

# FLASH PROBLÈMES STRUCTURELS

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

19 janvier 2015 – N°42

### **La faible croissance et le chômage élevé dans la zone euro viennent-ils des politiques économiques trop restrictives ?**

*On entend souvent défendre la thèse suivante : la faible croissance, le chômage élevé dans la zone euro sont la conséquence :*

- *de la réduction trop rapide et simultanée des déficits publics dans les pays de la zone euro ;*
- *de la réaction trop tardive de la BCE à la crise.*

*Nous comparons la zone euro aux États-Unis et nous montrons que, d'après nous, ces deux explications sont secondaires.*

*Ont surtout affaibli l'économie de la zone euro :*

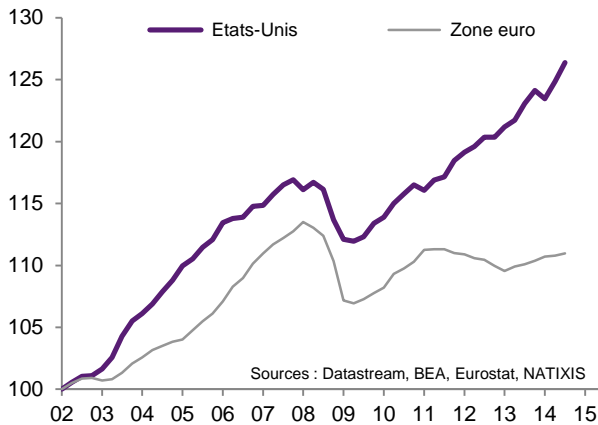
- *les problèmes institutionnels : l'absence de fédéralisme au moment de la crise des dettes extérieures (2008-2009) et de la crise des dettes publiques (2011-2012) ;*
- *l'absence de moteur de croissance à moyen terme, alors qu'aux États-Unis la réindustrialisation favorisée par la forte compétitivité-coût tire l'économie.*

Rédacteur :  
**Patrick ARTUS**

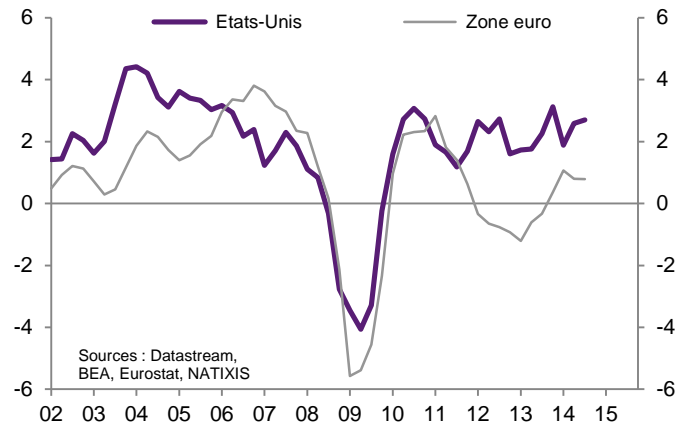
Pourquoi cette différence dans la dynamique de l'activité entre la zone euro et les Etats-Unis ?

L'écart entre la zone euro et les Etats-Unis en ce qui concerne la croissance du PIB (graphiques 1 a/b), l'évolution de l'investissement des entreprises (graphique 1c), le chômage (graphique 1d) est considérable depuis 2010.

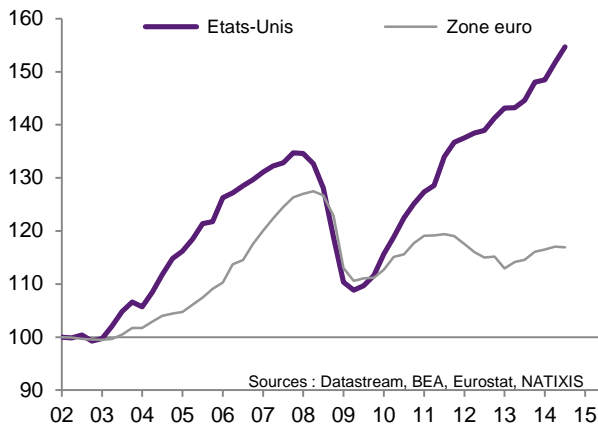
Graphique 1a  
PIB volume  
(100 en 2002:1)



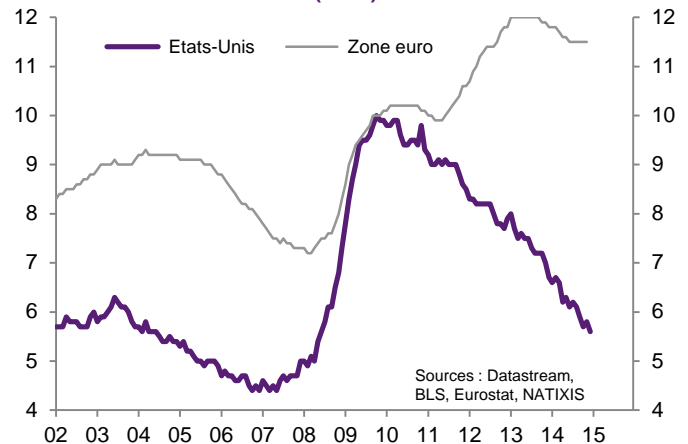
Graphique 1b  
Croissance du PIB  
(GA en %)



Graphique 1c  
Investissement productif  
(volume, 100 en 2002:1)

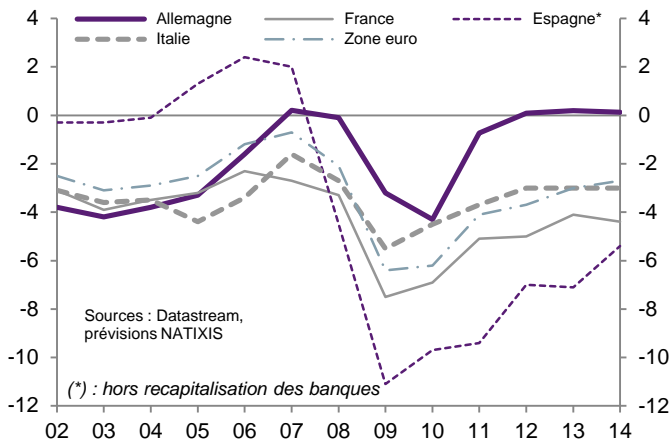


Graphique 1d  
Taux de chômage  
(en %)

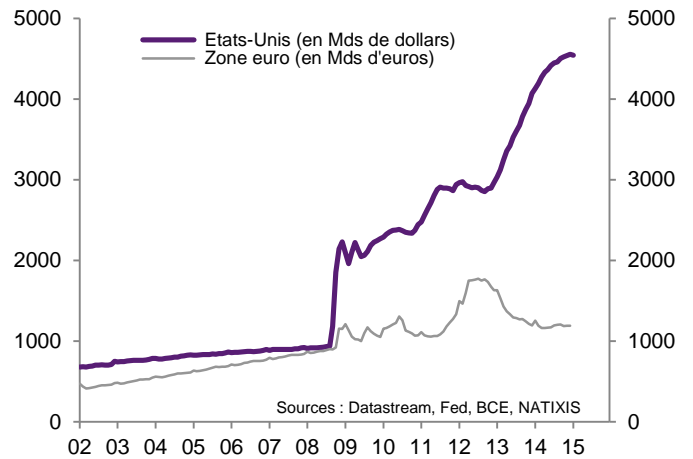


On entend souvent défendre la thèse suivante : la croissance faible et le chômage élevé dans la zone euro viennent d'une part de la réduction trop rapide et simultanée dans tous les pays de la zone euro des déficits publics (graphique 2) ; d'autre part de la réaction trop tardive de la BCE (qui ne va passer au Quantitative Easing qu'en 2015, alors que la Réserve Fédérale est passée au Quantitative Easing à la fin de 2008, graphique 3).

**Graphique 2**  
Déficit public  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 3**  
Base monétaire



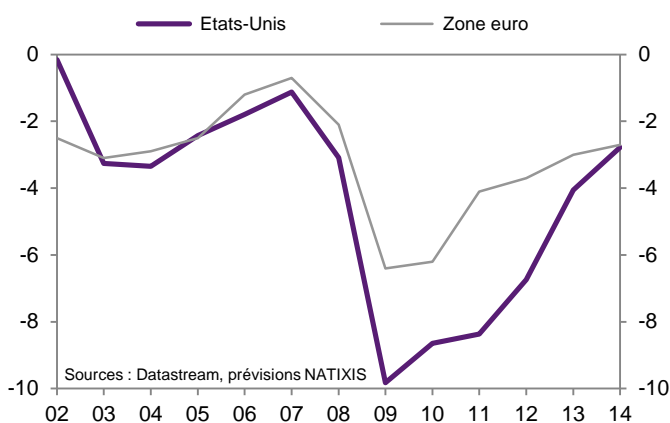
Ce serait donc le caractère trop restrictif des politiques contracycliques qui expliquerait l'absence de reprise de la croissance dans la zone euro. **Nous ne croyons pas à cette thèse.**

La différence de croissance entre les Etats-Unis et la zone euro ne peut pas s'expliquer par les écarts de politique budgétaire ou de politique monétaire

