

Zone Euro

La croissance résiste au regain d'inflation

Après avoir augmenté de 0,4 % au quatrième trimestre 2016, l'activité de la zone euro resterait solide au premier semestre 2017 (+0,4 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième), malgré des incertitudes politiques encore nombreuses et un regain d'inflation. En effet, l'inflation totale s'élève dans tous les pays de la zone, du fait surtout de sa composante énergétique, alors que sa composante sous-jacente augmenterait en Allemagne et en Espagne. Malgré ce regain, la consommation resterait ferme, les ménages diminuant légèrement leur épargne de précaution à la faveur d'une nouvelle baisse du chômage.

La croissance resterait robuste dans la zone euro

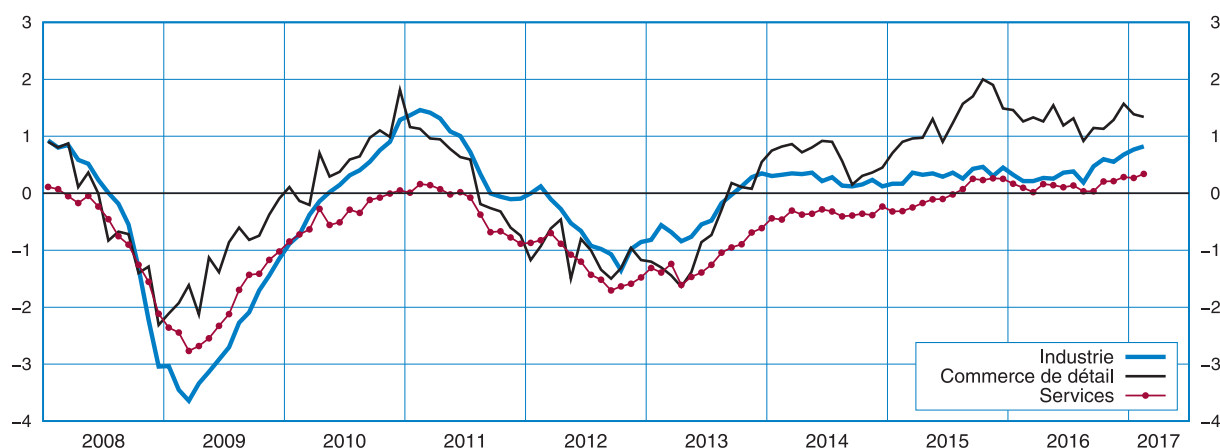
Au quatrième trimestre 2016, l'activité économique de la zone euro a légèrement accéléré : +0,4 % après +0,3 % (tableau). Sur l'ensemble de l'année, le produit intérieur brut (PIB) a crû de 1,6 % en 2016, à peine plus qu'en 2015 (+1,5 %). En dépit de nombreuses incertitudes politiques, le climat des affaires reste favorable (graphique 1). Ainsi, la croissance demeurerait robuste au cours du premier semestre 2017 : +0,4 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième. Dans ce contexte, l'emploi progresserait encore nettement et le chômage continuerait de baisser : son taux atteindrait 9,5 % mi-2017 contre 10,1 % un an plus tôt.

La consommation résisterait au regain d'inflation

Au premier semestre 2017 les salaires accéléreraient, notamment sous l'effet de la revalorisation du salaire minimum en Allemagne (+4 %) et en Espagne (+8 %). La hausse de l'emploi stimulerait aussi les revenus. Néanmoins, avec la remontée du cours du pétrole et celle des prix des matières premières alimentaires, l'inflation d'ensemble s'élève nettement : elle atteindrait +1,8 % sur un an mi-2017, contre -0,1 % un an plus tôt (graphique 2). Le regain serait plus fort en Espagne (+3,3 % à mi-année) et en Allemagne (+2,1 %) car dans ces pays la composante sous-jacente augmenterait également, tirée par la dynamique des salaires. À l'inverse, l'inflation sous-jacente resterait modérée en France et en Italie, autour de +0,7 %.

Ce regain d'inflation limiterait les gains de pouvoir d'achat, qui ralentirait. Cependant, à court terme, les ménages diminueraient légèrement leur épargne, si bien que la consommation résisterait (+0,4 % aux premier et deuxième trimestres, comme fin 2016 ; graphique 3). Leur taux d'épargne baisserait à 11,4 % mi-2017, alors qu'il avait augmenté de 0,2 point entre 2014 et 2016 (11,8 % en moyenne sur l'année). En effet, d'une part les ménages lissent les fluctuations du pouvoir d'achat sur leur consommation, en particulier quand le choc provient des prix de l'énergie (éclairage) ; d'autre part, ils réduisent leur épargne de précaution lorsque le chômage baisse.

1 - Climat des affaires dans la zone euro, par secteur



Source : Commission européenne (DG-ECFIN)

Les rigueurs de l'hiver affecteraient temporairement l'investissement en construction

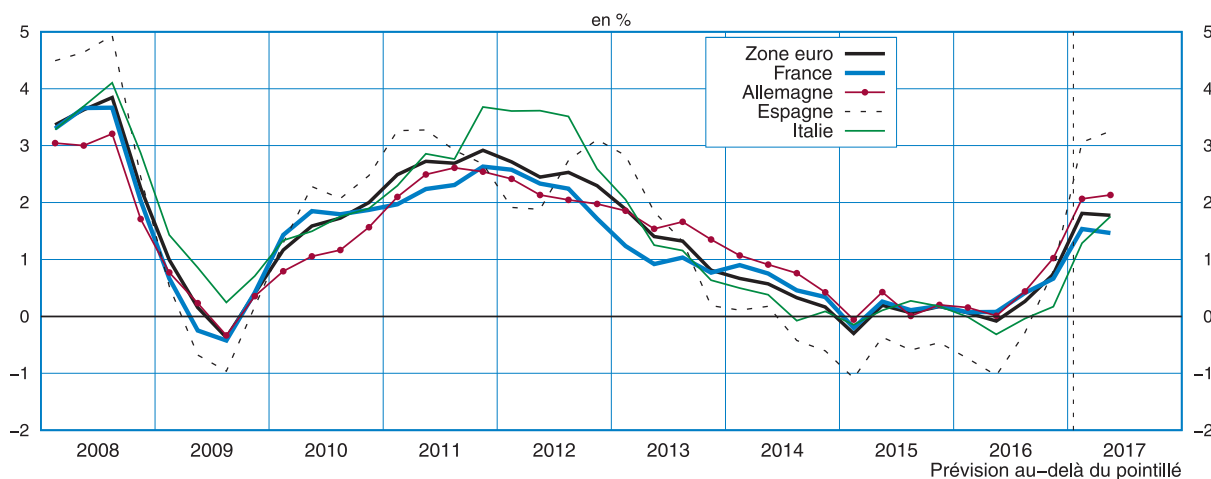
Après avoir progressé de 0,8 % au quatrième trimestre 2016, l'investissement en construction se contracterait au premier trimestre 2017 (-0,2 %) avant de rebondir au deuxième trimestre (+1,4 %). En effet, la vague de froid de janvier en Europe continentale, en particulier en Allemagne, a entraîné l'arrêt de chantiers de construction, et heurte son profil trimestriel. Au-delà de ces à-coups, l'investissement en construction suivrait la tendance haussière des permis de construire.

L'investissement en équipement resterait solide dans l'ensemble de la zone euro : il aurait rebondi fin 2016 (+0,7 % après -0,9 %) et resterait dynamique au premier semestre 2017 (+1,0 % puis +0,8 %). Le taux d'utilisation des capacités de production est supérieur à sa moyenne dans tous les pays de la zone, suggérant une plus forte propension des entreprises à investir.

Début 2017, le commerce extérieur grèverait légèrement la croissance

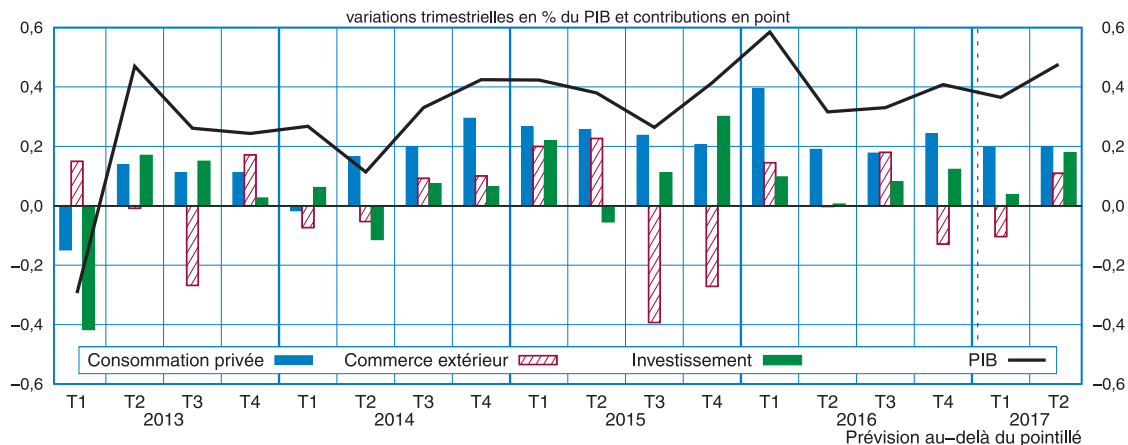
Au quatrième trimestre 2016, les exportations sont reparties (+1,5 % après 0,2 %), notamment en Allemagne et en Espagne. Au premier semestre 2017, la dépréciation de l'euro, notamment vis-à-vis du dollar, et la fermeté de la demande américaine et émergente continueraient de stimuler les ventes à l'étranger (+0,7 % au premier trimestre puis +1,0 % au deuxième). La dynamique des importations serait similaire : après avoir rebondi au quatrième trimestre 2016 (+2,0 % après +0,5 %), elles augmenteraient de 1,0 % en moyenne par trimestre au cours du premier semestre 2017. La contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB serait légèrement négative au premier semestre 2017 (-0,1 point par trimestre), après deux années où il l'a un peu grevée (-0,2 point en 2016 et -0,1 point en 2015). ■

2 - Inflation dans la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

3 - PIB et contributions à la croissance du PIB de la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

Développements internationaux

Produit intérieur brut et principaux agrégats des économies de la zone euro

Niveaux ; variations T/T-1 et A/A-1 en %

	Données trimestrielles										Données annuelles		
	2015				2016				2017		2015	2016	2017 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Zone euro*	0,4	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	1,5	1,6	1,3
Allemagne	0,2	0,5	0,2	0,4	0,7	0,5	0,1	0,4	0,4	0,5	1,5	1,8	1,3
France	0,6	0,0	0,3	0,2	0,7	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,5	1,2	1,1	1,1
Espagne	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	3,2	3,2	2,2
Italie	0,3	0,4	0,1	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,7	1,0	0,6
Inflation de la zone euro (glissement annuel)	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,8	0,0	0,2	1,2
Taux de chômage de la zone euro au sens du Bureau international du travail	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	9,9	9,7	9,6	9,5	10,9	10,0	9,6

Prévision

* Zone euro hors Irlande car les comptes de ce pays présentent une rupture de série au premier trimestre 2015.

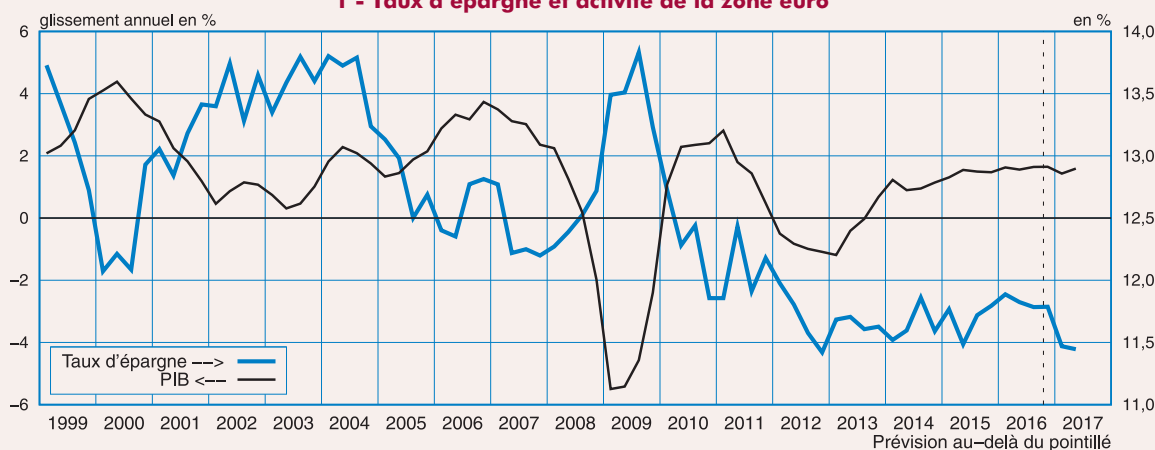
Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux, prévisions Insee

La lente diffusion de la baisse des prix de l'énergie dans la consommation explique en partie la hausse récente du taux d'épargne des ménages européens

Le motif de précaution est le principal déterminant des fluctuations à court terme de l'épargne des ménages européens. Lorsque l'activité est dynamique et que le chômage baisse en conséquence, les ménages ont confiance dans l'avenir et ont tendance à moins épargner. Au contraire lorsque l'activité ralentit, les ménages tendent à davantage épargner par précaution, craignant notamment d'être rattrapés par une hausse du chômage. Ainsi, les variations du taux d'épargne s'avèrent en général contracycliques (*graphique 1*). Cependant, depuis 2012, ce caractère contracyclique ne prédomine pas. En 2012 notamment, l'activité a reculé et les ménages ont abaissé leur taux d'épargne, surtout dans le sud de l'Europe, pour limiter l'effet des mesures de consolidation budgétaire (hausse d'impôts, baisse des salaires des fonctionnaires et des prestations) sur leur consommation. À l'inverse depuis 2014, alors que l'activité a accéléré et que le chômage s'est replié, le taux d'épargne a légèrement augmenté. Cette augmentation serait imputable à la lenteur de diffusion du choc favorable de baisse des prix du pétrole sur la consommation.

Pour valider cette hypothèse, les effets différenciés sur la consommation de différentes composantes du pouvoir d'achat sont testés dans un modèle économétrique. En effet, le taux d'épargne se mesure comme la part du pouvoir d'achat non consommé. Les gains de pouvoir d'achat se mesurent en comparant les évolutions du revenu brut (salaires, retraites, prestations sociales, impôts, etc.) et celles des prix (énergie, alimentaire, etc.). Usuellement, le lien entre fluctuations de la consommation et pouvoir d'achat est modélisé par un coefficient unique. Néanmoins, il est vraisemblable que les ménages n'ajustent pas leur consommation à une hausse du pouvoir d'achat de la même façon selon qu'elle résulte d'une hausse des salaires nominaux ou bien d'une baisse des prix. Le test consiste donc à supposer des coefficients différents pour les revenus d'une part, et les principales composantes des prix d'autre part, dans une équation économétrique modélisant les évolutions de court terme de la consommation par un modèle à correction d'erreur (cf. *la méthode*).

1 - Taux d'épargne et activité de la zone euro



Sources : Eurostat, prévision Insee

Développements internationaux

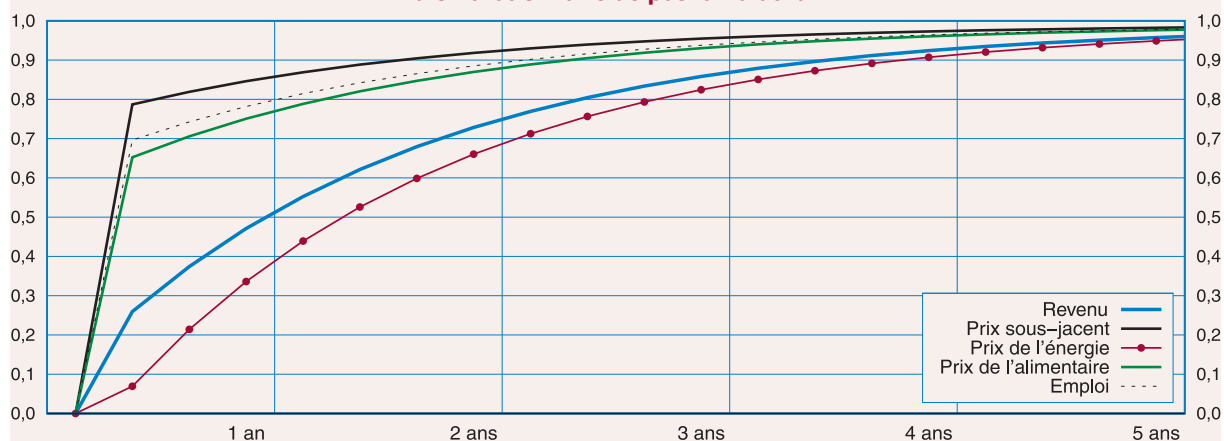
Une telle modélisation permet d'estimer la diffusion d'une hausse de pouvoir d'achat de 1 % selon qu'elle transite par une baisse d'impôt (choc de revenu pur), par une baisse des prix de l'énergie ou par une baisse des prix sous-jacents (*graphique 2*). Selon cette modélisation, un choc sur les prix de l'énergie prend environ 18 trimestres pour se diffuser à plus de 95 % sur la consommation, contre 6 trimestres pour un choc d'emploi et 10 trimestres pour un choc sur les prix sous-jacents.

Entre mi-2014 et début 2016, le cours du pétrole a fortement baissé, entraînant mécaniquement une baisse des prix de l'énergie. Celle-ci a rehaussé le pouvoir d'achat des ménages mais ce type de regain

met du temps à se traduire par une hausse de la consommation et de ce fait, contribue à accroître le taux d'épargne. Selon la modélisation retenue, la légère hausse du taux d'épargne entre 2014 (11,6 %) et 2016 (11,8 %) provient pour +0,7 point de la lenteur de l'ajustement de la consommation au choc favorable de prix du pétrole ; cela a été en grande partie compensé par la baisse de l'épargne de précaution sous l'effet du recul du chômage.

D'ici mi-2017, le ralentissement du pouvoir d'achat via la remontée actuelle des prix de l'énergie se diffuserait lentement à la consommation, entraînant une baisse du taux d'épargne (*graphique 3*). ■

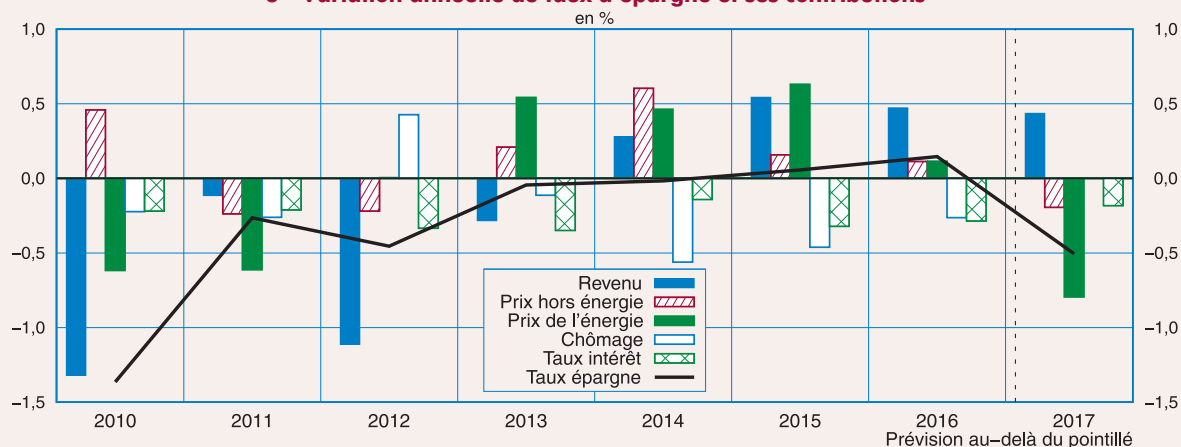
2 - Simulation de la propagation à la consommation des ménages européens d'un choc unitaire de pouvoir d'achat



Note : le « choc de revenu » s'entend comme un choc « pur » de type baisse d'impôts ou hausse des prestations.

Sources : Eurostat, calculs et prévision Insee

3 - Variation annuelle du taux d'épargne et ses contributions



Lecture : en 2015, le taux d'épargne a légèrement augmenté par rapport à 2014 ; le prix de l'énergie a contribué pour +0,6 point à cette hausse. Les chiffres de 2017 correspondent à la moyenne sur le premier semestre uniquement.

Sources : Eurostat, prévision Insee

La méthode

Dans la modélisation retenue, la consommation évolue à long terme comme le pouvoir d'achat avec une force de rappel de 16 %. La baisse tendancielle du taux d'épargne dans la zone euro est captée par une variable de taux d'intérêt en termes nominaux, une baisse des taux d'intérêt se traduisant par une moindre épargne. Cela traduit à la fois un effet d'encaissements réelles et un effet d'arbitrage entre la consommation et l'épargne.

