



## Le PIB européen attendra pour profiter d'une relance budgétaire

**Croissance de +0.3% du PIB. Accélération attendue au 4<sup>ème</sup> trimestre. La confiance progresse. La BCE relancera son action. Mais attention aux taux longs. Enfin une hausse des actions.**

### Points clés

- Fin de non-recevoir pour les propositions de relance budgétaire de la Commission européenne
- La relance budgétaire atteindra pourtant aussi l'Europe en temps voulu
- Le plan Juncker n'est pas à la hauteur de la situation
- L'économie européenne croît comme prévu de 0.3% au 3<sup>ème</sup> trimestre
- Les risques et les incertitudes politiques diminuent progressivement
- La confiance s'améliore un peu partout
- La BCE restera vigilante et élargira son soutien aussi longtemps que nécessaire
- Le rebond des taux longs offre une nouvelle opportunité d'action à la BCE
- Peu de perspectives pour les obligations
- Revalorisation probable des actions européennes

### Fin de non-recevoir pour les propositions de relance budgétaire de la Commission européenne

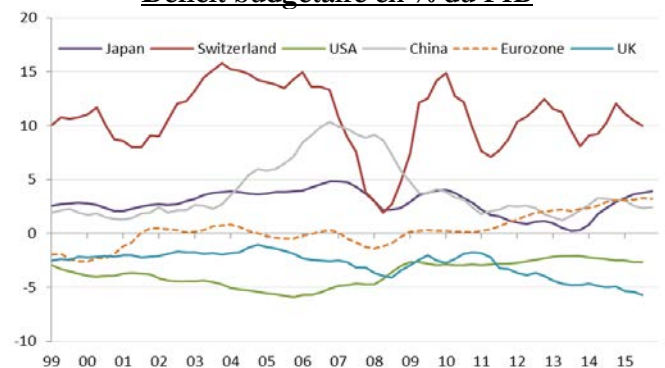
L'Eurogroupe rejette la proposition de relance budgétaire de la Commission européenne. Les ministres des finances, emmenés par l'Allemagne et les Pays-Bas, ont refusé de fixer un objectif d'expansion budgétaire pour 2017.

La croissance de la zone euro ne bénéficiera pas tout de suite d'un soutien budgétaire qui aurait pourtant sans doute été bienvenu dans le contexte politique post-référendum britannique, alors que la zone euro a besoin de reformer les rangs autour du projet européen. Le non de l'Allemagne et des Pays-Bas s'oppose à la volonté de la plupart des autres pays membres de disposer d'une plus grande souplesse pour relancer une croissance qui reste

faible et qui ne parvient pas à accélérer malgré des politiques monétaires non conventionnelles particulièrement expansives et des taux d'intérêt historiquement bas.

Dans le sillage du virage politique effectué par l'OCDE et le FMI, une proposition de relance budgétaire avait été préparée ces dernières semaines par la Commission européenne pour soutenir la croissance de la zone euro. Le FMI avait en effet changé de cap il y a quelques mois en annonçant que les politiques monétaires accommodantes avaient préparé le terrain pour l'adoption de politiques de relance budgétaire devant permettre de renforcer plus nettement encore la croissance mondiale. Ce changement de cap avait en partie libéré la parole et les actions bridées jusqu'alors par un courant de pensée largement influencé par les principes d'austérité. A l'initiative du commissaire européen aux Affaires économiques, Pierre Moscovici, les pays disposant d'une marge de manœuvre pour augmenter les dépenses publiques étaient invités à l'exploiter pour dynamiser leurs économies et celles de la zone euro. Incidemment, il s'agissait avant tout de tenter de motiver l'Allemagne et les Pays-Bas d'opérer un changement de politique.

### Déficit budgétaire en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La proposition devait concerner les dix-neuf pays membres et représenter un montant de 50 milliards en dépenses budgétaires supplémentaires, soit environ 0.5% du PIB européen. La demande a été rejetée par les ministres des finances de la zone euro, bien que dans le communiqué final, la liberté ait été laissée aux pays disposant d'une marge de manœuvre de l'exploiter, s'ils le souhaitent, pour renforcer leur demande intérieure et leur potentiel de croissance, dans le respect de leurs situations nationales respectives. Il apparaît donc à la lumière de cette décision qu'il est sans doute encore un peu tôt pour pouvoir réellement espérer une relance budgétaire à l'échelle européenne.

### **La relance budgétaire atteindra pourtant aussi l'Europe en temps voulu**

Il avait fallu attendre plusieurs années en Europe pour que des politiques monétaires non conventionnelles se mettent en place dans le sillage de celles menées par les Etats-Unis. C'est donc sans doute une question de temps avant que l'Europe ne se lance elle aussi dans la relance budgétaire. Car après le FMI et l'OCDE, c'est déjà au tour des Etats-Unis de parler clairement et sans complexe d'une relance budgétaire conséquente en 2017. Le nouveau président Trump n'hésite pas à suggérer le chiffre de 1'000 milliards de dollars d'investissements publics supplémentaires, sans s'inquiéter de l'affaiblissement consécutif du ratio de déficit public par rapport au PIB. Celui-ci avait d'ailleurs plongé à -10% en 2008 avant de remonter ensuite progressivement pour atteindre environ -2.5% du PIB en 2015. Au niveau actuel (-3.1%), le déficit public américain est même largement plus conséquent que le déficit agrégé de la zone euro (-0.9%). Rappelons encore qu'en Chine, le premier ministre avait lui aussi rassuré les investisseurs en mars en acceptant d'élargir de -2 à -3% son déficit budgétaire par rapport au PIB.

**Dans la zone euro, le déficit public n'est en fait plus que de -0.9%, grâce à l'Allemagne notamment qui dispose même d'un excédent de 0.7%. L'air du temps est en train de changer progressivement, il est donc probable selon nous qu'en 2017 on puisse tout de même assister à une forme européenne de relance budgétaire également. Mais l'Allemagne devra changer de politique pour pouvoir soutenir un**

### **plan de relance de l'investissement par la hausse des dépenses publiques.**

### **Le plan Juncker accepté par les ministres des finances n'est pas à la hauteur de la situation**

En septembre, le plan Juncker, comme nous l'attendions au lendemain du Brexit, avait été renforcé. Il s'agissait de doubler sa capacité de 315 à 500 milliards. La relance par l'investissement semblait avoir fait l'unanimité et devait permettre de convaincre les populations de l'intérêt à rester membre de l'Union européenne. Ce plan devait à l'origine soutenir l'activité des petites et moyennes entreprises au moyen d'un fonds pour les investissements stratégiques et stimuler la création d'emplois en encourageant les investissements privés. L'objectif est désormais de mobiliser 500 milliards d'euros en cinq ans.

Le FEIS (Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques) soutiendra les investissements à risque dans des secteurs innovants comme les énergies alternatives, l'efficacité énergétique, la défense, les infrastructures et les services numériques par exemple. Ce plan est selon nous relativement décevant et bien loin des relances budgétaires attendues et rendues nécessaires par la situation actuelle. L'orientation budgétaire dans la zone euro s'était stabilisée sous l'impulsion de l'Allemagne à un niveau global de déficit plutôt faible en comparaison internationale. Il faut aujourd'hui pouvoir convaincre les pays disposant d'une réelle marge de manœuvre comme l'Allemagne de changer de politique. Une injection ciblée de 500 milliards sous la forme prévue du plan Juncker ne nous semble pas à la hauteur des enjeux. Avec ce plan, on est encore loin de la réorientation du projet européen prônée par certains politiciens, en assouplissant par exemple la règle des 3% de déficit public maximum par rapport au PIB, jugée trop contraignante pour permettre une action anticyclique favorable à la croissance. Faux problème sans doute car la marge de manœuvre européenne existe notamment dans sa plus grande économie régionale.

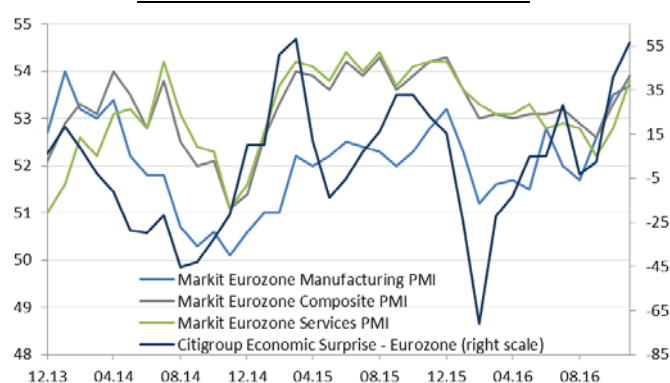
**L'Allemagne dispose en effet de la plus forte marge de manœuvre pour une relance budgétaire globale, mais pour l'instant une inflexion de la philosophie rigoriste allemande reste peu probable.**

### **L'économie européenne croît comme prévu de +0.3% au 3<sup>ème</sup> trimestre**

Pas d'accélération au 3<sup>ème</sup> trimestre, mais pas d'effondrement non plus après le vote historique des Britanniques. La croissance du PIB de la zone euro s'est bien établie à +0.3% en septembre, soit environ +1.6% sur un an. C'est à nouveau la contribution positive des

dépenses des ménages qui a soutenu la croissance. C'est le quatorzième trimestre de croissance consécutive, mais l'on n'observe toujours pas d'accélération du rythme malgré l'alignement de facteurs de soutien en 2016. Un tel résultat sera certainement jugé décevant compte tenu de la baisse de l'euro, de la chute des taux d'intérêt et des injections massives de liquidités de la BCE. De quoi motiver la BCE à poursuivre et intensifier son programme de soutien plus nettement encore en 2017, elle qui espère désormais une croissance de +1.6% en 2016 et +1.7% en 2017, soit un peu plus que la moyenne des économistes, qui ne tablent que sur une progression de +1.3%. Les perspectives pour le 4<sup>ème</sup> trimestre semblent pourtant un peu meilleures si l'on en croit les indicateurs avancés et statistiques déjà publiés. Les indicateurs de confiance et notamment l'indice de sentiment conjoncturel de la Commission européenne (106.5) sont en progression. Le PMI composite se stabilise à 53.9, tandis que celui des services affiche aussi un niveau positif de 53.8 dans la même tendance que le PMI manufacturier qui se maintient à 53.7. Les ventes de détail s'améliorent (+1.1%) en octobre pour une croissance annuelle de +2.4%, alors que le PMI du secteur reste légèrement en-dessous de 50 (48.6). En Allemagne, les commandes industrielles ont enregistré leur plus forte progression mensuelle depuis deux ans (+4.9%), une indication supplémentaire permettant d'espérer une accélération de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre. Mais sans une telle accélération, la dynamique économique européenne sera décevante car la zone euro réalisera une performance inférieure à celle enregistrée en 2015 (+2%).

### Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Les risques et les incertitudes politiques diminuent progressivement**

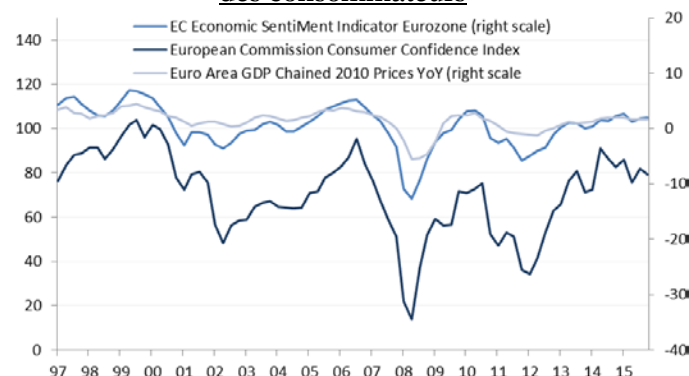
En ce début du mois de décembre, le Royaume-Uni n'a toujours pas activé l'article 50 indispensable au lancement du processus de Brexit. Les derniers développements politiques et juridiques semblent plutôt repousser le moment fatidique prévu pour mars 2017 par Theresa May. La Haute Cour de Londres avait tranché en faveur d'une prérogative parlementaire, c'est

désormais à la Cour suprême de confirmer ou de renverser la décision contestée par la Première ministre britannique. Le verdict n'est pas attendu avant janvier, mais une confirmation de la décision de la Haute Cour de Londres aura sans aucun doute un impact sur le processus de Brexit. Les marchés financiers se rassurent en ne percevant du Brexit aucun effet sensible à court terme. L'Europe résiste donc sans peine aux incertitudes politiques et économiques provoquées par le vote britannique. Les diverses votations ou référendum entrepris depuis le mois de juin n'ont pas rajouté de nouvelles incertitudes. Les élections autrichiennes ont même permis d'écarter la menace d'un retour de l'extrême droite au pouvoir, tandis que le vote négatif des italiens contre Matteo Renzi ne semble pas non plus faire de vagues. L'incertitude ne fait pas encore place à la sérénité, mais les nouvelles économiques récentes sont plutôt positives et selon nous relativement encourageantes.

### **La confiance s'améliore un peu partout**

L'amélioration du sentiment est générale, après quelques semaines d'inquiétude suite au Brexit la confiance est de retour en zone euro. Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des vingt dernières années. L'enquête de confiance des consommateurs et des entreprises montre une amélioration de l'optimisme (106.5) en novembre. Le climat des affaires est stable (0.4 contre 0.6 précédemment), alors que la confiance des consommateurs remonte de -8 à -6. On est encore loin de l'euphorie, mais la tendance est positive. Le taux de chômage poursuit sa lente amélioration et enregistre son plus bas niveau depuis sept ans (9.8%).

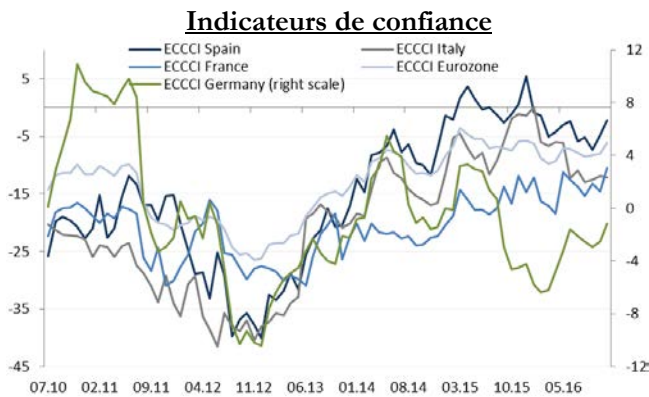
### Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ces indicateurs suggèrent aussi un 4<sup>ème</sup> trimestre un peu supérieur aux précédents. La confiance des consommateurs en Europe s'améliorait régulièrement depuis 2012 avant de connaître une pause temporaire essentiellement liée au Brexit. Les élections et référendum qui se sont tenus dans divers pays européens ces derniers mois n'ont finalement pas eu d'effet sur le niveau de

confiance. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme prudent.



### La BCE restera vigilante et élargira son soutien aussi longtemps que nécessaire

La Banque centrale européenne maintient le cap et réaffirme, si cela était nécessaire, son engagement à soutenir l'activité économique. Son programme sera maintenu jusqu'en mars, puis étendu ensuite à hauteur de 60 milliards par mois jusqu'en décembre, voire plus longtemps si nécessaire. Même si les incertitudes politiques en Europe ne semblent pas affecter la confiance et la tendance conjoncturelle actuelle, les meilleurs résultats obtenus par l'économie européenne ne sont pas encore exceptionnels. Relance de l'activité industrielle, baisse du chômage, croissance de la consommation sont autant de signes positifs, mais l'inflation reste toujours éloignée de l'objectif de la BCE (+2%) en novembre (+0.6%) et la croissance ne parvient pas non plus à décoller. La BCE poursuivra donc sa politique accommodante en restant vigilante notamment à l'égard des risques politiques pouvant affecter la reprise européenne en cours. Les taux directeurs resteront très bas. La BCE cherche toujours à provoquer de l'inflation, mais les taux de croissance économique semblent encore insuffisants pour lui permettre d'atteindre ses objectifs. Du côté du financement de l'activité économique, la croissance des prêts au secteur privé a atteint +1.9% et reste un facteur essentiel dans la confiance et la consommation des ménages.

### Le rebond des taux offre une nouvelle opportunité d'action à la BCE

Malgré une faible croissance du PIB, les risques déflationnistes ont été écartés par une hausse des prix de +0.8% en novembre (hors alimentation et énergie). Il est probable qu'au cours des prochains mois, le CPI européen progresse nettement sous l'impulsion de la hausse des cours du brut. Le taux d'utilisation des capacités et le niveau de chômage élevé n'apporteront toutefois pas de soutien à la reprise de l'inflation. La remontée de prix et le rebond rapide des taux d'intérêt à long terme offrent une opportunité nouvelle à la BCE d'agir sur les taux nominaux en renforçant son programme d'achat. Les taux d'intérêt devraient alors à nouveau baisser dans la zone euro et provoquer une situation de taux réels négatifs, représentant un facteur de soutien en 2017 pour la croissance.

### Revalorisation des actions européennes

Les actions européennes ont été délaissées en raison des risques politiques. Mais la croissance se renforce pourtant et les statistiques économiques sont plutôt en train de se raffermir. Les incertitudes l'emportent pour le moment sur les perspectives positives et sur le niveau de valorisation attirant à 12.7x les bénéfices 2017. Le Brexit n'aura par ailleurs pas d'impact majeur sur la marche des affaires et les bénéfices des grandes valeurs européennes. En l'absence d'un choc sur la confiance des ménages, la zone euro maintiendra une croissance du PIB supérieure à +1.6% en 2016 et 2017. Les valeurs européennes devraient bénéficier d'une prochaine phase de revalorisation.

### Conclusion

**La zone euro retrouve une certaine confiance. Les perspectives économiques se renforcent malgré un plan Juncker peu convaincant. La politique monétaire de la BCE sera plus expansive en 2017. L'inflation remonte au-dessus de zéro et pousse les taux réels en territoire négatif. Le PIB et les actions européennes devraient en profiter.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch