



## Ça va mieux en Europe, mais la croissance restera très faible

L'Europe est enfin sortie de la récession un peu plus rapidement que prévu. Mais aussi longtemps que le crédit bancaire restera en contraction, la croissance sera faible.

### Points clés

- L'Europe sort enfin de la récession, croissance du PIB +0.3% au 2<sup>ème</sup> trimestre
- Les indicateurs avancés pointent vers un renforcement au 3<sup>ème</sup> trimestre
- Reprise tirée par des politiques d'austérité moins sévères, diminution des pressions en 2014
- Ratio « déficit/PIB » européen proche de 3% en 2013 pour la zone euro
- Perspectives d'accélération limitées
- Politique monétaire toujours accommodante
- Mario Draghi reste prudent pour contenir une remontée prématurée des taux longs
- 1<sup>er</sup> rebond significatif du crédit bancaire qui reste toutefois en contraction
- La surprise pourrait venir de la consommation

### La conjoncture européenne semble enfin sortir de la récession, PIB 2<sup>ème</sup> trimestre +0.3%

Les statistiques économiques de la zone euro témoignent enfin d'une sortie de la récession au 2<sup>ème</sup> trimestre 2013. Le PIB européen a en effet progressé de +0.3% sur le trimestre, après avoir enregistré six trimestres consécutifs de contraction.

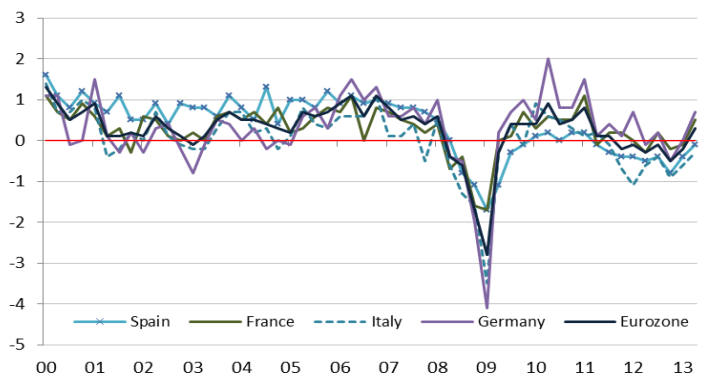
Le PIB européen était déjà en recul de -0.6% en 2012 et devrait rester négatif en 2013, malgré la reprise en cours, en raison de la faiblesse du rebond actuel et d'un premier trimestre 2013 négatif. L'année 2013 devrait se terminer sur une croissance négative de -0.5%.

Le creux du cycle semble donc avoir été atteint et les statistiques publiées pour le 3<sup>ème</sup> trimestre, ainsi que les principaux indicateurs avancés, laissent espérer un renforcement en cours de la conjoncture en Europe. L'année 2014 devrait donc débuter sur

de meilleurs auspices pour l'économie européenne.

La croissance pourrait selon nous dépasser les prévisions de la BCE, de l'OCDE et du FMI sous l'impulsion d'un environnement international un peu meilleur qui profitera également à l'économie européenne. Pour l'heure, il faut tout de même souligner que le « shut down » et les négociations sur le relèvement du plafond de la dette aux Etats-Unis accroissent les risques de ralentissement conjoncturel au 4<sup>ème</sup> trimestre dans le pays, ce qui ne sera pas sans conséquences sur la nouvelle dynamique retrouvée en Europe.

### Croissance trimestrielle du PIB – Zone euro



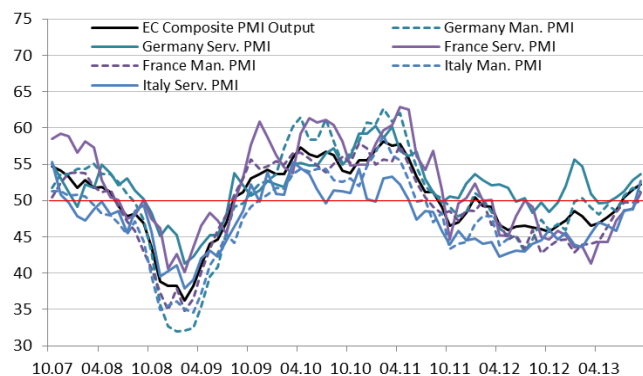
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais pour l'instant, la croissance est donc timidement revenue en Europe. La zone euro a finalement rejoint le groupe des pays occidentaux déjà en croissance, ce qui laisse enfin entrevoir une convergence mondiale des cycles conjoncturels. Nous reviendrons sur ce thème particulièrement important pour le cycle des matières premières dans une prochaine analyse hebdomadaire.

Au cours des dernières semaines, la conjoncture européenne s'est même probablement consolidée à en croire la plupart des indicateurs avancés. Les indices PMI manufacturiers et des services montrent par exemple tous

deux que la tendance haussière qui s'est enclenchée en octobre 2012 confirme le scénario de fin de cycle. Au niveau global, le PMI de septembre enregistre encore une légère progression à 52.2.

### Indice des directeurs d'achat (PMI) – Zone Euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**La zone euro est donc en train de sortir de la récession mais la croissance est encore faible et ses perspectives d'accélération restent modestes.**

Pour l'instant, l'essentiel de la croissance provient de l'Allemagne, mais quelques signes positifs émergent tout de même de la périphérie. Les politiques d'austérité menées par tous les pays européens sont restées un frein à la croissance, mais 2014 pourrait bien voir quelques changements intervenir sur ce front également dans la lignée de l'assouplissement déjà observé en 2013.

### **Assouplissement des politiques budgétaires, moins d'austérité à l'approche du taux fatidique de 3% du PIB**

**En effet, la reprise de l'activité dans la zone euro en milieu d'année 2013 a certainement été liée à l'assouplissement des politiques d'austérité, au moment même où la désinflation soutenait le pouvoir d'achat des ménages dans la plupart des pays. Un ralentissement dans le processus de déstockage a également contribué au renversement de tendance.**

Dans les principaux pays de l'Union européenne, on observe effectivement une stagnation ou une légère diminution additionnelle du ratio « déficit public/PIB » en 2013, qui pourrait selon nous se poursuivre en 2014. La situation actuelle est en effet sensiblement différente de celle prévalant entre 2009 et 2012. Alors que la reprise se concrétisait aux Etats-Unis et en Europe en 2011, l'explosion des dépenses publiques avait provoqué une hausse des déficits budgétaires, passés à -6.4% en 2009 et à -6.2% en 2010, conduisant à la crise de la dette gouvernementale en

Europe. Les gouvernements de l'Union n'avaient alors pas eu d'autre choix que de tenter de remettre de l'ordre rapidement dans leurs finances publiques au prix de politiques d'austérité parfois extrêmes, qui ont naturellement pesé sur la croissance. Le processus enclenché a impacté négativement la dynamique économique européenne, mais elle a porté ses fruits en partie tout au moins.

**Les déficits publics se sont réduits de -6.2% en 2010 à -4.2% (2011), puis -3.7% (2012) et finalement près de 3% aujourd'hui.**

En 2013, le déficit public de la zone euro pourrait même être inférieur à 3% du PIB selon les estimations de la Commission européenne. Un changement d'attitude de cette même commission a rendu possible le relâchement des pressions en 2013. Celle-ci relevait en effet qu'au vu des efforts déjà consentis et les résultats obtenus, il devenait acceptable de laisser un peu plus de temps aux gouvernements pour poursuivre leurs processus de consolidation budgétaire. A en juger par la reprise actuelle, la stratégie était efficace. Le retour de la croissance devrait permettre une poursuite de cette tendance.

Relevons aussi qu'en comparaison internationale, l'Europe n'avait finalement peut-être pas eu le choix de la méthode, contrairement aux Etats-Unis. De ce côté de l'Atlantique, l'austérité avait été imposée par les marchés financiers comme seule solution au retour de la confiance, tandis que de l'autre côté, les déficits publics restaient très élevés (entre -9% et -7%) sans provoquer les mêmes inquiétudes. Ceci, avant de subir enfin une cure d'amaigrissement brutale en 2013, sous la contrainte du séquestre automatique, qui abaissera sans doute le déficit public annuel à moins de 4%, soit une réduction de moitié en un an. Les déficits publics américains sont donc restés très élevés en comparaison sur la période 2010 à 2013 pour soutenir la reprise conjoncturelle. Par ailleurs, le ratio « dette/PIB » a progressé de 4% entre 2010 et 2013 pour s'établir à 89%, tandis que du côté américain, ce même ratio avançait de 99% à désormais 107%.

**La diminution des pressions budgétaires, alors que la reprise se précise, devrait désormais constituer un facteur neutre à favorable pour les perspectives 2014.**

**D'un point de vue relatif, la zone euro semble s'en sortir mieux que les Etats-Unis et le Japon, dont le déficit budgétaire représente aujourd'hui près de -10% du PIB alors que la dette publique représente 245% du PIB. Au chapitre des comparaisons, relevons que la Suisse enregistre toujours de meilleurs résultats que son voisin allemand.**

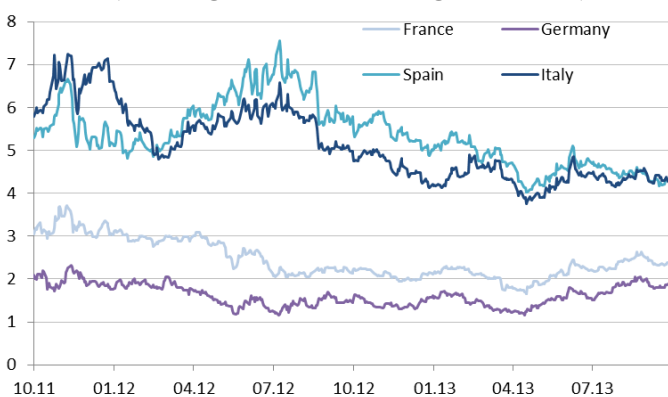
Les ratios de déficit budgétaire et de dette gouvernementale par rapport au PIB s'établissent respectivement à +0.2% et 47% pour la Suisse et à -0.5% et 81% pour l'Allemagne.

### Le message est de plus en plus clair du côté de la banque centrale européenne : la politique monétaire restera longtemps accommodante

Depuis la nomination de M. Draghi en novembre 2011, la politique monétaire de la BCE a pris un virage déterminant. Les erreurs ayant conduit à la deuxième entrée en récession de l'économie européenne ne seront pas répétées par la nouvelle équipe, dont l'approche montre aujourd'hui des signes encourageants de succès.

La BCE ne s'inquiète plus outre mesure des risques inflationnistes et adopte une lecture plus anglo-saxonne que germanique de son mandat. En ce sens, il est probable qu'elle suive une politique allant résolument dans le même sens que celle qui sera développée par la nouvelle présidente de la Fed, Mme. Janet Yellen. Depuis quelques mois, le message du président Mario Draghi reste volontairement prudent, malgré la suite de signes favorables montrant que la zone euro est clairement sortie de la récession. En ce sens, il donne un message indirect important aux marchés concernant sa politique monétaire. A l'heure où aux Etats-Unis, la Fed mesure à peine les risques sur la croissance provoqués par l'annonce prématurée du « tapering », en Europe, la BCE préfère minimiser les succès de la reprise pour ne pas laisser entrevoir trop vite un possible changement de politique monétaire. Mais en parallèle, s'il se veut rassurant sur les perspectives et la tendance en cours, il s'agit aussi de ne pas laisser une marge de manœuvre trop importante aux politiques pour que ceux-ci gardent le cap des réformes et des restructurations.

**Taux à 10 ans euro Gvt  
(Allemagne, France, Espagne et Italie)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Le message est donc clair, il n'y aura pas de normalisation de la politique monétaire dans un**

proche avenir. Les taux courts resteront durablement bas, alors que les taux longs pourraient rester dans une nouvelle zone de stabilisation centrée sur un taux de 1.5%-2% (Allemagne) aussi longtemps que les perspectives de reprise conjoncturelle restent modérées.

### Macro économie : la situation s'améliore aussi dans les pays périphériques mais on est loin d'une reprise généralisée

La croissance du **PIB allemand de +0.7% au 2<sup>ème</sup> trimestre** devrait ralentir mais rester solide. La relance en Allemagne fut cette fois-ci davantage liée à la vigueur de la consommation qu'à la reprise des exportations. Celles-ci se redressent avec les Etats-Unis, mais elles se détériorent avec les autres partenaires commerciaux, européens et asiatiques. La confiance des consommateurs en Allemagne est au plus haut, le taux de chômage est à peine supérieur à 5.2% et les indicateurs avancés PMI sont tendanciellement en progression, laissant entrevoir une poursuite graduelle de la croissance qui pourrait bien passer de +0.5% en 2013 à **+1.5% en 2014**.

En **France**, l'ambiance reste morose et malgré des PMI en amélioration, les perspectives pour l'industrie restent atones. La croissance 2013 devrait être proche de zéro, comme en 2012 et les perspectives pour 2014 ne peuvent se fonder que sur une diminution des mesures d'austérité et une reprise de la consommation. Sur ce 1<sup>er</sup> point, le gouvernement a décidé un effort budgétaire correspondant à 0.8% de croissance en 2014, par une hausse de la TVA et une diminution des dépenses de santé. Le secteur de la consommation constitue historiquement l'un des moteurs de la croissance française, mais avec les hausses d'impôts et du chômage, les revenus disponibles en baisse et des prix de l'immobilier en déclin, le consommateur ne devrait pas être au rendez-vous. **La croissance en 2014 n'a donc que peu de chances de dépasser +0.5%.**

Les indicateurs économiques en **Espagne** s'améliorent notamment du côté des exportations. La chute des salaires a déjà eu des effets sur la compétitivité en nette amélioration. La diminution récente du chômage ne devrait pas être surestimée, car celle-ci n'est pas confirmée par les statistiques de l'emploi. Globalement, la consommation devrait poursuivre sa contraction, tandis que les salaires continueront leur déclin. Dans ce contexte, le processus de « deleveraging » des ménages n'est encore pas arrivé à terme. **La croissance de l'Espagne restera sans doute négative en 2014 (-0.5%).**

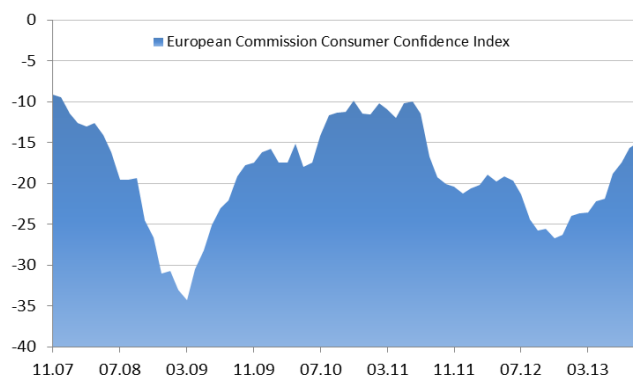
L'**Italie** refait la une des médias sur le même thème de l'instabilité politique. La récession s'étiole, les indicateurs

de sentiment s'améliorent, mais l'instabilité politique peut toujours remettre en question ces développements positifs. La pression fiscale devrait pouvoir diminuer en 2014 selon le FMI, mais pour l'instant le chômage continue sa progression. Comme en Espagne, les exportations italiennes montrent des signes d'amélioration. **L'Italie devrait rester en récession en 2014 et enregistrer une contraction de -0.5% de son PIB.**

### Premiers espoirs de reprise du crédit aux ménages

La confiance des consommateurs dans la zone euro s'est améliorée en septembre. La Commission européenne annonçait que son indicateur progressait de -15.6 en août à -14.9 en septembre au moment où l'indicateur de confiance économique des 27 pays membres de l'Union européenne progressait lui aussi très sensiblement (+2.4 points) pour atteindre le niveau de 100.6. L'amélioration du sentiment était plus nette en Espagne, en Italie et en France.

#### Confiance des consommateurs – zone euro

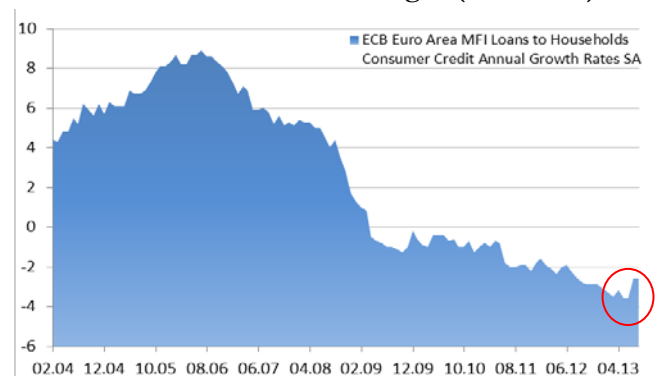


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La confiance des consommateurs semble donc s'améliorer sensiblement depuis le début de l'année, bien que les attentes de croissance des PIB locaux soient restées négatives dans les pays périphériques et proches de zéro en France notamment.

Mais les sources d'espoir pour un renforcement de la reprise en Europe se cachent peut-être plus derrière une statistique qui n'a pas encore montré de véritables changements majeurs, que dans les autres points déjà évoqués plus haut. En effet, la conjoncture européenne ne pourra selon nous véritablement se consolider que par une reprise plus sensible de la consommation. Or, depuis le début de la crise en 2007, celle-ci fait face à une diminution de l'activité de financement de la consommation et de l'investissement privé, qui s'est transformé dès 2009 en une contraction du crédit au sens large.

#### Prêts et crédits aux ménages (zone euro)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La croissance des prêts recouvrant aussi bien les cartes de crédits, le leasing automobile, les prêts à la consommation que le financement hypothécaire a chuté, passant de +6% en moyenne entre 2004 et 2008 à zéro en 2009, pour se contracter ensuite entre 2009 et 2013 d'environ -2% par an.

**Le premier rebond significatif observé en juillet est un signe encourageant, qui devra néanmoins se confirmer pour créer la surprise.**

### Conclusion

**L'économie européenne est en train de réussir son virage vers la croissance. Elle reste très fragile et pourrait trébucher en cas de ralentissement aux Etats-Unis. La surprise pourrait provenir d'une reprise de la consommation.**

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