $-2,5\%$. La récession prolongée s'explique par une contraction de toutes les composantes du PIB : la consommation privée a baissé, non compensée par la consommation publique, et le recul de l'investissement, en particulier de l'investissement productif, a été d'une ampleur sans précédent par rapport au début des années 1990, avec un recul de $-5,3\%$ au premier trimestre 2009. Dans l'ensemble de la zone, le chômage a crû de plus de deux points depuis le premier trimestre 2008, pour atteindre $9,3\%$ au second trimestre 2009. En outre, la crise touchant symétriquement les pays développés et en développement, le commerce extérieur n'a pas compensé l'atonie de la demande interne.

Selon nos prévisions, la zone euro devrait néanmoins renouer avec une croissance positive dès le troisième trimestre 2009. Pourtant, il serait prématuré de parler de reprise. La dégradation de l'emploi se poursuivrait encore tout au long de l'année 2010, témoignant de l'emprise de la crise sur les évolutions conjoncturelles à venir. Surtout, les pertes passées des banques et le désendettement probable des agents non financiers pèseront sur le financement de nouveaux projets et entraveront la demande à court et moyen terme. Ainsi, quand bien même le niveau de vie par habitant dans la zone euro repartirait à la hausse, il ne récupérerait pas avant des années le niveau qui prévalait avant la crise, restant marqué par la chute historique qu'il vient de subir.

En dépit d'une consommation privée déprimée, l'investissement productif devrait augmenter dès le troisième trimestre. La situation de reprise s'amorçant dans tous les pays, le commerce extérieur devrait à nouveau contribuer à la croissance. En outre, après une période de déstockage massif, les stocks devraient se reconstituer. Après deux trimestres de rattrapage en 2009, la croissance en 2010 s'établirait à $0,8\%$ en moyenne annuelle, la consommation privée restant faible, et la consommation publique ralentissant dans une perspective de maîtrise des déficits publics. L'investissement devrait croître faiblement ($0,2\%$ en 2010), et le commerce extérieur devrait se rétablir, mais sans retrouver son niveau d'avant la crise. En comparaison, les États-Unis renoueraient avec la croissance dès le troisième trimestre 2009, croissance qui devrait se poursuivre à un rythme plus modéré en 2010.

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

Vue d'ensemble

Après un début d'année 2009 particulièrement difficile (- 2,5 % de croissance trimestrielle du PIB), le second trimestre 2009, avec une croissance proche de 0, marque une rupture dans la spirale de la récession. À l'origine de cet engrenage, la contraction de toutes les composantes du PIB à la suite de la crise financière mondiale. Sous l'effet du désendettement du secteur privé, la demande intérieure s'est affaiblie. Les ménages ont réduit leur consommation et privilégié l'épargne de précaution ; ce comportement a été néanmoins atténué par les importantes mesures de relance adoptées dans l'ensemble des grandes économies pour soutenir la croissance dans la zone euro. Le recul de l'investissement a été l'un des principaux facteurs à l'origine du ralentissement de l'activité économique. La chute de l'investissement total a été essentiellement due au recul de l'investissement productif (- 4,5 % au quatrième 2008, - 10,8 % au premier 2009). Dans l'ensemble de la zone, le chômage a crû de plus de deux points depuis le premier trimestre 2008, atteignant 9,3 % au deuxième trimestre 2009. Le commerce extérieur s'est quant à lui effondré, et le solde commercial s'est dégradé, les importations enregistrant une baisse moins importante que les exportations (- 4,3 % par trimestre en moyenne entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, contre - 3,4 % pour les importations). Enfin, le phénomène de déstockage, qui se produit depuis le début 2009, a amputé la croissance de 1,5 point au premier semestre 2009.

Selon nos prévisions, la zone euro devrait renouer avec une croissance positive dès le troisième trimestre 2009. Pour autant, en dépit du retour de la croissance en territoire positif, il serait prématuré de parler de reprise. Premièrement, la dégradation de l'emploi se poursuivrait, témoignant encore de l'emprise de la crise sur les évolutions conjoncturelles à venir. Ensuite, les pertes colossales annoncées par les banques laissent des traces sur les circuits de financement de l'économie. Enfin, les agents non financiers s'engageraient, de gré ou de force, dans un cycle de désendettement qui entravera la demande à court et moyen terme et limitera de fait toute possibilité de reprise plus franche.

Ainsi, au second semestre 2009, la consommation devrait rester très modérée, pour deux raisons : d'une part, du fait de la dégradation du marché de l'emploi, et d'autre part, en raison du ralentissement des salaires réels sous l'effet de l'augmentation des prix des matières premières (pétrole et matières premières industrielles). Les baisses significatives des prix de ces dernières depuis 2008 avaient quelque peu contribué à soutenir le revenu réel disponible des ménages, mais ce phénomène pourrait se tarir, la hausse des prix des matières premières industrielles étant estimée à 17 % au troisième trimestre 2009. Enfin, la fin de mesures de soutien à la consommation, comme la « prime à la casse », prévue pour fin 2009/début 2010 devrait également peser sur la consommation, principalement en Allemagne, d'où l'hypothèse d'une croissance négative de la consommation privée au dernier trimestre 2009 et au premier trimestre 2010. Cela étant, grâce à un

assouplissement des conditions d'octroi de crédits, l'investissement productif devrait augmenter et connaître une correction dès le troisième trimestre. La situation de reprise s'amorçant dans tous les pays, le commerce extérieur devrait à nouveau contribuer à la croissance, le taux de pénétration augmentant fin 2009 pour regagner une partie de la perte due à la crise. En outre, après une période de déstockage massif, les stocks devraient se reconstituer. Le marché du travail devrait en revanche continuer à se détériorer, conséquence directe de la faiblesse de la demande intérieure et du cycle de productivité. Au total, sous l'effet d'une contraction de la productivité du PIB de 3,8 %, l'*output gap* se creuserait fortement en 2009 à - 5 %.

Pour l'année 2010, passé ce rebond du commerce extérieur et des stocks, la croissance devrait rester modérée avec un rythme trimestriel de croissance de 0,1 % à 0,3 %, les ressorts de la demande interne ne parvenant pas à prendre le relais, et insuffler un dynamisme plus vertueux. La reprise se révélerait de fait insuffisante pour refermer l'*output gap* et permettre une amélioration du déficit conjoncturel. Les pays devraient tout au plus se contenter de stabiliser leur déficit. La consommation privée conserverait des rythmes de croissance bas et la consommation publique ralentirait dans une perspective de maîtrise des déficits publics. L'investissement croîtrait faiblement (0,2 % en 2010), en raison du bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production, et le commerce extérieur se rétablirait, mais sans retrouver son niveau d'avant la crise. Étant donnée la fragilité de la reprise, on fait l'hypothèse de faibles tensions inflationnistes (0,3 % pour 2009, 1,2 % pour 2010).

Au-delà de ces caractéristiques communes au pays de la zone, notre scénario prévisionnel fait apparaître une hétérogénéité accrue de la situation économique au sein de la zone euro. Certains pays comme l'Espagne ou l'Irlande, qui se caractérisent par un rôle important de la construction et du crédit avant la crise, connaîtraient une perte d'activité beaucoup plus forte. D'autres pays, à l'image de l'Allemagne ont un commerce extérieur davantage ouvert aux pays émergents et profiteront donc beaucoup plus que les autres de la reprise d'activité ces pays.

Entreprises : la crise après la crise

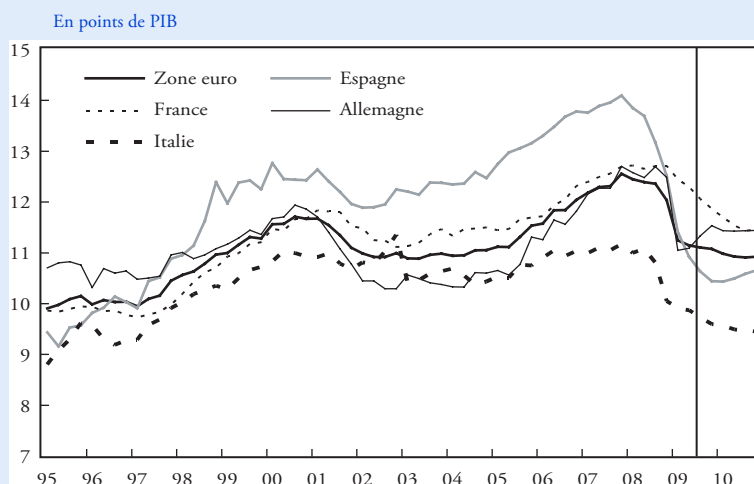
Suivant l'évolution des composantes stables de la demande (consommation publique et privée et exportations), le cycle d'ajustement de l'investissement total s'est poursuivi au premier semestre 2009 dans la zone euro, par une nouvelle baisse de 11 % qui suit le recul de 3,3 % de fin 2008. Marquant une contraction plus faible que celle connue outre-Atlantique, le taux d'investissement se situe néanmoins à son niveau de fin 2002, érodant ainsi l'accumulation de capital intervenue au cours des dernières années de croissance soutenue. Le rebond inscrit dans notre prévision à partir du troisième trimestre 2009 ne serait pas suffisant pour arrêter la baisse du taux d'investissement (- 0,8 point à l'horizon de la prévision), qui ne se stabiliserait que fin 2010. Le taux d'investissement productif perdrait

1,6 point entre mi-2008 et fin 2010, soit un recul plus marqué que celui connu lors de la précédente crise de 2001-2003 (- 0,6 point).

Cette détérioration s'explique par la combinaison à la fois de contraintes de demande avec des perspectives de production et de commandes ayant connu la plus forte dégradation depuis l'existence de la zone euro, et des contraintes d'offre. Début 2009 le surajustement de l'investissement productif par rapport à la baisse de l'accélérateur s'explique par une capacité moindre de recours aux ressources externes de la part des entreprises. En dépit du recul de l'investissement, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière demeure à son plus faible niveau dans tous les pays au troisième trimestre 2009.

Le recul de l'investissement productif n'a pas été de même ampleur dans les grands pays de la zone et l'évolution du taux d'investissement reflète bien ces différences (graphique 1).

Graphique 1 : Taux d'investissement productif

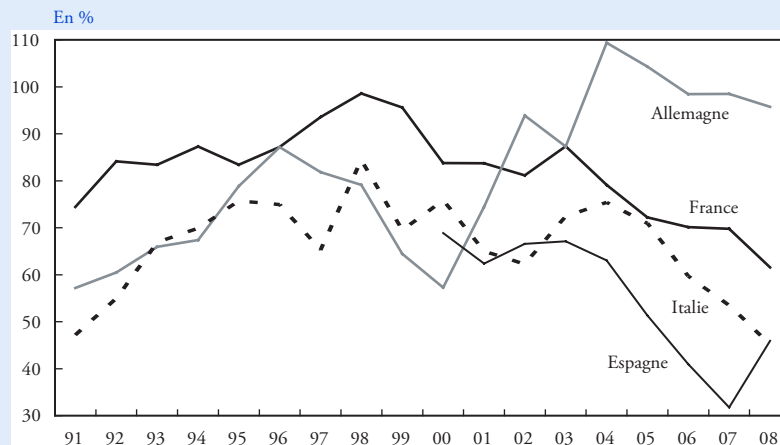


Note : Le taux d'investissement productif de la zone euro est obtenu à partir de l'agrégation des 4 plus grands pays de la zone.

Sources : Instituts nationaux de statistiques, calculs et prévisions OFCE octobre 2009.

La baisse du taux d'investissement productif (- 3,2 points) a été plus forte en Espagne où l'ajustement avait déjà commencé début 2008. Elle a été également très marquée en Allemagne (- 1,6 point) et dans une moindre mesure en Italie (- 1,2 point), mais concentrée principalement sur le premier trimestre 2009. En revanche, en France, l'ajustement a été beaucoup plus contenu (- 0,4 %). Ces différentes évolutions peuvent s'expliquer par la situation économique et financière des entreprises non financières connue jusqu'à la fin 2008 (graphique 2).

Graphique 2 : Taux d'autofinancement



Sources : Instituts nationaux de statistiques.

En Espagne, la contraction massive de l'accumulation de capital des entreprises fait suite à une dégradation marquée de l'épargne et du taux d'autofinancement jusqu'en 2007. L'ajustement de la FBCF et de l'emploi contribuent dès 2008 à améliorer à la fois le taux de marge et d'autofinancement des entreprises espagnoles. Ce dernier demeure néanmoins très faible et ne justifie pas une reprise rapide de l'accumulation. En Italie aussi les taux d'épargne et d'autofinancement des entreprises ont montré une détérioration constante et marquée depuis 2004. Le repli de l'emploi et du taux d'investissement en 2008 n'a pas suffi à redresser la rentabilité et la capacité de financement des entreprises italiennes. La stabilisation du taux d'investissement au deuxième trimestre 2009 paraît donc bien fragile. Les conditions d'offre expliquent moins la situation de la France et de l'Allemagne. Cette dernière présentait encore des taux de marge, d'épargne et d'autofinancement bien supérieurs à leur moyenne des vingt dernières années ainsi qu'aux autres pays de la zone. De plus, en dépit d'une accumulation très soutenue sur les trois dernières années, le taux d'investissement n'avait pas encore rejoint le niveau d'avant la crise Internet. Le recul massif de l'investissement semble donc le fruit d'un surajustement face à des conditions de demande dégradées, alors que la situation de l'offre paraît assez saine. Les perspectives de rebond de l'accumulation en Allemagne, du moins dans le court terme, en tant que contre-choc, permettent d'inscrire une dynamique plus soutenue de l'investissement productif que dans les autres pays de la zone. En France, où la dégradation du taux d'épargne et du taux d'autofinancement s'est poursuivie courant 2008, le moindre recul de la FBCF productive répond à une moindre dégradation de la demande adressée aux entreprises, mais pose en prévision la question de la poursuite de l'ajustement en vue d'un désendettement et d'un redressement du taux d'autofinancement, invitant à inscrire un report ou une annulation massive des projets d'investissement jusqu'au premier semestre 2010.

Début 2009, on assiste globalement à une détérioration du taux de marge dans le secteur marchand au sein de la zone euro. En effet, la forte remontée des coûts salariaux unitaires est due à un recul de la productivité bien plus marqué que celui des rémunérations des salariés. Cette dégradation a été d'autant plus sévère en Allemagne, du fait de la chute spectaculaire de la productivité, malgré un début de redressement au deuxième trimestre 2009. L'Espagne est le seul des grands pays à échapper à cette logique, grâce à une reprise du cycle de productivité qui permet un très fort ralentissement des coûts salariaux unitaires (dont l'évolution passe d'un rythme proche de 3,2 % en glissement annuel, au deuxième semestre 2008 à 0 % au premier semestre 2009). Le redressement de la productivité à l'horizon de la prévision, bien qu'à un rythme modeste, est prévu aussi dans les autres grands pays de la zone euro, permettant une amélioration du taux de marge.

Emploi : la flexibilité dans tous ses états

Après le creux du premier trimestre 2008 (7,2 %) le taux de chômage de la zone euro a connu une remontée constante jusqu'à atteindre 9,3 % au deuxième trimestre 2009. Depuis le début de la crise, au troisième trimestre 2008, il a augmenté de 2,1 points. Cette remontée s'explique surtout par une dégradation de l'emploi dans un contexte où la population active progresse moins rapidement en raison d'effets de flexion, c'est-à-dire par le retrait de l'activité des chômeurs découragés. Rien qu'au deuxième trimestre 2009 les destructions d'emploi ont touché les 702 000 personnes et le nombre de chômeurs a progressé de 812 000 personnes. Le retard de deux trimestres dans l'ajustement de l'emploi (débutant au dernier trimestre 2008) par rapport à la chute de l'activité (baisse du PIB en glissement annuel à partir du deuxième trimestre 2008) a creusé un cycle de productivité négatif dès la fin 2008, qui s'est accentué début 2009. Au deuxième trimestre, la baisse de productivité s'est ralentie, mais il faudra certainement attendre le début 2010 pour que la productivité reparte sur un rythme positif. Les destructions d'emploi se poursuivraient jusqu'à la fin 2010, le nombre de chômeurs surpassant celui atteint lors du pic de fin 2002.

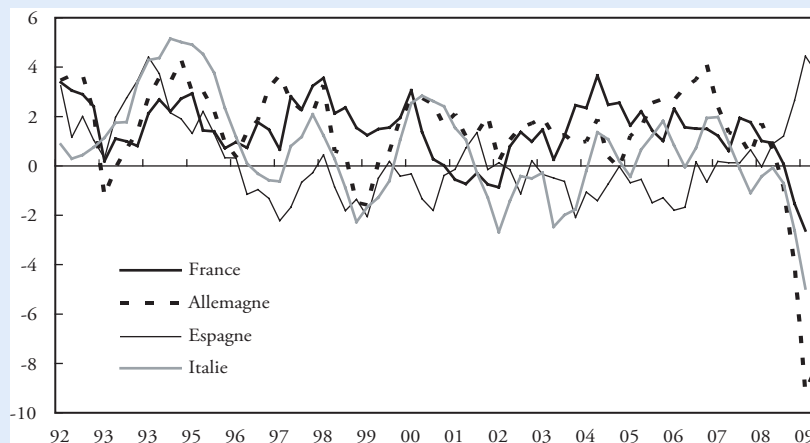
Les différents cycles de productivité entre les grands pays de la zone reflètent plus les évolutions de l'emploi qu'un impact différencié de la crise sur l'activité (graphique 3).

Bien que la perte de valeur ajoutée ait été plus marquée en Allemagne, c'est surtout l'ajustement très limité de l'emploi qui a creusé davantage le cycle de productivité allemand (graphique 4). La préférence pour une flexibilité interne, fondée sur une réduction tant de la durée du travail que de son volume a favorisé un recours massif au chômage partiel. Ainsi, depuis son creux au dernier trimestre 2008, le taux de chômage a augmenté de seulement 0,5 point en Allemagne pour s'établir à 7,6 % au deuxième trimestre 2009. En France, une moindre dégradation de l'activité s'est soldée par un ajustement plus marqué de l'emploi, mais aussi par une modification de la durée du travail conduisant à un cycle de productivité moins

creusé qu'en Allemagne. Depuis son point bas au premier trimestre 2008, le taux de chômage a augmenté de 1,8 point pour atteindre 9,4 % au deuxième trimestre 2009¹. L'Italie, dans une position intermédiaire, a également subi une très forte dégradation de l'activité et a répondu par une baisse de l'emploi aussi massive qu'en France, tout en ayant davantage recours aux dispositifs de chômage partiel. Amorcée dès le troisième trimestre 2007 la hausse du taux de chômage a été de 1,7 point, atteignant 7,6 % à la mi-2009. En Espagne c'est la flexibilité externe qui l'a emporté avec des destructions d'emplois massives dans le secteur marchand et notamment dans la construction en dépit d'une baisse de la valeur ajoutée du même ordre qu'en Italie. La montée du taux de chômage y a été aussi précoce, et se chiffre à 9,9 points pour atteindre 17,9 % au deuxième trimestre 2009. A l'horizon de la prévision, ces modes d'ajustement ne seraient pas remis en cause, ce qui conduirait à des taux de chômage de 8,6 % en Allemagne, 10,6 % en France, 8,5 % en Italie et 19,7 % en Espagne. Sur l'ensemble de la zone le taux de chômage atteindrait 10,3 % fin 2010.

Graphique 3 : Productivité apparente par tête dans le secteur marchand

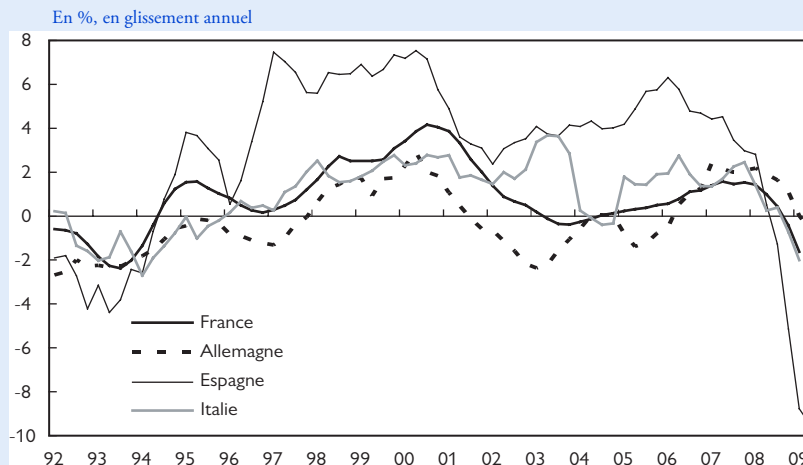
En %, en glissement annuel



Sources : Instituts nationaux de statistiques.

1. Le taux de chômage indiqué ici est celui donné par Eurostat. Il est supérieur à celui utilisé dans la partie « titre partie France » de ce dossier, principalement parce que le champ couvert est celui de la France entière et non de la seule France métropolitaine.

Graphique 4 : Emploi salarié dans le secteur marchand



Sources : Instituts nationaux de statistiques.

Investissement en logement : moins de contraction en vue

L'investissement en logement a reculé de 13 % entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009. La contraction de 32 % des permis de construire accordés au premier semestre 2009 indique que l'ajustement devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. L'investissement en logement continuerait de se contracter mais de moins en moins fortement d'ici fin 2010. Nous prévoyons une baisse de l'investissement en logement de 9 % en 2009 et de 2,6 % en 2010.

Les enquêtes auprès des banques qui montraient que la demande puis l'offre de crédits avaient peu à peu été contraintes à la suite du relèvement des taux directeurs entre fin 2005 et mi-2007, indiquent que ce mouvement a été nettement amplifié par la crise des marchés financiers. Les nouveaux prêts pour le logement ont ainsi baissé de plus de 10 % par trimestre en 2008 et de 7 % encore au premier trimestre 2009.

Le pire semble cependant derrière nous. Selon l'enquête auprès des banques de juillet 2009 conduite par la Banque centrale européenne (BCE), le pourcentage net des banques qui indiquent un durcissement des conditions d'octroi de crédits a baissé au premier semestre 2009, mouvement qui s'est, semble-t-il, poursuivi au troisième trimestre d'après les anticipations des banques. En particulier, les banques jugent les contraintes de bilan moins prégnantes et les perspectives économiques moins dégradées. Elles ont ainsi moins durci les marges sur les différents prêts que précédemment. Cependant les conditions d'emprunt restent évidemment bien plus restrictives qu'avant la crise. Un léger mieux se dessine du côté de la demande de crédits pour le logement, le solde d'opinions des banques redevenant positif pour la

première fois depuis mi-2006². Les statistiques le confirment puisque le montant des nouveaux prêts pour le logement a cessé de chuter au deuxième trimestre 2009, même s'ils restent inférieurs au niveau d'avant la crise. Dans un contexte de forte incertitude et où les prix immobiliers restent élevés (ils n'ont pas encore baissé dans la zone euro dans son ensemble), la demande ne devrait toutefois pas beaucoup progresser, malgré des taux hypothécaires en nette baisse (-1,6 point de pourcentage entre juillet 2008 et juillet 2009). À 4 %, ils ont en effet retrouvé leur niveau de fin 2005.

Par ailleurs, des stocks de logements disponibles élevés sont recensés dans plusieurs pays de la zone euro, ce qui devrait conduire à la poursuite de l'ajustement des prix immobiliers. Après des années de croissance comprise entre 5 et 10 %, la hausse des prix était encore de 0,6 % au second semestre 2008, reflétant des situations contrastées, puisque les prix baissaient déjà en France, en Espagne et en Irlande, tandis qu'ils continuaient d'augmenter en Allemagne ou en Italie.

Consommation : retour à la casse départ

La consommation privée a reculé en moyenne sur le premier semestre 2009, mais son profil a été erratique, avec une contraction de 0,5 % au premier trimestre 2009 et une croissance de 0,2 % au deuxième trimestre. Ces mouvements résultent tant de la diversité des comportements des ménages au sein de la zone euro que de la mise en place de plans de soutien à l'automobile entre février et juin 2009. La croissance de la consommation a été forte en Allemagne au premier semestre 2009 (0,6 % en moyenne par trimestre) après une année 2008 atone, du fait de l'introduction d'une prime à la casse en février. Moins incitative qu'en Allemagne, la prime à la casse française a cependant également soutenu la consommation qui a progressé de 0,2 puis de 0,3 % lors du premier semestre 2009. De même, en Italie, après plusieurs trimestres de nette contraction, l'introduction d'une prime à la casse et des déductions fiscales a contribué au rebond du deuxième trimestre (+0,3 %). En Espagne, la consommation a continué de se contracter mais moins fortement au deuxième trimestre, après un très fort ajustement durant l'année 2008. Dans ce pays où la prime à la casse est entrée en vigueur mi-mai, les effets ne sont pour l'instant pas visibles dans les comptes.

Les mesures gouvernementales pour soutenir la consommation des ménages ont donc joué un rôle non négligeable, comme le montrent les données d'immatriculations de voitures dans la zone euro : alors que les ventes de voitures reculaient encore de 26 et de 17 % respectivement en janvier et en février 2009, la baisse s'est amoindrie à partir de mars, avant que les ventes ne renouent avec la croissance en juin 2009. Le dernier mois connu, celui d'août, témoigne de la

2. C'est-à-dire qu'une majorité des banques interrogées par la BCE jugent les perspectives de demande plus favorables.

poursuite de cette tendance avec une hausse de 8 % sur un an, ce qui devrait soutenir encore la consommation au troisième trimestre 2009.

Le soutien lié à ces dispositifs ne serait que temporaire. La consommation des ménages subirait le contrecoup de l'arrêt ou de l'épuisement progressif des différentes mesures d'aide à la demande d'automobiles (voir l'encadré « Les primes à la casse » dans la partie France). Nous anticipons un recul de la consommation, particulièrement en Allemagne, au dernier trimestre 2009 puis au premier trimestre 2010. Le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages viendrait aussi peser sur la consommation. Jusqu'au premier trimestre 2009 (dernier point connu du compte des ménages), le revenu nominal des ménages avait bien résisté (+ 3,2 % en glissement annuel) du fait d'un ajustement modéré de l'emploi par rapport à la baisse de l'activité et d'un faible ralentissement des salaires nominaux. De plus, le pouvoir d'achat des salaires était remonté au premier semestre, la désinflation (+0,2 % au deuxième trimestre 2009) s'avérant plus forte que le ralentissement des salaires nominaux (+1,5 %).

Cependant, l'ajustement de l'emploi finirait par peser sur la progression des salaires nominaux, ralentissant le revenu. De surcroît, l'inflation repartirait à la hausse, le profil de l'inflation en 2009 ayant été marqué par l'évolution des prix du pétrole et les effets de base induits par sa très forte volatilité en 2008. L'inflation est ainsi passée de 4 % en juillet 2008 à - 0,7 % en juillet 2009, point qui devrait être le plus bas, avec une contribution de la composante énergétique de - 1,7 point. En août 2009, l'inflation s'est inscrite en recul de 0,2 %. Elle redeviendrait positive fin 2009, en lien avec la baisse du prix du pétrole qui avait été observée fin 2008. Fin 2010, elle serait de 1,1 %. En revanche, l'inflation sous-jacente, qui était passée de 1,8 % fin 2008 à 1,3 % en août 2009, en raison de la faiblesse de la demande, resterait modérée.

Malgré la bonne résistance du revenu, la consommation des ménages a pâti en 2008 et début 2009 de l'accroissement de l'épargne : entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, le taux d'épargne a augmenté de 1,8 point, pour atteindre 15,6 % du revenu. Après 2000, la hausse avait été du même ordre mais étalée sur deux ans. Comment expliquer la rapidité de ce mouvement ? Même si la hausse du taux de chômage a été modérée par rapport au recul de l'activité, elle a néanmoins été de 2,1 points en un peu plus d'un an. De plus, le moindre recours au crédit, la chute généralisée du prix des actions jusqu'en mars 2009 et la baisse des prix des logements dans certains pays ont incité les ménages à épargner. Dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement des ménages s'est stabilisé à 93 % du revenu disponible depuis le début 2008. La richesse financière nette des ménages, qui représentait 210 % du revenu disponible des ménages, a perdu quant à elle 1800 milliards d'euros entre mi-2007 et le premier trimestre 2009, soit 40 points de revenu (graphique 5).

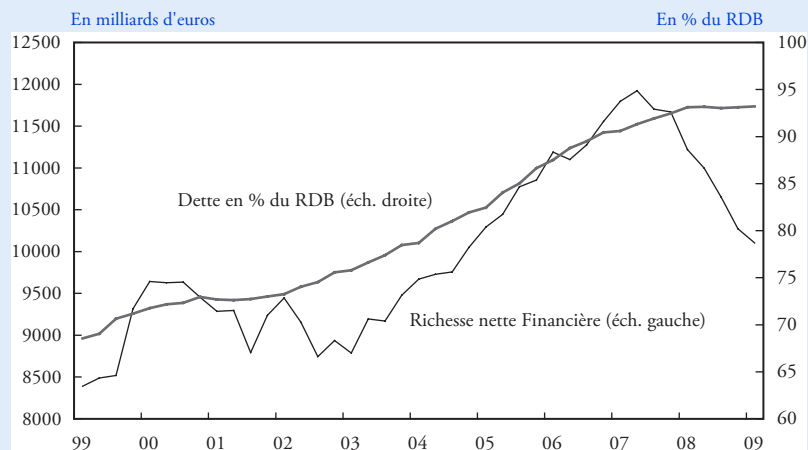
Les comportements d'épargne ont cependant été assez différents entre pays, avec d'un côté l'Allemagne qui n'a pas encore entamé ce processus de reconstitution de l'épargne, et de l'autre la France, l'Italie et surtout l'Espagne où le taux d'épargne est

déjà remonté. Une des explications réside sans doute dans l'ajustement sur le marché du travail, qui a été faible en Allemagne, plus fort en France et en Italie et de grande ampleur en Espagne. À l'horizon de la prévision, le taux d'épargne continuerait à augmenter dans l'ensemble de la zone euro, notamment sous l'effet de la hausse du taux de chômage, malgré un environnement financier moins morose. Seules la France et l'Espagne verraient leur taux d'épargne baisser au cours de l'année 2010.

Par ailleurs, à l'exception de l'Allemagne, la politique budgétaire ne soutiendrait plus le revenu des ménages, alors que cela avait été le cas en 2009 en France, en Allemagne et en Espagne. Elle ne devrait en revanche pas être très restrictive, l'élasticité des recettes fiscales au PIB continuant de baisser durant cette phase du cycle.

Au total, après un recul de 0,8 % en 2009, la consommation privée se stabiliserait en 2010.

Graphique 5 : Richesse financière et dette des ménages



Sources : BCE, Eurostat.

Commerce extérieur : le rebond

L'effondrement du commerce mondial observé au quatrième trimestre 2008 s'est poursuivi au trimestre suivant. Le durcissement des conditions de crédit et la crise de confiance ont brutalement réduit le financement de l'activité et freiné la demande. La crise s'est avérée d'autant plus violente pour le commerce mondial qu'elle était synchrone. Partout, la chute de la production a réduit les besoins d'approvisionnement ce qui s'est répercuté sur les importations en raison d'une interdépendance croissante des économies. Ainsi, après une baisse trimestrielle de 6,8 % fin 2008, les importations mondiales de marchandises ont à nouveau accusé

un recul supérieur à 11 % au premier trimestre 2009. La même logique prévalant à l'intérieur de la zone euro, les importations et les exportations de biens et services ont respectivement baissé de 7,8 % et 8,8 % au premier trimestre. La chute des exportations de biens est même plus marquée (- 10,3 %) en lien avec la demande adressée dont la baisse atteignait 9,8 %.

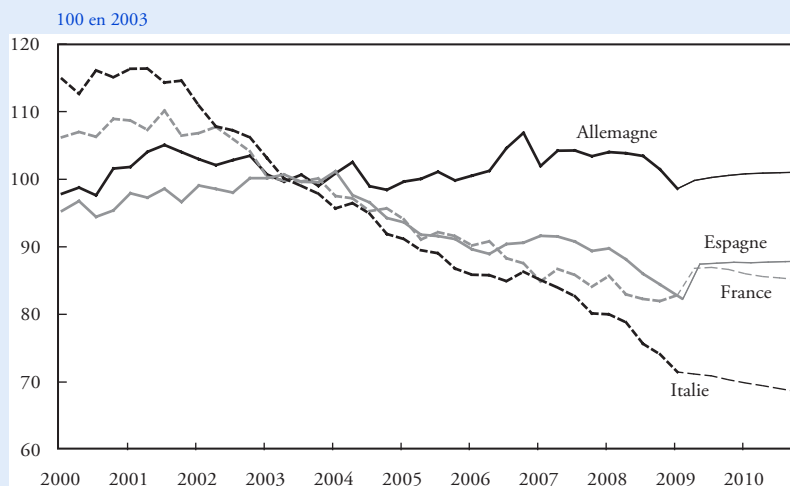
Étant donnée l'importance de son commerce extérieur, l'Allemagne a, plus que ses partenaires, pâti de cette situation internationale dégradée. En effet, la part des exportations dans la création de richesse allemande (38,9 %) y est plus élevée que dans les trois autres grands pays de la zone euro (26 à 27 %). Dans ces circonstances, la somme des contributions externes négatives s'est élevée à - 5 points de croissance en Allemagne au plus fort de la crise, contre - 1,7 point pour l'ensemble de la zone euro.

Les prémisses d'une reprise en Asie et particulièrement en Chine auraient permis d'atténuer la chute du commerce mondial au deuxième trimestre (- 1,1 %) avant d'espérer un rebond beaucoup plus net dans la deuxième partie de l'année. En effet, l'ampleur de la crise résulte en partie d'un surajustement ayant conduit de nombreux agents à reporter les décisions de consommation et d'investissement et donc les décisions d'importations. La stabilisation de la situation sur les marchés financiers permettant un retour de la confiance et un réamorçage de la production, la demande repartirait mécaniquement par la simple réactivation des projets suspendus les deux trimestres précédents. Le profil du commerce de la zone euro serait conforme à ce diagnostic. Les importations s'inscriraient en hausse de 2,7 % au troisième trimestre puis de 2,3 % le trimestre suivant. Pour l'année 2010, leur croissance atteindrait 4,8 %. En comparaison du taux de croissance moyen des importations de 6,5 % entre 2004 et 2007, cette reprise se ferait à un rythme modéré. Du fait de la chute des taux d'utilisation des capacités de production et de la richesse nette des ménages, la demande interne ne pourra pas stimuler les importations comme elle avait pu le faire avant la crise. Ainsi, le taux de pénétration, dont la baisse cumulée s'élève à 5 points (de 45 à 40 % de la demande intérieure) au deuxième trimestre, repartirait à la hausse, corrigeant en partie la baisse pour s'établir à 42,8 % en fin d'année 2010.

Les exportations suivraient peu ou prou la même trajectoire. Déjà, les exportations ne diminuaient plus que de 1,1 % au deuxième trimestre 2009, permettant au commerce extérieur de contribuer positivement, de 0,7 point, à la croissance. Tirée par la demande adressée en hausse de 2,6 et 2,4 % par trimestre d'ici la fin de l'année, la reprise des exportations, plus rapide que celle des importations, constituerait un faible facteur de soutien à la croissance de 0,2 point en cumul sur le deuxième semestre. Le rebond des exportations serait en partie atténué par la fin des dispositifs d'aide au secteur automobile dans les différents pays européens, pesant de fait sur le commerce intra-zone. En effet, par leur effet d'entraînement, les primes à la casse adoptées notamment dans les quatre grands pays de la zone euro, ont non seulement alimenté la consommation privée mais également les exportations des partenaires. Le contrecoup se ressentirait alors à

mesure que les dispositifs seront épuisés, comme c'est déjà le cas en Allemagne, ou qu'ils arrivent à échéance, comme en Italie où la mesure prendra fin en mars 2010. La France, dont les exportations du deuxième trimestre 2009 ont été tirées par les ventes de voitures en Allemagne et en Espagne notamment, serait plus fortement pénalisée par la fin des dispositifs, entraînant des pertes de parts de marché en 2010 (graphique 6). Le rôle moteur du commerce extérieur en Allemagne serait de nouveau avéré en 2010 avec une contribution positive à la croissance de 1,2 point et avec de nouveaux gains de part de marché en 2010. Toutefois, l'évolution sur une période légèrement plus longue des parts de marché pourrait révéler une légère modification des situations relatives à l'issue de la crise. En effet, les parts de marché de l'Allemagne seraient inférieures de 2,2 points à leur niveau de 2008 tandis qu'en France elles seraient supérieures de 2,8 points. Grâce sa performance du deuxième trimestre, l'Espagne aurait également tiré profit de la reprise du commerce tandis que la situation continuerait de se dégrader en Italie avec une perte cumulée de 10 points en deux ans. Finalement, dans la mesure où elle fut aussi rapide qu'éphémère, la dépréciation de l'euro en fin d'année 2008 n'aurait que peu d'effets sur les parts de marché de la zone euro dans son ensemble. Les exportations baisseraient plus fortement que la demande adressée en 2009, de 14,9 % contre 14,3 %, alors que la situation inverse se produirait en 2010 avec une croissance positive des exportations de la zone euro de 5,9 % contre 5,6 % pour la demande adressée.

Graphique 6 : Parts de marché des principaux pays de la zone euro



Sources : FMI, comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2009.

Politiques budgétaires : le poids de la crise

La montée en charge progressive des plans de relance ainsi que la forte dégradation de l'activité pèseront nécessairement sur les finances publiques de tous les États membres de la zone euro. Le recul du PIB, prévu à 3,8 % en 2009, s'avère plus élevé que celui que nous anticipions lors de notre dernière prévision, creusant un peu plus l'*output gap* et par ce biais la part conjoncturelle du déficit. Le déficit public total de la zone euro passerait de 1,9 % du PIB en 2008 à 6,3 % en 2009, la baisse du PIB nominal amplifiant la dégradation. L'évolution la plus spectaculaire serait à mettre au crédit de l'Espagne, dont les excédents passés auront été rapidement épuisés par l'ampleur de la crise. La baisse de l'activité entraîne une réduction drastique des recettes en même temps que la hausse spectaculaire du chômage accroît les dépenses sociales. En dépit d'une situation économique moins détériorée que celle de ses principaux partenaires, la France enregistrera vraisemblablement un déficit de 8,3 %, sans doute en raison de stabilisateurs automatiques plus puissants. L'Allemagne et l'Italie s'en sortiraient mieux avec des déficits respectifs de 4,7 et 5,5 % du PIB. Pourtant, parmi les pays de la zone euro, l'Allemagne est le pays qui aura voté le plan de relance le plus large, équivalent à 3,2 points de PIB contre près de 2 points en moyenne pour l'ensemble de zone euro. Qu'ils aient été orientés en faveur de dépenses d'investissement ou de transferts vers les ménages, les plans ont surtout été mis en œuvre en 2009. L'impulsion budgétaire pour les quatre plus grands pays s'élèverait à 1,5 point de PIB cette année. Même si leur impact final ne peut pas encore être chiffré, ces différentes mesures auront apporté un soutien indispensable à l'économie de la zone euro, comme en témoigne le rebond de l'activité dans le secteur automobile.

En 2010, malgré le retour de la croissance, les finances publiques continueraient à se dégrader. D'une part, la croissance ne sera pas suffisante pour refermer l'*output gap* et permettre ainsi une amélioration du déficit conjoncturel. D'autre part, le reliquat des plans de relance contribuera également au creusement du déficit. Sur l'ensemble de la zone euro, il atteindrait alors 6,9 % du PIB, bien loin du seuil de 3 % prôné dans le cadre du Pacte de stabilité. Fin 2010, les pays de la zone euro pourraient toujours se prévaloir d'une croissance trop faible pour entamer un quelconque processus d'ajustement. Les quelques déclarations faites autour de la situation budgétaire en 2010 montrent que les pays de la zone euro espèrent au mieux stabiliser leur déficit. Pourtant, l'impulsion agrégée pour les quatre grands pays s'orienterait à la baisse en 2010 (-0,4). Un contraste apparaîtrait notamment entre l'Espagne qui amorcerait un rééquilibrage de ses finances publiques, dans un contexte conjoncturel pourtant plus dégradé que ses partenaires, et l'Allemagne qui bénéficiera encore d'une impulsion positive de 1 point.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2008				2009				2010				2007	2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	-0,3	-0,3	-1,8	-2,5	-0,1	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	2,7	0,6	-3,8	0,8
PIB par tête	0,6	-0,4	-0,5	-1,9	-2,5	-0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	2,2	0,1	-4,2	0,4
Consommation des ménages	0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,2	1,6	0,3	-0,8	0,0
Consommation publique	0,5	0,9	0,5	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	2,1	2,2	2,0	1,2
FBCF totale <i>dont</i>	0,6	-1,4	-1,3	-3,4	-5,3	-1,3	0,4	0,3	-0,3	0,2	0,3	0,5	4,8	-0,7	-9,3	0,2
FBCF productive	-0,1	0,2	-1,0	-4,5	-10,8	-2,2	0,1	-0,1	-0,8	-0,3	0,0	0,4	7,4	0,9	-15,6	-1,5
FBCF construction totale <i>dont</i>	1,2	-2,6	-1,7	-2,5	-1,1	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	-1,9	-5,2	-0,9
FBCF logement	0,6	-3,4	-2,8	-2,9	-2,6	-1,9	-1,2	-1,0	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	1,5	-4,1	-9,0	-2,6
Exportations de biens et services	2,0	-0,5	-0,9	-7,2	-8,8	-1,1	2,8	2,4	1,1	1,0	1,1	1,1	5,9	1,0	-13,0	5,7
Importations de biens et services	1,8	-1,1	0,3	-4,7	-7,8	-2,8	2,7	2,3	1,0	1,0	1,1	1,1	5,2	1,0	-10,7	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	-0,1	0,3	0,6	-0,1	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,5	-0,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,4	-0,2	-0,9	-1,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2	2,4	0,5	-2,1	0,3
Variations de stocks	0,3	-0,2	0,4	0,3	-0,7	-0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,7	0,2
Commerce extérieur	0,1	0,3	-0,6	-1,2	-0,5	0,7	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	-1,0	0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,3	0,5	1,0	1,1	1,3	1,2	2,1	3,3	0,3	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	7,2	7,4	7,6	8,0	8,8	9,3	9,4	9,7	9,9	10,0	10,2	10,3	7,5	7,6	9,2	10,1
Solde courant, en points de PIB													0,1	-1,1	-1,5	-0,9
Solde public, en points de PIB													-0,6	-1,9	-6,3	-6,9
Impulsion budgétaire													-0,7	0,1	1,5	-0,1
PIB USA	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,4	0,5	0,5	2,1	0,4	-2,5	1,9

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

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2009.