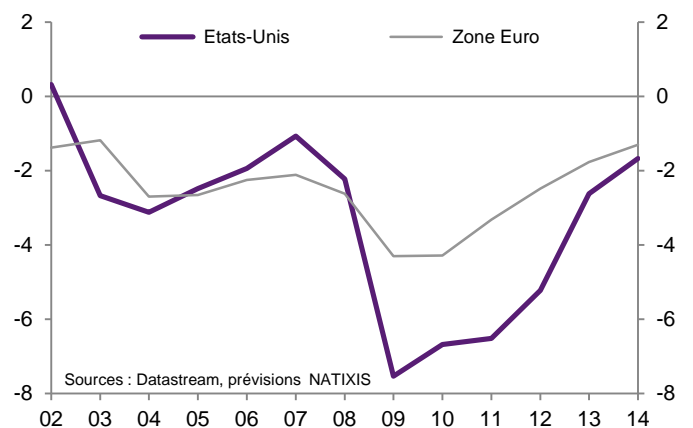
(1) Les graphiques 4 a/b montrent les déficits publics et les déficits publics structurels (corrigés du cycle économique) aux Etats-Unis et dans la zone euro.

Une réduction du déficit public due à une amélioration de la situation cyclique ne peut pas être critiquée. **Nous regardons donc les déficits publics structurels (graphiques 4 b/c) : depuis 2010, le déficit public structurel est réduit plus rapidement aux Etats-Unis que dans la zone euro.**

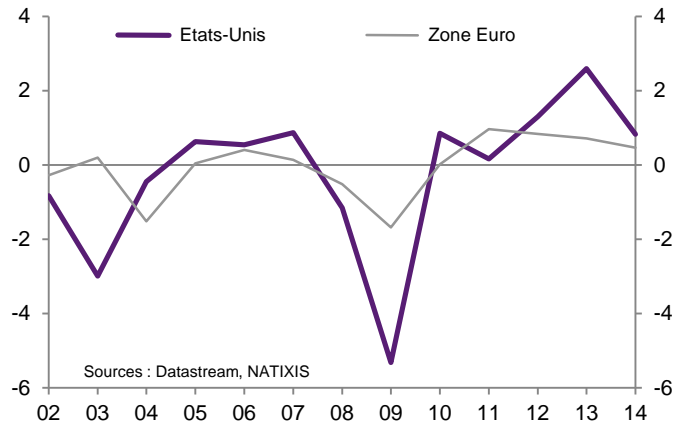
**Graphique 4a**  
Déficit public  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 4b**  
Déficit public structurel  
(en % du PIB valeur)

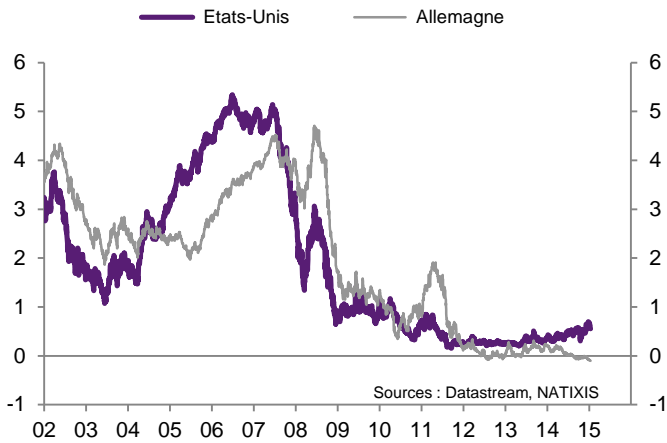


**Graphique 4c**  
Variation sur un an du déficit public structurel  
(en % du PIB valeur)

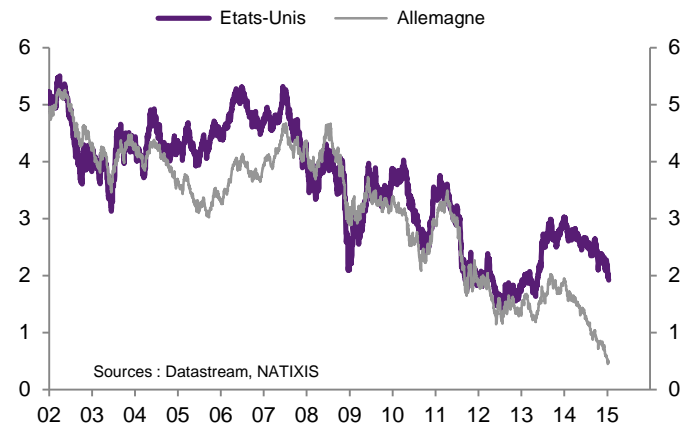


(2) Les graphiques 5 a/b montrent les taux d'intérêt à 2 ans et à long terme aux Etats-Unis et en Allemagne.

**Graphique 5a**  
Taux d'intérêt à 2 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

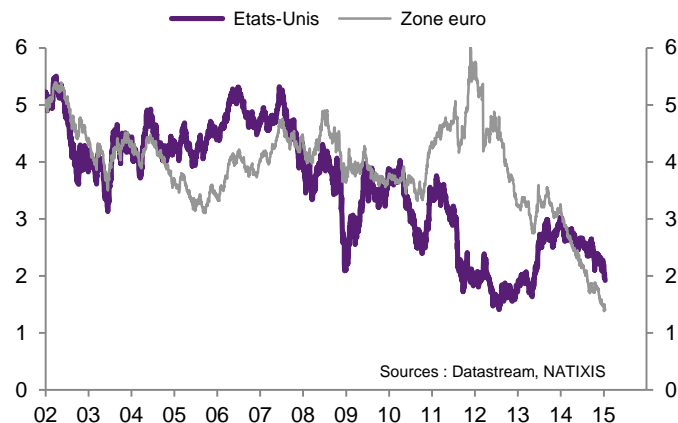


**Graphique 5b**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



On ne voit pas de différence significative pouvant influencer l'économie entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Allemagne. La situation est bien sûr différente si on compare les taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans l'ensemble de la zone euro (graphique 5c).

**Graphique 5c**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)



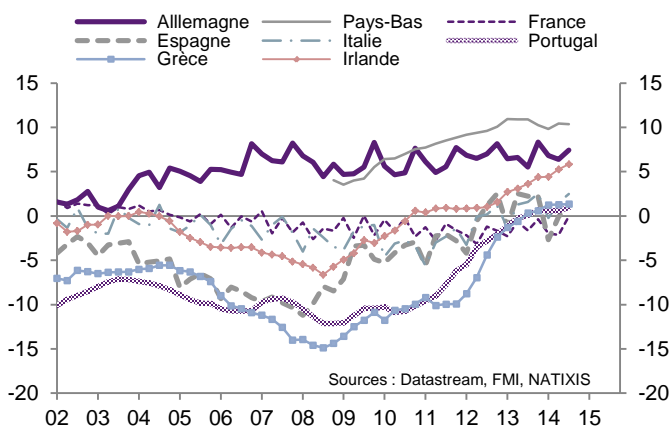
Mais il ne s'agit plus ici d'une conséquence de la politique monétaire, mais d'une conséquence de l'organisation institutionnelle de la zone euro, point que nous abordons ci-dessous.

Au total, nous pensons que le rôle des politiques budgétaires et monétaires dans l'explication de l'absence de croissance de la zone euro est secondaire. Nous croyons au rôle central des deux autres explications.

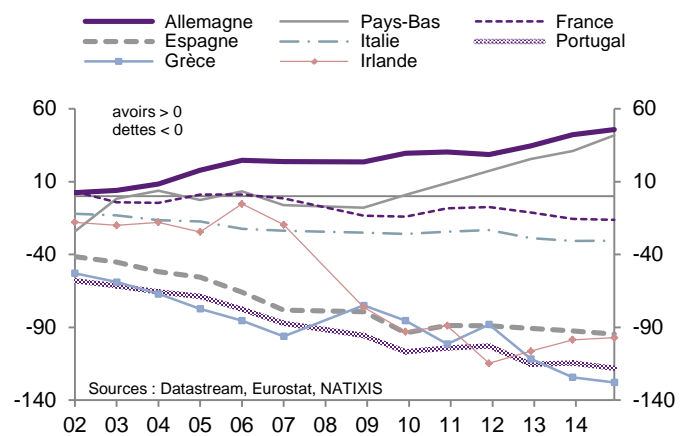
### Le rôle de l'organisation institutionnelle

(1) En 2008-2009, la première crise de la zone euro se déclenche quand les pays du Nord, ayant des excédents d'épargne, refusent de financer les pays du Sud (de la périphérie) qui ont des déficits extérieurs, en raison du niveau atteint par les dettes extérieures de ces pays (graphiques 6 a/b).

Graphique 6a  
Balance courante  
(en % du PIB valeur)

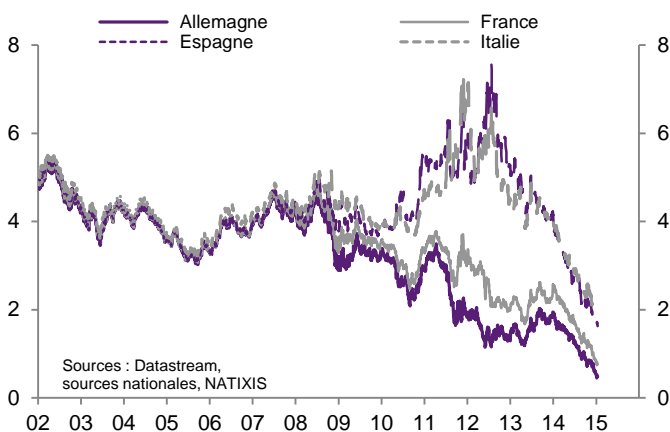


Graphique 6b  
Avoirs ou dettes nets extérieurs  
(en % du PIB valeur)

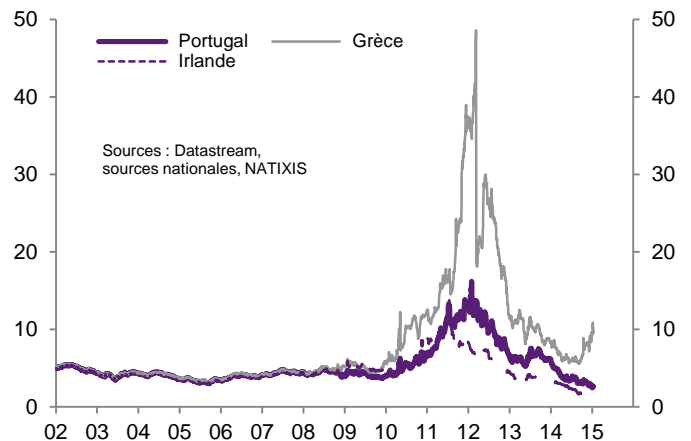


Il en résulte une **crise de balance des paiements** dans les pays du Sud, d'où la hausse de leurs taux d'intérêt (graphiques 7 a/b), d'où la nécessité dans ces pays de **réduire leur demande intérieure** (graphique 8) jusqu'au point où les déficits extérieurs ont disparu (graphique 6a plus haut).

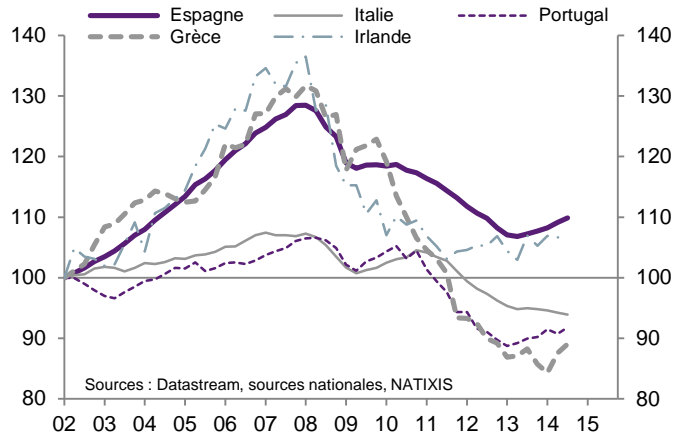
Graphique 7a  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)



Graphique 7b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)

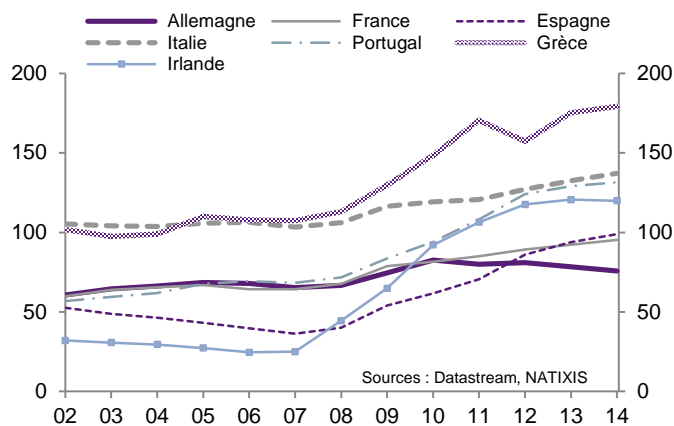


**Graphique 8**  
Demande intérieure  
(volume, 100 en 2002:1)



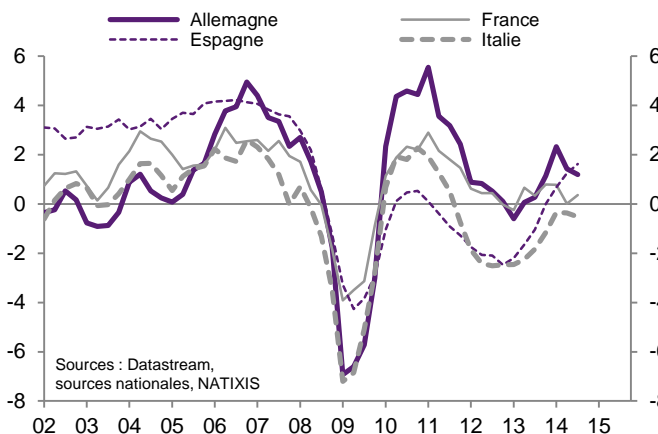
(2) En 2011-2012, la seconde crise de la zone euro se déclenche en raison de la hausse très rapide des taux d'endettement publics, que les investisseurs privés refusent de continuer à financer (graphique 9).

**Graphique 9**  
Dettes publiques  
(en % du PIB valeur)

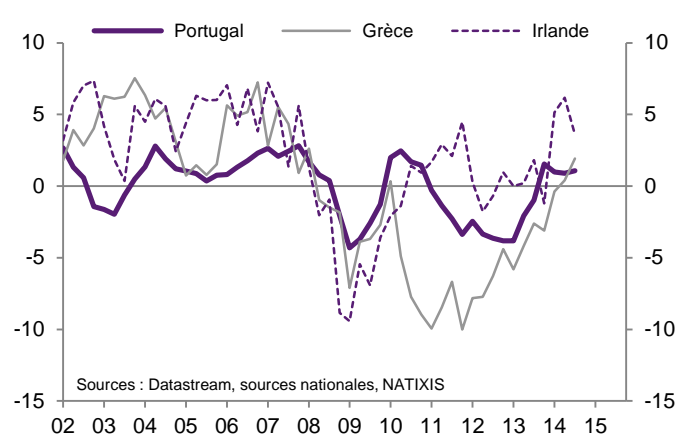


Il s'agit donc d'une **crise des dettes souveraines**, de solvabilité budgétaire, qui conduit à nouveau à une très forte hausse des taux d'intérêt (graphiques 7 a/b plus haut) et fait **rechuter les économies** (graphiques 10 a/b).

**Graphique 10a**  
Croissance du PIB  
(volume, GA en %)

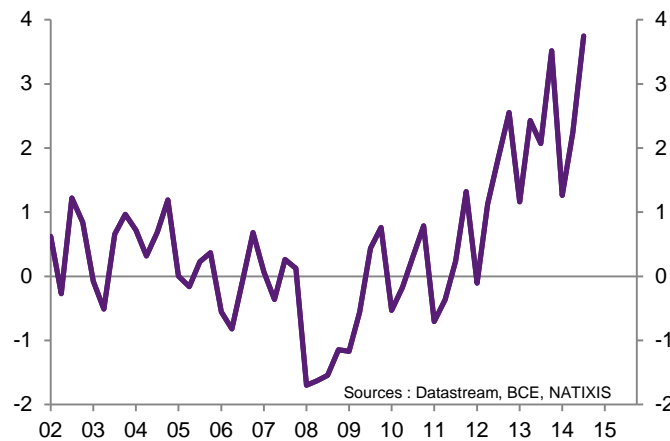


**Graphique 10b**  
Croissance du PIB  
(volume, GA en %)



On voit bien dans les deux cas que la cause profonde de la crise (crise de balance des paiements en 2008-2009, crise des dettes souveraines en 2011-2012) est l'absence de fédéralisme dans la zone euro : dans un Etat fédéral, l'existence de transferts (automatiques ou volontaires) entre les régions implique que les déficits ou excédents commerciaux des régions n'ont pas d'importance ; la dette publique est fédérale, et puisque la zone euro a un excédent extérieur depuis 2010 (graphique 11), une dette publique fédérale de la zone euro serait financée sans difficulté à partir de l'épargne de la zone euro.

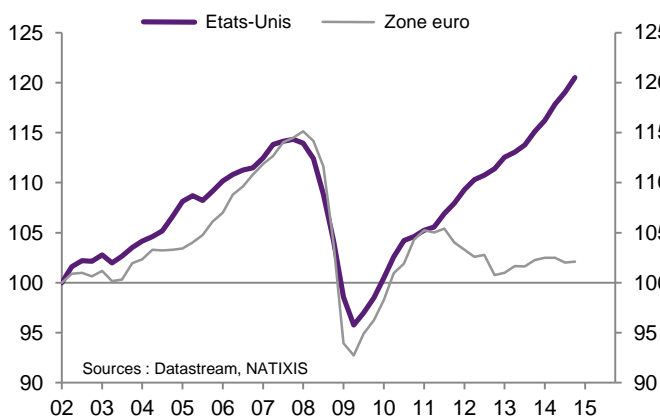
Graphique 11  
Zone euro : balance courante  
(en % du PIB valeur)



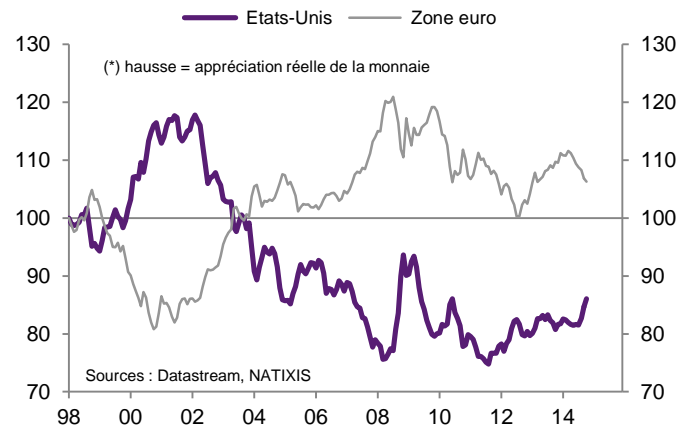
### L'absence de moteur de la croissance

Le redémarrage de l'activité et de l'investissement aux Etats-Unis (graphiques 1 a/b/c plus haut), à la différence de ce qu'on observe dans la zone euro, est lié à la réindustrialisation des Etats-Unis (graphique 12), favorisée par la forte compétitivité-coût (graphique 13), l'abondance et le prix bas de l'énergie (graphiques 14 a/b).

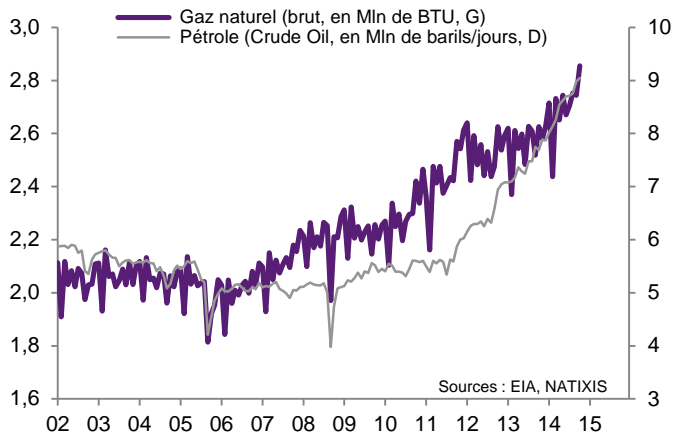
Graphique 12  
Production manufacturière  
(100 en 2002:1)



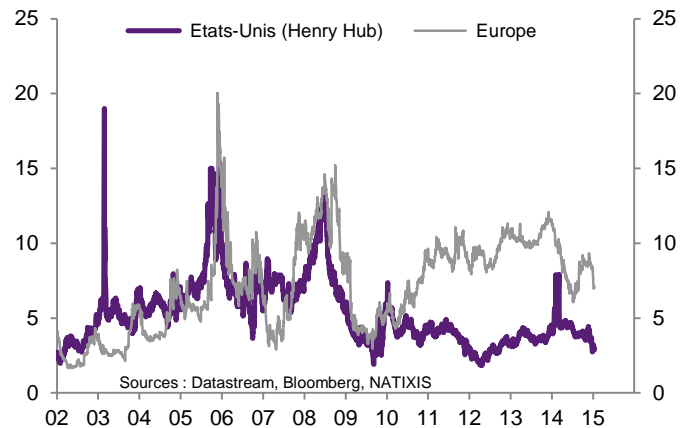
Graphique 13  
Taux de change effectif réel\*  
(100 en 1998:1)



**Graphique 14a**  
Etats-Unis : production de pétrole et de gaz naturel

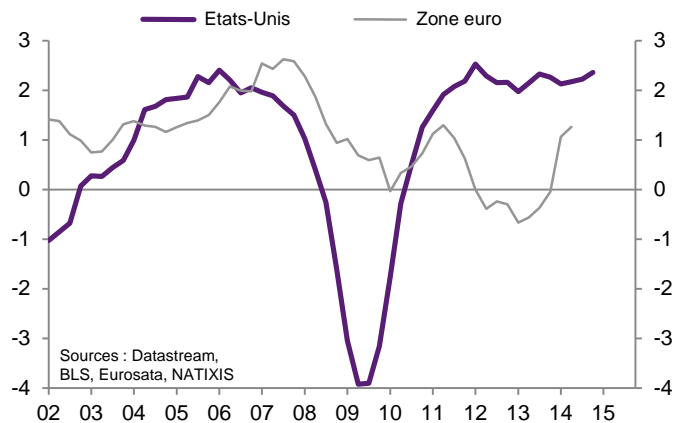


**Graphique 14b**  
Prix du gaz naturel (\$/MMBTU)



Les Etats-Unis bénéficient aussi de la forte flexibilité du marché du travail qui favorise la création d'**emplois de services** (graphique 15).

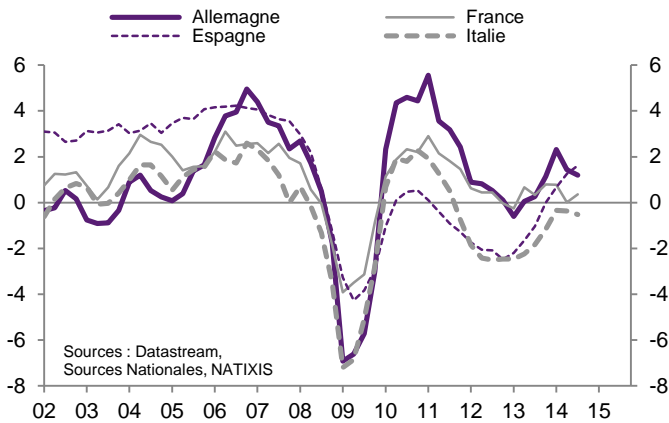
**Graphique 15**  
Emploi hors secteurs manufacturier et construction (GA en %)



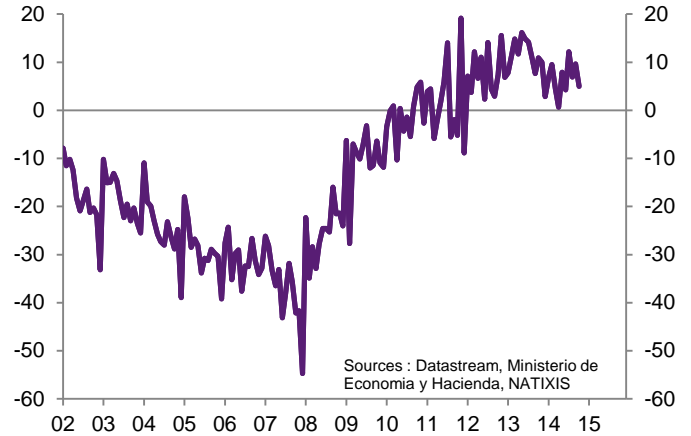
**Il n'existe aucun moteur de la croissance au contraire dans la zone euro** : le vieillissement démographique limite la croissance de l'**Allemagne** (graphique 16a) ; la croissance de l'**Espagne** (graphique 16a) se fait largement aux dépens du reste de la zone euro (graphique 16b) ; la **France** et l'**Italie** sont bloquées en croissance faible par les problèmes d'offre qui empêchent le redémarrage de l'investissement et de l'emploi (graphiques 16 c/d).



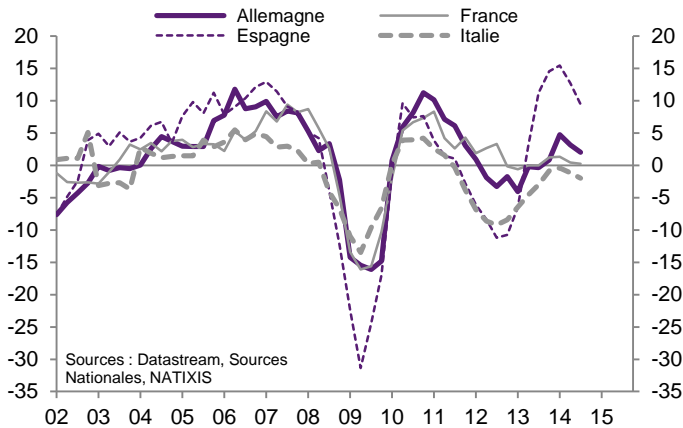
Graphique 16a  
PIB volume  
(GA en %)



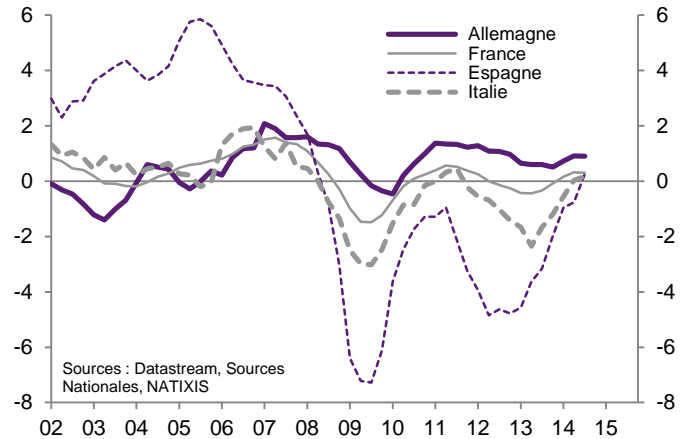
Graphique 16b  
Espagne : balance commerciale avec la zone euro  
(en Mds d'euros, annualisée)



Graphique 16c  
Investissement productif volume  
(GA en %)



Graphique 16d  
Emploi  
(GA en %)



**Synthèse : ce serait trop facile si le problème de croissance de la zone euro venait seulement d'erreurs dans l'utilisation des politiques économiques contracycliques**

Nous ne croyons pas à la thèse selon laquelle l'absence de croissance dans la zone euro vient des politiques budgétaires trop fortement et simultanément restrictives et d'une politique monétaire trop tardivement expansionniste. La politique budgétaire de la zone euro n'a pas été plus restrictive que celle des Etats-Unis et les taux d'intérêt à long terme des pays du cœur de la zone euro n'ont pas été plus élevés que ceux des Etats-Unis.

Nous pensons que jouent un rôle majeur pour expliquer l'absence de reprise économique dans la zone euro :

- **l'organisation institutionnelle** : l'absence de fédéralisme impose le maintien de l'équilibre extérieur dans les pays auparavant déficitaires et crée un risque permanent de crise des dettes souveraines ;
- **l'absence de moteur de la croissance**, de dynamique (comme la réindustrialisation aux Etats-Unis) qui fait croître l'économie indépendamment des politiques économiques contracycliques.