

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

23 mai 2012 – N° 354

Rappel de quelques ordres de grandeur au sujet de la croissance de la zone euro

Les projets de soutien de la croissance de la zone euro se multiplient : investissements accrus de la BEI, accroissement des fonds structurels, financement de projets par des « project bonds »...

Il ne faut pas négliger ces diverses possibilités de soutien à la fois de la demande et de la croissance potentielle de la zone euro, mais il faut rappeler que ces possibilités restent de faible taille par rapport aux deux degrés de liberté majeurs disponibles pour créer de la croissance dans la zone euro :

- *une politique budgétaire plus expansionniste en Allemagne ;*
- *une croissance plus rapide des salaires réels en Allemagne.*

C'est bien le soutien de la demande intérieure allemande qui est l'instrument le plus puissant du soutien de la croissance dans la zone euro. Il paraît clair aujourd'hui que la croissance plus rapide des salaires (donc l'inflation plus forte) est acceptée en Allemagne, pas la politique budgétaire plus expansionniste.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

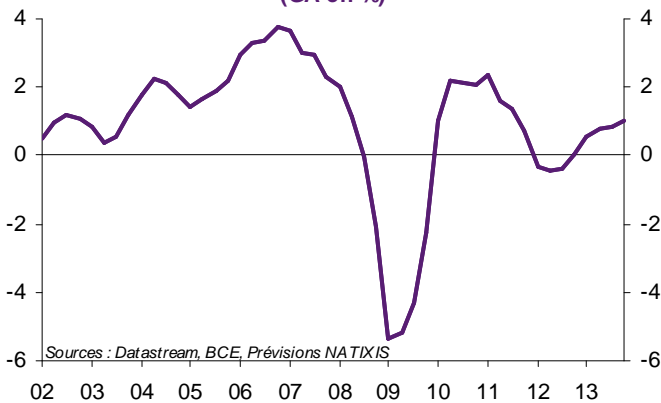
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Le besoin de soutenir la croissance dans la zone euro

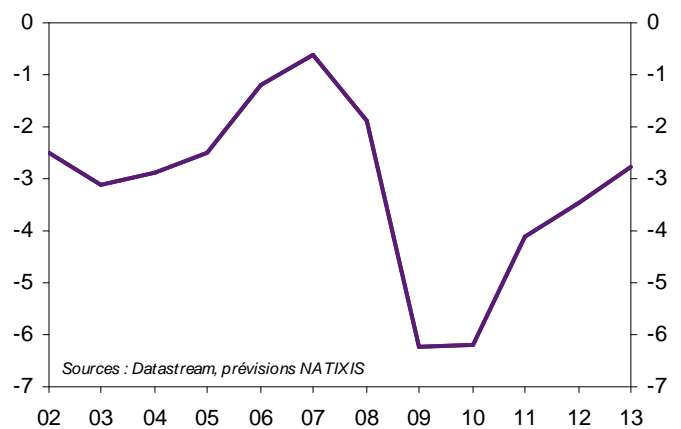
Les perspectives de croissance sont très défavorables dans la zone euro (graphique 1) pour de multiples causes connues :

- politique budgétaire restrictive (graphique 2, tableau 1) ;
- baisse des salaires réels avec les pertes d'emplois (graphique 3) et la montée du chômage ;
- recul de l'effort d'investissement des entreprises (graphique 4) avec la faiblesse des perspectives de demande ;
- affaiblissement du commerce mondial donc des exportations (graphique 5) ;
- poursuite du désendettement du secteur privé (graphique 6) ;
- hausse du taux d'intérêt à long terme moyen de la zone euro avec la crise (graphique 7).

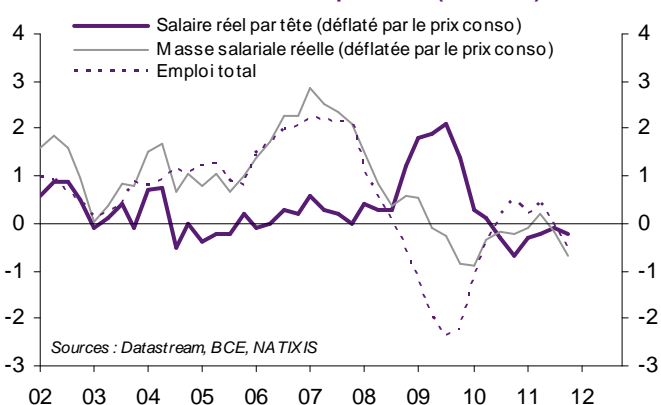
Graphique 1
Zone euro : croissance du PIB en volume (GA en %)



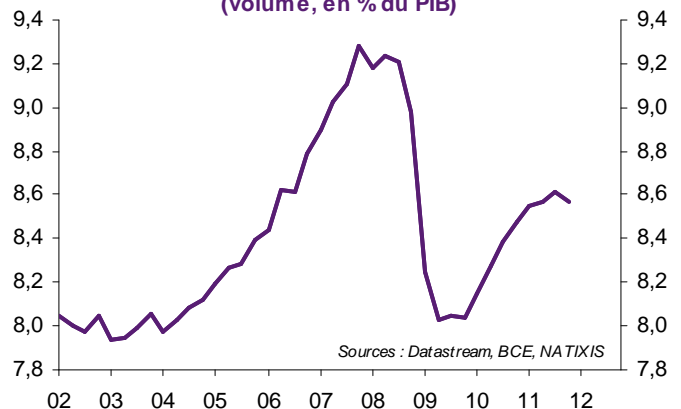
Graphique 2
Zone euro : déficit public (en% du PIB)



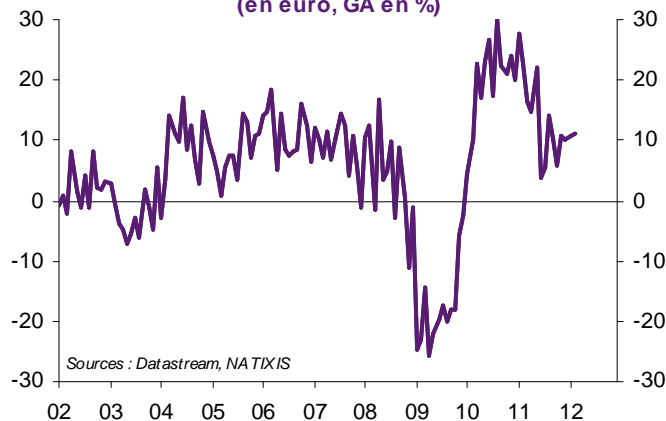
Graphique 3
Zone euro : salaire réel par tête, masse salariale réelle et emploi total (GA en %)



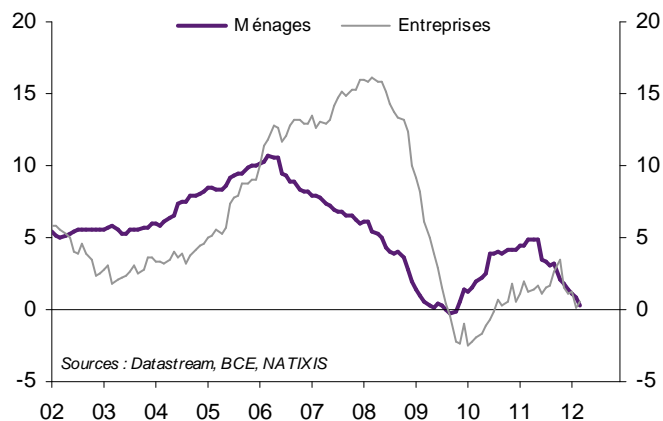
Graphique 4
Zone euro : investissement productif (volume, en % du PIB)



Graphique 5
Zone euro : exportations en valeur
(en euro, GA en %)



Graphique 6
Zone euro : crédits bancaires (GA en %)



Graphique 7
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

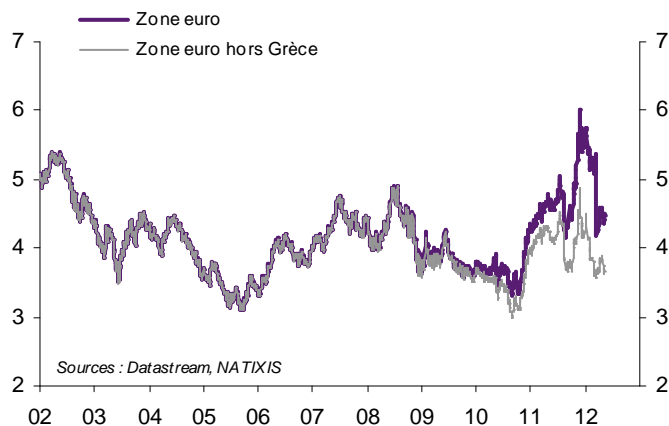


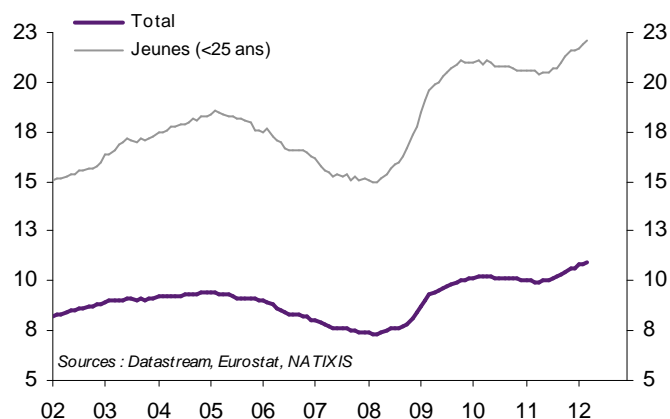
Tableau 1
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|
| Allemagne | 0,1 | -3,3 | -4,3 | -1,0 | -0,9 | -0,6 | -0,4 | -0,2 | -0,1 |
| France | -3,3 | -7,5 | -7,0 | -5,2 | -4,5 | -3,0 | -2,0 | -1,0 | 0,0 |
| Espagne | -4,2 | -11,2 | -9,3 | -8,5 | -5,3 | -3,0 | - | - | - |
| Italie | -2,7 | -5,2 | -5,0 | -3,9 | -1,7 | -0,5 | -0,1 | - | - |
| Portugal | -3,5 | -10,0 | -9,1 | -4,2 | -4,5 | -3,0 | -1,8 | -0,5 | - |
| Grèce | -7,7 | -15,4 | -10,6 | -8,5 | -6,5 | -4,9 | -2,6 | -1,1 | - |
| Irlande* | -7,3 | -11,7 | -11,8 | -10,1 | -8,6 | -7,5 | -5,0 | -2,9 | - |
| Pays Bas | 0,5 | -5,6 | -5,1 | -5,0 | -4,6 | -3,0 | - | - | - |
| Autriche | -0,9 | -4,1 | -4,5 | -2,6 | -3,2 | - | - | - | - |
| Belgique | -1,3 | -5,9 | -4,1 | -3,6 | -2,8 | -1,8 | -0,8 | - | - |
| Luxembourg | 3,0 | -0,9 | -1,7 | -1,0 | -1,5 | -1,2 | -0,8 | - | - |
| Finlande | 4,2 | -2,6 | -2,8 | -0,8 | -0,6 | -0,7 | -0,9 | -0,9 | - |
| Slovénie | -1,7 | -6,0 | -5,5 | -5,5 | -3,9 | -2,9 | -2,0 | - | - |
| Chypre | 0,9 | -6,0 | -7,1 | -4,0 | -2,6 | -2,0 | -1,6 | - | - |
| Estonie | -2,8 | -1,7 | -2,5 | -0,4 | -2,1 | 0,1 | 0,5 | 1,0 | - |
| Malte | -4,8 | -3,8 | -4,3 | -2,8 | -2,1 | -1,6 | -1,0 | - | - |
| Ensemble de la Zone euro | -2,0 | -6,3 | -6,0 | -4,1 | -3,1 | -1,9 | -1,1 | -0,5 | - |

(*) hors capitalisation des banques
Sources : Sources Nationales, Natixis

La faiblesse de la croissance rend très difficile la réduction du déficit public dans un nombre croissant de pays : Portugal, Italie, Espagne, Grèce... La montée du chômage (graphique 8) menace la stabilité politique ; aussi parle-t-on de plus en plus d'un programme de relance de la zone euro, en particulier par des investissements européens. Mais il faut avoir à l'esprit les ordres de grandeur.

Graphique 8
Zone euro : taux de chômage



Qu'attendre d'un plan de relance européen ?

Nous parlons ici d'une relance à court terme de la croissance de la zone euro, pas de politiques structurelles (concurrence, fonctionnement du marché du travail...) visant à accroître la croissance de long terme. On évoque alors **des investissements accrus de la BEI, un accroissement des fonds structurels, le financement de projets d'infrastructure par des « project bonds »**.

L'idée de base est séduisante : **mettre en place des investissements qui à la fois soutiennent la demande à court terme et l'offre** (la croissance potentielle) **à long terme**. Mais **quelle est la taille possible de ces investissements supplémentaires ?**

Quand on regarde les investissements de la BEI (**tableau 2**) et les fonds structurels (dont il faut exclure l'agriculture, **tableau 3**), on voit **qu'une hausse substantielle de 20% des uns et des autres pourrait correspondre à une hausse de 24 Mds € sur un an de ces investissements** ; à comparer aux 10000 Mds € du PIB de la zone euro (**graphique 9**), soit à peu près ¼ point de PIB. Il faut aussi prendre en compte le fait que la zone euro, après des années de fonds structurels et avec les plans de relance de 2009, **n'a pas besoin de beaucoup d'investissements en infrastructures publiques traditionnelles (graphique 10)**. Remonter le taux d'investissement public de la zone euro à son niveau de 2007 reviendrait à l'accroître cependant de 40 Mds en rythme annuel (0,4point du PIB de la zone euro) ; mais ceci n'est pas à ajouter aux montants vus plus haut pour la BEI et les fonds de l'UE.

Tableau 2
Montant des émissions de la BEI (en Mds d'euro)

| | 2009 - 2011 | 2010 | 2011 | 2012* |
|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| EUR | 104,46 | 26,15 | 35,16 | 21,40 |
| GBP | 19,88 | 5,51 | 7,85 | 2,60 |
| USD | 68,37 | 24,00 | 23,84 | 7,70 |
| Autres | 29,71 | 11,36 | 9,18 | 1,90 |
| Total | 222,43 | 76,02 | 67,02 | 33,60 |

Tableau 2 (suite)
Montant des prêts de la BEI pour l'Union européenne

| Pays | En Mds d'euros | | | En % du total des prêts | | |
|----------------------|----------------|--------------|-------------|-------------------------|---------------|---------------|
| | 2010 | 2011 | 2012* | 2010 | 2011 | 2012* |
| Autriche | 1,48 | 2,02 | 0,07 | 2,35 | 3,82 | 1,20 |
| Belgique | 1,69 | 1,33 | 0,10 | 2,69 | 2,52 | 1,72 |
| Bulgarie | 0,12 | 0,14 | 0,00 | 0,18 | 0,26 | 0,00 |
| Chypre | 0,46 | 0,18 | 0,13 | 0,73 | 0,34 | 2,23 |
| République tchèque | 1,65 | 1,25 | 0,02 | 2,63 | 2,36 | 0,34 |
| Danemark | 0,39 | 0,16 | 0,00 | 0,62 | 0,29 | 0,00 |
| Estonie | 0,08 | 0,18 | 0,01 | 0,12 | 0,35 | 0,10 |
| Finlande | 1,00 | 1,40 | 0,06 | 1,59 | 2,66 | 1,11 |
| France | 4,86 | 4,95 | 1,26 | 7,73 | 9,38 | 21,69 |
| Allemagne | 7,06 | 6,11 | 0,00 | 11,24 | 11,57 | 0,00 |
| Grèce | 3,15 | 0,86 | 0,03 | 5,01 | 1,63 | 0,51 |
| Hongrie | 1,68 | 1,40 | 0,00 | 2,68 | 2,65 | 0,00 |
| Irlande | 0,26 | 0,48 | 0,00 | 0,41 | 0,90 | 0,00 |
| Italie | 8,83 | 8,29 | 1,00 | 14,05 | 15,69 | 17,09 |
| Lettonie | 0,10 | 0,04 | 0,00 | 0,16 | 0,07 | 0,00 |
| Lituanie | 0,02 | 0,00 | 0,00 | 0,03 | 0,01 | 0,00 |
| Luxembourg | 0,06 | 0,11 | 0,26 | 0,10 | 0,20 | 4,53 |
| Malte | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,16 | 0,00 | 0,00 |
| Pays-Bas | 1,56 | 0,86 | 0,10 | 2,48 | 1,63 | 1,72 |
| Pologne | 5,47 | 5,15 | 0,38 | 8,71 | 9,75 | 6,57 |
| Portugal | 3,41 | 1,97 | 0,00 | 5,43 | 3,73 | 0,00 |
| Roumanie | 0,41 | 0,92 | 0,00 | 0,65 | 1,74 | 0,00 |
| Slovaquie | 1,42 | 0,40 | 0,00 | 2,26 | 0,76 | 0,00 |
| Slovénie | 0,73 | 0,34 | 0,00 | 1,17 | 0,63 | 0,00 |
| Espagne | 9,33 | 9,00 | 2,02 | 14,84 | 17,04 | 34,58 |
| Suède | 2,61 | 0,71 | 0,00 | 4,15 | 1,34 | 0,04 |
| Royaume-Uni | 4,92 | 4,59 | 0,38 | 7,82 | 8,70 | 6,57 |
| Montant total | 62,84 | 52,83 | 5,83 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

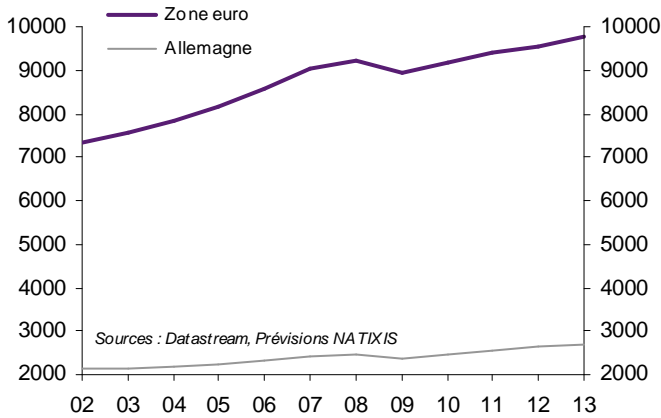
(*) Début Avril 2012
Sources : BEI, Natixis

Tableau 3
Fonds structurels de l'UE (Mds d'€ par type)

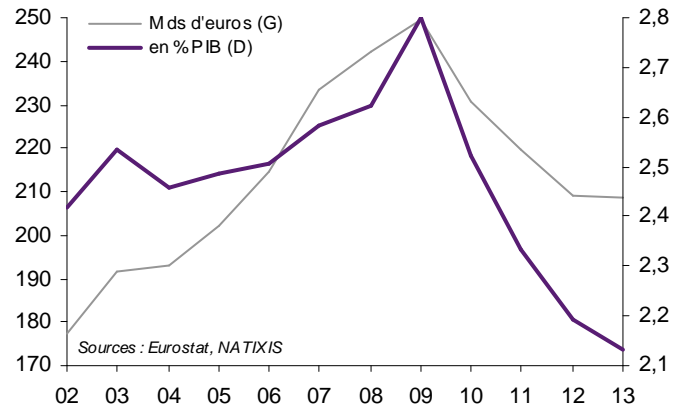
| <i>Crédits d'engagement</i> | 2012 | 2013 |
|---|--------------|--------------|
| 1. Croissance durable | 67,0 | 70,0 |
| 1a. Compétitivité pour la croissance et l'emploi | 14,2 | 15,4 |
| 1b. Cohésion pour la croissance et l'emploi | 52,8 | 54,5 |
| 2. Conservation et gestion des ressources naturelles | 60,8 | 61,3 |
| dont: Agriculture - dépenses de marché et paiements directs | 48,1 | 48,6 |
| 3. Citoyenneté, liberté, sécurité et justice | 2,1 | 2,4 |
| 3a. Liberté, sécurité et justice | 1,4 | 1,7 |
| 3b. Citoyenneté | 0,7 | 0,7 |
| 4. L'UE en tant que partenaire mondial | 9,0 | 9,6 |
| 5. Administration | 8,7 | 9,1 |
| <i>Total crédits d'engagement</i> | <i>147,5</i> | <i>152,3</i> |
| <i>Crédits de paiement</i> | <i>2012</i> | <i>2013</i> |
| <i>Total des crédits de paiement</i> | <i>141,4</i> | <i>143,3</i> |

Source : Commission Européenne

Graphique 9
PIB valeur (Mds d'euros)



Graphique 10
Zone euro : investissement public (valeur)

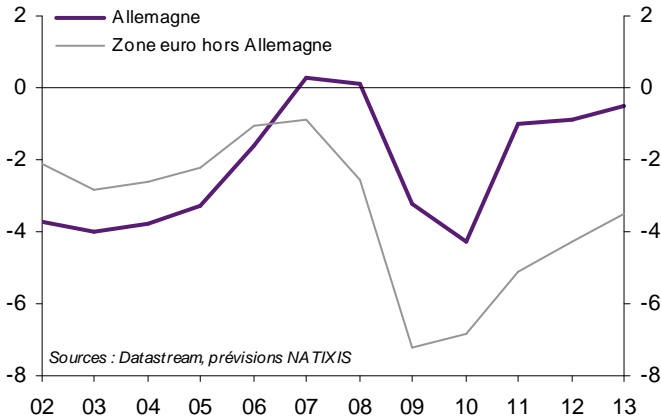


Le soutien naturel à la croissance de la zone euro devrait venir de la demande intérieure de l'Allemagne

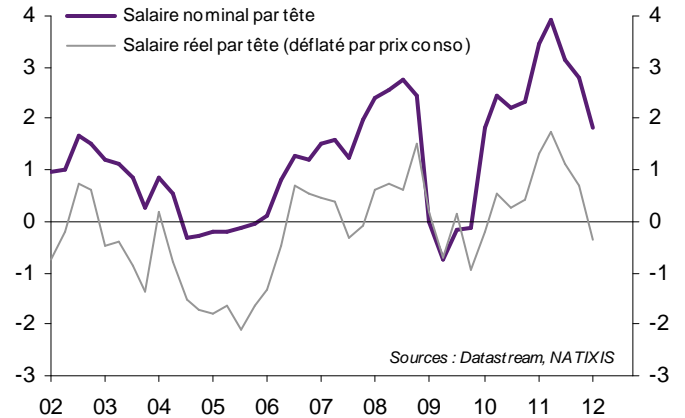
Dans une organisation coopérative de la zone euro :

- l'Allemagne augmenterait son déficit public, qui est très faible (graphique 11), pour soutenir l'activité de la zone euro ;
- l'Allemagne accepterait une croissance plus rapide des salaires, donc une inflation supérieure à l'inflation moyenne de la zone euro ou à l'objectif de la BCE. Ceci commence à apparaître aujourd'hui avec des hausses de salaires plus rapides en moyenne en Allemagne (graphique 12, tableau 4), sans encore aucun effet sur l'inflation (graphique 13).

Graphique 11
Déficit public (en % du PIB, valeur)



Graphique 12
Allemagne : salaire par tête (GA en %)



Graphique 13
Allemagne : inflation (GA en %)

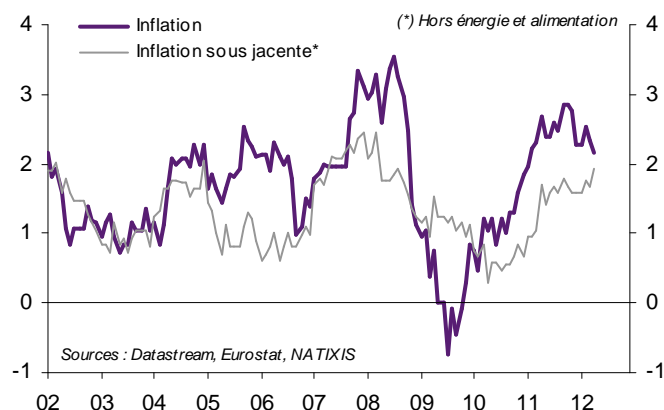


Tableau 4
Revendications et accords salariaux par branche

| | Industrie | | | | Services | | | | | | | |
|------|-------------|--------------------|--------|--------------------|--------------|--------------------|----------|--------------------|---------|--------------------|---|--------------------|
| | Métallurgie | | Chimie | | Restauration | | Commerce | | Banques | | Secteur public (Bund, Länder und Gemeinden) | |
| | Accord | Reven- dication | Accord | Reven- dication | Accord | Reven- dication | Accord | Reven- dication | Accord | Reven- dication | Accord | Reven- dication |
| 2000 | 3,00% | 5,50% | 2,20% | | 2,50% | | 2,50% | 5,50% | 2,40% | | 3,10% | 5,00% |
| 2001 | 2,10% | | 2,00% | | 2,50% | | 2,70% | 5,50% | 2,80% | 5,50% | 2,00% | |
| 2002 | 3,10% | 6,50% | 3,30% | 5,50% | 2,75% | 4-5.5% | 3,10% | 3,70% | 3,10% | 6,50% | 2,40% | |
| 2003 | 2,60% | | 2,60% | | 1,50% | 4.0%- 5.0% | 1,60% | 3,50% | 2,00% | | 2,40% | 3,00% |
| 2004 | 1,50% | 4,00% | 1,50% | 3,50% | 1,50% | 3.5%- 4.0% | 1,80% | | 2,00% | 4,00% | 1,70% | |
| 2005 | 2,00% | | 2,70% | | 0,00% | | 0,00% | 3,50% | 1,60% | | 0,0%* | 2,00% |
| 2006 | 3,00% | 5,00% | 0,0%* | | 2,00% | 4,00% | 1,00% | | 3,00% | 5,00% | 0,0%* | |
| 2007 | 4,10% | 6,50% | 3,60% | | 2,20% | 5,00% | 0,0%* | 4.5%- 6.5% | 1,50% | | 0,0%* | |
| 2008 | 3,44% | 8,00% | 4,40% | 6.5%- 7.0% | 3,00% | 4.5%- 6.0% | 3,00% | | 2,50% | 8,00% | 3.1%** | 8.0%- 9.0%** |
| 2009 | 3,70% | 8,00% | 3,30% | | 2,50% | | 2,00% | 6.5%- 8.0% | 0,00% | | 2.8%**/3.0%*** | 8.0%** |
| 2010 | 0.00%* | | 0.00%* | | 0,00% | 4.0%- 5.0% | 1,50% | | 0,0%* | | 1.2%**/1.2%*** | 5%**/8%*** |
| 2011 | 2,70% | | 4,10% | 7.0% | 2,50% | | 2,00% | 6,50% | 1,60% | | 1.5%**/1.5%*** | 3.0%*** |
| 2012 | N/A | 6,50% | N/A | 6.0% | 2,40% | | 2,00% | | N/A | 6,00% | 3,50% | |
| 2013 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 2,80% | |

* Simplement paiement unique

** Confédération et municipalités

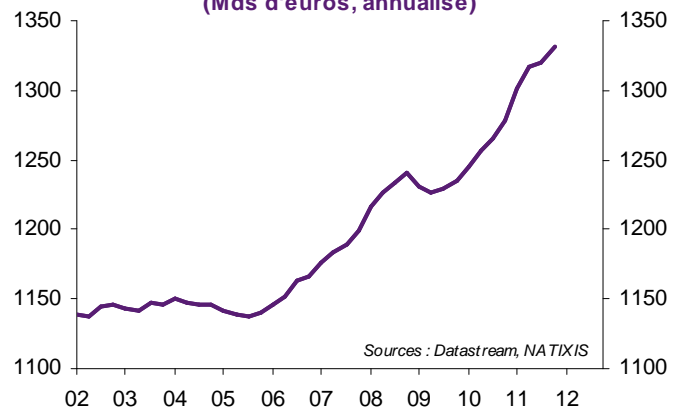
*** Les länder

Sources : Syndicats, Fondation Boeckler, Tagesschau, Öffentlicherdienst

Le soutien normal de la croissance européenne vient donc de la demande intérieure en Allemagne. Quelle est la taille du soutien attendue ?

- si le déficit public de l'Allemagne passait à 3% du PIB, le stimulus serait, compte tenu de la taille du PIB allemand (graphique 9 plus haut) de 55 Mds € en rythme annuel ;
- si le salaire réel en Allemagne augmentait de 2% par an au lieu de 0,75% par an (graphique 12), compte tenu de la masse salariale en Allemagne (graphique 14), le stimulus serait de 18 Mds € en rythme annuel.

Graphique 14
Allemagne : masse salariale totale
(Mds d'euros, annualisé)



Quand on compare au stimulus par les investissements européens, on voit que le stimulus par la demande intérieure allemande représente potentiellement un peu plus de 80 Mds €, contre 24 Mds pour le stimulus par les fonds européens.

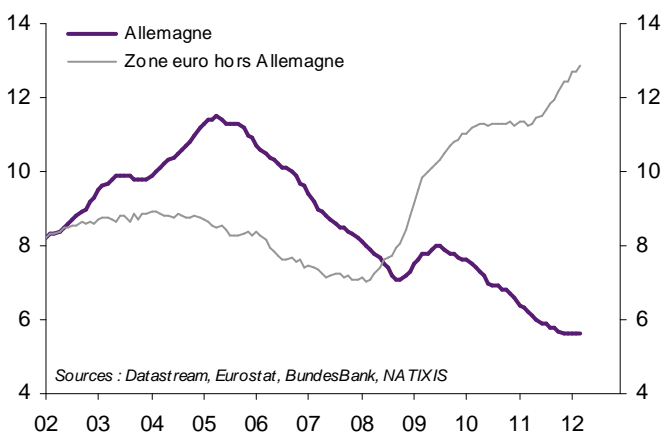
Synthèse : qu'espérer comme soutien de la croissance de la zone euro ?

Il est nécessaire de soutenir à court terme la croissance de la zone euro pour sortir de l'équilibre déflationniste qui s'installe. Ceci peut se faire par **des investissements européens « intelligents » supplémentaires**, peut-être pour 24 Mds € sur un an. Ceci peut se faire aussi par **la stimulation de la demande intérieure en Allemagne** à la fois par une politique budgétaire plus expansionniste et une croissance plus rapide des salaires réels, potentiellement pour 83 Mds € sur un an.

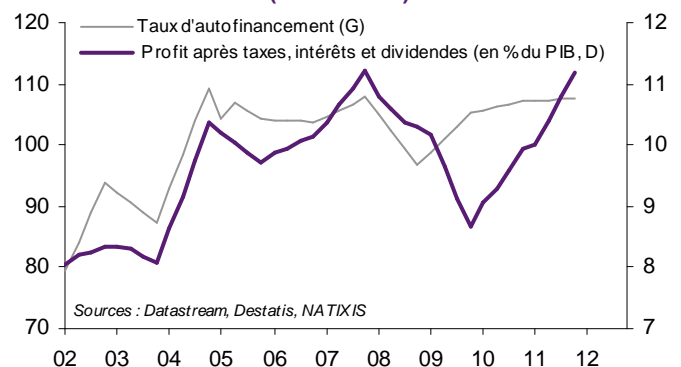
On voit que le stimulus par la demande intérieure allemande est potentiellement beaucoup plus important. Qu'espérer du côté de la demande intérieure en Allemagne ?

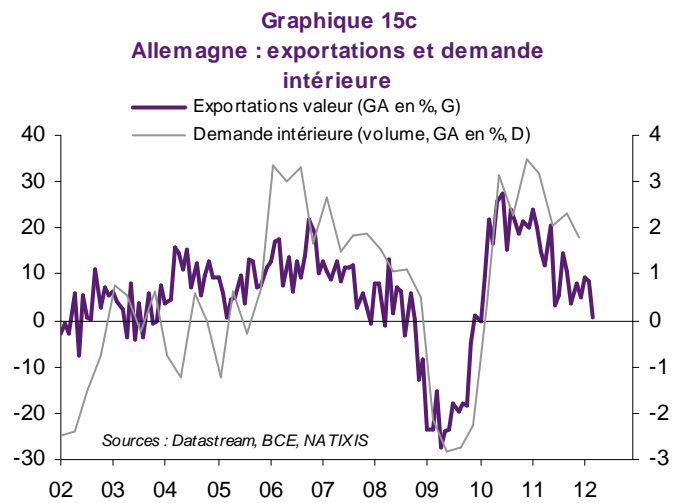
- il est très peu probable que le gouvernement allemand accepte une relance budgétaire, compte tenu de la règle d'or, de l'engagement pris de faire disparaître le déficit public structurel ;
- la hausse des salaires réels se fait au contraire spontanément, avec le retour du plein emploi en Allemagne (graphique 15a), la forte profitabilité des entreprises allemandes (graphique 15b), la compréhension collective en Allemagne de ce qu'il faut soutenir la demande intérieure en raison de la faiblesse des exportations (graphique 15c).

Graphique 15a
Taux de chômage



Graphique 15b
Allemagne : profits après taxes, intérêts et dividendes et taux autofinancement
(en % du PIB)





Un point de hausse supplémentaire du salaire réel par tête chaque année en Allemagne correspond à une hausse de la demande intérieure en Allemagne de 14 Mds, soit 20% environ du total des fonds structurels européens hors agriculture.