

Zone euro: le ciel se dégage

Alors que la zone euro affichait depuis 2001 des performances décevantes, la reprise enclenchée au premier semestre 2006 s'est confirmée, marquant le début d'une période de croissance plus rapide. La dynamique a été impulsée par un cycle favorable à l'investissement productif. Après des années d'ajustement, l'embellie du côté des entreprises est nette. Leur rentabilité s'améliore et la profitabilité se maintient malgré le resserrement monétaire. Tout semble réuni pour que ce scénario positif se maintienne en 2007 et 2008. Les entreprises poursuivraient leur politique d'investissement. Les ménages profiteraient de la baisse du chômage et d'une augmentation des salaires sans pour autant que l'inflation n'accélère du fait des gains de productivité. Malgré un euro fort, l'environnement extérieur favoriserait également la croissance en raison d'une demande mondiale soutenue.

Une éclaircie en 2006...

Avec une progression du PIB de 2,8 %, la zone euro a affiché en 2006 une performance qu'elle n'avait pas retrouvée depuis le cycle de croissance des années 1997-2000. L'investissement s'est avéré dynamique, en progression de 4,9 %, contribuant pour 1 point à la croissance du PIB (contre 0,5 en 2005). Les autres composantes de la demande interne n'ont pas été en reste puisque la consommation des ménages a crû de 1,8 % tandis que les dépenses de consommation publique ont augmenté de 2,2 %. Le commerce extérieur a cessé d'amputer la croissance, sa contribution étant redevenue positive sur l'ensemble de l'année (0,3 point).

Les performances de la zone euro ont été bonnes tout au long de l'année, laissant augurer de perspectives plus favorables en 2007 que celles que nous anticipions lors de notre prévision d'octobre dernier. La consommation des ménages a été soutenue par la reprise de l'emploi qui a progressé de 1,5 % en glissement annuel au troisième trimestre 2006, contre 0,7 % un an plus tôt. En un an, 2 millions d'emplois ont été créés, soit deux fois plus que sur les douze mois précédents. De ce fait, le taux de chômage est revenu à 7,5 %, soit juste en-dessous du creux de 7,7 % de la mi-2001.

Pour autant, la reprise de la croissance et la baisse concomitante du taux de chômage ne se répercutent pas sur les coûts salariaux unitaires. Ces derniers restent maîtrisés, progressant de moins de 1,0 % en moyenne chaque trimestre depuis le début de l'année 2006. En effet, l'accélération des salaires nominaux (2,2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2006) n'a fait qu'accompagner la hausse des gains de productivité. Dans ces conditions, les risques de tension sur les prix se sont apaisés d'autant que l'inflation a diminué dans le sillage de la baisse du prix du pétrole intervenue à partir de septembre 2006. L'indice harmonisé des prix à la consommation est passé d'une progression de 2,3 % en août à 1,6 % en septembre. Sur l'ensemble de l'année 2006, l'inflation aura été de 2,2 %, soit une progression légèrement supérieure à la définition retenue par la BCE (Banque centrale européenne) pour la stabilité des prix. Mais si l'inflation globale a ralenti en fin d'année, l'inflation sous-

jacente, tout en restant à un niveau modéré (1,9 % en février 2007), a augmenté de 0,7 point en un an. Ce phénomène résulte à la fois de l'augmentation des prix de certains services (hôtellerie, restauration et électricité) et de celle des produits manufacturés. La hausse des prix des matières premières industrielles (+ 147 % entre janvier 2002 et janvier 2007), qui s'est accélérée au premier semestre 2006, et celle du prix du pétrole se sont répercutées sur les prix production dans la zone euro. Depuis 2004, les prix à la production dans le secteur manufacturier ont progressé de 3 % en glissement annuel en moyenne (contre 0,8 % sur la période 2001-2003).

... qui devrait durer en 2007 et 2008...

En 2007 et 2008, le PIB progresserait respectivement de 2,6 % et 2,7 %. La contribution de la demande intérieure ralentirait légèrement, tandis que le commerce extérieur contribuerait un peu plus à la croissance. Après la bonne performance du dernier trimestre 2006, le début d'année 2007 serait moins bien orienté, notamment en raison d'une moindre progression de la consommation allemande freinée par la hausse de la TVA. La croissance réaccélérerait ensuite progressivement, pour atteindre 0,7 % fin 2008 en variation trimestrielle. Le dynamisme des créations d'emplois ne fléchirait pas et le taux de chômage poursuivrait sa baisse, pour atteindre 6,5 % fin 2008, sans créer de tensions sur l'évolution des prix.

