



Zone euro: un parcours de croissance à la japonaise?

En Europe, nous pouvons nous attendre à une croissance plus lente que par le passé. Celle-ci deviendra la «nouvelle normalité». Cela s'explique par deux facteurs fondamentaux: moins d'actifs (diminution de la population active) et une productivité basse, comme déjà mentionné dans le Marketinfo de ce 17 octobre. L'Europe entame-t-elle le même parcours que le Japon? Si oui, est-ce une mauvaise chose?

Situation actuelle dans la zone euro

Dans la zone euro, c'est la demande intérieure qui est la force motrice de la croissance. L'emploi continue à enregistrer une progression constante et les attentes sur ce plan sont les plus hautes depuis la crise financière. En 2017, les pouvoirs publics devront en outre faire un peu moins d'économies que les années précédentes.

Cependant, le commerce mondial s'accroît au rythme le plus lent depuis 2009. La croissance de nos exportations vers la Chine stagne depuis 2012, ce qui n'est pas surprenant vu la transition de l'économie chinoise de l'industrie vers les services.

Et la fin progressive de l'inflation extrêmement basse dominera l'actualité l'an prochain. En effet, la baisse des prix pétroliers jusqu'à la mi-février de cette année va peu à peu disparaître des chiffres de l'inflation. Une hausse générale des prix d'un peu plus de 1,5% est attendue l'année prochaine. D'une part, cette inflation (temporai-rement?) plus élevée va réduire légèrement notre pouvoir d'achat. D'autre part, la consommation sera encore soutenue par une forte progression de l'emploi. Personne ne peut prédire l'évolution des prix à plus long terme. Quoi qu'il en soit, l'inflation structurelle, sans le pétrole et l'alimentation, est provisoirement trop basse. La Banque centrale européenne (BCE) continuera dès lors sans doute à racheter des obligations pour maintenir les taux bas.

Similitudes avec le Japon?

De nombreux analystes soulignent les similitudes frappantes entre la zone euro actuelle et le Japon d'il y a 17 ans. Et ce à différents points de vue:

- inflation basse
- taux des obligations d'État à 10 ans très bas
- croissance du produit intérieur brut nominal¹ (PIB)
- politique de taux suivie par la Banque centrale

Si la zone euro évolue comme le Japon, nous pourrons en tirer les leçons pour notre économie et les marchés financiers dans la zone euro pour les prochaines années.

Années perdues à la suite de la réduction de la dette

De nombreux analystes parlent des «années perdues» au Japon à la suite de la stagnation de la croissance (nominale) globale depuis la moitié des années '90. À l'époque, le cycle d'accumulation de dettes (privées) a pris fin. Mais cette image est un peu trompeuse. C'est le revenu réel par tête qui importe et ce, en combinaison avec l'absence d'inégalités extrêmes des revenus. La croissance du revenu réel par tête oscille depuis

la fin des années '90 autour de 1% par an en moyenne (en grande partie conforme à la croissance réelle attendue de la productivité dans les pays développés).

Ce rythme de croissance peut aussi être attendu en Europe après le cycle d'accumulation de dettes. En outre, il s'agit d'une «bonne croissance» vu qu'elle est issue d'une augmentation de la productivité et non d'une croissance gonflée par une accumulation excessive des dettes.

Un autre fait encourageant est que l'inégalité des revenus au Japon n'a pas augmenté ces 20 dernières années et qu'elle continue à faire partie des plus basses du monde occidental. Pour ce qui est de la répartition, la zone euro ne fait pas mauvaise figure, quoiqu'il existe de grandes différences en son sein (p. ex. la Grèce et l'Espagne par rapport à la Belgique). Mais le critère idéal de mesure de l'égalité n'est pas défini. Une chose est sûre cependant: plus une société est inégale, plus elle est instable et moins elle est durable.

Croissance et inflation

Bien que le revenu réel par tête soit crucial, la croissance nominale joue également un rôle dans une économie avec beaucoup de dettes comme c'est le cas en Europe. En effet, il est plus facile de rembourser des dettes avec une croissance plus élevée. Par exemple, une inflation de 2% ou 3% vaut mieux qu'une inflation de 0%, ce qui

¹ Le PIB nominal ou la croissance nominale est la croissance non corrigée pour l'inflation. Ce, contrairement à la croissance réelle, pour laquelle il est tenu compte de l'augmentation générale du niveau des prix.

reflète généralement une croissance très faible. Dès lors, la BCE essaie d'orienter également l'inflation (et la croissance) vers un niveau de 2%. Mais l'inflation à court terme est très difficile à influencer. Certains comparent l'inflation à du dentifrice. Une fois qu'il est sorti du tube, il est très difficile de l'y faire rentrer. Autrement dit, il faut absolument éviter une inflation incontrôlable.

La BCE contrôle la masse monétaire en circulation et essaie de stimuler notre croissance en rachetant des obligations d'État. Cette mesure maintient le taux à long terme très bas (tout comme au Japon), stimule l'octroi de crédits et permet de maîtriser l'endettement. Dans l'intervalle, la Banque centrale japonaise (BoJ) va encore plus loin dans sa politique de stimulation. Elle expérimente la mesure du «yield targeting», misant ainsi sur un taux d'intérêt déterminé. Concrètement, la BoJ promet que le taux des obligations d'État à 10 ans ne dépassera pas 0%. Une piste que devra peut-être aussi envisager la BCE à terme, du moins si les parallèles entre l'économie japonaise et européenne se maintiennent.

Bénéfices divisés par 2

Enfin, dans certains pays de la zone euro, nous constatons aussi des similitudes entre leur secteur financier et celui du Japon il y a 17 ans. Que pouvons-nous en tirer comme conclusion? Un constat qui fait plutôt froid dans le dos: les bénéfices dans le secteur financier japonais ont diminué de moitié par rapport à leur niveau des années '90.

Les causes?

- ➔ Après un cycle d'augmentation de la dette, les banques perdent une de leurs missions essentielles: l'octroi de crédits. De mauvais crédits bancaires (comme, p. ex. en Italie) continuent pendant longtemps à constituer un obstacle à un octroi de crédits sains. Tout comme au Japon, cela va peser sur la croissance européenne ces prochaines années.
- ➔ L'endettement élevé accroît la sensibilité de notre économie à la hausse des rendements obligataires. Le taux d'intérêt bas (via les achats de la BCE) est bon pour l'économie, mais il est mauvais pour le secteur bancaire. En effet, il comprime les marges des banques et dès lors, les bénéfices.
- ➔ Et, tout comme au Japon, certaines banques européennes prennent beaucoup (trop) de temps pour reconnaître pleinement l'envergure de leurs mauvais crédits et les amortir rapidement, ce qui pèse sur leur solvabilité et leur octroi de crédits.

Conclusion

La zone euro continue à progresser lentement, mais de manière cohérente. Sur la base de la population active, de la croissance de la productivité et des leçons que nous pouvons tirer de l'histoire japonaise, cela n'a rien de surprenant. La réduction de la dette enregistrée ces dernières années entrave la relance, mais ce n'est en soi pas une catastrophe, au contraire. En effet, à terme, nous pourrons enregistrer une croissance structurelle plus saine.

Le présent Marketinfo se base sur les analyses récentes réalisées par Oxford Economics et BCA Research, deux bureaux d'études indépendants.

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Banque & Assurances