

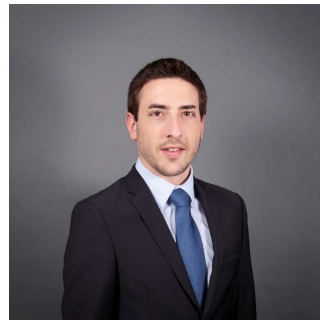


PLATINIUM

## Flash Stratégie Juillet 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**L'Europe est à la peine et M. Junker ne pourra pas y faire grand-chose.**

Paris, le 16 juillet 2014

### **Le nouveau Président de la commission européenne peut-il relancer l'économie ?**

Malgré l'opposition de M. Cameron qui le trouve trop « fédéraliste », M. Junker a été élu président de la commission européenne. Il est attendu qu'il prenne des mesures qui puissent enfin « ranimer la croissance ». Que faut-il en penser ?

**M. Junker est, certes, un homme d'expérience mais quels sont ses pouvoirs réels ?**

Commençons cette chronique en félicitant M. Junker pour son élection.

Lorsqu'il était premier ministre luxembourgeois, M. Junker avait œuvré pour la mise en place de la monnaie commune en servant d'intermédiaire entre les allemands, alors gouvernés par M. Kohl et les français de M. Chirac. Il avait alors contribué à mettre en



place le traité de Maastricht dont les contraintes exercées sur les différents pays fondateurs permettaient la création d'une monnaie commune entre Etats restant autonomes. Ce qu'on a alors appelé la convergence allait faire le reste.

### **C'est la non existence de cette convergence qui est son principal obstacle**

L'accord obtenu entre allemands et français s'appuyait sur la convergence.

La convergence permettait en effet de sauvegarder les indépendances nationales, tout en leur permettant de bénéficier d'une monnaie commune. L'idée était que la politique monétaire commune qui en découlait contribuerait à la convergence des gestions nationales.

Il faut rappeler que, contrairement aux analyses qui expliquent que les difficultés de la monnaie commune étaient inhérentes à sa structure, aucun problème sérieux n'est intervenu avant la crise financière de 2008. Certes, les finances publiques n'étaient pas à l'unisson mais les écarts avaient toujours été maîtrisés. Ainsi, l'Allemagne qui était entrée dans le système avec des ratios financiers moins rigoureux que ceux de la France avait entrepris des réformes de structure finalisées en 2007, avant la crise financière.

En revanche, la plupart des autres pays ont été pris de vitesse par la crise financière, les écarts entre pays s'élargissant de sorte que certains des pays du sud de l'Europe se sont trouvés en état d'insolvabilité, nécessitant l'aide des Etats les plus solides à travers des fonds mutualisant les ressources. Cette aide mutualisée n'a pas été sans contrepartie et les contraintes légitimement exercées par les prêteurs ont affaibli la croissance de la zone. Certains des Etats aidés qui vivaient déjà au dessus de leurs moyens avant la crise, ont vu leur politique sanctionnée instantanément sous la forme d'injonctions de prendre des mesures d'austérité très coûteuses en termes de croissance.

### **Peut-on imaginer une solution miracle pour desserrer l'étau imposé par la gestion de la dette européenne ?**

C'est ce que demandent Matteo Renzi et François Hollande. Ils souhaitent que la dette publique soit fractionnée en deux parties pour répondre plus facilement aux critères de Maastricht.

### **L'idée de la dette en deux parties ne règle pas le problème**

La première partie serait constituée par la dette couvrant des investissements qui, à terme, génèreront de la croissance. Elle serait hors du ratio d'endettement de Maastricht. La deuxième partie serait celle qui serait vouée à être remboursée le plus rapidement possible car elle couvre des dépenses de fonctionnement de l'administration de chaque pays. Elle entrerait dans les ratios d'endettement de Maastricht.

