

JUIN 2017

Europe: accélération de la croissance, enfin!

Europe: accélération de la croissance, enfin!

Hugues Chevalier, Economiste

Juin 2017

Depuis plusieurs mois, la croissance accélère en Europe, plus particulièrement dans la zone euro. Au premier trimestre de cette année, son rythme ressort à 2% l'an. L'indicateur de l'activité de la Commission européenne a progressé en avril pour le huitième mois consécutif et est au plus haut depuis 10 ans. Le niveau actuel de cet indicateur correspond à une croissance du PIB de 3% environ (annualisée). La récente (mais légère) remontée des taux d'intérêt et la récente hausse de l'inflation n'a pour l'instant pas impacté les secteurs de la consommation et de la construction. Pourtant, les prévisions de la grande majorité des instituts de prévisions économiques suggèrent une stabilisation de la croissance de la zone euro cette année (après avoir prévu un ralentissement il y a trois mois). Nous émettons ici l'hypothèse inverse, à savoir que l'activité devrait accélérer graduellement cette année, tirée à la fois par la demande intérieure et par les exportations. Par ailleurs, l'accélération de l'inflation ne serait que temporaire et due uniquement à l'effet des prix du pétrole. Or, ces derniers n'ayant que peu progressé ces derniers mois, la hausse des prix à la consommation devrait ralentir au cours des prochains mois, ce qui maintiendrait le pouvoir d'achat des ménages. Enfin, tous les autres paramètres sont en hausse, voire en accélération, suggérant une accélération de la croissance.

Sentiment de l'activité économique (enquête Commission européenne)

Evidemment, le taux de croissance de tous les pays de la zone euro n'est pas homogène. Certaines économies font preuve de davantage de dynamisme que d'autres, comme l'Allemagne ou l'Espagne. Outre-Rhin, les indicateurs IFO, au plus haut depuis 2011, ne cessent de progresser depuis plusieurs mois. L'industrie manufacturière profite à la fois du redémarrage du commerce

international et de la faiblesse de l'euro. Cette dernière est la conséquence de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et de la vigueur du dollar, tiré par la politique de resserrement des taux par la Réserve fédérale (Fed) et par la vigueur de l'économie américaine.

Fig. 1: Zone euro: PIB (vol, T/T %), indicateur du sentiment économique et PMI composite
Source: BNP Paribas



Enfin, une autre bonne nouvelle est venue ces derniers jours avec le recul des risques géopolitiques. En effet, après les Pays-Bas, les élections présidentielles françaises, et la victoire du pro européen Emmanuel Macron, ont «évacué» une sortie de la deuxième puissance économique de la zone euro. Par ailleurs, la récente victoire de la CDU d'Angela Merkel dans le plus grand Land d'Allemagne (Rhénanie du Nord – Westphalie) suggère un renforcement de l'axe franco-allemand et une poursuite des réformes de la zone euro. Reste évidemment l'écueil du Brexit et ses conséquences possibles dans les petits pays où les partis populistes sont importants.

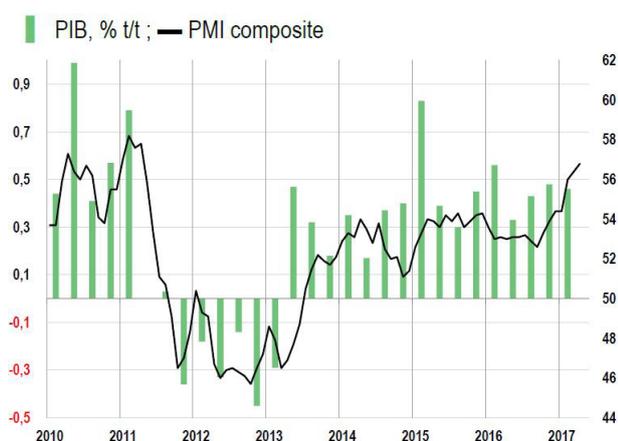
Dans ce dossier, nous allons examiner les différents secteurs et composantes de l'économie de la zone euro et analyser quelles sont les perspectives à court et moyen terme.

La production

L'activité dans le secteur de l'industrie, qui accélère depuis plusieurs mois, revient à son niveau de 2008. Toutefois, celle-ci n'a pas encore dépassé son niveau de pré-crise, à l'exception de l'Allemagne. Pour l'ensemble de la zone, le niveau actuel de l'activité est similaire à celui de 2006. En d'autres termes, le vieux continent a passé plus de 10 ans sans progresser. Deux grands pays de la zone sont en particulier à la traîne. Il s'agit de la France et de l'Italie. Dans ces deux pays, la structure de la production, les biens produits et les débouchés extérieurs n'ont pas permis un redressement plus rapide. Dans ces deux pays, ces 10 dernières années, l'industrie manufacturière a perdu des centaines de milliers d'emplois. En France, le retard pris sur l'Allemagne est considérable et ne pourra pas être comblé au cours des prochaines années.

Fig. 2: Production manufacturière hors construction (indice 100 = 2010)

Source: Datastream



L'activité dans le secteur de l'industrie accélère partout ces derniers mois et les perspectives restent bonnes, en tout cas jusqu'à cet été,

comme suggéré par les indicateurs d'entrées de commandes.

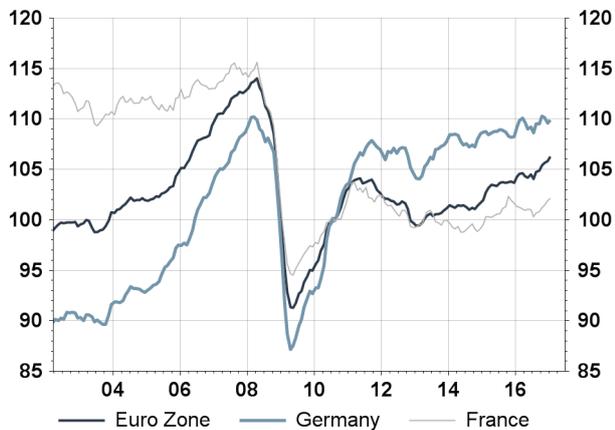
Des disparités sont évidemment observables entre les différents pays et secteurs industriels de la zone. C'est dans les secteurs des biens intermédiaires (+3.4% a/a) et dans les biens de consommation durables (automobile en particulier, +3.9% a/a) que l'accélération est la plus marquée. A noter également que, en ligne avec la remontée des prix du pétrole, l'activité dans le secteur de l'énergie a également progressé vivement (+6.5% a/a). Dans les grands pays de la zone, l'accélération est la plus forte en Italie (+6.6% a/a) et aux Pays-Bas (+7.5% a/a). En France, après plusieurs mois de stagnation, l'activité industrielle donne enfin des signes de redressement. En Allemagne, après plusieurs mois de hausse, les données de décembre suggèrent un ralentissement de l'activité qui néanmoins progresse de manière ininterrompue depuis 2 ans sur un rythme modéré.

La politique monétaire de la BCE de taux bas depuis plusieurs années a également contribué à soutenir l'activité dans le secteur de la construction résidentielle. Ainsi, en Allemagne, les prix des logements ont progressé en 2016 de plus de 10% (an/an) dans les sept plus grandes villes du pays, alors que l'inflation est restée proche de 0. Les indicateurs avancés (IFO) signalent que la situation s'améliore encore avec une nouvelle accélération de l'activité qui atteint un nouveau sommet.

Les exportations

La demande extérieure est depuis quelques mois un soutien à l'activité. En effet, après des mois de recul du commerce mondial, les derniers indicateurs disponibles suggèrent que le commerce mondial accélérerait enfin. En décembre dernier (dernier point disponible), les exportations vers l'extérieur de la zone euro ont progressé de 6% en glissement annuel et de 5% en commerce intra-européen (zone euro). Or, le commerce mondial (hors pétrole) aurait progressé d'environ 3% en glissement annuel en décembre (Fig. 3).

Fig. 3: Commerce extérieur, en milliards d'euros
Source: Datastream



Le rythme de croissance des exportations européennes est donc plus rapide que celui du reste du monde. Les exportations progresseraient à destination de l'Asie (Japon et Chine), en particulier pour les biens intermédiaires. Le relais de la croissance extérieure est une bonne nouvelle pour les économies européennes, en particulier l'Allemagne, dans un contexte où le commerce mondial a stagné pendant 7 ans.

La demande intérieure

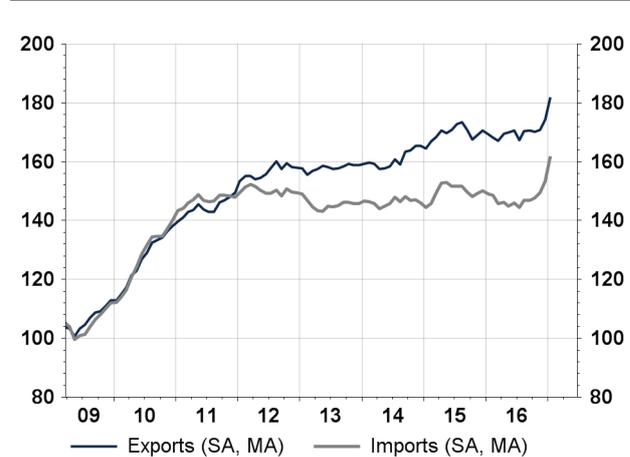
1/ Les investissements

L'atonie de la production de ces dernières années a fortement affecté les investissements productifs dans la zone euro. Dans un contexte de reprise de l'activité, le cycle normal passe par une reprise des investissements. C'est le cas depuis quelques trimestres dans plusieurs pays, notamment en France où au cours du premier trimestre, les investissements ont fortement rebondi de 1.3% (contre 0.3% pour le PIB).

Les taux d'utilisation des capacités sont repassés nettement au-dessus de leur moyenne de ces 15 dernières années suggérant que les entreprises vont investir dans de nouvelles capacités pour répondre à la demande. Par ailleurs, dans certains pays, comme la France, des mesures ont été mises en place pour soutenir les marges des entreprises, ce qui devrait soutenir l'investisse-

Fig. 4: Taux d'utilisation des capacités dans la zone euro
Source: Datastream

Source: Datastream



ment à court terme, dont le cycle devrait encore se renforcer parallèlement au raffermissement de la demande intérieure (Fig. 4).

L'investissement des ménages dans la construction résidentielle est également en accélération soutenue à la fois par les revenus des ménages (emplois et hausse des salaires réels) et par des taux d'intérêt sur les crédits qui restent à des niveaux très bas. Pour l'ensemble de la zone, les prix sont redevenus positifs depuis trois ans. Mais l'activité n'est repartie à la hausse que depuis un peu plus d'un an. Le redémarrage est plutôt

Fig.5: Marché de l'immobilier résidentiel
Source: Datastream

Source: Datastream



vigoureux, comme en témoigne, par exemple, le rebond de l'investissement résidentiel en France de 0.9% (t/t) (Fig. 5).

2/ La consommation des ménages

La consommation des ménages est le facteur principal de l'accélération de la croissance. Les dépenses des ménages accélèrent avec notamment la bonne tenue des ventes au détail qui progressent de 2.3% sur un an en mars. Or, l'accélération de l'inflation, qui est passée de 0.5% en octobre à 1.9% pour l'indice harmonisé, laissait craindre un ralentissement des dépenses des ménages.

Fig. 6: Ventes au détail et ventes d'automobiles
Source: Datastream

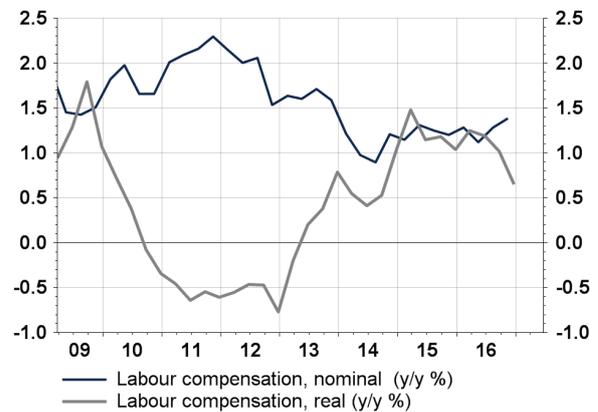


En effet, la remontée de l'inflation depuis l'été 2016, dans la foulée de la remontée des prix de l'énergie, a amputé les revenus disponibles bruts des ménages et les salaires. La croissance des salaires réels a été divisée par deux ces 6 derniers mois, laissant craindre un ralentissement des dépenses de consommation. Pour l'instant, il n'en est rien. L'arrêt de la remontée des prix de l'énergie devrait soutenir les revenus réels des ménages européens au cours des prochains mois (Fig. 7).

