



# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

**ZONE EURO**

## PASSAGE AU HAUT DÉBIT

Des injections monétaires massives, une devise moins forte donc plus favorable aux exportations, une facture pétrolière réduite d'un tiers et qui permettrait d'économiser jusqu'à 100 milliards d'euros en 2015, une politique européenne qui encourage l'investissement (plan « Junker ») et interprète moins au pied de la lettre le Pacte de stabilité et de croissance : rarement l'économie de la zone euro aura bénéficié d'autant de soutien. Après sept années de crise, dont plus de trois passées en récession, l'Union économique et monétaire (UEM) entrevoit enfin la reprise.

### La zone euro remonte la pente

La Commission européenne et la Banque centrale européenne (BCE) ont révisé en hausse leur prévision d'activité. Notre propre scénario retient une croissance proche de 2%, en 2015 comme en 2016. A ce rythme, le chômage recule, le crédit redémarre progressivement, une tendance confirmée par les enquêtes. En janvier, une majorité de banques de la zone euro indiquait un renforcement de la demande de prêts en provenance du secteur privé, notamment des entreprises. C'est précisément ce que la BCE cherche à encourager via ses mesures « non conventionnelles » de politique monétaire, assouplissement quantitatif ou opérations de refinancement à long terme. Désormais assises sur la dynamique des crédits (et non plus les encours), également assorties d'un taux d'intérêt quasi nul, celles-ci enregistrent leurs premiers succès. En mars, la BCE a alloué pour près de 100 milliards d'euros de liquidités, parallèlement à son programme étendu de rachats d'actifs. Ce passage au très haut débit a des conséquences heureuses, pas seulement pour les marchés d'actions. Long-

temps déprimé, le principal agrégat de monnaie M3<sup>1</sup> retrouve une orientation haussière (graphique). Au sud de l'UEM, les taux d'intérêt débiteurs des banques commencent à baisser.

Pour qui veut bien admettre qu'avant d'être affaire de pétrole, l'inflation reste un phénomène monétaire, ces tendances sont encourageantes. Elles infirment la thèse déflationniste et soulignent le caractère transitoire de la baisse des prix. Rien ne permet notamment de conclure à la diffusion d'effets de « second tour » tendant à déprimer l'ensemble des salaires. Inscrits sur une pente faible mais ascendante, ces derniers marquent plutôt une forme d'inertie. A en juger par le fort rebond des ventes au détail en début d'année, les taux d'inflation négatifs se traduisent surtout par des gains de pouvoir d'achat et un surcroît de consommation.

### Leur monnaie, leur problème ?

Le taux de change effectif de l'euro ayant chuté de 10%, l'UEM peut espérer des gains de parts de marché et un surcroît d'activité de l'ordre d'un demi-point de PIB en 2015. Les partenaires commerciaux dont la monnaie s'apprécie subissent toutefois l'effet inverse. C'est le cas des Etats-Unis, qui doivent désormais composer avec un dollar beaucoup plus cher. Leur économie est plus internationalisée que ne le suggère le faible poids des exportations dans le PIB (14%), les échanges intra-groupes y occupent une grande place. Dès lors que l'appréciation du billet vert entraîne celle des monnaies qui lui sont liées, c'est toute la base de production américaine qui peut se renchérir, quel que soit son lieu d'implantation. Le yuan chinois a, par exemple,



gagné plus de 25% contre euro depuis un an, ce qui est considérable. La plupart des grandes sociétés indiquent déjà une pression sur leurs chiffres d'affaires et leurs marges, ce qui pourrait freiner l'investissement. Restent, face à cela, des prix du pétrole bas, des créations d'emplois nourries, une consommation robuste. L'effet de la hausse du dollar est donc atténué. Mais on aurait tort de le tenir pour négligeable. La Réserve fédérale, qui prépare le terrain à une hausse des taux d'intérêt, l'intégrera certainement dans son timing.

Jean-Luc PROUTAT

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

Recherche économique Groupe, BNP Paribas

1- Les agrégats monétaires sont des indicateurs statistiques regroupant dans des ensembles homogènes les moyens de paiement détenus par les agents d'un territoire donné. L'agrégat M3 correspond aux billets, pièces et dépôts à vue, dépôts à termes inférieurs ou égaux à deux ans, dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois (par exemple, pour la France, le livret jeune ou le CODEVI, les livrets A et bleu, le compte d'épargne logement, le livret d'épargne populaire...), instruments négociables sur le marché monétaire (ex : OPCVM monétaire, certificat de dépôt, créance inférieure ou égale à deux ans...).

➔ Pages 2 à 4 : focus sur les perspectives économiques des deux grands pays d'Europe du Sud ; l'Espagne et l'Italie.



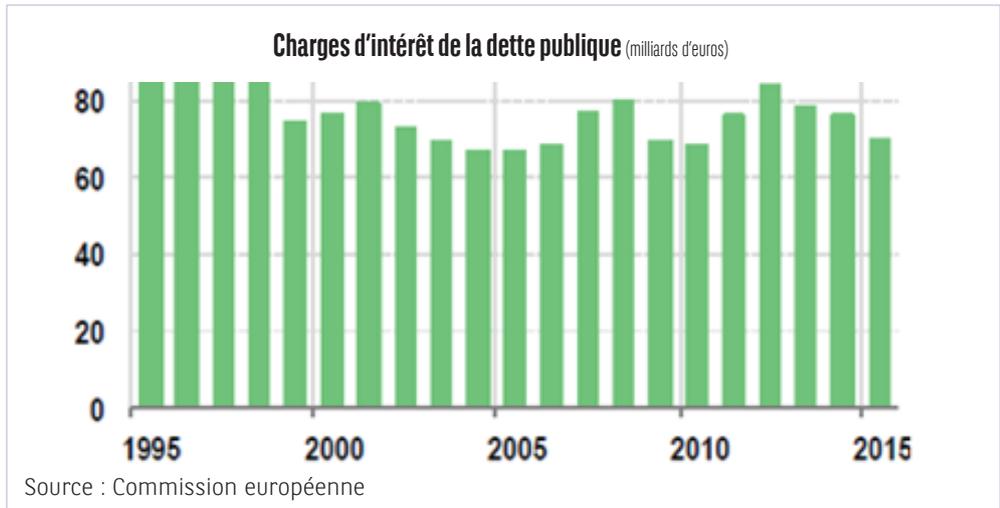
# RÉFORMES ET TAUX BAS

En 2014, le PIB a reculé de 0,4%. La demande intérieure finale a obéré la croissance globale de 0,6 point de pourcentage. Devant des perspectives toujours aussi incertaines, les sociétés italiennes ont en effet continué à différer leurs programmes d'investissement, malgré l'assouplissement des conditions financières. La consommation, en revanche, est repartie à la hausse bien qu'à un rythme plus modéré qu'avant la crise (+0,3%), bénéficiant d'un léger redressement du revenu disponible, en partie lié aux avantages fiscaux récemment approuvés. L'économie italienne a par ailleurs profité d'une situation extérieure toujours aussi favorable. Les exportations ont progressé de 2% en termes nominaux en 2014, grâce à la demande émanant des autres pays européens. Comme les importations ont, pour leur part, reculé de 1,6%, l'excédent commercial s'est amélioré d'autant (de 29 Milliards d'euros à 43).

La contribution des exportations nettes est restée positive. Malgré le tassement de la production et des exportations en janvier, ainsi qu'il ressort des estimations d'Istat, la croissance sera probablement restée positive au premier trimestre 2015. L'économie italienne devrait connaître une accélération progressive dans les prochains mois, le moral des entreprises comme celui des ménages s'étant amélioré. Par ailleurs, 130 000 nouveaux emplois environ ont été créés l'année dernière.

## Un vaste programme de réformes

Face aux problèmes structurels de l'Italie, le gouvernement de Matteo Renzi a lancé un ambitieux programme de réformes destinées à accroître la productivité, la compétitivité et la flexibilité de l'économie. Le gouvernement s'emploie également à apporter des modifications au cadre politique et institutionnel ainsi qu'au système judiciaire pour écarter les obstacles qui avaient empêché la mise en place des précédentes tentatives de réformes.



Une réforme du marché du travail de grande ampleur a été récemment approuvée. Le but est d'accroître la flexibilité et de mettre fin à la dualité du marché du travail italien. Le « Jobs Act » introduit un contrat de travail unique avec une protection de l'emploi qui augmente avec l'ancienneté. La réforme limite par ailleurs l'obligation de réintégration des travailleurs ayant fait l'objet d'un licenciement abusif, les entreprises offrant en contrepartie une indemnité financière.

Un nouveau système d'indemnités de chômage a été approuvé, qui protège les personnes et non des emplois spécifiques et qui étend la couverture à tous les travailleurs économiquement dépendants. La nouvelle législation conditionne le versement des prestations de chômage, faisant notamment obligation aux bénéficiaires de s'associer aux mesures actives proposées par les services pour l'emploi. Les politiques actives sur le marché du travail sont une priorité du gouvernement et il entend en transférer la responsabilité vers l'administration centrale, en créant une agence nationale pour l'emploi.

Pour encourager emploi et investissement, le coût de la main-d'œuvre a été abaissé et le financement par capitaux propres, encouragé. Pour toute embauche en emploi stable, les employeurs bénéficient d'une exonération des co-

tisations de sécurité sociale pendant les trois premières années. Compte tenu de l'abaissement de l'impôt sur le revenu ainsi que de la déduction des coûts de main-d'œuvre de l'im-

## ITALIE - Synthèse des prévisions

| ITALIE - Synthèse des prévisions        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|
| ACTIVITÉ                                |        |        |        |
| Variations annuelles, %                 | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
| PIB                                     | -0,4   | 0,7    | 1,3    |
| Consommation privée                     | 0,3    | 0,7    | 0,7    |
| Dépenses Publiques                      | -1,0   | 0,0    | -0,1   |
| Investissement (FBCF)                   | -3,2   | 0,0    | 1,4    |
| Exportations nettes (contribution)      | 0,3    | 0,5    | 0,6    |
| INFLATION ET CHÔMAGE                    |        |        |        |
| Variations annuelles, %                 | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
| Indice des prix à la consommation (IPC) | 0,2    | 0,2    | 1,3    |
| IPC hors alimentaire & énergie          | 0,7    | 0,5    | 0,6    |
| Taux de chômage, niveau %               | 12,7   | 12,7   | 12,73  |
| COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC            |        |        |        |
| % PIB                                   | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
| Balance courante                        | 1,8    | 2,7    | 3,1    |
| Solde des Adm. Publiques, % PIB         | -3,0   | -2,6   | -2,2   |
| Dette publique % PIB                    | 132    | 132    | 131    |

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas



pôt régional sur les sociétés (IRAP), la fiscalité au titre d'un salarié percevant un salaire brut de EUR 20 000 devrait chuter (de 46,1% à 21,9%) pendant les trois premières années. Le plafond de la déduction pour financement en fonds propres a été de nouveau relevé et l'introduction en bourse des PME, simplifiée.

Les premiers résultats de ces mesures sont encourageants : l'endettement des entreprises italiennes a diminué, passant de 48,4% en 2011 à 43,9% au T3 2014. D'après l'OCDE, l'ensemble des réformes pourrait accroître le PIB de 6% en 10 ans.

## Une flexibilité optimisée

Fin février, la Commission européenne a donné son approbation définitive au projet de loi de finances. Comme pour la Belgique et la Finlande, la Commission ne recommande pas de procédure pour déficit excessif à l'encontre de l'Italie, en raison des ambitieuses réformes structurelles engagées par le pays, mais aussi de nouvelles règles budgétaires pour les pays confrontés à une croissance faible et à un

output gap négatif. Les résultats de l'Italie en termes d'excédents primaires sont aussi très positifs. Sur la période 2008-2014, l'Italie a affiché un excédent primaire supérieur à 1% du PIB alors que la croissance est restée négative. L'Allemagne a enregistré un excédent primaire comparable mais avec une croissance positive. Les engagements fermes pris par l'Italie en faveur de l'assainissement des finances publiques ne sont pas étrangers à la bienveillance de Bruxelles à l'égard du budget italien.

## Taux bas : des effets durablement positifs

Le programme d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing ou QE) lancé par la BCE bénéficiera à l'ensemble de la zone euro. Mais l'environnement de taux « bas pour longtemps », qui s'accompagne du fléchissement de l'euro vis-à-vis du dollar, devrait être particulièrement bénéfique pour l'Italie. Le QE permet aussi de réduire la charge de la dette, particulièrement élevée en Italie. Les charges d'intérêt ont d'ores et déjà diminué, passant de 84 milliards d'euros en 2012 à 76 milliards en

2014 (et 70 milliards en 2015 selon les dernières projections de la Commission). Il faut en outre s'attendre à de nouvelles réductions significatives pour les années à venir surtout si le programme de QE de la BCE se poursuit au-delà de septembre 2016.

Un environnement de taux durablement bas va également contribuer à ramener dans le positif les flux de crédit bancaire aux PME italiennes, trois années de contraction. Cependant, cet environnement ne fera rien pour rééquilibrer les sources de financement des entreprises italiennes, et même au contraire, pourrait conduire à encourager l'accès des entreprises italiennes les plus compétitives aux marchés financiers internationaux.

Giovanni AJASSA

[giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)

Recherche économique, BNL

Paolo CIOCCA

[paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Recherche économique, BNL

## ESPAGNE

# COURS DE RATTRAPAGE

En 2014, la demande intérieure a été le moteur de la croissance. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 2,4%, soutenues par la reprise des créations d'emploi, la baisse du taux d'épargne (liée au retour de la confiance) et l'atténuation de la consolidation budgétaire. Dans le même temps, les entreprises ont répondu aux anticipations de demande par une hausse des investissements. Les achats de machines et biens d'équipement ont bondi de 12,3% à partir, il est vrai, d'un niveau très bas. L'investissement dans la construction s'est contracté sur l'ensemble de l'année mais a augmenté au second semestre, en ligne avec la stabilisation du marché de l'immobilier. Le commerce extérieur a pesé sur la croissance mais cela a traduit en grande partie la hausse des importations de machines et biens d'équipement, liée au rebond de l'investissement. Les exportations ont continué de progresser de façon dynamique, de 4,2%

sur l'année.

La croissance du PIB devrait à nouveau accélérer dans les prochains trimestres, après avoir atteint 0,7% trimestre sur trimestre au quatrième trimestre 2014. Aux éléments cités plus haut s'ajouteront les effets de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) et la baisse des prix du pétrole. La politique de la BCE a déjà produit deux effets notables : l'amélioration des conditions financières et monétaires et la dépréciation de l'euro. Le premier se traduit par une baisse des taux bancaires sur les nouveaux crédits, permettant d'abaisser le coût de financement de l'investissement. Le second effet devrait soutenir encore davantage la compétitivité des entreprises espagnoles, qui ont déjà réalisé d'importants efforts de baisse des coûts salariaux ces dernières années. Notons à ce propos que la « dévaluation interne » réali-

sée pendant la crise a permis un renforcement durable de la base d'exportation espagnole en permettant à de nombreuses entreprises, jusqu'alors incapables d'exporter, de s'internationaliser.

Quant à la baisse des prix de l'énergie, elle constitue à la fois un choc positif d'offre et un soutien supplémentaire à la demande des ménages. Compte tenu de la forte dépendance énergétique de l'Espagne, ces effets devraient être plus importants que pour la moyenne de la zone euro.

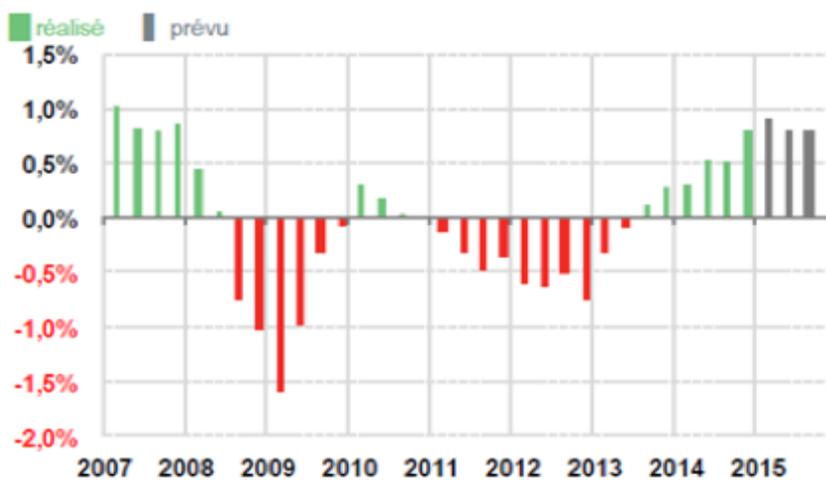
En définitive, nous prévoyons une progression du PIB de 3% en 2015 et 2,8% en 2016, soit les taux de croissance les plus élevés de la zone euro, à l'exception de l'Irlande.

## Miracle espagnol ?

Le rebond relativement fort de l'activité en Es-



## Evolution de l'activité (variations trimestrielles, t/t, %)



Source : INE

pagne ne peut pas être analysé indépendamment de la crise qu'a connue le pays ces dernières années. Malgré 6 trimestres consécutifs de croissance, le PIB demeure 5,8% en deçà du pic de mi-2008. Le chemin à parcourir pour retrouver un niveau d'activité normal (c'est-à-dire correspondant au potentiel) est encore long. Le signe le plus évident de cette situation est le taux de chômage qui atteint toujours 23,7% de la population active, bien au-delà du taux d'équilibre. Les performances économiques actuelles doivent être interprétées à la lumière de cet écart de production, c'est-à-dire essentiellement comme un phénomène de rattrapage. Les niveaux de vie progressent mais restent dégradés.

Par ailleurs, si les diverses réformes introduites pendant la crise (à commencer par celle du marché du travail) ont très probablement contribué à renforcer l'attractivité de l'Espagne (aujourd'hui deuxième destination d'investissements étrangers en Europe) et la compétitivité des entreprises, d'importants chantiers restent à mener pour pérenniser ces succès. Ainsi comme le rappelle l'OCDE, la compétitivité économique est « la latitude dont dispose un pays évoluant dans des conditions de marché libres et équitables pour produire des biens et services qui satisfont aux normes internationales du marché tout en augmentant simultanément les revenus réels de ses habitants dans le long terme ». En d'autres termes, la compétitivité se mesure à

travers la capacité d'un pays à maintenir à la fois un équilibre extérieur et un équilibre intérieur dans la durée. Dans le cas de l'Espagne, l'élimination du déficit courant a été réalisée au prix d'une forte montée du chômage et d'une baisse des prix. De même, la hausse de la productivité moyenne du travail a traduit, en grande partie, l'effondrement de l'emploi dans les secteurs les moins productifs. Dans l'ensemble, le rééquilibrage extérieur s'est fait au prix d'un déséquilibre intérieur.

L'élévation des niveaux de vie sur le long terme et le maintien d'un équilibre externe nécessiteront d'importants investissements dans l'éducation, afin d'élever durablement la productivité du travail. En 2013, seulement 55% de la population espagnole en âge de travailler avait achevé le deuxième cycle des études secondaires contre 70% dans la zone euro. Pour la tranche d'âge 20-24 ans, cette proportion n'atteignait que 64% en Espagne contre 79% dans la zone euro. Parmi les facteurs explicatifs, le décrochage scolaire, bien que diminuant, reste à des niveaux très élevés (23,5%). Face à cette situation, les politiques de requalification des chômeurs, en particulier ceux de longue durée, apparaissent absolument nécessaires, de même que le développement de la formation continue, de l'alternance et des contrats d'apprentissage, qui sont moins utilisés en Espagne que dans le reste de la zone euro.

Aussi, il s'agit de ne pas exagérer la portée

du rebond espagnol qui reflète largement la force de rappel de l'économie vers son niveau d'équilibre. Par ailleurs pour que la reprise de la demande intérieure ne compromette pas les ajustements macroéconomiques réalisés pendant la crise, l'amélioration du capital humain via, notamment, des investissements dans l'éducation et la requalification des chômeurs de longue durée est essentielle. Des mesures visant la réduction des marges excessives dans les secteurs protégés, l'orientation des investissements vers les activités porteuses d'innovation et l'élimination des barrières réglementaires à la croissance des entreprises apparaissent également nécessaires. Au moment où la détente des conditions financières, le retour de la croissance et les élections poussent au statu quo, la poursuite des réformes est un enjeu de premier plan.

### ESPAGNE - Synthèse des prévisions

#### ACTIVITÉ

| Variations annuelles, %            | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
|------------------------------------|--------|--------|--------|
| PIB                                | 1,4    | 3,0    | 2,8    |
| Consommation privée                | 2,4    | 3,2    | 2,1    |
| Dépenses Publiques                 | 0,1    | -0,4   | 0,1    |
| Investissement (FBCF)              | 3,4    | 5,1    | 3,8    |
| Exportations nettes (contribution) | -0,8   | 0,4    | 0,6    |

#### INFLATION ET CHÔMAGE

| Variations annuelles, %                 | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
|---|--------|--------|--------|
| Indice des prix à la consommation (IPC) | -0,2   | -0,7   | 1,4    |
| IPC hors alimentaire & énergie          | -0,1   | 0,1    | 0,6    |
| Taux de chômage, niveau %               | 24,4   | 22,8   | 21,8   |

#### COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC

| % PIB                           | 2014 e | 2015 e | 2016 e |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| Balance courante                | 0,1    | 0,4    | 0,6    |
| Solde des Adm. Publiques, % PIB | -5,5   | -4,3   | -3,5   |
| Dettes publiques % PIB          | 98     | 101    | 102    |

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas

Thibault MERCIER

thibault.mercier@bnpparibas.com

Recherche Economique Groupe, BNP Paribas



**BNP PARIBAS** | La banque d'un monde qui change