Plusieurs éléments plaident en effet pour une inflation sous contrôle à l'horizon de notre prévision. D'abord, outre le fait que la hausse de la TVA allemande s'est peu répercutée sur l'indice des prix allemands en janvier et février 2007, elle a été compensée au niveau de la zone euro par le ralentissement de l'inflation observée dans les autres grands pays. Au total, l'inflation a ainsi atteint 1,8 % les deux premiers mois de l'année 2007. Ensuite, la progression modérée des prix des matières premières industrielles observée au second semestre 2006 se poursuivrait, atténuant les tensions sur les prix de production. De même, la baisse du prix du pétrole fin 2006 influencerait favorablement l'inflation en 2007 qui s'établirait à 1,8 %. Toutefois, en raison de l'évolution passée du prix du pétrole, l'inflation devrait connaître un profil relativement erratique en 2007, avec la poursuite de la désinflation aux deuxième et troisième trimestres, puis une réaccélération fin 2007. Sous l'hypothèse d'un prix du pétrole à 63 dollars le baril fin 2008, l'énergie ne pousserait ensuite que légèrement à la hausse l'indice des prix en 2008. Finalement, la poursuite des gains de productivité limiterait la progression des coûts salariaux unitaires et les risques d'une boucle prix-salaire. Les effets liés aux prix de l'énergie étant presque neutralisés en 2008, l'inflation convergerait vers le niveau du sous-jacent. Elle serait de nouveau inférieure à 2 % en 2008 et atteindrait 1,9 %.

L'objectif d'inflation serait atteint mais la BCE pointerait encore un risque pesant sur la stabilité des prix et déciderait en conséquence d'une dernière hausse des taux au deuxième trimestre 2007 (voir dans ce dossier « Politiques monétaires : à petits pas »). Ils atteindraient ainsi 4 % et se maintiendraient ensuite à ce niveau à l'horizon de notre prévision. Cette décision marquerait la fin du cycle de hausses entamé en décembre 2005. La politique monétaire cesserait d'être accommodante mais ne prendrait pas un tournant nettement

restrictif de telle sorte que la reprise qui s'est enclenchée serait freinée mais pas brisée. Mais, la zone euro devrait aussi composer avec un euro relativement fort. Nous prévoyons la poursuite du mouvement d'appréciation de l'euro par rapport au dollar, qui atteindrait 1,35 dollar en 2008 et se stabiliserait ensuite à ce niveau. Comme dans le même temps le yen reviendrait à un niveau moins élevé que celui observé en début d'année 2007, les conditions monétaires de la zone euro se dégraderaient moins fortement qu'en 2006.

Malgré les hausses de taux à court terme, le coût du financement par endettement resterait modéré encourageant le recours au crédit des entreprises. Si la dette des entreprises (crédits bancaires et obligations) atteint aujourd'hui un niveau élevé (65 % du PIB au troisième trimestre 2006, contre 52 % au premier trimestre 1999), l'augmentation des bénéfices observée en 2005 et 2006 est favorable à la reprise de l'investissement productif, d'autant que le bas niveau des taux longs maintient la profitabilité des entreprises. L'encours de crédits accordés aux entreprises a progressé rapidement en 2006 (12,8 % après 8,1 % en 2005). Dans le même temps, les crédits immobiliers ont, eux, décéléré : la croissance de l'encours est passée de 12,6 % en 2005 à 10,1 % en 2006. Les flux de nouveaux crédits au logement se sont même contractés en 2006, pour la première fois depuis 2001.

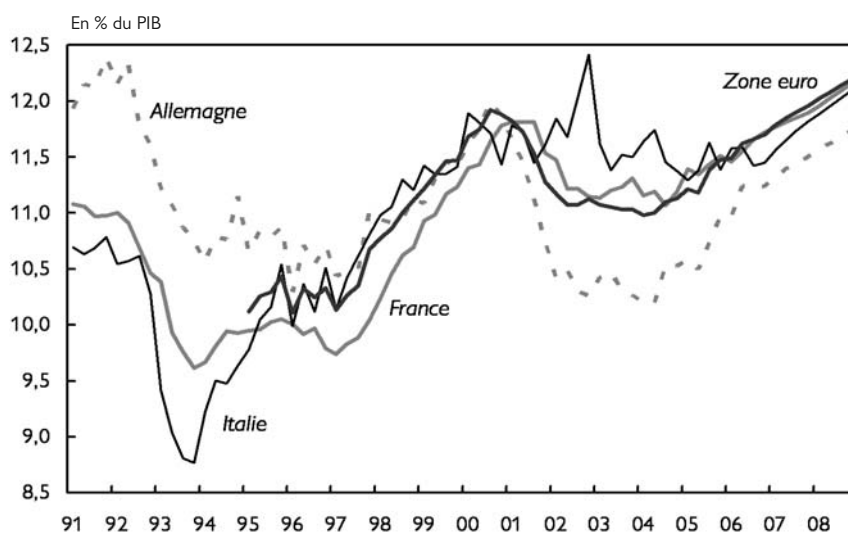
Autre élément positif, d'après l'enquête dans l'industrie de la Commission européenne, le taux d'utilisation des capacités de production a retrouvé au dernier trimestre 2006 le niveau atteint au pic de la fin 2000. Bien que moins bien orientées qu'en 2006, les perspectives de demande seraient encore favorables. Les entreprises seraient donc toujours incitées à investir. L'amélioration du taux d'investissement productif se poursuivrait en 2007 et 2008 et il dépasserait le pic atteint mi-2000 (graphique). Toutefois, en raison d'un investissement logement plus timoré, la croissance de l'investissement total fléchirait légèrement passant de 4,9 % en 2006 à 4,2 % en 2007 et 3,4 % en 2008.

Malgré une demande adressée progressant un peu moins vite qu'en 2006 (7,0 % en 2007 et 7,4 % en 2008, contre 9,7 % en 2006), les exportations resteraient relativement dynamiques. L'appréciation de l'euro serait en partie compensée par des efforts réalisés par les entreprises sur leurs prix à l'exportation dans plusieurs pays de la zone, efforts permis par l'amélioration de la situation opérationnelle des entreprises dans ces pays (du fait de gains de productivité et de coûts salariaux maîtrisés). De ce fait, les pertes de part de marché de la zone euro dans son ensemble seraient limitées.

La consommation des ménages progresserait à des rythmes quasi-similaires à ceux de 2006. Elle serait à la fois soutenue par la diminution du chômage et par des gains de pouvoir d'achat résultant d'un accroissement des salaires.

La réduction des déficits budgétaires serait grandement facilitée par le rebond de la croissance. L'amélioration serait presque exclusivement conjoncturelle, puisque l'impulsion budgétaire serait de - 0,1 % en 2007 et neutre en 2008, après - 0,6 % en 2006. Sur l'ensemble de la zone euro, le déficit serait ramené de 1,8 % du PIB en 2006 à 1,2 % en 2007 et 0,9 % en 2008.

Taux d'investissement productif dans la zone euro



Source: Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE avril 2007.

... malgré quelques nuages

Le principal risque pesant sur la croissance viendrait d'une transmission des hausses de taux court vers les taux longs plus forte et plus rapide que celle que nous inscrivons dans notre prévision. Un tel scénario pourrait précipiter la chute de l'immobilier alors que le marché semblait jusqu'ici s'engager vers un atterrissage en douceur. L'investissement des entreprises serait également pénalisé par une remontée excessive des taux.

Les soubresauts observés sur les marchés financiers fin février-début mars illustrent l'équilibre précaire de la finance mondiale. L'économie européenne bénéficie depuis plusieurs années de conditions financières avantageuses qui pourraient être rapidement remises en cause par une baisse soudaine et massive des flux d'épargne en provenance notamment des pays asiatiques. Si les liquidités venaient à se tarir soudainement, on assisterait à une forte remontée des taux pouvant mettre en difficulté de nombreux établissements financiers. Une telle réaction excessive conduirait alors à un brusque ralentissement des octrois de crédits aux entreprises et aux ménages pénalisant l'investissement productif et logement ainsi que la consommation. Mais, la faiblesse de l'inflation au niveau mondial, qui a grandement contribué à façonner l'équilibre financier actuel, ne devrait pas être remise en cause, réduisant de fait la probabilité d'un scénario noir.

1. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres disponibles le 21 mars, ce qui assure l'équilibre comptable des emplois et des ressources. Le profil du PIB peut donc légèrement s'écarter de celui publié à cette date par Eurostat du fait des arrondis. Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2007.

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

En %

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

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