Le marché du travail

Le marché du travail dans la zone euro s'améliore depuis 2013 après avoir touché un plus bas sans

Fig. 7: Salaires nominaux et réels
Source: Datastream



précédent depuis des dizaines d'années. Depuis trois ans et demi, plus de quatre millions d'emplois ont été créés dans l'ensemble de la zone. Le chômage recule partout et ressort au dernier point connu à 9.5% de la population active. La situation s'améliore également dans les pays qui connaissent un chômage de masse (France, Espagne ou Italie). En France, par exemple, l'emploi n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant la crise de 2008 et progresse encore modestement (+0.3% t/t au T1 2017).

Dans les pays du nord, on assisterait même déjà à une pénurie de travailleurs qualifiés. C'est le cas en particulier en Allemagne dans certains

Fig. 8: Marché du travail
Source: Datastream



Länder comme la Bavière ou le Baden-Wurtemberg où le taux de chômage s'approche de 3%. La pénurie de travailleurs qualifiés engendre des tensions sur les salaires. Ainsi, pour l'ensemble du pays, les coûts de la main d'œuvre ont progressé de 1.5% au T4 et de 3.1% sur un an.

L'amélioration de l'activité suggère que le marché du travail continuerait à s'améliorer dans l'ensemble de la zone, avec une poursuite de la baisse du taux de chômage (Fig. 8).

Selon la Commission européenne, le taux de chômage structurel de la zone euro serait passé de 7.5% en 2008 à 9% en 2016. Le niveau du chômage structurel est important, car il détermine la politique monétaire de la BCE en raison d'une surchauffe des salaires et par conséquent d'une accélération de l'inflation. Si ce taux venait à reculer au-dessous de 9%, la BCE pourrait donc resserrer sa politique monétaire. Compte tenu du rythme actuel de création d'emplois, le taux de 9% devrait être atteint avant la fin de l'année. A notre avis, les hypothèses de la Commission européenne sont trop pessimistes. Les hypothèses retenues par l'OCDE suggèrent qu'il n'y aurait aucune tension sur les salaires avant plusieurs trimestres, ce qui devrait laisser du temps à la BCE pour adapter sa politique.

La politique monétaire, l'inflation et les taux d'intérêt

Après des mois de politique monétaire non-conventionnelle, la BCE fait face à un paysage économique différent et sa politique ne correspond peut-être plus à la réalité. En effet, les prix à la consommation ont nettement rebondi et ont retrouvé le niveau de l'objectif de la BCE. Toutefois, compte tenu de l'évolution des prix de l'énergie, les prix à la consommation ne devraient pas accélérer au cours des prochains mois, ce qui laisse encore du temps à la banque centrale pour «normaliser» sa politique monétaire.

Par ailleurs, l'activité a accéléré et la croissance du PIB serait proche de 2% en rythme instantané. Les composantes financières ont nettement rebondi, en particulier le crédit au secteur privé qui est

Fig. 9: Crédits au secteur privé
Source: Datastream



enfin en expansion après 5 ans de contraction. Le processus de «normalisation» de la politique monétaire est donc enclenché (Fig. 9).

Ainsi, la BCE a déjà révisé à la baisse son programme d'assouplissement quantitatif en ramenant ses achats mensuels d'actifs de 80 à 60 milliards depuis le mois d'avril. La réduction de la politique de «QE» devrait se poursuivre de manière graduelle. Compte tenu de l'impact négatif sur les banques de la réduction des achats d'actifs et des taux d'intérêt négatifs, il semble

Fig. 10: Evolution des prix à la consommation (total et sous-jacent – hors alimentation et énergie), a/a%
Source: Datastream



logique que la BCE procède dans le courant du premier semestre 2018 à une remontée de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt, laissant dans un premier temps le taux «refi» inchangé (Fig.10).

M. Draghi, à la suite de la réunion du comité monétaire du 27 avril, estime qu'il n'y a aucune urgence à remonter les taux directeurs, car l'inflation ne ressort qu'à 1.5% sur un an en mars, soit en dessous de l'objectif de la banque centrale. Par ailleurs, les prix ne devraient pas accélérer au cours des prochains mois, tant du fait de la stabilisation des prix du pétrole que de la progression des salaires sur un rythme inférieur à celui des prix à la consommation. L'évolution de l'inflation sous-jacente confirme cette hypothèse en restant au-dessous de la barre de 1% depuis plus de 3 ans. L'évolution des taux à court terme conforte en tout cas l'hypothèse selon laquelle la BCE ne devrait pas procéder à une remontée de taux directeurs à moyen terme.