Suite aux propos du Premier Ministre italien et du Président français, l'Allemagne, par la voix de son Ministre de l'Economie, Sigmar Gabriel, s'est opposée à cette proposition : « *What's clear is : the Stability and Growth Pact cannot be called into question* »

De plus, si cette mesure était appliquée, elle ne réduit pas le montant ni le service de la dette. Le nouvel habillage, s'il est mis en place, ne réduira pas la pression qu'exerce sur la croissance en cours la dette déjà acquise. La nouvelle dette destinée à financer des investissements tels que des grands travaux constituerait une relance conjoncturelle de type Keynésien mais la pression financière immédiate sur un coût déjà très élevé peut s'avérer insupportable pour certaines économies de la zone euro.

Les mêmes causes ont produit les effets désastreux que l'on connaît sur l'économie japonaise qui était pourtant, avant sa chute, autrement plus dynamique que celle de la zone euro dans son ensemble aujourd'hui.

Comme on va le voir plus loin, il sera vraiment très difficile d'échapper à la décroissance « à la japonaise ».

L'étau ne se desserrera pas vraiment.

**La croissance européenne qui suit la crise financière et la double récession reste particulièrement faible.**

Jusqu'à la crise financière la croissance en zone Euro s'est relativement bien tenue, entre 3 et 4 % en volume. Lors du retour en récession de plusieurs pays de la zone en 2002 et 2003, la croissance avait ralenti à 0,5 %, avant de remonter vers 4 % fin 2006-début 2007. Aujourd'hui, après un nouveau passage en récession entre mi-2011 et mi-2013, le taux de croissance de la zone euro reste faible, autour de 0,9 %.

**La grande récession de 2007/2009 a fait des dégâts. Dès lors comment relancer ?**

**Pas par l'action publique !**

Les Etats bloqués par l'incapacité de faire de nouveaux déficits ne peuvent pas relancer la conjoncture.

La croissance de la zone euro, comme celle des Etats-Unis, ne peut compter que sur l'évolution naturelle du cycle : reprise de la consommation de biens durables, puis restockage et reprise des investissements.

**Pas par la consommation !**

Actuellement la consommation connaît une croissance faible, à 0,4 %, après une chute en 2012 autour de -1,5 % sur un an, équivalente à celle de la grande récession en 2009. Les enquêtes auprès des ménages se sont redressées mais restent dans une tendance faible entretenue par le taux de chômage, la stagnation des salaires et les incertitudes budgétaires et fiscales.

Le comportement des consommateurs est très différent de celui observé lors de la récession 2001/2002 où la croissance de la consommation était restée positive, autour de 1 %.

**Croissance de la consommation en volume**



Les banques centrales n'ont plus les moyens de pratiquer une véritable politique monétaire de relance appuyée sur la baisse des taux d'intérêt, ces derniers étant au voisinage de zéro depuis quelques temps.

**Pas par l'investissement !**

L'investissement privé, après le «double dip», en 2009 et 2012, a retrouvé un niveau de croissance un peu inférieur à la moyenne du cycle 2002/2007. Mais, ce chiffre est décevant lui aussi dans la mesure où il succède au

comportement de la période 2008/2013 où la croissance sur une période courte de un an et demi a été limitée alors que les reculs significatifs ont été observés pendant la période de baisse de près de 4 ans dont -14 % en 2009. Ce très faible rattrapage est cohérent avec des perspectives encore faibles liées à la consommation et à l'activité des entrepreneurs (PMI inférieurs à 50 pendant 2 ans) ainsi qu'avec une longue période de sous-emploi des capacités de 2008 à 2014. Il est, à ce titre, inquiétant de constater que le PMI manufacturier est en baisse par rapport à son niveau de début d'année (51,8 en juin contre 54 en janvier).

Les crédits au secteur privé continuent d'ailleurs de reculer en avril et mai de respectivement -1,8 % et -2 %. Ce recul touche l'investissement comme la consommation. Ainsi, par rapport à la fin 2011, les prêts aux entreprises s'affichent en diminution de 9,2 % tandis que les crédits à la consommation sont en repli de 9,3 %.

plus haut depuis la création de la monnaie unique. Mais les exportations ne peuvent assurer à elles seules une forte croissance du PIB et outre l'Allemagne elles ne favorisent que quelques pays notamment l'Italie et les Pays-Bas.

**Les marchés européens, qui anticipent une sortie de récession traditionnelle, seront déçus comme l'ont été les japonais pendant 25 ans.**

Les données statistiques récemment publiées sur la reprise économique européenne sont peu enthousiasmantes et les indicateurs de la croissance potentielle future sont eux-aussi faibles.

Ainsi, la zone euro dans son ensemble a enregistré une croissance très faiblement positive, et bien inférieure aux attentes des économistes, au T1 2014 (+0,2 %) et l'activité s'affiche en repli dans de nombreux pays, -1,4 % pour les Pays-Bas, -0,7 % pour le Portugal, -0,1 % en Italie, et 0 en France.



**Investissements privés dans la zone euro en variation annuelle**

### Un peu par la balance commerciale

Seule la balance commerciale fortement influencée par les exportations de l'Allemagne hors de la zone euro, est un facteur de reprise économique. Les excédents sont en effet au

La faiblesse de l'activité et les contraintes de désendettement des ménages et des Etats alimentent une baisse de l'inflation (0,5 % en juin contre 1,6 % il y a un an et 3 % fin 2011) qui, si elle se poursuit, peut devenir préoccupante en entraînant la zone euro dans un scénario de déflation comme cela fut le cas au Japon entre 1990 et 2013.

**Aujourd'hui la BCE comme la FED n'ont plus aucun moyen sérieux d'action sur la croissance.**

**Examinons les leviers dont dispose la BCE.**

Elle dispose d'un premier appui : les effets de rattrapage habituels des sorties de récession. Mais dans le cas présent, ces effets seront limités car ils ne seront pas accompagnés par une véritable politique monétaire. Or, il n'y a pas de reprise durable sans ce second levier.

La BCE dispose d'un second appui avec la baisse des taux d'intérêt à long terme. Mais cette baisse, résultant en partie des opérations de rachat sur les marchés par la BCE elle-même ainsi que des anticipations d'action de cette dernière (quantitative easing), est également due aux anticipations de faible croissance économique.

**Regardons maintenant ses handicaps**

La BCE est handicapée par le montant de la dette cumulée des pays de la zone euro qui s'approche de 100 % du PIB.

Elle est aussi handicapée par les situations divergentes entre différents pays de la zone Euro. Certains ont fait des efforts considérables sur le plan social pour des résultats des plus médiocres en matière de déficits et de dettes.

Un petit nombre de pays est en situation équilibrée. Un grand nombre de pays reste en

difficulté malgré des efforts entrepris et pourrait assez vite demander de nouvelles aides aux fonds dits de stabilité (MES).

**La solution ne viendra pas des entreprises**

En dehors des exigences de fonctionnement de la monnaie unique, le mécanisme de croissance est grippé, comme il l'est aux Etats-Unis, par le modèle de fonctionnement des entreprises où la recherche du profit est basée sur l'optimisation des coûts à taux de croissance donné, sans chercher à augmenter ce taux.

D'où l'absence de demandes de crédits, les cash-flows étant jugés suffisants pour financer des investissements peu importants.

**Dans l'avenir, la valorisation des marchés sera affectée par l'insuffisance de croissance par rapport aux taux anticipés aujourd'hui par les cours de bourse**

Ainsi l'Eurostoxx 50 qui perd quelque 25 % par rapport à son niveau de 2007 a vu son résultat brut (EBITDA) baisser de 30 % sur la période et son résultat estimé par action baisser de près de 40 %. Toutefois, les marchés n'extrapolent pas cette tendance baissière ni même sur une stabilisation. Ils parient sur un rebond spectaculaire de la croissance.

Ils risquent d'être déçus comme l'ont été les japonais pendant 25 ans dans des marchés sur alimentés de liquidités !

**Que retenir ?**

- ▶ Les contraintes imposées par le règlement de la crise financière sont trop fortes pour imaginer que la croissance puisse être « au coin de la rue ».
- ▶ La BCE n'a plus d'action sur l'économie réelle.
- ▶ La conclusion prévisible pour l'Europe : l'incontournable syndrome japonais

Jean Borjeix  
Associé Gérant



Aurélien Blandin  
Gérant



**Avertissement**

*Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.*