

Flash Economie

27 septembre 2017 - 1128

Croissance de la zone euro supérieure à la croissance potentielle depuis 2014 : quelles sont les causes de ce supplément récent de croissance ?

Depuis 2014, la croissance de la zone euro est supérieure à la croissance potentielle (celle-ci est aujourd'hui de 1%).

Nous nous interrogeons sur les causes de ce supplément de croissance.

Il peut s'agir :

- d'une progression plus rapide des exportations, avec la reprise du commerce mondial (et à condition qu'elle ne soit pas compensée par une progression plus rapide aussi des importations) ;
- de la croissance de l'investissement en logements, avec les taux d'intérêt à long terme très bas ;
- de la croissance de l'investissement des entreprises, avec les d'intérêt bas, la hausse de la profitabilité ;
- du soutien de la consommation des ménages, par soit l'emploi, soit les salaires réels, soit la baisse du taux d'épargne ;
- de la progression des dépenses des Administrations Publiques.

Cette reprise de la croissance vient de tous les postes de la demande (investissement en logements, investissements des entreprises, consommation et tous ses déterminants, dépenses publiques) sauf (à l'exception du début de 2017) le commerce extérieur.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

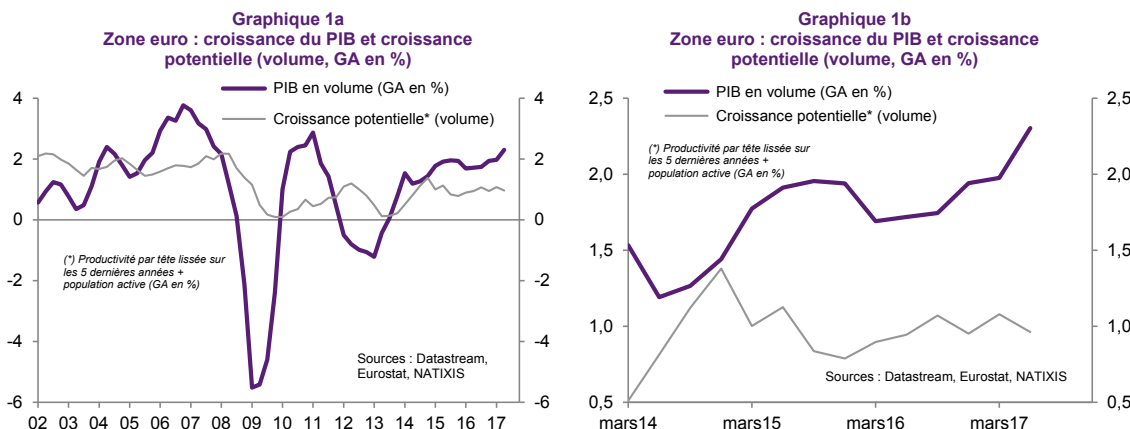
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Croissance de la zone euro supérieure depuis 2014 à la croissance potentielle

Les graphiques 1a/b comparent la croissance et la croissance potentielle (calculée comme la somme de la tendance des gains de productivité et de la croissance de la population active) de la zone euro.



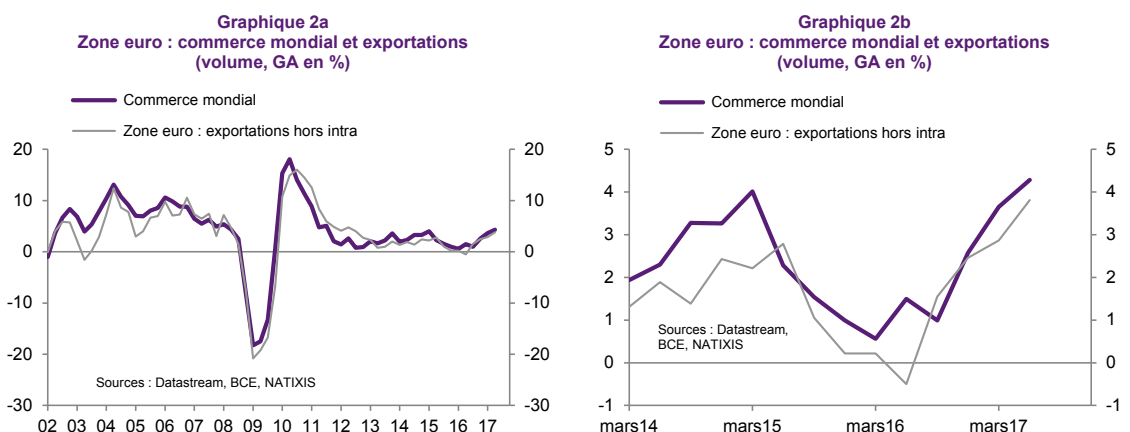
On voit dans la période récente le passage de la croissance au-dessus de la croissance potentielle à partir de 2014.

Nous essayons de savoir ce qui a causé ce supplément de croissance : quelle est fondamentalement la cause de l'amélioration de la croissance de la zone euro ?

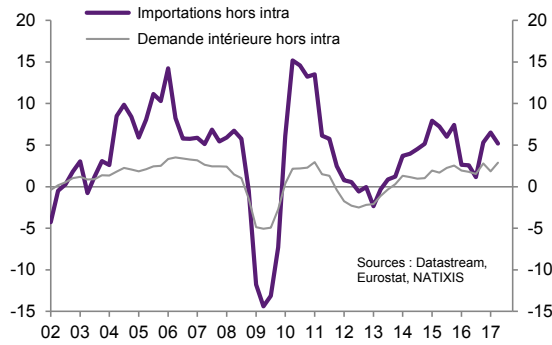
D'où vient depuis 2014 le supplément de croissance de la zone euro ?

1- Commerce extérieur

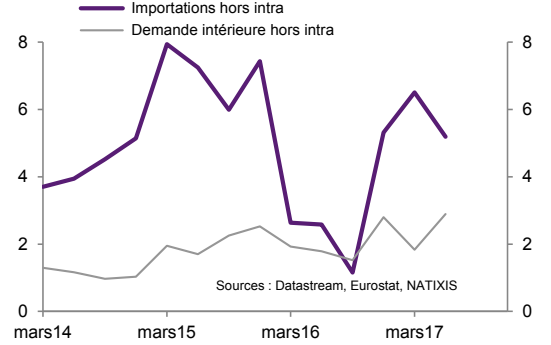
Les graphiques 2a/b montrent la croissance des exportations et du commerce mondial, les graphiques 3a/b celle des importations et de la demande intérieure, les graphiques 4a/b la balance commerciale, les graphiques 5a/b la contribution du commerce extérieur à la croissance. Il y a reprise du commerce mondial depuis 2016.



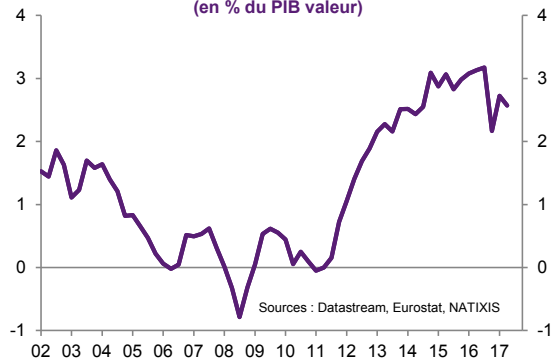
Graphique 3a
Zone euro : importations et demande intérieure (volume, GA en %)



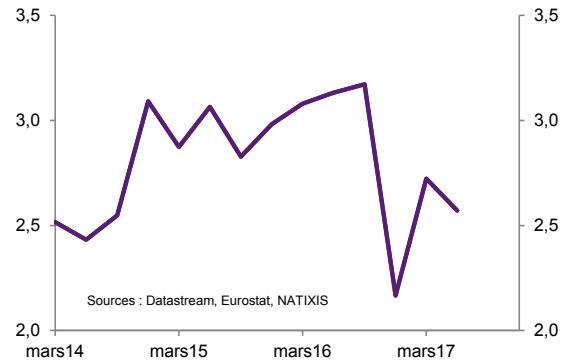
Graphique 3b
Zone euro : importations et demande intérieure (volume, GA en %)



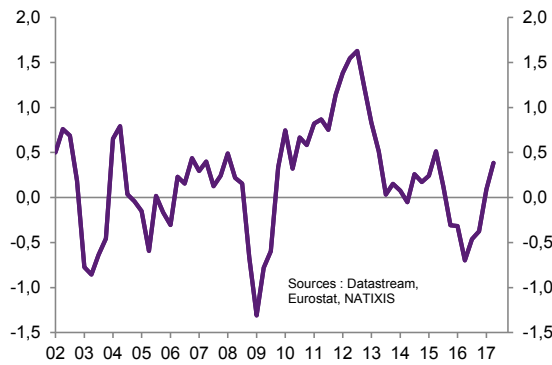
Graphique 4a
Zone euro : balance commerciale de biens et services (en % du PIB valeur)



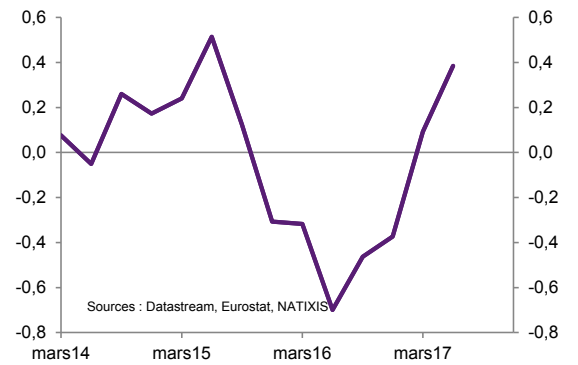
Graphique 4b
Zone euro : balance commerciale de biens et services (en % du PIB valeur)



Graphique 5a
Zone euro : contribution du commerce extérieur à la croissance

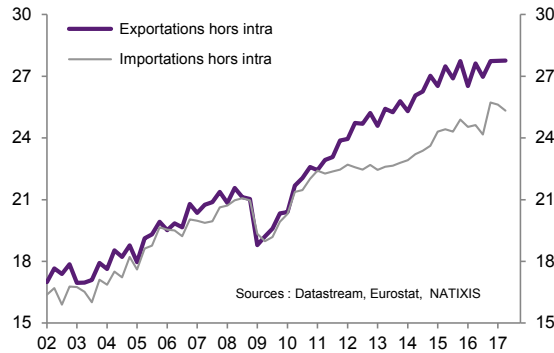


Graphique 5b
Zone euro : contribution du commerce extérieur à la croissance



On voit, compte tenu aussi du poids des exportations et importations (**graphique 6**), que le **commerce extérieur n'a pas contribué à la reprise de la croissance sauf au 1^{er} semestre 2017** : la progression des importations a été plus forte que celle des exportations, la contribution du commerce extérieur à la croissance est le plus souvent négative.

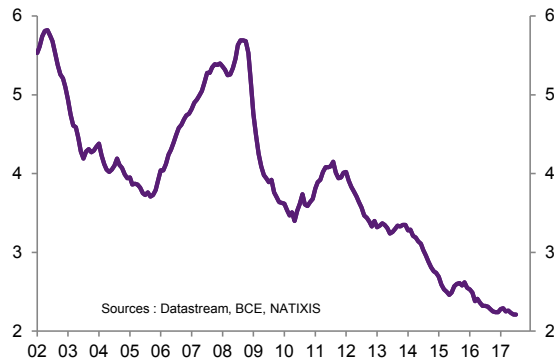
Graphique 6
Zone euro : exportations et importations
(volume, en % PIB volume)



2- Investissement en logements

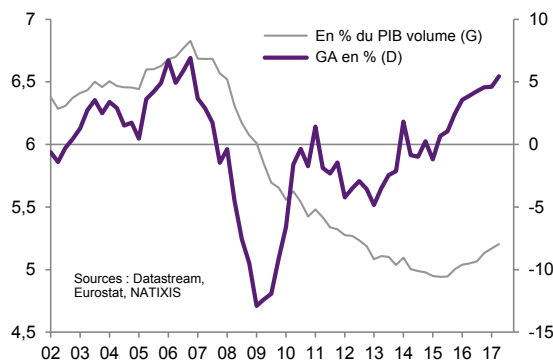
Avec la baisse des taux d'intérêt à long terme (**graphique 7**), on pourrait attendre une hausse de l'investissement en logements des ménages.

Graphique 7
Zone euro : taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe
aux ménages (en %)

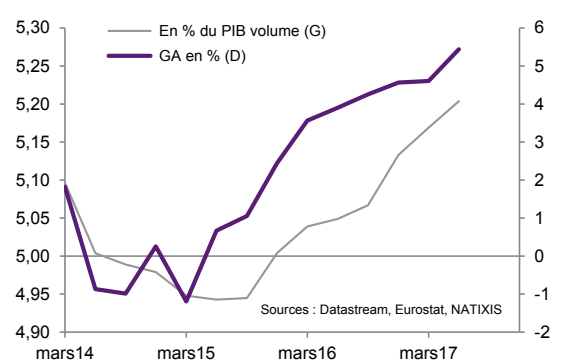


Les **graphiques 8a/b** montrent que **c'est le cas à partir de la mi-2015**.

Graphique 8a
Zone euro : investissement en logement des
ménages

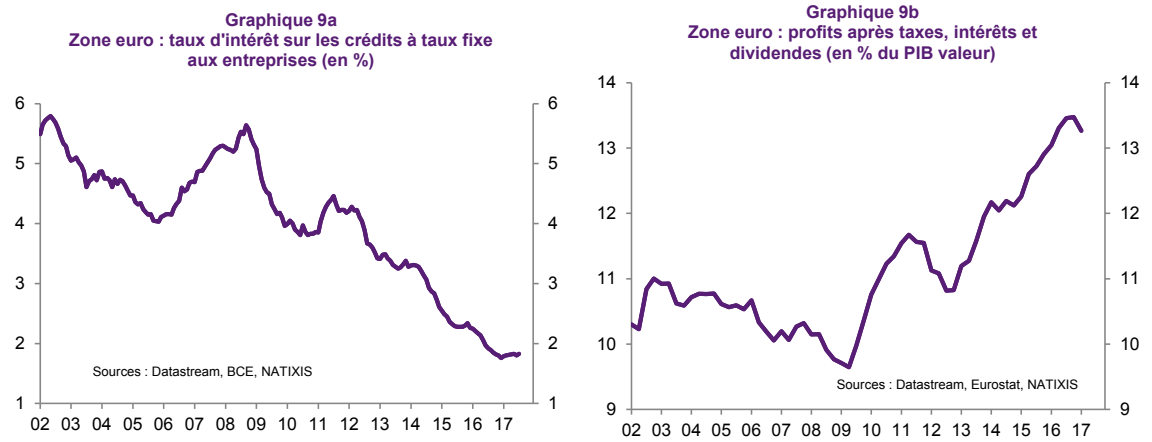


Graphique 8b
Zone euro : investissement en logement des
ménages

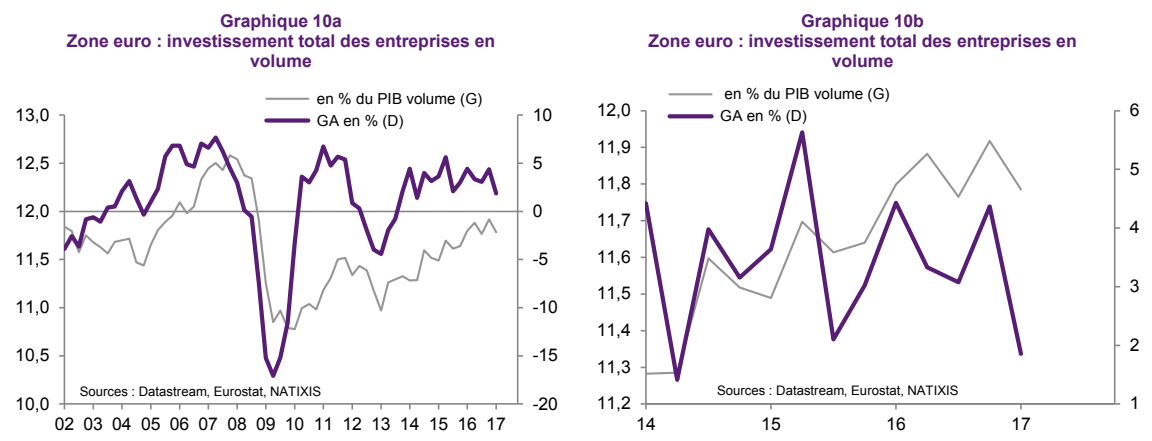


3- Investissement des entreprises

La baisse des taux d'intérêt (**graphique 9a**) et la hausse de la profitabilité (**graphique 9b**) pourraient conduire à une hausse de l'investissement des entreprises de la zone euro.



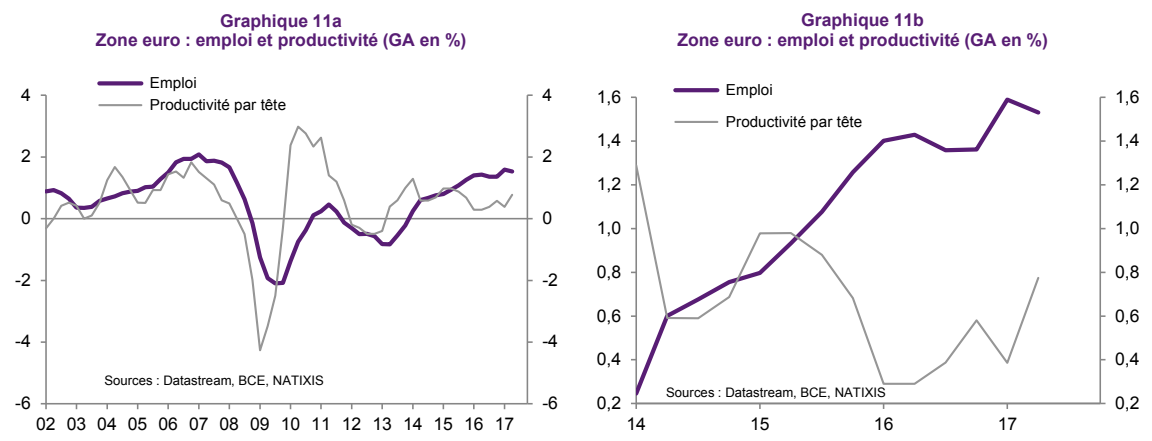
Les **graphiques 10a/b** montrent que c'est le cas de la mi-2014 à la fin de 2016.



4- Consommation des ménages et ses déterminants

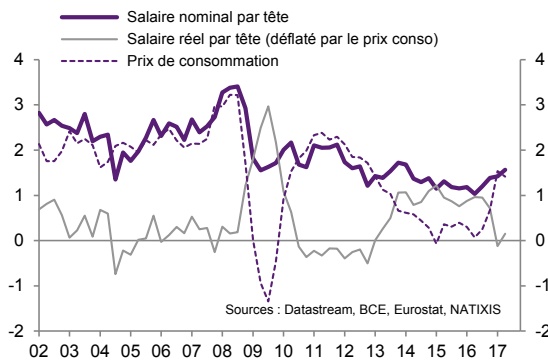
Regardons ici :

- **l'emploi et la productivité du travail (graphiques 11a/b, un recul de la productivité indique des créations d'emplois particulièrement fortes) ;**

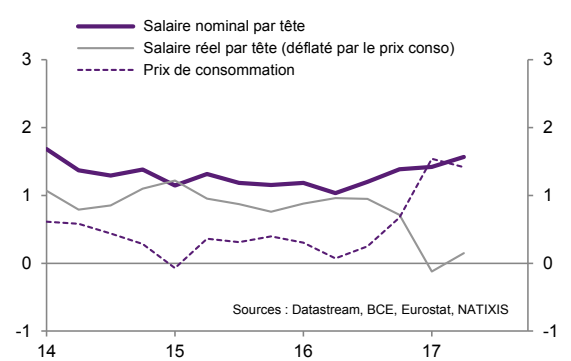


– le salaire nominal, le salaire réel et l'inflation (graphiques 12a/b) ;

Graphique 12a
Zone euro : salaire nominal par tête, prix de consommation et salaire réel par tête (GA en %)

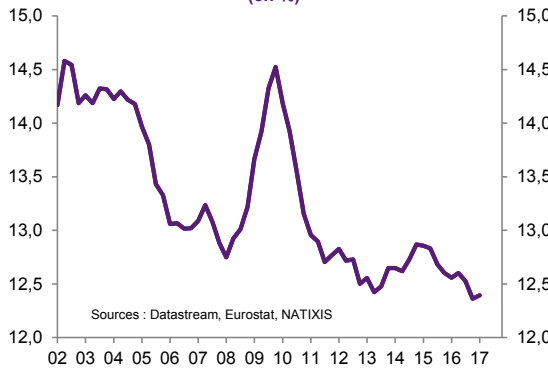


Graphique 12b
Zone euro : salaire nominal par tête, prix de consommation et salaire réel par tête (GA en %)

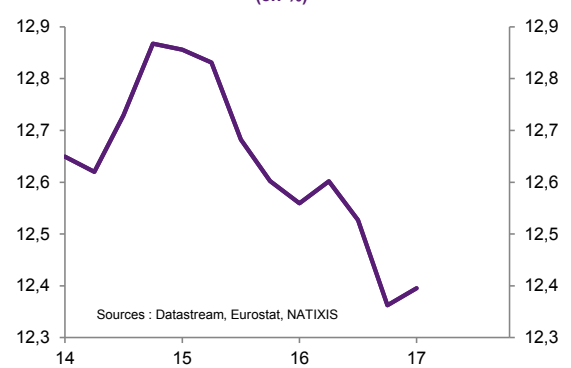


– le taux d'épargne des ménages (graphiques 13a/b) ;

Graphique 13a
Zone euro : taux d'épargne brute des ménages (en %)

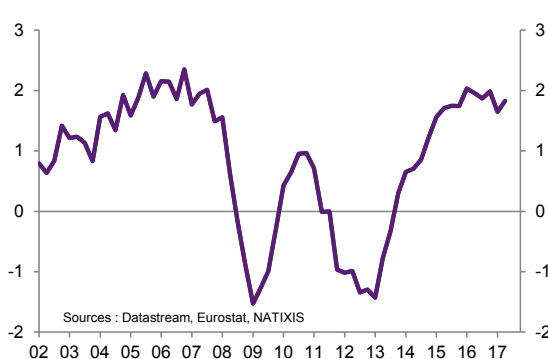


Graphique 13b
Zone euro : taux d'épargne brute des ménages (en %)

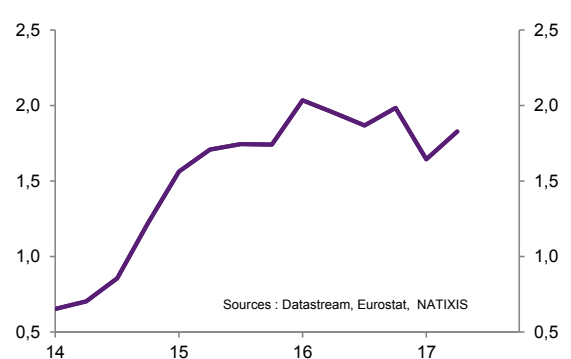


– enfin, la consommation des ménages (graphiques 14a/b).

Graphique 14a
Zone euro : dépenses de consommation des ménages (volume, GA en %)



Graphique 14b
Zone euro : dépenses de consommation des ménages (volume, GA en %)

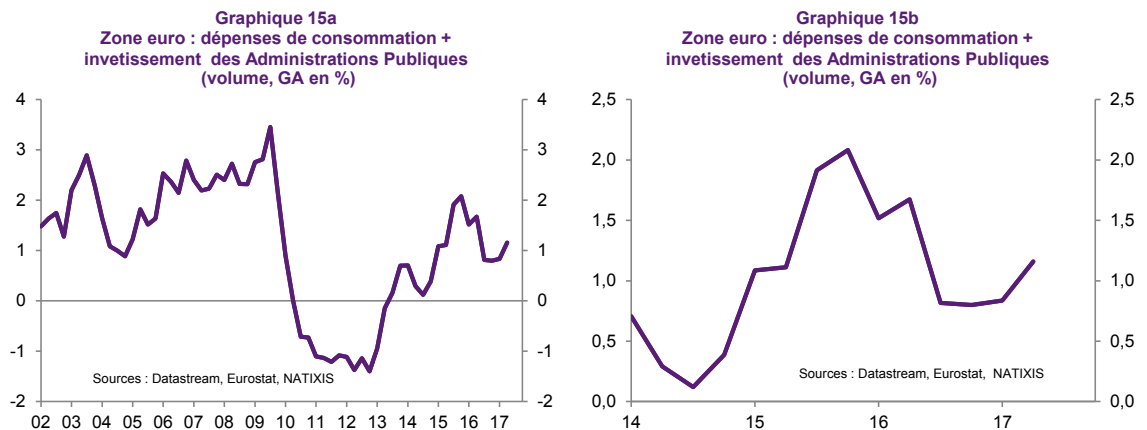


L'accélération de la consommation depuis la mi-2014 vient à la fois :

- de l'emploi ;
- de la baisse de l'inflation avec celle du prix du pétrole ;
- de la baisse du taux d'épargne des ménages depuis la mi-2015.

5- Dépenses publiques

Les graphiques 15a/b montrent les dépenses des Administrations Publiques.



La croissance des dépenses publiques est assez forte depuis le début de 2015.

Synthèse : comment interpréter la croissance de la zone euro supérieure à la croissance potentielle depuis 2014 ?

Ce qui précède montre que le supplément de croissance de la zone euro depuis 2014 peut être expliqué par la hausse de tous les postes de la demande (investissement en logements, investissement des entreprises, consommation, dépenses publiques) sauf le commerce extérieur (à l'exception du début de 2017).

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>