

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Zone euro : un ralentissement inquiétant



Après une très bonne année 2017, l'économie de la zone euro a nettement ralenti en 2018. La hausse passée de l'euro, la montée du protectionnisme, une restructuration de certaines industries et l'incertitude politique font partie des facteurs qui nuisent à l'économie eurolandaise. On peut toutefois espérer que la situation s'améliorera bientôt. Dans le cas contraire, cela pourrait être particulièrement compliqué pour la Banque centrale européenne (BCE), qui est déjà à court de munitions.

2017 : le sommet du cycle de croissance?

En 2017, le PIB réel de la zone euro a enregistré une croissance annuelle de 2,5 %, la plus vigoureuse depuis 2007. Depuis le début des statistiques agrégées de la zone euro en 1996, le gain de 2017 est le sixième plus fort. Il fait aussi suite à deux années de croissance tout juste sous 2 %, en 2015 et en 2016. La progression de l'économie de la zone euro en 2017 était d'autant plus remarquable qu'elle dépassait de loin la croissance estimée du PIB potentiel (tendance de long terme du PIB qui est compatible avec une stabilité des prix). Selon la Commission européenne, celle-ci était de 1,4 % en 2017, tandis que l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) l'évaluait à 1,3 %.

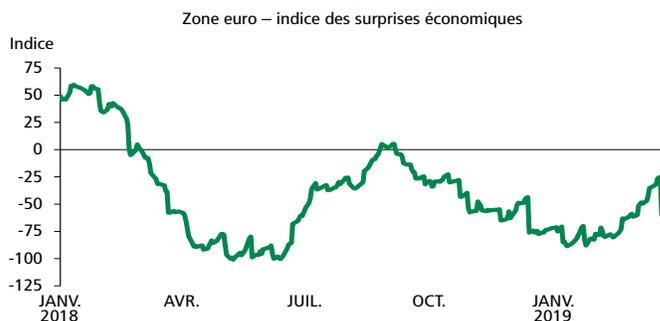
Le ralentissement de 2018

Les prévisions officielles effectuées au tournant de 2017 et 2018 pour la nouvelle année étaient généralement favorables. À l'automne 2017, la Commission européenne prévoyait une hausse de 2,1 % du PIB réel en 2018. En novembre de la même année, l'OCDE tablait sur un gain de 2,2 %. Le Fonds monétaire international (FMI) anticipait aussi en janvier 2018 un gain de 2,2 %, tout comme le consensus des prévisionnistes privés compilé par Bloomberg. Ce consensus a grimpé jusqu'à 2,4 % en mars 2018.

Les prédispositions étaient donc bonnes pour l'économie eurolandaise. Toutefois, la situation a clairement changé en cours d'année. Dès le début de 2018, les résultats économiques n'étaient plus à la hauteur des attentes. On peut observer cette situation dans le revirement de l'indice des surprises économiques, qui est passé en territoire négatif à partir du milieu du premier trimestre de 2018, signalant que de plus en plus d'indicateurs économiques affichaient des résultats inférieurs à ceux prévus par le consensus (graphique 1). Cet indice s'est d'ailleurs détérioré pendant la majeure partie de 2018.

GRAPHIQUE 1

L'indice de surprises économiques s'est détérioré dès le premier trimestre de 2018 et demeure négatif depuis



Sources : Datastream, Citigroup et Desjardins, Études économiques

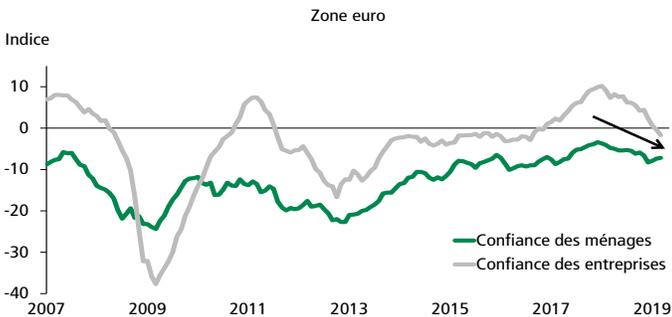
Parmi les indicateurs qui ont offert une mauvaise performance au début de l'année dernière, on trouve la plupart des indicateurs de confiance. Ces derniers avaient généralement culminé à la fin de 2017, notamment la confiance des ménages et celle des entreprises (graphique 2 à la page 2).

Ces mauvais indicateurs ont fini par se refléter dans la croissance du PIB réel de la zone euro. À rythme annualisé, sa hausse n'a été que de 1,5 % au premier trimestre de 2018. À ce moment, c'était le pire résultat depuis l'été 2016. La situation s'est un peu améliorée au printemps, avec une croissance de 1,7 %. Elle s'est toutefois détériorée davantage au second semestre lorsque la principale économie de la zone a elle-même montré des signes flagrants de faiblesse. L'Allemagne a enregistré à l'été 2018 une contraction annualisée de 0,8 %, le pire recul depuis l'hiver 2013. L'Italie a aussi connu au troisième trimestre une variation négative du PIB réel. Somme toute, la croissance eurolandaise n'a été que de 0,6 %. Le gain a été un peu meilleur à la fin de l'année

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Francis Généreux, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assurent aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2
La confiance s'est détériorée depuis la fin de 2017


Sources : Commission européenne et Desjardins, Études économiques

dernière, avec une hausse annualisée de 0,8 % du PIB réel. L'année 2018 s'est finalement soldée par une croissance annuelle de 1,8 % du PIB réel. Ce résultat est toutefois aidé par un acquis de croissance provenant de la fin de 2017.

Quelles ont été les causes du récent ralentissement en zone euro?

La baisse de cadence de l'économie européenne s'est effectuée au même moment où l'on observe un ralentissement du commerce mondial. Celui-ci a connu en 2017 sa plus forte croissance annuelle depuis 2011. Il est depuis en ralentissement quasi constant et a même enregistré à la toute fin de 2018 des variations annuelles négatives. Parallèlement, le commerce eurolandais s'est aussi détérioré (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
Le commerce mondial a ralenti en 2018, incluant pour la zone euro


Sources : CPB - Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

Dans le cas de la zone euro, il est intéressant de noter que la baisse de cadence provient à la fois du commerce extérieur et du commerce intérieur. Dans le premier cas, plusieurs éléments peuvent expliquer la faiblesse. La montée protectionniste américaine et les représailles exercées par l'Union européenne (UE) ont sans doute contribué à freiner les échanges entre les deux pays. Il est estimé que 2,5 % des

exportations de l'UE vers les États-Unis ont été touchées par les tarifs spéciaux américains mis en place l'année dernière. Ce ratio est toutefois plutôt modeste par rapport à la Chine, où 50,5 % des exportations vers les États-Unis sont affectées. L'ampleur des représailles européennes envers les importations d'environ 200 biens provenant des États-Unis est évaluée à 3,7 G\$ US. Les exportations américaines assujetties aux tarifs de représailles affichaient une baisse de près de 40 % par rapport à la situation qui existait auparavant.

Les exportations eurolandaises vers d'autres pays ont aussi ralenti. C'est le cas de la Chine, où le ralentissement graduel semble affecter les échanges avec l'Europe. Les exportations vers les pays émergents d'Europe de l'Est ainsi que vers la Turquie (qui connaît ses propres difficultés politiques et économiques) ont aussi diminué.

Un autre facteur de ralentissement des exportations a été la force de l'euro. Aidée par la bonne conjoncture européenne, la devise s'est appréciée de 9,0 % entre l'hiver 2017 et l'hiver 2018. En mars de l'année dernière, elle atteignait son plus haut niveau depuis l'été 2014. Cette appréciation a provoqué une perte de compétitivité pour les entreprises de la zone.

Dans le cas du commerce intérieur à la zone euro, une bonne partie de la faiblesse récente provient des difficultés de certaines industries. L'ajustement du secteur automobile à de nouvelles règles environnementales plus strictes a été difficile. Toute la question des chaînes de valeur tend aussi à miner le commerce interne lorsque la demande est plus faible. Cela est d'autant plus vrai que l'intégration industrielle est plus importante en Europe qu'ailleurs.

Le commerce interne a en outre été touché négativement par la faiblesse de la demande intérieure dans certains pays de la zone euro. En 2018, 8 des 19 pays de la zone euro (représentant 75,8 % de la zone) ont affiché une plus faible croissance de leur consommation finale. Les ralentissements les plus importants ont eu lieu en Allemagne et en Italie.

Les problèmes de l'industrie allemande

Dans le cas de l'Allemagne, les problèmes économiques proviennent de son statut de géant manufacturier de l'Europe. Il faut comprendre que le pays est encore fortement orienté vers le secteur de la fabrication. En proportion de la valeur ajoutée à l'économie nationale, seul le secteur manufacturier coréen dépasse celui de l'Allemagne au sein des pays avancés (graphique 4 à la page 3). La fabrication représente également 19,0 % de l'emploi total allemand, une proportion bien plus élevée que celle de l'OCDE à 13,8 %.

Ce biais vers la production de biens fait aussi que l'économie germanique est particulièrement tournée vers l'extérieur alors que les exportations comptent pour 45,0 % du PIB (la moyenne de l'OCDE est de 28,2 %). En phase d'accélération du

GRAPHIQUE 4
Le secteur manufacturier est particulièrement important pour l'Allemagne

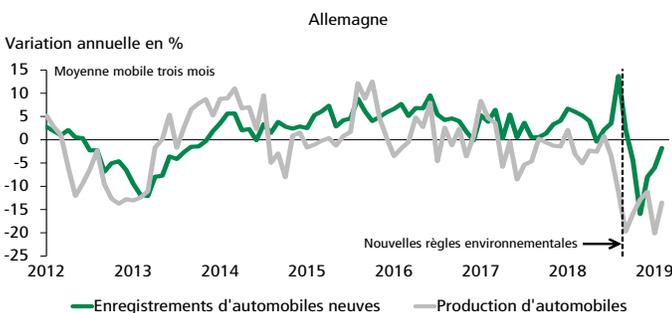


UE : Union européenne
Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

commerce mondial, le poids important de l'industrie allemande peut être une locomotive pour cette économie. En phase de ralentissement, elle peut cependant constituer un frein. Chez la plupart des pays avancés, l'importance grandissante du secteur des services a été un facteur de stabilité. Toutefois, la situation particulière de l'Allemagne la rend plus sensible aux aléas de la conjoncture mondiale.

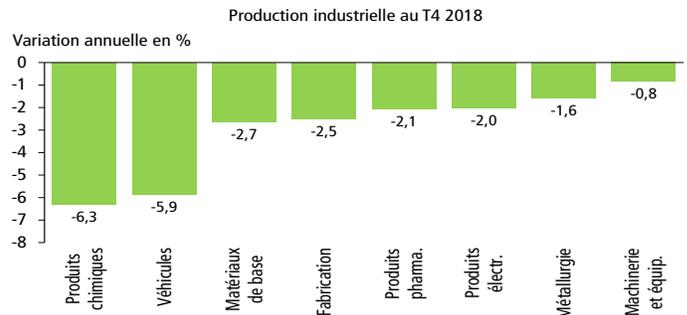
Cela est d'autant plus vrai lorsque c'est le secteur automobile qui est touché. Celui-ci représente environ 20 % de la fabrication allemande. En 2017, il s'est produit 5,5 millions de véhicules pour passagers en Allemagne, de loin le plus gros producteur en Europe (l'Espagne arrive au deuxième rang avec 2,3 millions d'unités). Près de 80 % des voitures fabriquées en Allemagne sont destinées à l'exportation (y compris vers les autres pays de l'UE). Toutefois, le scandale lié aux tests environnementaux sur les véhicules au diesel a frappé lourdement l'industrie automobile allemande. Le relèvement des standards environnementaux et l'arrivée de nouveaux tests plus rigides en 2018 ont eu des conséquences importantes. Cette situation a provoqué un effet de devancement de la production de véhicules avant l'application des nouvelles normes ainsi qu'un grave ressac par la suite (graphique 5). De coûteux investissements associés à la transition vers les véhicules électriques ainsi qu'un ralentissement de la

GRAPHIQUE 5
L'arrivée de nouvelles règles environnementales a perturbé l'industrie automobile allemande



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6
Les problèmes de la fabrication en Allemagne sont généralisés



Sources : Federal Statistical Office et Desjardins, Études économiques

demande chinoise ont aussi perturbé le secteur automobile. L'automobile n'est toutefois pas la seule source de difficultés et d'autres secteurs industriels ont également subi des revers (graphique 6).

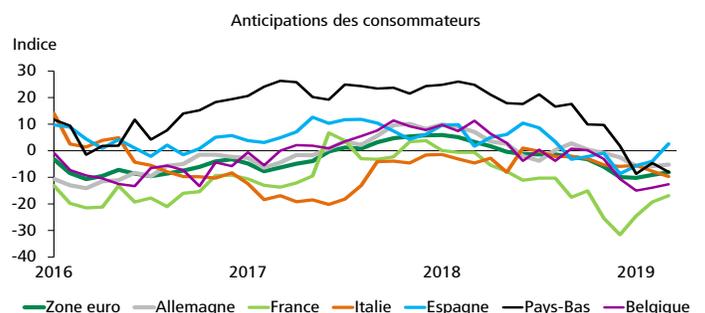
La fabrication allemande ne semble pas encore au bout de ses peines. Alors que la zone euro a vu sa production industrielle augmenter en janvier, celle de l'Allemagne a de nouveau reculé. L'indice PMI manufacturier germanique est passé en janvier sous la barre de 50 (qui fait normalement la différence entre une progression ou une contraction de l'activité) et il y demeure depuis. Cela suggère que la situation ne s'améliore toujours pas.

Confiance et facteurs politiques

Parmi les facteurs qui ont pu affecter l'économie interne de la zone euro, plusieurs éléments ont pu nuire à la confiance, dont certains sont d'ordre politique. On remarque d'ailleurs que l'humeur des ménages s'est considérablement détériorée dans plusieurs pays de la zone au cours de 2018 (graphique 7).

En Italie, l'élection générale du 4 mars 2018 a amené à la tête du gouvernement une coalition droite/populiste au sein de laquelle la cohabitation est difficile. Les éléments contradictoires des programmes des deux partis ainsi que leur tendance à nourrir

GRAPHIQUE 7
La confiance s'est détériorée dans plusieurs pays de la zone euro, mais elle semble se stabiliser



Sources : Commission européenne et Desjardins, Études économiques

le sentiment anti-européen ont nui à l'investissement et à la conjoncture économique en général. Le PIB réel a diminué au cours de chacun des deux derniers trimestres de 2018, indiquant que l'Italie est en récession technique. Le taux de chômage a aussi augmenté par rapport au creux d'août dernier.

En France, on remarque une certaine insatisfaction envers le gouvernement centriste d'Emmanuel Macron. Ce sentiment culmine maintenant avec la crise des « gilets jaunes ». Si la croissance du PIB réel français tient mieux que celles de l'Allemagne et de l'Italie, on peut quand même y remarquer une progression plus lente de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises au dernier trimestre de 2018.

La situation politique allemande est aussi plus incertaine. La chancelière Angela Merkel a confirmé qu'il s'agirait de son dernier mandat. Les débats entourant l'immigration et les difficultés économiques actuelles du pays nourrissent un certain ressentiment politique.

L'incertitude envers le *Brexit* constitue un autre élément perturbateur alors que le principal partenaire de la zone euro cherche à quitter l'UE. La montée possible d'une barrière réglementaire et tarifaire entre le Royaume-Uni et l'UE ne pourrait qu'être dommageable en embrouillant les perspectives pour les entreprises et en perturbant potentiellement les chaînes de valeur déjà en place.

Un cycle sans resserrement monétaire

Une partie des difficultés récentes des économies canadiennes et américaines, notamment en ce qui a trait à l'investissement résidentiel et à la consommation de biens durables, est associée à la montée des taux d'intérêt ainsi qu'à la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) et de la Banque du Canada. On ne peut cependant pas faire ce même constat pour l'économie européenne. Les taux d'intérêt sont demeurés très bas en zone euro, par exemple en Allemagne (graphique 8). L'Italie fait peut-être exception alors que certains taux d'intérêt ont augmenté en raison d'une hausse des primes de risque depuis la mise en place

du gouvernement de coalition. Le principal taux directeur de la BCE est en territoire négatif depuis juin 2014 et ce n'est qu'en décembre dernier que celle-ci a arrêté ses achats de titres. La progression de la masse monétaire et du crédit au secteur privé est plutôt stable. Il serait donc difficile d'attribuer la détérioration de la conjoncture européenne aux décisions de la BCE, qui se montre tout de même assez inquiète de la situation actuelle. Elle a récemment annoncé un nouveau programme de prêts de long terme, en plus de signaler qu'elle garderait ses taux directeurs inchangés au moins jusqu'à la fin de 2019.

La prudence de la BCE et des autres principales banques centrales, avec la Fed en avant plan, a permis de faciliter davantage les conditions de crédit. Les rendements obligataires ont diminué au cours des dernières semaines et plusieurs échéances de long terme sont revenues en territoire négatif. Au moment d'écrire ces lignes, les taux obligataires étaient négatifs jusqu'à une échéance de dix ans en Allemagne, de neuf ans aux Pays-Bas, de six ans en France et de quatre ans en Espagne.

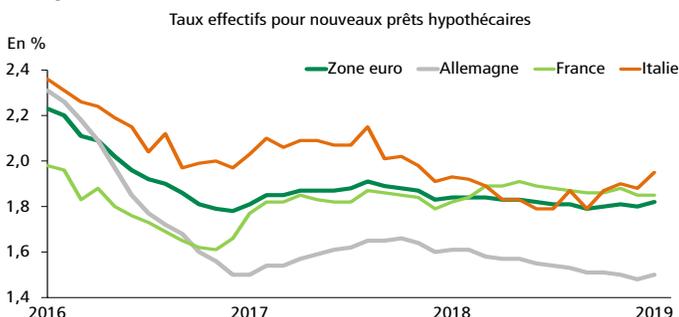
La conjoncture pourrait-elle encore se détériorer?

Il est clair que la situation actuelle de l'économie eurolandaise est fragile. Plusieurs indicateurs continuent de pointer vers le bas. Toutefois, même ces signes peu reluisants ne donnent pas une image aussi négative qu'au cours des récessions de 2008-2009 ou de 2011-2013. La confiance des ménages et des entreprises est basse, mais encore loin de ce qu'elle montrait alors. Elle semble même se stabiliser, tout comme les indices Ifo de confiance des grandes entreprises allemandes, qui ont recommencé à augmenter en mars (graphique 9). Bien que faible, le PMI composite de la zone euro ne signale pas non plus de revers plus profond du PIB (graphique 10 à la page 5).

Il faut noter que le marché du travail a été très peu affecté par la faiblesse actuelle. À l'exception de l'Italie, les taux de chômage ont continué de diminuer dans les principaux pays de la zone euro en 2018, y compris en Allemagne. Il semble que, tant que l'actuelle phase de faiblesse n'engendre pas de pertes d'emplois massives, le cycle de croissance pourra se maintenir.

GRAPHIQUE 8

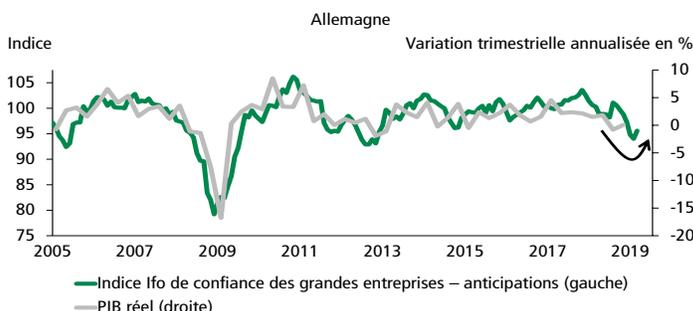
Pas de grandes hausses de taux d'intérêt pour les ménages européens



Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

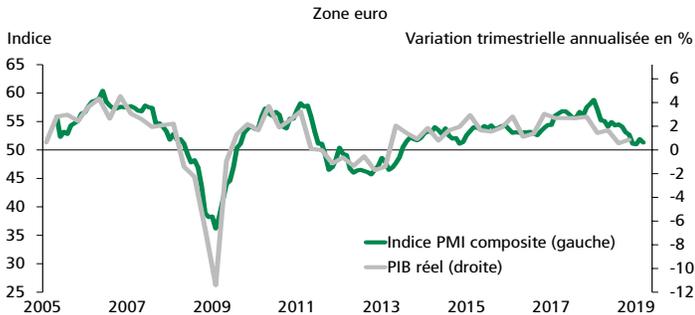
GRAPHIQUE 9

L'indice Ifo a-t-il stoppé sa baisse?



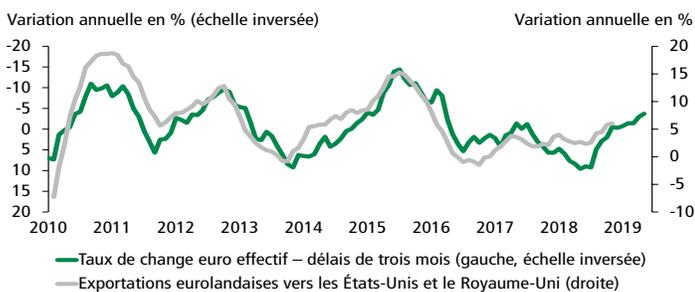
Sources : Ifo - Institute for Economic Research, Federal Statistical Office et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
L'indice PMI ne suggère pas de forte détérioration de l'économie eurolandaise



Sources : IHS Markit, Eurostat et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 11
La baisse de l'euro devrait bientôt aider les exportations



Sources : Banque centrale européenne, Eurostat et Desjardins, Études économiques

Parmi les facteurs qui ont nui à l'économie européenne, on a mentionné l'appréciation passée de l'euro. Il faut maintenant prendre en compte le fait que la devise commune s'est dépréciée au cours des derniers trimestres. Une baisse de l'euro pourrait être ainsi favorable aux exportations, notamment vers les principaux partenaires que sont le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 11).

Évidemment, le *Brexit* pourrait changer la donne, notamment si la sortie du Royaume-Uni devait se faire sans entente une fois le présent délai expiré. Du même souffle, une nouvelle salve de politique protectionniste provenant de l'administration Trump pourrait nuire au commerce européen. Dans ce cas, le ciblage des importations américaines d'automobiles pourrait faire particulièrement mal à l'Allemagne. Enfin, un ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise poserait aussi des problèmes à l'économie eurolandaise. L'OCDE estime qu'un ralentissement de 2 % de la demande intérieure chinoise amputerait près de 0,15 % à la croissance annuelle du PIB réel de la zone euro.

Une mince marge de manœuvre en cas de détérioration

Malgré les signes de fragilité, une récession imminente pour l'ensemble de la zone euro ne fait pas partie des scénarios

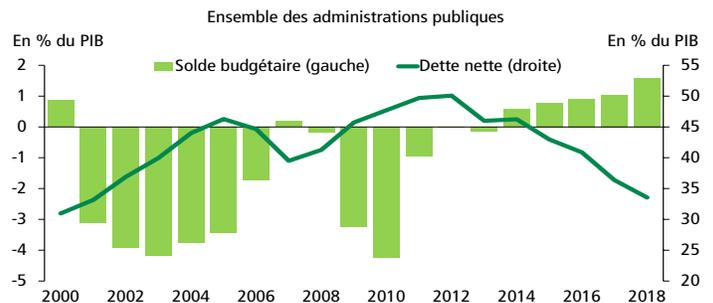
de base. La plus récente enquête de Bloomberg auprès des prévisionnistes affiche une probabilité moyenne de récession d'ici un an à 20 % pour la zone euro, soit moins qu'aux États-Unis (25 %) ou qu'au Canada (23 %).

Dans le cas où les risques prendraient de l'ampleur et viendraient vraiment miner davantage l'activité économique, il sera intéressant de voir ce que pourront faire les autorités politiques et monétaires.

Du côté de la BCE, la marge de manœuvre est terriblement mince. Elle n'a jamais réussi à commencer la normalisation de sa politique monétaire. Les taux directeurs sont ainsi restés à leur plancher, c'est-à-dire en territoire négatif. Les diminuer à nouveau pourrait être difficile et engendrer des dysfonctionnements du marché monétaire et de l'épargne. Même se rabattre sur de nouvelles mesures quantitatives visant à regonfler son bilan pourrait être compliqué sans changer les règles de fonctionnement de la BCE.

La politique budgétaire pourrait venir à la rescousse. Cependant, les craintes d'un retour à la crise des dettes souveraines du début des années 2010 risquent de refroidir la volonté des politiciens. Ce serait notamment le cas des pays dont les déficits ont continué de s'accumuler tout au long du cycle et où la dette est demeurée élevée.

GRAPHIQUE 12
Les finances publiques allemandes se sont améliorées au cours des dernières années



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

La principale bouée de sauvetage pourrait venir de l'Allemagne, où les surplus budgétaires s'accumulent depuis 2014 (graphique 12) et où la dette du gouvernement en proportion du PIB est l'une des plus basses des pays avancés. On peut même imaginer que les difficultés actuelles de l'économie allemande pourraient déjà inciter le gouvernement à utiliser cette marge de manœuvre.

Francis Généreux, économiste principal