

Zone euro

Le plaidoyer de la Commission européenne

- Les données d'enquêtes suggèrent une bonne tenue de l'activité en fin d'année. Malgré tout, la croissance risque de ralentir en 2017.
- Alors que les marges de manœuvre de la BCE s'amointrissent, les regards se tournent une fois encore vers la politique budgétaire.
- La Commission européenne milite pour une véritable coordination des politiques, qui permettrait une expansion budgétaire de l'ordre d'un demi-point de PIB l'an prochain à l'échelle de la zone euro.
- A court terme, les Etats qui disposent de marges de manœuvre budgétaires risquent de faire la sourde oreille, tandis que la Commission continuera de faire preuve de clémence envers ceux dont la situation est plus fragile.

Le rythme est certes faible, mais la reprise économique se poursuit dans la zone euro. La publication détaillée des comptes nationaux pour le troisième trimestre a confirmé que le PIB avait progressé de 0,3% t/t au T3, et conservait un rythme de croisière étonnamment stable, de 1,7% g.a.¹. La consommation des ménages est restée modérément ferme en rythme trimestriel au troisième trimestre (+0,3% t/t) tandis que, après le franc rebond observé au T2 (1,2% t/t pour chacun d'eux), l'investissement privé et les échanges extérieurs ont repris leur souffle durant l'été (+0,1% à 0,2%).

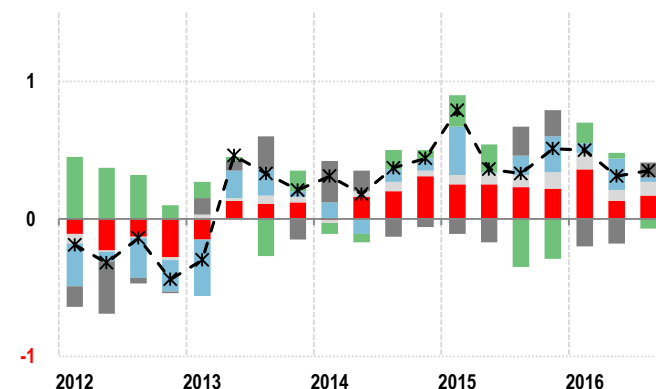
Les données d'enquêtes les plus récentes suggèrent que la bonne tenue de l'activité se poursuit fin 2016, voire se renforce. Les enquêtes menées auprès des directeurs d'achats ont fait état d'une progression solide de l'activité en novembre, probablement compatible avec une légère accélération du PIB au T4, proche de 0,4% t/t. En outre, les enquêtes suggèrent un renforcement de l'emploi, ainsi que des tensions sur les prix de vente, autant de signes de consolidation de la reprise. Moins volatiles, les enquêtes agrégées par la Commission européenne confirment cette tendance, avec des indicateurs de confiance sur une tendance haussière au cours des derniers mois dans tous les secteurs d'activité.

Malgré cela, plusieurs facteurs plaident pour un ralentissement dans les prochains trimestres : la fin du soutien qu'a constitué l'évolution des prix du pétrole en 2016 sur la croissance de la consommation, l'effet du ralentissement attendu de l'économie britannique, la mise en œuvre, dans certains pays de la zone euro (Espagne notamment), de politiques budgétaires moins favorables, et, enfin, les incertitudes politiques fortes qui dominent dans plusieurs Etats membres, et qui nous semblent devoir peser sur la confiance et l'investissement.

¹Les données agrégées pour la zone euro suggèrent que la croissance dépassait 1,9% en 2015 et a ralenti en 2016. Ceci est très largement dû à la distorsion induite par l'évolution du PIB irlandais, en hausse, pour des motifs comptables, de plus de 26% en 2015 (cf. « Irlande, au-delà des révisions », EcoWeek du 18/11/2016). Si l'on restreint l'observation à sept grands pays de la zone euro (FR, GE, IT, SP, NL, PT, BE), la croissance se maintient entre 1,5% et 1,7% g.a. depuis le printemps 2015.

Les moteurs de la croissance

--- Croissance du PIB (%t/t) et contributions de : ■ consommation privée ■ consommation publique ■ variations de stocks ■ commerce extérieur ■ investissement



Graphique 1

Source : Eurostat

Prévisions pour la zone euro

Variations annuelles, %	2016 e	2017 e	2018 e
PIB	1,6	1,2	1,5
Consommation privée	1,6	1,1	1,3
Investissement	2,9	2,1	2,3
Exportations	2,3	2,8	4,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,2	1,2	1,3
IPCH hors alimentation et énergie	0,8	0,9	1,2
Taux de chômage (%)	10,1	9,9	9,6
Balance courante (% PIB)	3,2	2,9	2,9
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-1,8	-1,6	-1,4
Dette publique (% PIB)	89,4	88,9	88,1

Tableau 1

Source : BNP Paribas

Toute la question est de savoir quel degré de résistance la dynamique favorable, perceptible aujourd'hui dans les données d'activité et d'enquêtes, saura opposer à ces vents contraires. Pour l'instant, nous tablons sur un tassement au cours de 2017, avec une croissance du PIB qui ralentirait vers 1,2% l'an prochain (après 1,6% cette année), essentiellement du fait d'une moindre progression de la consommation privée. L'OCDE, qui vient de publier ses dernières perspectives économiques, considère pour sa part qu'un maintien du rythme actuel de croissance est possible (à 1,6% en 2017 après 1,7% en 2016).

Les effets d'entraînement d'une croissance un peu poussive sur l'emploi et l'évolution des prix seront nécessairement limités. La croissance de l'emploi a atteint un plus haut à 1,4% au premier semestre 2016. L'Espagne et l'Italie ont beaucoup contribué à l'accélération observée en 2015 et début 2016. Or, ces économies devraient ralentir dans les prochains trimestres. Tombé récemment à



9,8% de la population active, mais avec des disparités très fortes entre pays, le taux de chômage de la zone pourrait perdre moins de 0,5 point de pourcentage (pp) à horizon d'un an contre 0,8-0,9pp/an en moyenne au cours des deux dernières années. L'inflation reste également bien en deçà de l'objectif de stabilité des prix. Le rebond en cours, lié aux effets de base des prix de l'énergie, pourrait se révéler encore plus marqué que prévu jusqu'ici, si le dynamisme récent des prix du pétrole se poursuit (ceux-ci se sont redressés jusqu'à 54\$ par baril depuis l'accord intervenu à l'OPEP), renforcé par l'affaiblissement de l'euro en cours depuis les élections américaines (1,06 le 08/12). Malheureusement, la conséquence directe de cette vigueur des prix de l'énergie, par ses effets négatifs sur le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, est vraisemblablement négative pour l'inflation sous-jacente (0,8% en novembre) et la stabilité des prix à moyen terme, véritable objectif de la BCE.

Dans ce contexte, la réunion du Conseil des gouverneurs du mois de décembre était bien sûr très attendue (voir notre analyse en détail page 2 du présent Ecoweek). Mais chacun a bien compris que, coïncée comme elle peut l'être entre, d'une part, la volonté de poursuivre son action tant que les perspectives d'inflation ne se seront pas redressées de façon décisive, et, d'autre part, les interrogations de plus en plus audibles que suscite sa politique d'assouplissement quantitatif, et les ajustements requis pour faire face au risque de pénurie de titres éligibles, la Banque centrale européenne n'a plus beaucoup de marge de manœuvre.

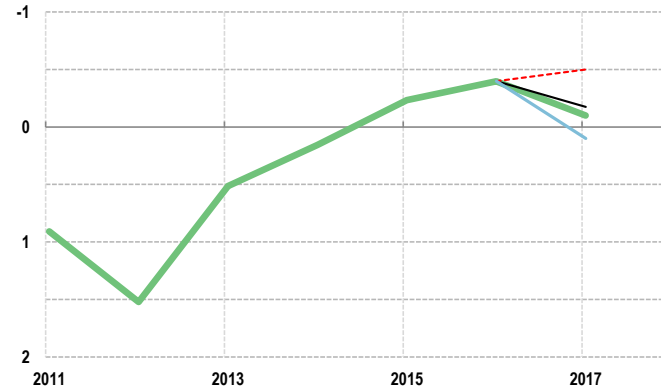
Le lent chemin vers la coordination des politiques budgétaires

Une fois encore, les regards se tournent donc vers la politique budgétaire pour savoir si, et dans quelles conditions, un soutien supplémentaire est possible de ce côté. A la suite de plusieurs organisations internationales (l'OCDE et le FMI en particulier), ce point a été récemment soulevé par la Commission européenne (CE). Dans le cadre du semestre européen, et de son exercice d'évaluation des plans budgétaires des Etats membres pour 2017, la CE a, pour la première fois, *recommandé* que l'union monétaire bénéficie, dans son ensemble, d'une politique expansionniste à hauteur de 0,5% PIB en 2017-2018.

En résumé, l'argumentaire développé par la Commission dans sa recommandation est le suivant : dans la zone euro, comme ailleurs, la conduite de la politique budgétaire s'inscrit aujourd'hui dans un environnement qui implique de réaliser des arbitrages entre un objectif de stabilisation de l'environnement économique (la persistance d'un *output gap* négatif et ses effets d'hystérèse, qui détériorent le potentiel d'activité, justifient une politique expansionniste) et un objectif de viabilité des finances publiques (dont le renforcement nécessiterait la poursuite des politiques restrictives). A l'heure actuelle, la CE semble penser que le premier objectif, celui de stabiliser l'activité économique, devrait être prioritaire compte tenu i) des efforts d'ajustement déjà réalisés (la politique budgétaire de l'UEM n'est faiblement expansionniste que depuis 2015 après avoir été restrictive au cours des 4 années précédentes) ; ii) de l'urgence à enrayer la dégradation du potentiel de croissance de la zone ; iii) de la nécessité d'alléger la charge d'une politique monétaire unique qui ne peut rester seule responsable de la stabilisation de l'activité.

L'expansion budgétaire dans la zone euro

Variation du solde structurel primaire (% du PIB potentiel), échelle inversée. — plans budgétaires des Etats — prévisions de la Commission — programmes de stabilité - - - recommandée par la Commission



Graphique 2 Sources : Ameco, services de la Commission

Mais les règles budgétaires européennes sont asymétriques, et biaisées vers l'objectif de viabilité des finances publiques de chaque Etat membre. Ainsi, si elles *enjoignent* aux Etats membres qui n'ont pas atteint leurs objectifs d'ajustement budgétaire (sur la valeur du déficit nominal, l'objectif structurel de moyen terme ou le rythme de diminution du ratio de dette) de poursuivre les efforts, elles ne peuvent que *recommander* à ceux qui les ont atteints de poursuivre des politiques d'accompagnement cyclique de l'activité. Au final, ces règles sont problématiques car elles ne permettent pas toujours de mettre en œuvre la politique optimale à l'échelle de la zone euro dans son ensemble. Les auteurs du rapport ont ainsi mesuré que « *selon les dernières données économiques et budgétaires, le plein respect des exigences budgétaires contenues dans les recommandations par pays adoptées par le Conseil conduirait, dans l'ensemble, à une orientation budgétaire modérément restrictive dans toute la zone euro en 2017 et 2018, alors que la situation économique semblerait nécessiter, dans les circonstances actuelles, une orientation budgétaire expansionniste.* »²

Le mouvement que traduit cette prise de position est remarquable car il témoigne d'un changement de focale de la Commission européenne, qui se contentait jusque-là d'évaluer, pays par pays, le respect des règles européennes. Dès la parution de ce texte, Wolfgang Schäuble a d'ailleurs publiquement souhaité que les services de la CE reprennent leurs bonnes vieilles habitudes... Compte tenu de l'organisation institutionnelle européenne, et de l'absence totale de volonté dans la plupart des Etats membres d'avancer dans ce chantier, l'orientation des politiques budgétaires va rester très largement décentralisée dans un avenir proche. Et au final, c'est la montée des tensions politiques et les échéances électorales à venir qui sont les plus susceptibles, dans un contexte d'indulgence de la Commission européenne envers les pays qui ne disposent officiellement que de peu de marge de manœuvre, de favoriser le relâchement des contraintes budgétaires.

² « Pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro » Communication de la Commission européenne du 16 novembre 2016.