

Zone euro

Devoir de rentrée

- Le PIB a progressé de 0,3% t/t au T2 2016. Evaluée en glissement annuel, la croissance se maintient autour de 1,6% pour le cinquième trimestre d'affilée.
- Les données d'enquêtes pour le troisième trimestre suggèrent que la perspective d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE n'a pas encore d'impact significatif sur l'activité.
- A ce stade, notre prévision, établie dans la foulée du vote britannique, d'une croissance de 1,0% en 2017 est prudente, en ligne avec les dernières informations disponibles.
- L'inflation reste très faible (0,2% en août), et sa composante sous-jacente ne se redresse pas.

En Europe comme ailleurs, la pause estivale s'est finalement révélée plus calme qu'on aurait pu le craindre au début de l'été¹ et, sur le front des données économiques d'activité et d'enquêtes, les nouvelles sont plutôt favorables.

Eurostat a ainsi récemment confirmé sa première estimation d'une progression du PIB de 0,3% t/t au T2 2016, après +0,6% au premier trimestre. Ce contrecoup était attendu, et ne doit pas être sur-interprété. Evaluée en glissement annuel, la croissance se maintient ainsi autour de 1,6% pour le cinquième trimestre d'affilée (cf. graphique), un rythme clairement supérieur aux estimations actuelles pour la croissance potentielle, et qui semble bien constituer le rythme de rattrapage sur lequel s'installe l'union économique et monétaire dès lors que, comme c'est le cas depuis déjà plusieurs trimestres, les politiques budgétaires des Etats membres sont quasiment neutres pour la zone euro dans son ensemble.

Pour l'heure, nous ne disposons pas d'estimations pour les composantes de la croissance européenne au T2², mais les données sont disponibles pour l'Allemagne et pour la France. Bien que la croissance s'y soit établie à des niveaux différents (+0,4% t/t en Allemagne, 0% en France, voir page 6), certains éléments sont communs, comme la faible consommation des ménages et, surtout, le repli des dépenses d'investissements. Si, comme c'est très probable, ces tendances se confirment à l'échelle de l'ensemble de la zone euro, le défaut d'accélération de l'investissement privé ne manquera pas d'alimenter une certaine déception, quand bien même il intervient après un premier trimestre plutôt dynamique des deux côtés du Rhin. En Italie, la stagnation de l'activité au deuxième trimestre a déçu, et augure mal de la tenue de l'activité jusqu'à la fin de l'année. En Espagne en revanche, l'activité ne ralentit que marginalement (+0,7% t/t après +0,8%) et reste en phase de redressement rapide (+3,2% g.a.). Au final, le bilan du premier semestre pour l'ensemble de la zone euro est plutôt honorable, avec un acquis de croissance pour 2016 de 1,3% à l'issue du T2.

¹ Voir « Songe d'un mois d'été », A. Estiot, Ecoweek du 29/07/2016.

² Ces données seront publiées par Eurostat le 6 septembre.

Prévisions pour la zone euro

| Variations annuelles, % | 2015 | 2016 e | 2017 e |
|---|------|--------|--------|
| PIB | 1,6 | 1,5 | 1,0 |
| Consommation privée | 1,7 | 1,6 | 1,1 |
| Investissement | 2,7 | 2,4 | 0,9 |
| Exportations | 5,1 | 2,2 | 2,4 |
| Indice des prix à la consommation (IPC) | 0,0 | 0,2 | 1,1 |
| IPCH hors alimentation et énergie | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Taux de chômage (%) | 10,9 | 10,1 | 9,9 |
| Balance courante (% PIB) | 3,2 | 2,9 | 2,7 |
| Solde des Adm. Publiques (% PIB) | -2,1 | -2,1 | -1,9 |
| Dette publique (% PIB) | 90,8 | 90,3 | 89,9 |

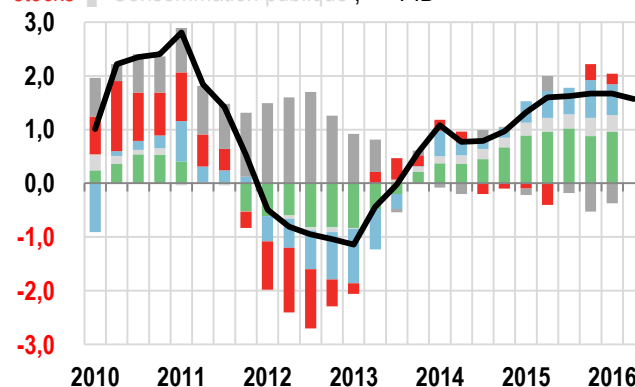
Tableau 1

Sources : Eurostat, BNP Paribas

Rythme de croisière

Croissance du PIB (% ; g.a.) et contributions

- Consommation privée
- Investissement
- Commerce extérieur
- Variations de stocks
- Consommation publique ; — PIB



Graphique 1

Source : Eurostat

Les effets du vote britannique sur les données d'enquêtes commencent tout juste à se faire sentir

A ce stade, les données d'enquêtes disponibles pour le troisième trimestre sont plutôt rassurantes. L'indice PMI flash composite est resté quasiment stable au mois d'août, à 53,3 points après 53,2 en juillet, en très légère hausse par rapport à son niveau moyen du premier semestre (53,1). Quand bien même elle a masqué des évolutions divergentes entre la France et l'Allemagne (hausse depuis un niveau très faible pour la première, baisse depuis un niveau très élevé pour la seconde), cette stabilité du climat des affaires suggère que les effets de court terme du vote britannique en faveur d'une sortie de l'UE ne seront vraiment perceptibles pour la zone euro qu'au-delà du T3. En effet, il faudra sans doute encore quelques semaines pour que le freinage brutal de l'activité qui commence à se faire sentir outre-Manche se traduise par un ralentissement significatif des échanges de la zone euro avec le Royaume-Uni, sous



le double effet d'un tassement de la demande britannique et d'un renchérissement des produits de la zone en livre sterling.

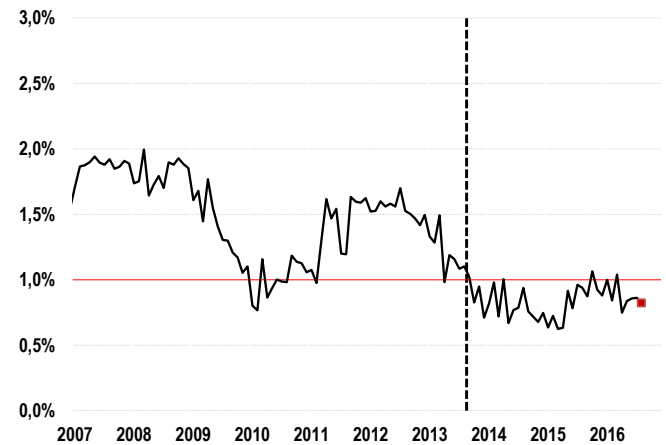
Cela dit, d'autres enquêtes tempèrent notre optimisme. En Allemagne, l'indice IFO du climat des affaires a ainsi perdu plus de 2 points (à 106,2) au mois d'août. Les enquêtes menées par la Commission européenne envoient également un message de prudence. Après plusieurs mois de stabilisation, l'indice du sentiment économique a ainsi perdu un point au mois d'août. Son tassement a été commun à tous les secteurs d'activité et à la plupart des grands pays de la zone (Allemagne, Italie, Espagne, Pays-Bas), à l'exception de la France où l'indice s'est légèrement redressé après une chute en juillet. A 103,5 l'indice pour la zone euro atteint son plus bas depuis mars 2016. Si son repli devait se poursuivre au cours des prochains mois, il préfigurerait un tassement de l'activité en fin d'année.

L'inflation sous-jacente atone

Dernière en date des données économiques dont disposeront les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE lors de leur réunion du 8 septembre prochain, l'inflation s'est globalement maintenue (+0,07 points) au mois d'août, à +0,2%. Elle reste sur une tendance légèrement haussière depuis le mois d'avril dernier, liée notamment à la remontée des prix du pétrole. De fait, et à moins d'une nouvelle rechute, les prix de l'énergie devraient naturellement pousser l'inflation à la hausse dans les mois à venir, qui dépasserait 1,0% au tournant de l'année. Reste qu'au-delà de ces effets de base, l'inflation sous-jacente continue de manquer singulièrement d'allant, s'établissant à 0,8% en août (-0,04 points). Dans l'ensemble, elle se maintient globalement juste en deçà de 1,0% depuis maintenant deux ans. (cf. graphique 2). En particulier, l'inflation dans les services, la plus sensible à l'environnement intérieur, ne parvient pas à retrouver une dynamique haussière malgré la reprise. Dans ces conditions, nous continuons de penser que la Banque centrale européenne finira par annoncer une nouvelle extension de son programme d'achat d'actifs d'ici la fin de l'année

Trop faible

— Inflation sous-jacente



Graphique 2

Source : Eurostat