

## Zone euro: touchée... mais pas coulée

En léger recul par rapport à l'année 2006, la croissance en 2007 est néanmoins restée dynamique à 2,6 % et, pour la première fois depuis 2001, supérieure à celle des États-Unis. Les mauvaises nouvelles, venues à la fois de la déconfiture du système financier mondial, de l'envolée de l'euro et de la résurgence de tensions inflationnistes ont cependant terni les performances économiques des pays de la zone euro au dernier trimestre 2007 et pèseront forcément sur la conjoncture dans les trimestres à venir. Mais la situation ne serait pas aussi dégradée qu'aux États-Unis. La croissance de la zone euro ne ferait alors que retrouver un sentier de croissance (2,0 % en 2008 et 2,2 % en 2009) proche de son potentiel, ne tombant pas dans la dépression mais ne réussissant pas à entretenir le dynamisme qui avait vu le jour en 2006 et 2007.

### 2007 : la croissance ne faiblit pas malgré la crise financière

Après une croissance de 0,7 % au troisième trimestre, la décélération a été nette au dernier trimestre (0,4 %). La consommation des ménages a progressivement ralenti depuis le deuxième trimestre et a même stagné au dernier trimestre. Ce mouvement a été visible dans les quatre principaux pays de la zone euro, et particulièrement en Allemagne et en Italie, où la consommation privée s'est inscrite en recul. Le renchérissement des biens de consommation a en effet pesé sur le pouvoir d'achat des consommateurs, et par ce biais, sur leur confiance, ce qui a conduit un certain nombre d'entre eux à différer leurs achats. La hausse de l'inflation, passée de 1,7 % en août 2007 à 3,2 % en février 2008, est entièrement imputable aux prix alimentaires et aux produits énergétiques (avec une hausse de la contribution respectivement de 0,7 point et de 0,6 point). En revanche, l'inflation sous-jacente a décéléré, tant du fait du prix des services que de ceux des produits manufacturés. Le revenu nominal des ménages s'est pour l'instant bien comporté, bénéficiant d'une croissance de l'emploi encore relativement forte (à 1,7 % en rythme annuel au dernier trimestre 2007, contre 1,9 % un trimestre avant), même si elle semble marquer le pas. Le taux de chômage a d'ailleurs poursuivi sa baisse, atteignant 7,1 % en décembre 2007. C'est le plus bas niveau depuis le début des années 1990. Les ménages pâtissent en revanche de la hausse des taux d'intérêt. Depuis le début du resserrement monétaire entrepris par la Banque centrale européenne (BCE) en décembre 2005, les taux sur les crédits hypothécaires ont respectivement augmenté de 120 et de 50 points de base pour les crédits à taux variables et les crédits à taux fixes. Ces hausses sont de 110 et 60 points pour les crédits à la consommation. Ainsi, les intérêts versés ont augmenté de 0,6 point de revenu entre fin 2005 et le troisième trimestre 2007.

Le ralentissement de l'investissement en fin d'année 2007 est imputable à une moindre vigueur de l'investissement en bâtiment, l'investissement productif étant resté dynamique dans la plupart des pays. Le taux d'investissement en bâtiment est ainsi en baisse depuis quelques trimestres, après un pic observé en début d'année 2007. La surchauffe observée sur plusieurs marchés immobiliers semble se calmer, le resserrement passé de la politique monétaire produisant peu à peu ses effets, ce que corrobore d'ailleurs l'évolution de

l'encours des crédits hypothécaires accordés aux ménages. Du côté de l'investissement productif, la situation opérationnelle des entreprises reste favorable et leur profitabilité est élevée, ce qui devrait leur permettre de maintenir leurs projets dès lors qu'elles continuent d'anticiper une demande dynamique.

À l'exception d'un troisième trimestre plus favorable, les performances à l'exportation des pays de la zone ont été affaiblies par l'appréciation de l'euro. Les exportations ont crû de 5,9 % sur l'année 2007, alors que la demande adressée devrait être proche de 6,5 %. Les importations ont été assez chaotiques avec notamment un troisième trimestre très dynamique à 2,2 %, compensé par un dernier trimestre atone (0,1 %). Cet ajustement résulte à la fois de la stagnation de la consommation des ménages au cours du même trimestre et peut également s'expliquer par des mouvements de stocks. En effet, réagissant à l'envolée des prix des matières premières alimentaires et énergétiques, certains importateurs ont pu être tentés de réduire leurs importations et d'écouler aux prix actuels leurs stocks de marchandises achetés à des prix moins élevés. L'accélération du déstockage de produits énergétiques en France au quatrième trimestre 2007 confirme cette hypothèse. On observerait dans ces conditions une remontée des importations en début d'année 2008.

## En quête de confiance

La chute de l'indice boursier européen (- 17 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008 pour l'EuroStoxx 50) illustre le pessimisme des investisseurs sur la capacité de la zone euro à résister à la débâcle financière. Inévitablement touchée par la crise, la zone euro ne sombrerait pas pour autant. Tout d'abord, les prix immobiliers n'ont pas connu le même boom, progressant en moyenne de 6,7 % dans la zone euro depuis 2000 contre 10,2 % aux États-Unis ; et surtout, la situation financière des ménages reste saine avec un taux d'endettement hypothécaire qui s'élève à 57,9 % du revenu disponible brut dans la zone euro en 2006 contre 87 % aux États-Unis. Ensuite, les banques sont globalement restées prudentes dans leur politique d'octroi de crédits se risquant rarement à entraîner les ménages les moins solvables dans un jeu spéculatif.

Par ailleurs, les enquêtes de la Commission européenne, disponibles jusqu'en février 2008, permettent de dresser un bilan mitigé. Certes, le moral des ménages s'est nettement dégradé depuis l'été 2007 et la confiance dans le commerce de détail est en baisse, mais cette dernière reste à un niveau assez élevé. Le maintien de l'inflation au-dessus de 3 % pendant le premier semestre 2008 continuera à peser sur le pouvoir d'achat des ménages et sur leur consommation dont la croissance trimestrielle s'élèverait respectivement à 0,3 puis 0,4 % au premier et deuxième trimestres. La désinflation attendue en fin d'année 2008 (sous l'hypothèse que le prix du pétrole en euro soit stable autour de 66 euros le baril et que les tensions sur les prix alimentaires s'atténuent) et la poursuite de la baisse du taux de chômage à 6,8 % en 2009 favoriseraient un redémarrage timide de la consommation des ménages. En outre, en France et en Espagne, des mesures fiscales favorables aux ménages apporteraient un soutien supplémentaire à la consommation. Dans l'industrie, l'indice de confiance est aussi orienté à la baisse, mais est toujours bien supérieur à sa moyenne sur longue période. L'investissement des entreprises devrait donc peu fléchir, surtout que le taux d'utilisation des capacités de

production est toujours très élevé. À cet égard, la production dans l'industrie de janvier 2008 s'est inscrite en net rebond par rapport à la décélération des derniers mois. L'encours de crédit aux entreprises, qui augmentait encore de plus de 14 % en janvier 2008, ralentirait mais soutiendrait encore l'investissement productif, tout comme la baisse de la fiscalité des entreprises prévue en 2008 dans plusieurs pays. Le taux d'investissement en bâtiment continuerait de baisser progressivement, du fait de l'ajustement en cours sur les marchés immobiliers néerlandais et espagnol et de l'atonie toujours d'actualité en Allemagne dans ce secteur. Au total, il n'y aurait pas de rupture au niveau de l'investissement qui serait encore en hausse de 0,7 % en rythme trimestriel en 2008 et de 0,6 % en 2009. En 2008 et 2009, les exportations seraient toujours pénalisées par la vigueur de l'euro, dont le pic à 1,60 dollar serait atteint au deuxième trimestre 2008. Elles augmenteraient respectivement de 4,9 % et 5,5 % — contre 8,3 % en 2006 et 5,9 % en 2007 — et seraient nettement inférieures à la demande adressée, prévue à 6,3 % en 2008 et 2009. Malgré un ralentissement des importations, en lien avec celui de la demande intérieure, la contribution globale du commerce à la croissance serait moindre qu'en 2007 : 0,2 et 0,1 point de croissance respectivement en 2008 et 2009 contre 0,5 en 2007.

## Zone à risques

Notre scénario n'intègre donc pas d'effets notables de la crise qui secoue actuellement les marchés financiers. Pour autant, cette hypothèse ne doit pas être ignorée et constitue le risque majeur de notre scénario. Les mauvaises nouvelles n'ont pas nécessairement été toutes annoncées et les banques traverseront sans doute une année 2008 délicate. Si leurs bilans venaient à se dégrader rapidement, elles seraient amenées à restreindre leur distribution de crédit. Avec le plongeon des bourses mondiales, c'est toute la chaîne de financement qui est menacée. La prime de risque pourrait s'accroître et entraîner un retournement du cycle de l'investissement. La confiance des ménages serait certainement entamée et ce d'autant plus que la crise financière serait relayée par des tensions accrues sur le prix du pétrole et sur l'inflation. Les pertes de pouvoir d'achat et la morosité des ménages incitant peu à la dépense, la demande intérieure pourrait être sérieusement déprimée. Il n'y aurait de surcroît pas grand-chose à espérer de la demande étrangère puisque le choc financier et inflationniste n'épargnerait personne. De plus, il y a peu à attendre de l'euro qui a atteint un niveau pénalisant le commerce extérieur des pays de la zone euro. C'est au contraire un risque d'appréciation supplémentaire que nous envisageons plutôt qu'un regain de vigueur ferme et rapide du dollar. La zone euro ne pourrait alors pas compter sur un soutien venant de l'étranger. Les seuls éléments qui permettraient d'avoir une croissance plus forte que celle que nous anticipons viendront principalement des politiques économiques pour lesquelles des marges de manœuvre subsistent. Le scénario, calé sur le *statu quo* de la politique monétaire et la neutralité de l'impulsion budgétaire (+ 0,1 point en moyenne par an en 2008 et 2009), serait revu à la hausse si la BCE consentait à baisser ses taux et dans l'éventualité d'une relance budgétaire concertée.

1. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres disponibles le 20 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 2008.