

LE THÈME DU MOIS

Zone euro : trou d'air ou ralentissement durable ?

TRISTAN PERRIER, Recherche Macroéconomique

Finalisé le 27/03/2019

L'essentiel

Après une longue série de déceptions en 2018, les chiffres économiques de la zone euro sont restés très mitigés début 2019. La situation devrait cependant s'améliorer au cours des prochains trimestres, grâce à la conjonction de la vigueur des revenus des ménages, d'un soutien conséquent des budgets publics et d'une dynamique du commerce mondial un peu moins faible que celle des derniers mois.

La validation de ce léger rebond, qui ne permettra pas un retour aux chiffres de croissance de 2017, nécessite toutefois que ne se déclenchent pas les importants risques que sont un Brexit sans accord et l'imposition de droits de douane américains aux exportations d'automobiles européennes. De plus, la situation politique interne reste volatile dans certains États membres.

Alors que les attentes étaient élevées, il y a un peu plus d'un an, après une année 2017 en fanfare, l'économie de la zone euro n'a pas cessé d'accumuler les déceptions depuis début 2018. Sur les 4 trimestres de l'année dernière, la progression du PIB n'a été que de 1,1 % (dont seulement 0,3 % au 2^d semestre) contre 2,7 % sur les 4 précédents. L'Italie est retombée en légère récession au 2^d semestre et l'Allemagne y a échappé de peu. Les chiffres parus au T1 2019 ont été mitigés, faisant état de difficultés toujours importantes dans l'industrie alors que les services et la consommation ont affiché une meilleure tenue.

Plusieurs facteurs ont contribué à ce net affaiblissement de la conjoncture

- **Chacune des 3 plus grandes économies de la zone euro a connu des difficultés spécifiques.** L'industrie automobile **allemande** a été très affectée par un changement des normes de tests anti-pollution à la jointure du T3 et du T4 (chocs dont l'effet sur la croissance a été d'environ 0,5 % du PIB pour l'ensemble de 2018). L'**Italie** a connu une forte incertitude politique à l'arrivée au pouvoir d'une coalition gouvernementale « antisystème » en juin 2018, enfin la **France**, après d'importants mouvements sociaux au printemps a vu la consommation des ménages stoppée net au T4 par la crise des « Gilets Jaunes » (pour un effet total estimé à 0,1 % sur la croissance).
- **La zone euro a également, et surtout, subi le poids du ralentissement du commerce mondial**, en partie dû aux effets directs (perturbation des chaînes de valeur et de l'économie chinoise) et indirects (choc d'incertitude) des mesures protectionnistes américaines. Ce ralentissement a fortement touché l'industrie européenne même si les mesures décidées à l'encontre de l'Europe sont restées très modérées (limitées à des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, les États-Unis ayant suspendu leurs menaces à l'encontre des automobiles à l'été 2018). Notons, de plus, que les exportations vers les deux importants marchés que sont la Turquie et le Royaume-Uni ont été affectées par les événements spécifiques à ces deux pays, que le niveau élevé de l'euro début 2018 a été pénalisant, et que la vigueur exceptionnelle des exportations en 2017 a été suivie d'une compensation négative l'année suivante. Au total, la contribution des exportations à la croissance du PIB de la zone euro est passée de 3,1 % sur les 4 trimestres de 2017 à 0,75 % sur ceux de 2018, révélant au passage une nette dichotomie entre, d'une part, l'Italie et l'Allemagne, très exposées aux cycles industriels mondiaux, et, d'autre part, la France et l'Espagne, moins affectées par ces développements externes en raison de la taille plus réduite de leurs secteurs manufacturiers.

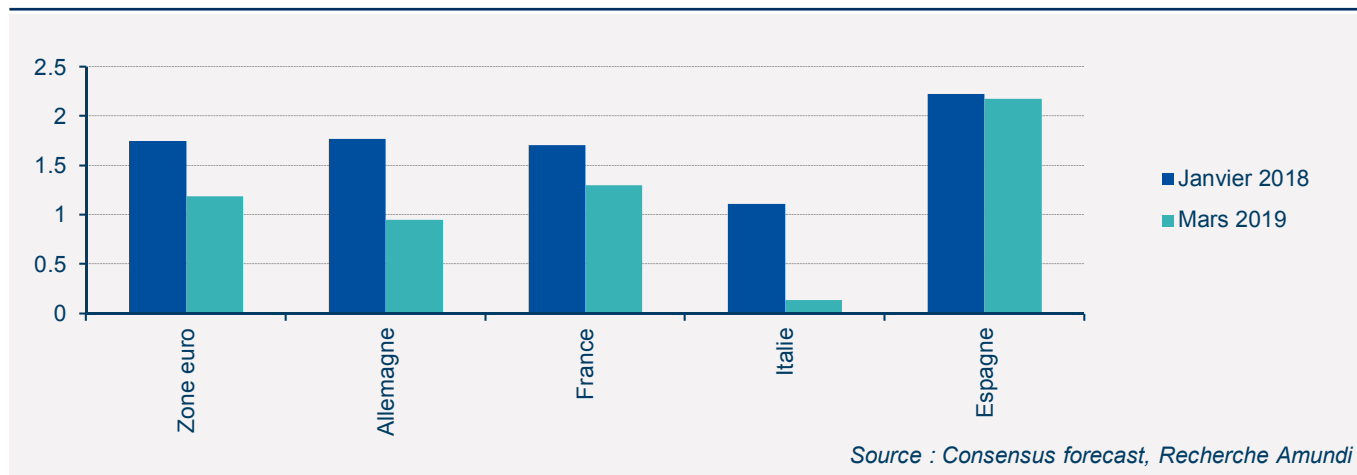
- **Enfin, notons que des cours du pétrole en forte hausse par rapport à l'année précédente ont également joué négativement.** Malgré un net repli en fin d'année, le cours du Brent en euro a été en moyenne, en 2018, 25 % plus élevé qu'en 2017.

Alors qu'une partie de ces chocs sont à présent derrière nous, plusieurs facteurs plaident pour une réaccélération modérée de la croissance au cours des prochains trimestres, pour autant que ne soient pas déclenchés d'importants facteurs de risques.

Tout d'abord, certains des éléments ayant joué très négativement en 2018 sont de nature temporaire et devraient s'estomper. Si les défis de long et moyen terme que doit affronter l'industrie automobile allemande restent très importants, la production devrait tout de même se normaliser (si l'on entend par là l'effacement des effets spécifiquement liés au changement de norme de 2018) d'ici le début du T2. De même, l'apaisement des tensions sociales constaté en France au T1 (même s'il est prématuré de conclure à la fin complète de la crise) devrait permettre à la consommation de rebondir.

De plus, les revenus des ménages sont restés, au cours des derniers trimestres, sur une trajectoire très ascendante, dont l'effet réel devrait être amplifié en 2019 par le reflux de l'inflation. Alors même que s'accumulaient les mauvaises nouvelles concernant le PIB ou les indicateurs de conjoncture, le taux de chômage n'a pas cessé de baisser (7,8 % en janvier 2019 contre 8,6 % 12 mois plus tôt), la hausse de l'emploi, même si elle a ralenti, est restée vigoureuse (1,3 % sur les 4 trimestres de 2018 contre 1,7 % sur ceux de 2017) et, surtout, les salaires se sont maintenus, l'année dernière, sur un rythme de hausse d'environ 2 %. L'ensemble de ces chiffres peut permettre aux ménages de soutenir une hausse de la consommation réelle très supérieure à celle de 1,2 % observée l'année dernière, dans un contexte où l'inflation, mesurée sur un, est en cours de net reflux sous l'effet des mouvements des prix de l'énergie (même en supposant des cours du pétrole en légère hausse cette année).