À court-terme, l'élasticité de la consommation aux revenus nominaux est d'environ 30 %. Ce coefficient apparaît faible au regard d'autres modélisations mais une variation de revenu via une variation de l'emploi doit combiner l'élasticité au revenu et l'élasticité au taux de chômage. La sensibilité de la consommation aux prix à court terme est captée par quatre élasticités : à l'inflation alimentaire hors taxes, à l'inflation énergétique hors taxes, à l'inflation sous-jacente hors taxes et aux taxes sur la consommation. À court-terme l'élasticité aux prix des biens alimentaires et de l'énergie est faible et non significative : les ménages ne modifient pas significativement leur consommation lorsque les prix de ces produits fluctuent. Au contraire, l'élasticité à l'inflation sous-jacente est significative (de justesse sur la période d'estimation s'arrêtant au premier trimestre 2012, plus nettement lorsque le modèle est estimé jusqu'au troisième trimestre 2016) : les ménages ajustent rapidement leurs consommation à ses fluctuations.

Équation :

$$\Delta C_t = 0,72 - 0,16(C_{t-1} - R_{t-1} + 0,70P_{t-1}^{ssj} + 0,20P_{t-1}^{olim} + 0,10P_{t-1}^{nrj} + 0,62r_{t-1}) + 0,26\Delta R_t - 0,63\Delta u_t - 0,55\Delta P_t^{ssj,ht} - 0,01\Delta P_t^{nrj,ht} - 0,13\Delta P_t^{olim,ht} - 0,73\Delta Tax_t + \varepsilon_t$$

(2,50) (-2,50) (1,95) (-2,68) (-1,66) (-0,36) (-1,11) (-2,81)

Données : Eurostat, calculs Insee

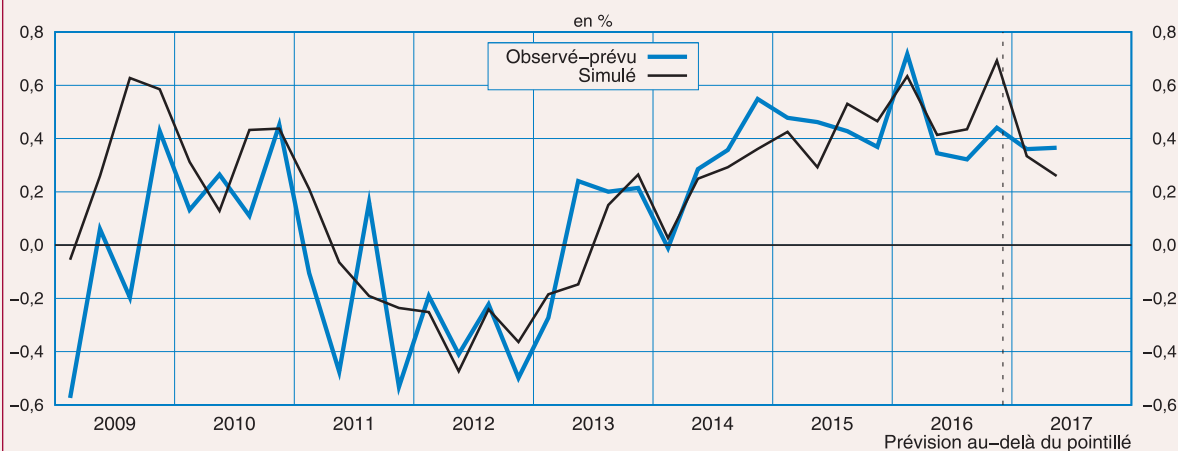
$R^2 = 67 \%$

Période d'estimation : 2002T2 à 2012T1
(les statistiques de Student sont inscrites entre parenthèses)

Où :

- C_t est le logarithme de la consommation de l'ensemble de la zone euro ;
- R_t est le logarithme du revenu disponible brut (nominal) ;
- P^{ssj} est le logarithme de l'indice de prix sous-jacent ;
- P^{olim} est le logarithme de l'indice de prix de l'alimentaire ;
- P^{nrj} est le logarithme de l'indice de prix de l'énergie ;
- Tax est le logarithme du ratio entre l'indice des prix toute taxe comprises et l'indice de prix hors taxe ;
- L'indice « ht » précise qu'à court terme les fluctuations des prix sont « hors taxes »
- r désigne le taux souverain allemand à 10 ans ;
- u est le taux de chômage.

Évolution de la consommation observée et simulée



Sources : Eurostat, calculs et prévision Insee