Fig. 11: Taux d'intérêt dans la zone euro
Source: Datastream



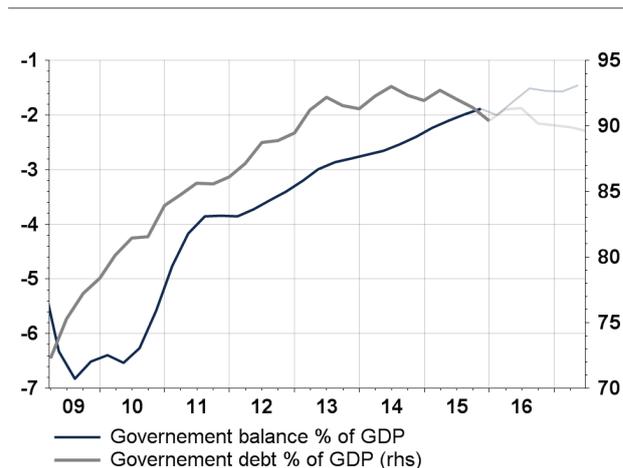
La remontée des taux longs depuis l'été dernier reflète à la fois l'accélération de la croissance, mais également le léger rebond de l'inflation. Ces taux longs restent toutefois à des niveaux très bas au regard de la moyenne de long terme. Les taux bas soutiennent évidemment la croissance que ce soit au travers des crédits immo-

biliers, des crédits à la consommation ou des crédits aux entreprises.

Les finances publiques

Le rétablissement de l'équilibre des finances publiques a pesé sur la croissance économique depuis la crise de 2008. Un effort important a été réalisé par plusieurs pays sur les dépenses publiques. En 2010, le déficit des pays de la zone avait atteint plus de 7% du PIB. Au dernier point connu, au 3e trimestre 2016, le déficit public pour l'ensemble de la zone n'est plus que de 1.7% du PIB. L'effort réalisé par certains pays a été énorme, notamment en termes de dépenses, ce qui a évidemment impacté négativement la croissance économique. Depuis le début de 2016, le déficit est stabilisé aux alentours de 1.5% - 1.7%. Globalement, ce facteur ne pèse donc plus, et ne devrait plus peser au cours des prochains mois, sur la croissance, à l'exception de certains pays qui doivent encore revenir vers les limites imposées par la BCE et par la Commission européenne.

Fig. 12: Déficit et dette publics (définition de Maastricht), en % du PIB
Source: Datastream



Le rétablissement des finances publiques permet désormais à certains pays de stimuler leur croissance. C'est le cas de l'Allemagne ces derniers mois où les dépenses publiques ont été accrues et ont soutenu la croissance.

Si les déficits publics ont été contenus, la dette publique reste encore un facteur contraignant sur la croissance future. Au dernier point connu (3e trimestre 2016), la dette publique est ressortie à 90.1% du PIB, en recul de 1.5 point par rapport à un an auparavant. Le niveau de 90.1% est considéré par trop important par les autorités monétaires: l'accord de Maastricht prévoit un taux maximum de 60% du PIB. La situation est évidemment très différente d'un pays à un autre. Les cas de la Grèce, avec 176.9% de dette publique par rapport au PIB, et du Portugal, avec 133.4%, sont insoutenables à moyen terme en termes de charges et d'amortissement. Les moyens pour parvenir à une réduction de la dette pour ces pays restent un sujet ouvert. Il n'en reste pas moins que les efforts qui doivent encore être réalisés vont peser sur la croissance globale de zone au cours des prochains trimestres.

En conclusion

Tous les indicateurs que nous avons présentés ci-dessus suggèrent que la croissance économique de la zone euro devrait conserver un rythme vigoureux et se renforcer graduellement en cours d'année. Les risques politiques se sont également éloignés après les élections législatives néerlandaises et, surtout, présidentielles françaises. Il n'en reste pas moins que les problèmes de finances publiques et de gouvernance de la zone doivent être résolus rapidement. Enfin, les deux plus grands pays, l'Allemagne et la France, doivent relancer la poursuite de l'intégration économique et résoudre les problèmes de compétitivité qui ont été, en partie, à la source des délocalisations industrielles massives, de la montée du chômage et, par conséquent, des populismes anti-européens.