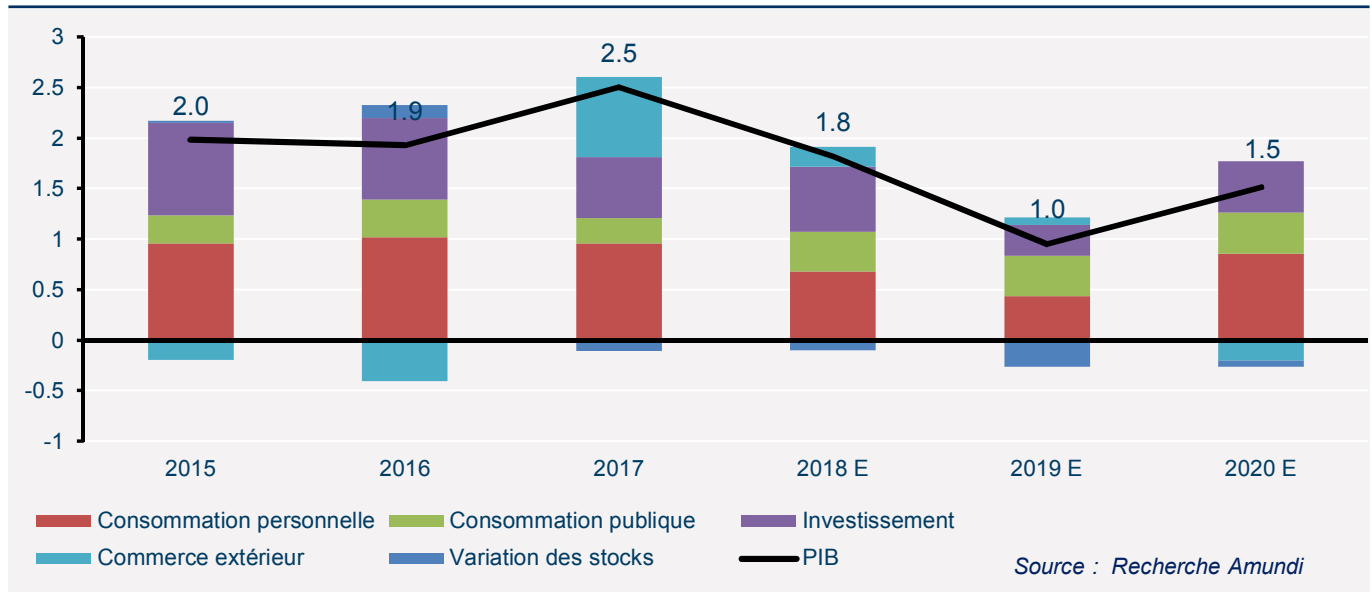
1/ Prévission de croissance du PIB en 2019: évolution du consensus entre janvier 2018 et mars 2019



S'ajoute à la bonne tenue du revenu des ménages l'effet attendu de politiques budgétaires beaucoup plus favorables à la croissance que l'année dernière

- Certes, ce soutien devrait rester modeste en **Italie**, où les promesses du gouvernement ont dû être revues en baisse suite aux négociations avec l'Union Européenne, et où ce qui est gagné pour la croissance via le creusement du déficit public est en partie effacé par la détérioration des conditions financières causée par l'inquiétude des marchés.
- Cependant, il n'en va pas de même en **France**, où s'ajoutera à l'effet des baisses d'impôts sur les ménages effectives depuis fin 2018 (notamment des réductions de cotisations sociales) celui des largesses consenties par le gouvernement pour apaiser la crise de décembre, soit, au total, un stimulus d'environ 0,5 % de PIB, ciblé dans sa majorité sur des ménages modestes à forte propension à consommer.
- L'**Allemagne**, de son côté, après un durcissement budgétaire involontaire en 2018 (causé par la longue recherche d'une coalition gouvernementale viable, et donc par des retards de déploiement de certaines politiques publiques) devrait connaître une compensation inverse en 2019 qui, en ajoutant de nouveaux efforts ciblés vers divers secteurs (retraite, politique familiale, investissement, militaire) est évalué à environ 0,7 % du PIB.
- Enfin, l'impossibilité d'obtenir en **Espagne** la ratification parlementaire d'un budget 2019 qui prévoyait plusieurs mesures de hausses d'impôts génère également un léger stimulus de fait dans ce pays.

2/ Contributions à la croissance du PIB, Moyenne. annuelle. %

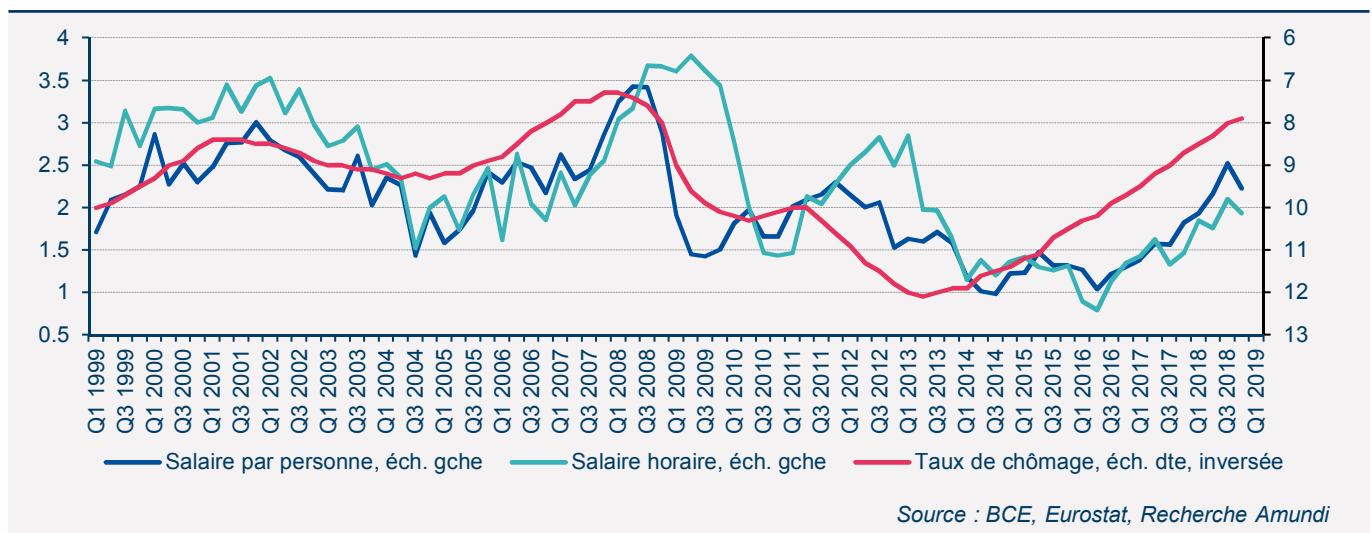


Au total, le soutien budgétaire (mesuré par le creusement du déficit structurel primaire) devrait atteindre environ 0,5 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro. Constitué de mesures disparates consécutives aux contextes spécifiques de chaque grand pays en 2018, il n'aura, certes, pas l'efficacité d'un plan de relance coordonné, mais devrait tout de même, si on lui applique un multiplicateur prudent (un peu moins de 50 %) se traduire par un surcroît d'activité de 0,2pp de PIB en 2019. Il faut cependant noter que cet effet devrait s'estomper en 2020, les projections actuelles ne permettant pas d'anticiper le maintien d'un soutien budgétaire aussi important.

Enfin, en ce qui concerne la dynamique des exportations, auxquelles la zone euro reste bien plus exposée que les États-Unis (27 % du PIB contre 13 %, biens et services confondus) notons qu'un freinage aussi important qu'en 2018 est peu probable. Notre scénario central prévoit, certes, une décélération des deux grandes économies, et marchés d'exportations, que sont la Chine et les États-Unis, mais leur croissance devrait rester très supérieure à celle de la zone euro. Surtout, nous prévoyons davantage un apaisement qu'une aggravation des tensions (du moins du point de vue strictement commercial) entre ces deux pays, et donc de moindres perturbations liées aux chaînes de valeur et à l'incertitude. Enfin, dans un mouvement inverse de celui observé l'année dernière, les chiffres très faibles de 2018 devraient plutôt susciter une compensation positive, notamment via des reconstitutions de stocks.

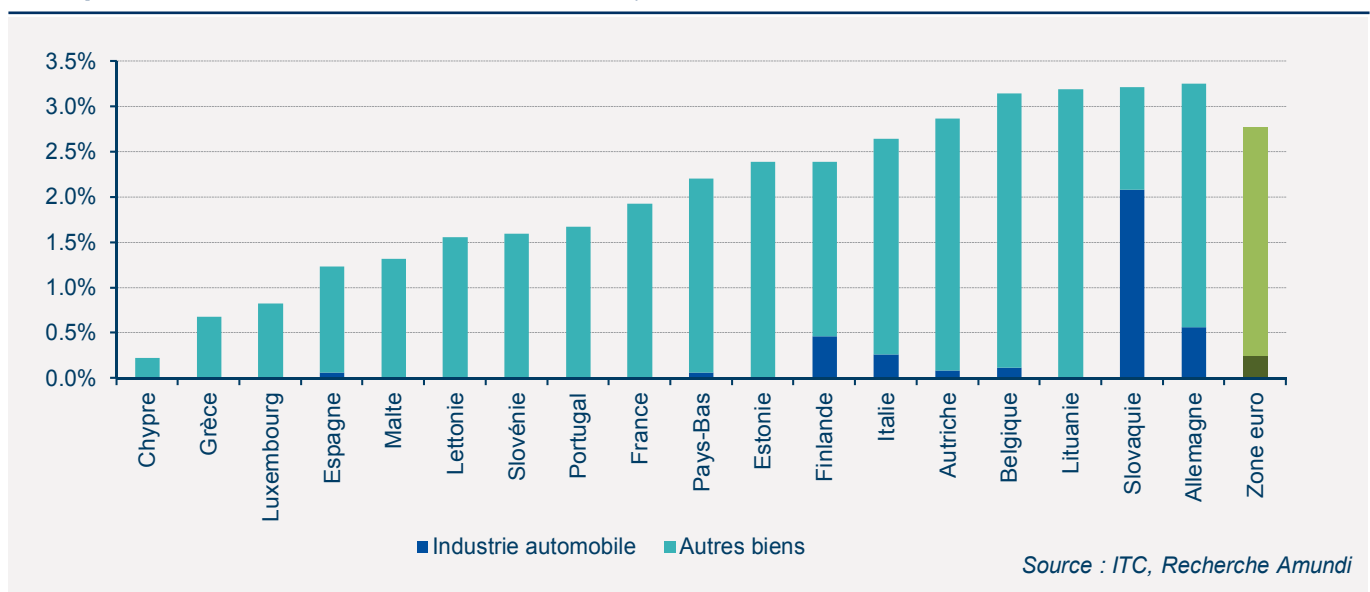
Encore faut-il que ne soient pas déclenchés un certain nombre de facteurs de risque, qui pourraient facilement annuler, via la montée des comportements de précaution, tant les effets attendus des gains de pouvoir d'achat des ménages que ceux espérés d'une stabilisation de la demande externe.

3/ Zone euro, salaire et taux de chômage



- **Le premier facteur de risque bien identifié est le Brexit** : à l'heure où nous écrivons ces lignes, si les scénarios positifs pour l'activité que sont un accord de sortie avec l'UE ou une extension longue du délai avant la sortie du Royaume-Uni restent possibles, **le risque d'une sortie sans accord** (soit dès le 29 mars soit, après une extension courte, d'ici quelques mois) **ne peut pas être complètement écarté** (nous lui attribuons une probabilité d'environ 20 %). Les conséquences macroéconomiques d'un tel événement dépendraient fortement des mesures de mitigation qui pourraient être décidées au dernier moment (en plus de celles déjà explicitement prévues). Elles nous conduiraient cependant très probablement à revoir légèrement en baisse nos prévisions de croissance pour la zone euro (même si le choc y était bien moins sévère qu'au Royaume-Uni).
- **Un second facteur de risque est la persistance de la menace d'instauration de droits de douane sur l'automobile européenne.** Suite à l'enquête conclue en février au titre de la Section 232 du *Trade Expansion Act* de 1962, le Président américain doit prendre une décision d'ici mi-mai. Il nous paraît peu probable que ces droits de douane deviennent réalité, parce qu'ils appelleraient des représailles et rétroagiraient négativement sur l'économie américaine dans un contexte où des signes de ralentissement sont déjà perceptibles et où l'administration républicaine s'engagera bientôt dans la campagne de 2020. Il est possible, en revanche, que cette menace persiste pendant plusieurs trimestres, par exemple, via leur **activation théorique assortie d'une période de grâce** renouvelable, afin de les utiliser comme moyen de pressions sur l'UE dans le cadre de négociations commerciales plus larges (l'un des défis étant, pour l'Europe, de trouver une position commune alors que l'exposition des différents États membres aux exportations automobiles vers les États-Unis est très hétérogène). Danger durable, ces droits de douane resteraient pénalisants pour la confiance industrielle en Europe. S'ils devaient, contrairement à nos attentes, être appliqués, il y aurait, là aussi, lieu de baisser nos prévisions pour l'Allemagne et les pays très insérés dans les chaînes de valeur des constructeurs allemands.
- **Enfin, il est nécessaire de rester vigilants vis-à-vis d'une possible résurgence des risques politiques internes.**
 - Rendez-vous majeur du milieu de l'année, les **élections européennes** ne devraient pas si l'on en croit les sondages, donner lieu à un raz-de-marée des partis politiques dits « antisystème » (même si la situation peut être compliquée en cas de participation du Royaume-Uni). Si les deux groupes « traditionnels » que sont les Démocrates-Chrétiens et les Socio-Démocrates perdaient probablement la majorité qu'ils détiennent au Parlement européen depuis sa fondation en 1979, ils devraient tout de même pouvoir (au prix de quelques délais et négociations supplémentaires) en constituer une autre avec les autres forces favorables aux institutions que sont les Verts ou les Libéraux.
 - En revanche, la **situation politique reste volatile en Italie**. Il est vrai que des élections anticipées pourraient être perçues comme positives pour l'économie et les marchés, car elles pourraient se traduire par l'émergence d'une nouvelle coalition gouvernementale unissant la Ligue du Nord et la droite traditionnelle. Cependant, il n'est pas certain qu'une telle évolution (ou le maintien de la coalition actuelle) suffise à éviter une nouvelle collision avec les institutions européennes lors de la négociation du budget 2020 (en principe, en fin d'année). Ajoutons que l'Italie reste exposée à une éventuelle dégradation de sa note souveraine.

4/ Exportations de biens vers les États-Unis, % du PIB



- Enfin, si les risques dans les autres pays devant connaître des élections générales en 2019 (dont la Finlande, l'Espagne, la Belgique, le Portugal et la Grèce) ne nous paraissent pas présenter, a priori, de dangers systémiques pour la zone euro, la crise sociale initiée en novembre 2018 en **France** n'est pas encore pleinement éteinte. Elle est venue rappeler que la très solide majorité parlementaire dont bénéficie le gouvernement français ne suffit pas à mettre le pays à l'abri d'importants risques d'instabilité.

Au vu de ces éléments, les perspectives économiques de la zone euro à la fin du T1 2019 nous paraissent, dans l'ensemble, plus positives que ce que pourraient faire craindre les chiffres très dégradés des derniers mois. Le scénario le plus probable est celui d'un rebond reposant avant sur la consommation des ménages, elle-même soutenue par l'amélioration du marché du travail et les décisions budgétaires, et sur une dynamique moins négative (à défaut d'être positive) de la demande externe. Ce rebond devrait toutefois rester modeste : nous prévoyons une progression du PIB de 1,2 % entre le T4 2018 et le T4 2019 et de 1,6 % au cours des 4 trimestres de 2020. Un retour à des chiffres aussi élevés que ceux de 2017 supposerait, en effet, une très forte amélioration des exportations que les conditions mondiales actuelles ne permettent pas d'envisager. Surtout, ce rebond est exposé à de nombreux risques (à commencer par le Brexit, le protectionnisme américain et les aléas politiques internes) sur lesquels la visibilité pourrait rester limitée au cours des prochains mois. Enfin, ajoutons qu'en cas de scénarios négatifs peu de grands instruments de stabilisation (en raison des taux déjà nuls ou négatifs de la BCE, et des difficultés politiques de construction d'une réponse budgétaire coordonnée) semblent immédiatement disponibles.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicbarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus — orinoco-art

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche