



## Qu'en est-il des espoirs de croissance dans la zone euro ?

**Déceptions au premier trimestre. La croissance de la zone euro toujours freinée par un policy-mix défavorable, des taux d'intérêt réels trop élevés et un taux de change surévalué.**

### Points clés:

- La croissance européenne déçoit au 1<sup>er</sup> trimestre
- Seule l'Allemagne tire réellement son épingle du jeu
- Le climat n'est pas une excuse dans le cas de la France et des autres pays périphériques
- Le cas de la France est inquiétant
- L'Allemagne soutient la croissance malgré un euro élevé
- Les prévisions de hausse de +1.2% en 2014 nous semblent surestimées
- Questions fondamentales pour évaluer les réelles probabilités de croissance
- La reprise de la croissance est conditionnée à une baisse de l'euro, une baisse des taux réels et une relance du crédit aux ménages
- Les marchés financiers « parient » sur une prochaine réalisation de ces conditions

trimestre précédent), l'économie allemande se renforce grâce à la bonne tenue de son économie domestique. L'Espagne est aussi sur la bonne voie si l'on en croit la progression estimée de +0.4% de son PIB après une hausse de +0.2% au trimestre précédent.

Ces deux zones économiques sont encore des exceptions en Europe, car si l'on se penche sur le cas de la France et de l'Italie notamment, les résultats ne sont de loin pas encourageants. La France enregistre une stagnation de son PIB, tandis que la croissance italienne retourne en territoire négatif (-0.1%), bien que dans une moindre mesure par rapport aux économies portugaise (-0.7%) et hollandaise (-1.4%).

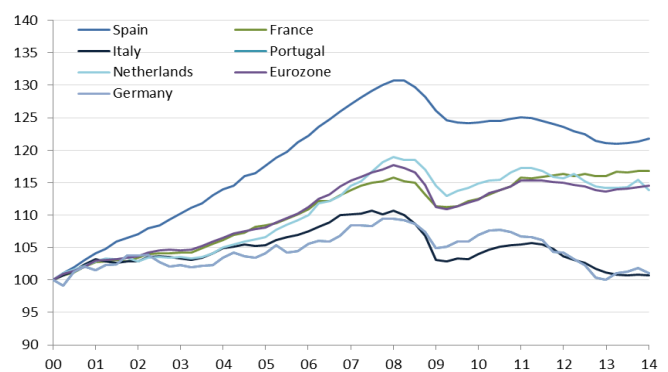
**La reprise en Europe est donc, comme nous l'estimions en début d'année, toujours très fragile en ce début d'année 2014 et encore trop dépendante de l'économie allemande ou du niveau de l'euro.**

### La croissance européenne ne décolle toujours pas et le PIB déçoit encore les investisseurs au 1<sup>er</sup> trimestre 2014

La dernière publication d'Eurostat sur ses estimations de croissance pour la zone euro au 1<sup>er</sup> trimestre 2014 ne fait état que d'une trop timide progression de +0.2%, encore légèrement inférieure aux attentes (+0.4%). En rythme annuel, la croissance du PIB de la zone euro ressort tout de même à +0.9%, en progression par rapport au chiffre de +0.5% observé au trimestre précédent.

Du côté des bonnes nouvelles, la croissance allemande semble à nouveau être au rendez-vous malgré un euro pourtant toujours trop fort. En avançant de +0.8% sur le trimestre (+0.5% au

### Croissance des PIB européens (Eurozone, Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Portugal)

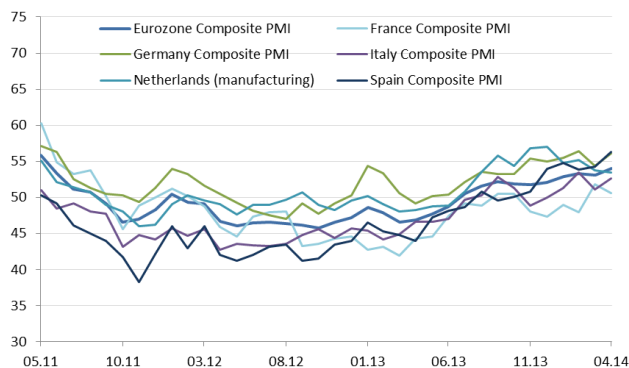


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les indices PMI laissaient espérer mieux pour ce début d'année tant pour le secteur manufacturier que pour les services. De son côté, la production industrielle avait

encore chuté de -0.3% en mars après une légère hausse de +0.2% en février. Les chiffres nationaux font état d'une baisse de -0.2% en Allemagne, de -0.5% en Italie, -0.6% en Espagne, -0.7% en France et -1.2% en Hollande.

### **PMI composites (Eurozone, Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La consommation des ménages reste toujours affectée par un taux de chômage élevé et n'est pas soutenue par la trop faible progression des salaires nominaux. La consommation privée devrait encore rester peu dynamique ces prochains mois.

En ce qui concerne les entreprises, les taux d'utilisation des capacités restent inférieurs à la moyenne de ces vingt dernières années. Du côté du financement bancaire, le crédit aux entreprises, comme le crédit aux consommateurs, restent anémiques.

### **Une croissance malheureusement toujours largement soutenue par l'Allemagne**

#### **Le cas de la France est plutôt inquiétant.**

On note un recul de la consommation privée et des achats de véhicules, une baisse des dépenses en énergie, mais surtout, une chute de l'investissement tant des ménages que des entreprises. La stagnation de la croissance n'est finalement due qu'à une consommation publique en hausse de +0.4% - qui a compensé le recul de la demande intérieure de -0.4% - et à une variation positive des stocks (+0.6%), qui a compensé la nette hausse des importations. La vigueur de l'euro n'est par ailleurs probablement pas étrangère à la faible hausse des exportations (+0.3%) et à la progression plus vive des importations (+1%).

La stagnation de l'économie française qui dure depuis 2011 ne profite pas en ce début d'année du choc de confiance souhaité par le gouvernement. L'objectif de

croissance officiel de +1% des autorités françaises implique désormais une accélération très improbable au cours des trois prochains trimestres pour se vérifier. Les effets du choc fiscal et de l'incertitude fiscale qui ont marqué l'action du gouvernement Hollande jusqu'à ce jour sont clairement visibles dans ces chiffres économiques. Par ailleurs, les annonces d'un « pacte de responsabilité » et d'un « pacte de solidarité » - dont les contours restent à définir - pour doper la confiance n'ont pas affecté les ménages ni les entreprises, qui rejettent d'ailleurs assez largement la politique gouvernementale menée. Il faudra probablement un peu plus d'imagination et de courage politique pour créer ce choc de confiance tant annoncé avant de pouvoir espérer un réel raffermissement de la conjoncture en France.

### **En Allemagne, l'image est sensiblement plus positive.**

Le PIB allemand a progressé de +0.8% au 1<sup>er</sup> trimestre 2014, après une progression de +0.4% en fin d'année 2013. En rythme annuel, la hausse du PIB s'établit à +2.3%. L'essentiel de la hausse provient de la demande domestique. La consommation privée est toujours soutenue par un marché de l'emploi relativement robuste, des taux d'intérêts toujours très bas et une confiance des consommateurs naturellement élevée. Les dépenses en biens d'équipement des entreprises dans la construction et les machines ont contribué positivement à la croissance du PIB, tout comme l'accroissement des stocks. Le niveau élevé de l'euro a encore pénalisé le commerce extérieur allemand, les exportations étaient en baisse tandis que les importations progressaient. Une météo clémente cet hiver a aussi aidé à enregistrer de bons résultats conjoncturels. Les perspectives pour l'économie allemande restent bonnes, elle devrait pouvoir enregistrer une croissance de +2% sur l'ensemble de l'année et contraster nettement avec la relative faiblesse des autres économies européennes en 2014.

### **Dans les autres pays de la zone euro, la reprise reste difficile.**

La plupart des prévisionnistes semble s'accorder sur une reprise probable mais graduelle de la conjoncture en Europe en 2014 et sur une normalisation de la situation également dans les pays périphériques.

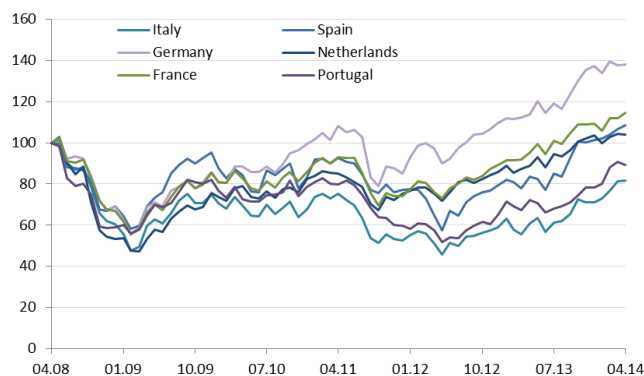
**Qu'il s'agisse des prévisions de l'OCDE, du FMI, de la Commission européenne ou du « consensus » des prévisionnistes, les prévisions de croissance du PIB européens se concentrent sur un taux de +1.2% pour 2014 et +1.6% pour 2015.**

**Toutefois, les premiers chiffres publiés cette année pour le 1<sup>er</sup> trimestre ne semblent pas confirmer ces anticipations.**

## Attention aux déceptions possibles après des progressions très sensibles des marchés actions et des taux

Globalement, les marchés financiers européens ont enregistré des rebonds boursiers importants depuis 2012. Les marchés périphériques, à l'image de l'Italie (+78.45%) ou de l'Espagne (+89.34%), ont largement surperformé les indices allemand (+53.3%) et français (+57.55%). Cette tendance s'est poursuivie en début d'année 2014.

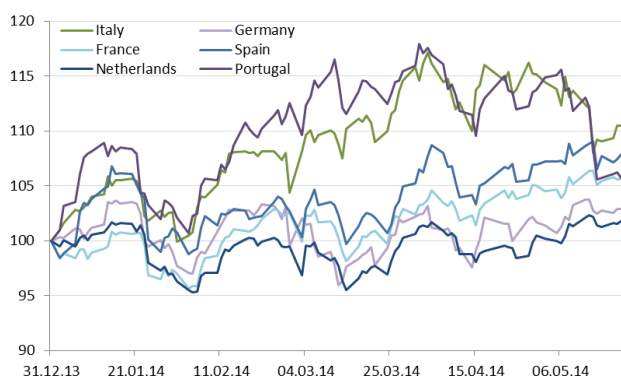
### Indices actions (2008-2014) Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Portugal



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ils ont en ce sens commencé à récupérer leur retard enregistré au plus fort de la crise financière européenne, sans complètement y parvenir. Mais depuis le début de l'année, l'Italie et l'Espagne ont encore les faveurs des investisseurs, qui « parient » sur leur capacité de rattrapage économique et adoptent une vision optimiste qui leur a notamment permis d'enregistrer encore des progressions proches de +10%.

### Indices actions (2014) Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Portugal



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Mais cet optimisme sur la zone euro est peut-être désormais un peu excessif. En effet, la crise de la zone euro semble désormais presque totalement oubliée alors que de nombreux paramètres, s'ils**

sont en partie sortis de la zone d'alerte, restent pourtant en zone de danger.

**L'accélération de la croissance en Europe ne nous semble effectivement pas immédiatement à l'ordre du jour, même si il faut constater une amélioration graduelle de la situation.**

### **Quelques questions fondamentales pour évaluer les réelles perspectives de croissance de la zone euro**

Depuis le début de la crise financière, le niveau d'endettement des ménages aux Etats-Unis a fortement diminué et correspond désormais à environ 75% du PIB, près de 20% de moins qu'au 31 décembre 2008. En Europe, le processus est en cours mais il est loin de suivre un chemin aussi rapide. Les ménages de la zone euro continuent de se désendetter, mais le processus s'apparente plus à une stabilisation. C'est avant tout le rythme de progression du crédit aux ménages qui s'est effondré, passant de plus de +10% en 2007 à 0% en 2009. La croissance du crédit aux ménages est légèrement négative depuis 2012, ce qui a naturellement un effet négatif tant sur la consommation des ménages que sur leur volonté d'investir, notamment dans l'immobilier, malgré des taux d'intérêt particulièrement attractifs. Et pourtant, les enquêtes de la BCE sur l'évolution de la demande de crédit des ménages montrent l'amélioration de leur sentiment corroborée par une remontée depuis 2012 à un niveau positif de leur besoin de financement.

**La question de la relance du financement des ménages et du crédit est à ce point relativement cruciale pour espérer une reprise de la consommation et du secteur immobilier. Nous n'observons pourtant toujours pas de signes positifs dans ce domaine pour l'instant.**

En ce qui concerne le sursaut observé dans la consommation, celui-ci semble davantage lié à la rapide baisse de l'inflation qu'à une dynamique positive de l'économie, de l'emploi et des revenus disponibles. La baisse de l'inflation, de 3% à moins de 1% observée entre 2012 et 2014, a fait progresser le revenu réel disponible, mais elle ne se reproduira pas. Il est donc essentiel que la consommation puisse rapidement s'appuyer sur d'autres facteurs de soutien, le plus probable restant toutefois une relance du crédit et du financement des ménages.

En ce qui concerne les entreprises, les profits nets semblent avoir retrouvé des niveaux similaires à ceux observés pendant la première moitié de la décennie. Leur autofinancement a progressé conjointement et se situe désormais à son plus haut niveau depuis les dix dernières années. Elles seraient donc en mesure de financer

aisément une relance de leurs investissements grâce à des taux d'intérêt particulièrement bas et un autofinancement élevé. Il faudrait certainement pour cela de meilleures perspectives conjoncturelles et une tension plus importante sur l'appareil de production. Ces éléments ne sont pas encore complètement réunis, mais on observe déjà une remontée des commandes de biens durables et d'équipement et un redressement de la composante « carnets de commandes » des PMI manufacturiers.

Du côté de la dette publique, les déficits structurels de la zone euro devraient être réduits de 0.4% par an, ce qui réduira d'autant les perspectives de croissance avec un multiplicateur de 1, à moins que l'on assiste à un renversement de politique ou à un rééchelonnement des objectifs suivis.

Sur le plan international, la reprise économique mondiale n'a pas encore produit des effets notables sur l'évolution du commerce mondial. Pour l'instant, c'est une reprise avant tout tirée par des éléments domestiques, la consommation de services et l'immobilier dans certains pays, notamment aux Etats-Unis. Mais la dynamique devrait tout de même se mettre en place sous l'impulsion des échanges entre les Etats-Unis et l'Asie.

Dans un contexte de redémarrage du commerce mondial en 2014, la zone euro ne participera peut-être pas autant qu'on pourrait l'espérer. Car si la qualité des produits allemands sera certainement toujours recherchée malgré un niveau élevé de l'euro, il n'est de loin pas sûr que l'amélioration de la productivité probable de certaines économies périphériques soit suffisante pour effacer les pertes de compétitivité liées à un euro « cher ».

## Croissance de la zone euro : une question de policy-mix

La zone euro semble toujours freinée par des politiques budgétaires encore trop restrictives, un taux de change trop élevé et des taux d'intérêt réels supérieurs à la croissance réelle.

Ainsi, le modèle américain qui montre aujourd'hui un certain succès ne peut être comparé à la situation en Europe. Malgré la faiblesse de la conjoncture également constatée au 1<sup>er</sup> trimestre aux Etats-Unis en raison de conditions climatiques extrêmes, l'économie américaine est selon nous sur la voie de l'émancipation de politique monétaire accommodante. Le désendettement des ménages a été très important, la reprise du crédit accompagne l'investissement et l'effet de richesse pousse les ménages à normaliser leur consommation. Les politiques monétaires plus créatives et flexibles ont permis une reprise économique aux Etats-Unis avant que les politiques budgétaires ne commencent à devenir restrictives.

Cela n'est malheureusement pas encore le cas en Europe où les politiques budgétaires sont restrictives, alors même que la croissance est en berne.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt réels sont inférieurs au taux de croissance de l'économie à la différence de ceux de la zone euro et le taux de change dollar/euro laisse largement entrevoir une sous-évaluation réelle du dollar.

## Conclusion

**Il y a encore trop de facteurs négatifs qui freinent une reprise possible de l'activité en Europe.**

**Un retour à une croissance de +1.2% en 2014 semble probablement trop optimiste, en particulier après les faibles résultats du 1<sup>er</sup> trimestre.**

**Le policy-mix est encore insuffisamment accommodant. Les politiques budgétaires restrictives ne peuvent être compensées par des injections de liquidités suffisantes.**

**Pour espérer des surprises positives en matière de croissance, l'euro devra sans doute baisser, les taux d'intérêt réels devront passer en-dessous du taux de croissance réelle et le crédit aux ménages devrait pouvoir être relancé.**

**Les marchés actions semblent prêts à « parier » sur ces développements.**

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 Sigismond Thalberg no 2  
 1201 Genève - Suisse  
 T: +41225959611 F: +41225959612  
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch