

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 novembre 2015 – N° 906

Les pays de la zone euro ont-ils utilisé le soutien de la BCE pour mettre en place des réformes qui augmentent la croissance potentielle de la zone euro ?

L'objectif de la BCE en mettant en place une politique monétaire non conventionnelle était de soutenir la croissance et de réduire l'instabilité financière dans la zone euro de manière à donner aux gouvernements le temps de mener des réformes structurelles qui augmentent la croissance potentielle de la zone euro.

Cette stratégie de la BCE a-t-elle réussi ou va-t-elle être condamnée à maintenir très longtemps la politique monétaire non conventionnelle ?

Regardons les quatre plus grands pays de la zone euro et l'ensemble de la zone euro :

- *l'Allemagne connaît plutôt une dégradation structurelle : stagnation de la productivité, recul de la profitabilité et de la compétitivité, faiblesse de l'investissement des entreprises ;*
- *l'Italie a mené des réformes (contrat de travail, incitations fiscales pour l'embauche de salariés en contrat à durée indéterminée, réforme bancaire) qui semblent aujourd'hui améliorer nettement les perspectives de production, d'emploi et d'investissement, même si les handicaps de compétitivité et de productivité subsistent ;*
- *la France a mis en place une forte baisse des impôts des entreprises, et connaît un net redressement des marges bénéficiaires des entreprises, mais ceci ne conduit pas à un redressement de l'investissement ou de la productivité, sans doute en raison de l'absence d'autres réformes (contrat de travail, formation, structure de la fiscalité) et des problèmes de compétitivité-coût qui subsistent ;*
- *l'Espagne a nettement amélioré la compétitivité et la profitabilité de ses entreprises, et de ce fait connaît une croissance forte tirée par les exportations et l'investissement. Mais on peut s'inquiéter de deux choses : l'arrêt de l'amélioration de la productivité ; le fait qu'il s'agisse d'un jeu à somme nulle à l'intérieur de la zone euro : ce que gagne l'Espagne est pris aux autres pays de la zone euro ;*
- *quand on regarde l'ensemble de la zone euro, on voit une amélioration structurelle qui ne concerne que la profitabilité, mais pas l'investissement, l'emploi, la productivité ou le poids des Nouvelles Technologies.*

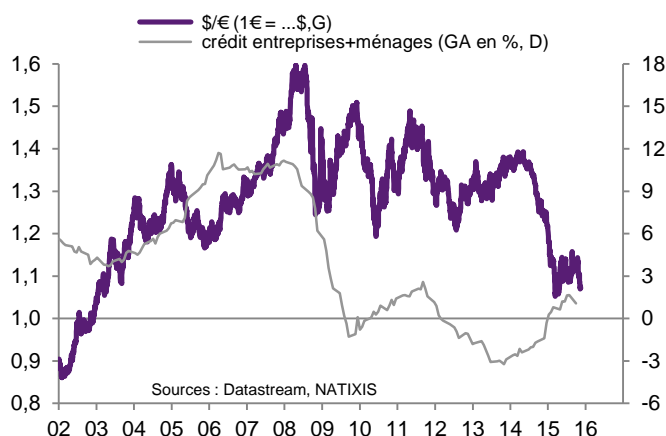
Au total, la BCE a plutôt aujourd'hui perdu son pari, qui était de mener une politique monétaire très expansionniste pour permettre aux gouvernements de mettre en place les réformes structurelles nécessaires.

Rédacteur :
Patrick ARTUS

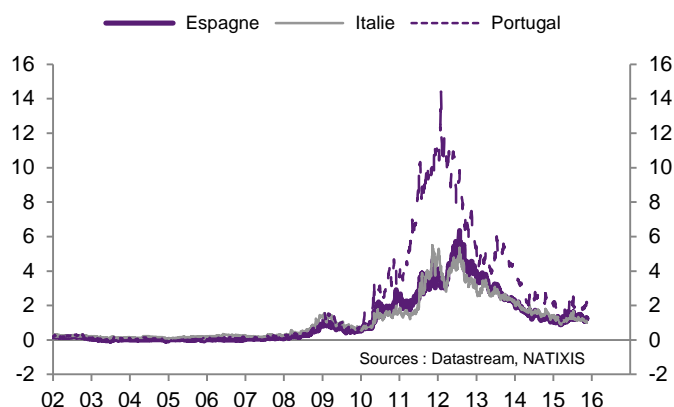
La stratégie de la BCE

La stratégie de la BCE est assez claire : avec la politique monétaire non conventionnelle (taux d'intérêt nuls, Quantitative Easing), **soutenir la croissance de la zone euro** (par la dépréciation de l'euro, par la baisse des taux d'intérêt et le redémarrage du crédit, **graphique 1**), **réduire l'instabilité financière de la zone euro** (réduction forte des primes de risque souverain des pays périphériques, **graphique 2**), **et donner ainsi aux gouvernements le temps de mener des réformes structurelles qui augmentent la croissance potentielle.**

Graphique 1
Taux de change du dollar contre l'euro et crédit des ménages et des entreprises



Graphique 2
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat par rapport à l'Allemagne (en %)



Nous nous demandons si, aujourd'hui, on voit des signes de succès de cette stratégie, ou si, au contraire, l'absence de tels signes implique que la BCE devra maintenir très longtemps la politique monétaire non conventionnelle.

Une amélioration structurelle des économies de la zone euro ?

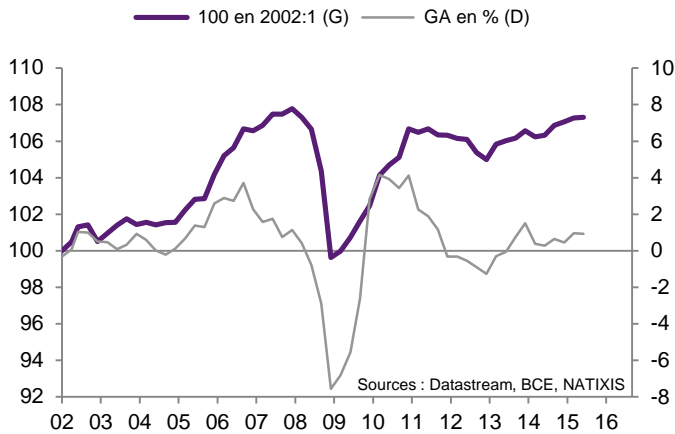
Nous allons regarder les situations de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie et de l'ensemble de la zone euro, non d'un point de vue cyclique mais du point de vue de la situation et des réformes structurelles.

(1) Plutôt une dégradation structurelle en Allemagne

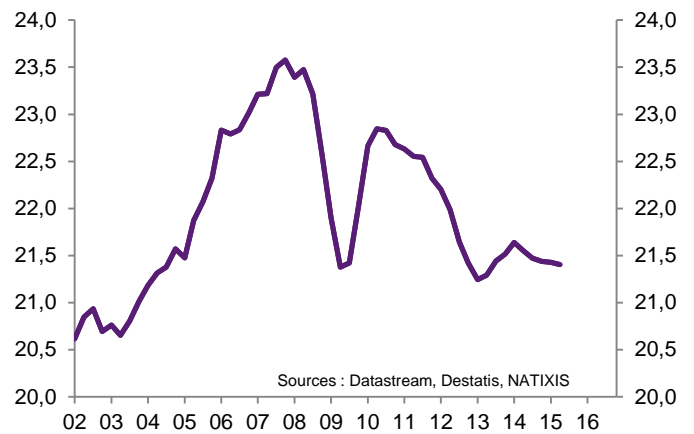
Depuis plusieurs années, on observe en Allemagne plutôt une dégradation structurelle de l'économie :

- stagnation de la productivité (graphique 3a) ;
- recul de la rentabilité (graphique 3b) et de la compétitivité (graphique 3c) avec les hausses rapides des salaires (graphique 3d) et la stagnation de la productivité ;
- en conséquence, faiblesse de l'investissement des entreprises et des perspectives d'investissement (graphiques 3 e/f).

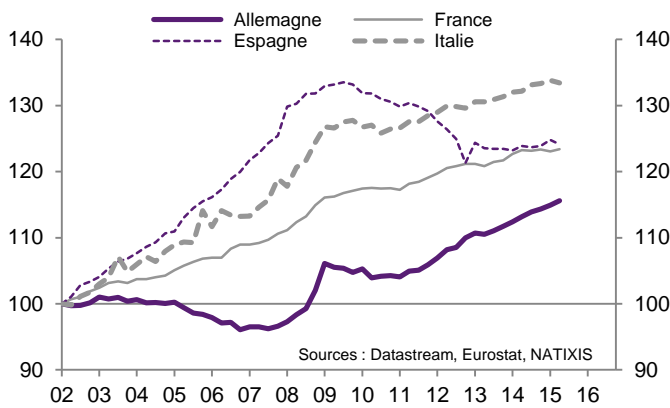
Graphique 3a
Allemagne : productivité par tête



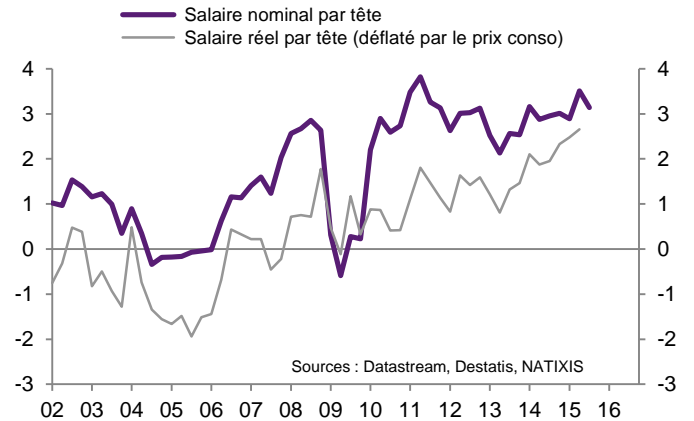
Graphique 3b
Allemagne : profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en % du PIB valeur)



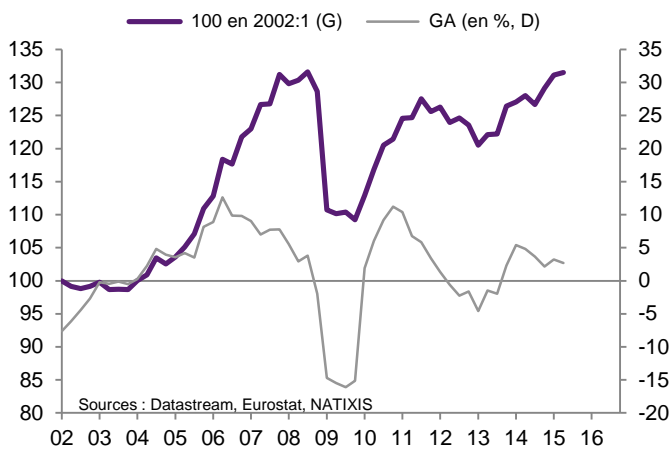
Graphique 3c
Coût salarial unitaire (100 en 2002:1)



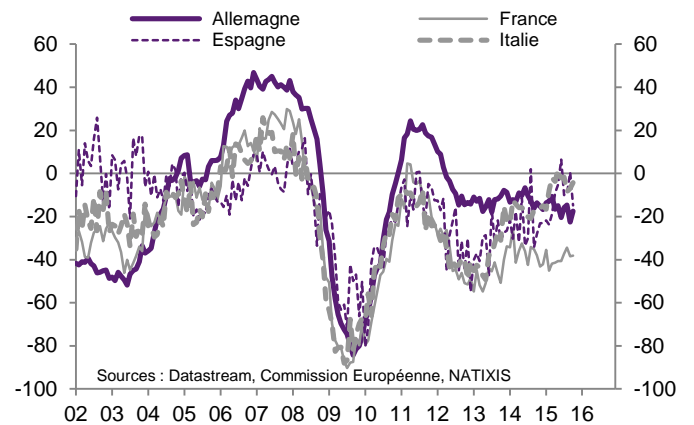
Graphique 3d
Allemagne : salaire nominal par tête et salaire réel par tête (GA en %)



Graphique 3e
Allemagne : investissement productif (volume)



Graphique 3f
Commande de biens d'équipement (enquêtes industrielles)



(2) Des réformes qui semblent efficaces en Italie mais encore beaucoup de handicaps structurels

L'Italie conserve beaucoup de handicaps structurels : compétitivité faible (graphique 3c plus haut), recul de la productivité (graphique 4a).

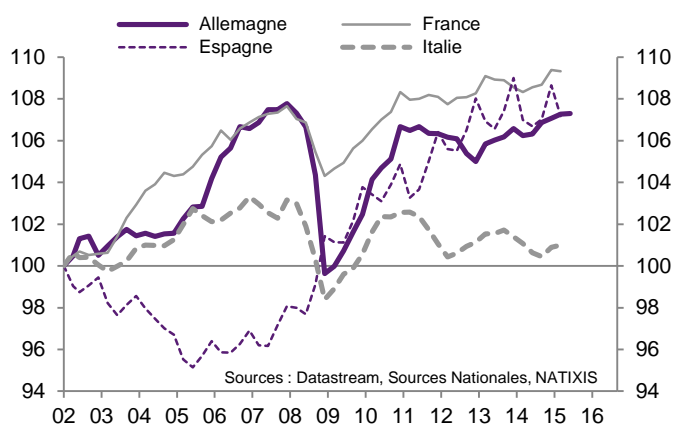
Mais les réformes récentes, en particulier :

- la création d'un nouveau contrat de travail à long terme avec une acquisition progressive sur 3 ans de la protection de l'emploi ;
- de fortes incitations fiscales pour que les entreprises embauchent avec ce nouveau contrat de travail ;

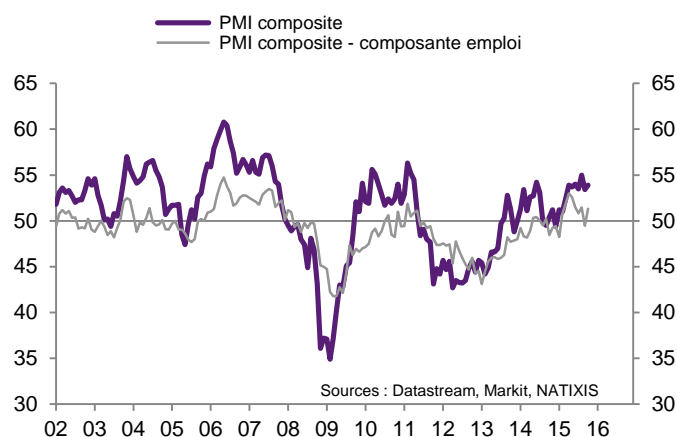
ont conduit à une forte amélioration :

- des perspectives de production et d'emploi (graphique 4b) ;
- des perspectives d'investissement (graphique 3f plus haut).

Graphique 4a
Productivité par tête
(100 en 2002:1)



Graphique 4b
Italie : PMI composite (indice)



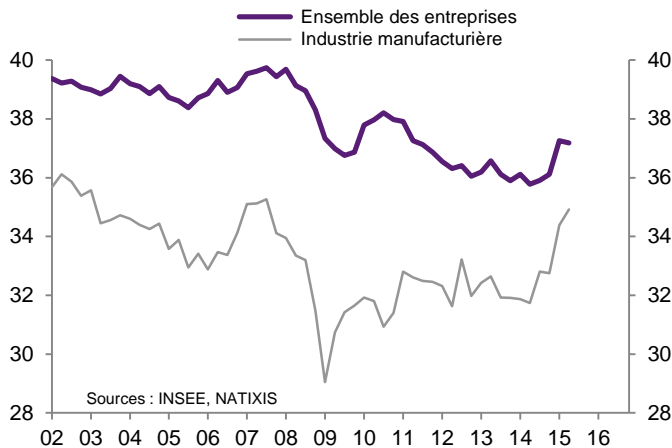
Il semble que les réformes du marché du travail en Italie aient eu un effet très positif sur le comportement des entreprises.

(3) Des réformes trop partielles en France

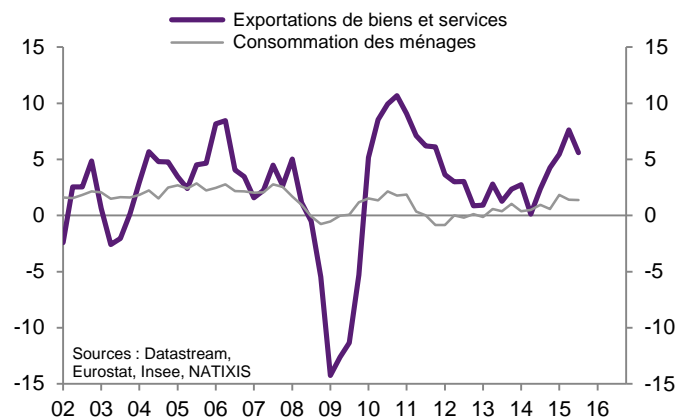
Le gouvernement français a mis en place une forte baisse des impôts des entreprises, ce qui, avec la baisse de l'euro et du prix du pétrole, a conduit à un fort redressement des marges bénéficiaires des entreprises, en particulier dans l'industrie (graphique 5a).

Par ailleurs, la dépréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole ont soutenu nettement les exportations et la consommation (graphique 5b).

Graphique 5a
France: taux de marges bénéficiaires (en %)



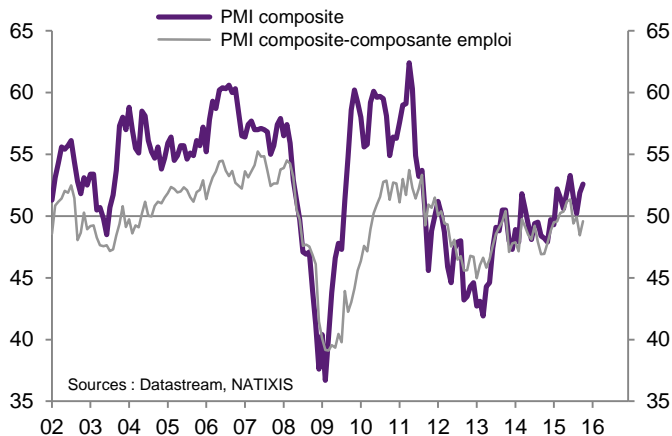
Graphique 5b
France: exportations et consommation des ménages (volume, GA en %)



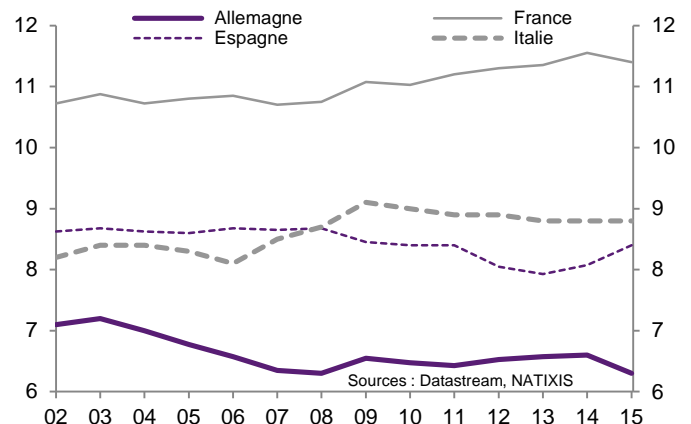
On est alors très déçu de voir que **malgré le redressement de la demande et la hausse de profitabilité en France, les perspectives de production et d'emploi restent médiocres (graphique 5c) et les perspectives d'investissement mauvaises (graphique 3f plus haut).**

Ceci révèle qu'il subsiste bien d'autres réformes à mener à bien en France : réformes du marché du travail (contrats de travail) du système de formation professionnelle, de la structure de la fiscalité avec un poids des cotisations sociales trop élevé, **graphique 5d**, du coût du travail peu qualifié.

Graphique 5c
France : PMI composite (indice)



Graphique 5d
Cotisations sociales des entreprises (en % du PIB valeur)



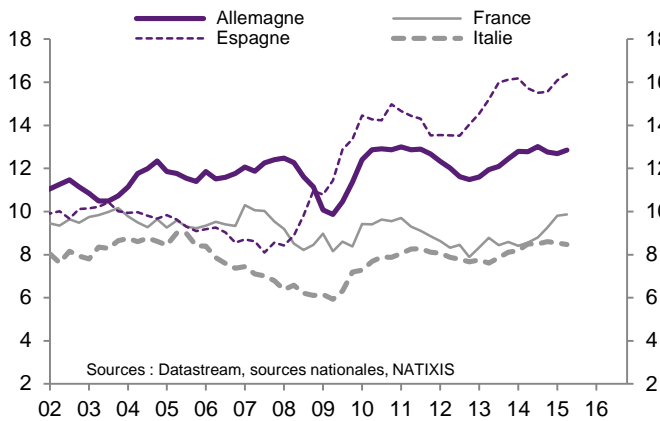
(4) Une forte amélioration structurelle en Espagne, mais un jeu à somme nulle à l'intérieur de la zone euro

L'Espagne, depuis 2008, a connu une forte amélioration structurelle :

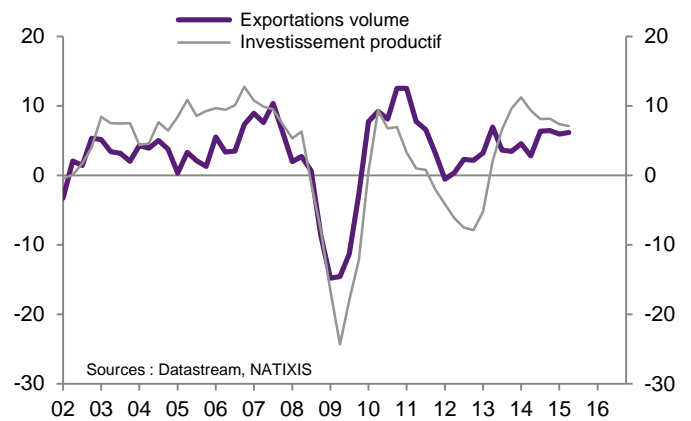
- baisse du coût salarial (graphique 3c plus haut) ;
- amélioration de la productivité (graphique 4a plus haut) ;
- fort redressement de la profitabilité (**graphique 6a**).

Ces évolutions ont permis une **forte reprise des exportations et de l'investissement des entreprises (graphiques 6 b/c)** puis de l'emploi et de la consommation (**graphique 6d**).

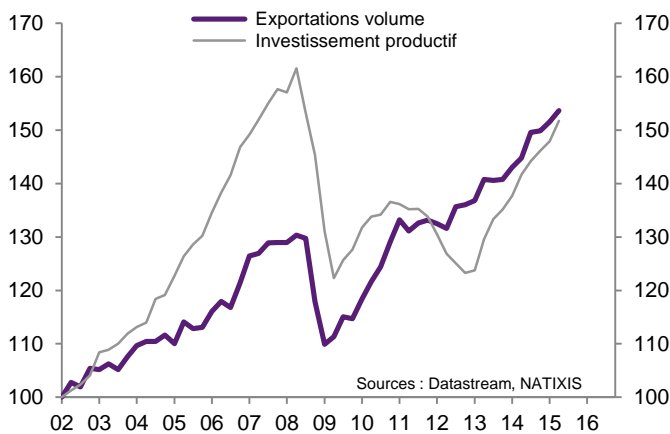
Graphique 6a
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



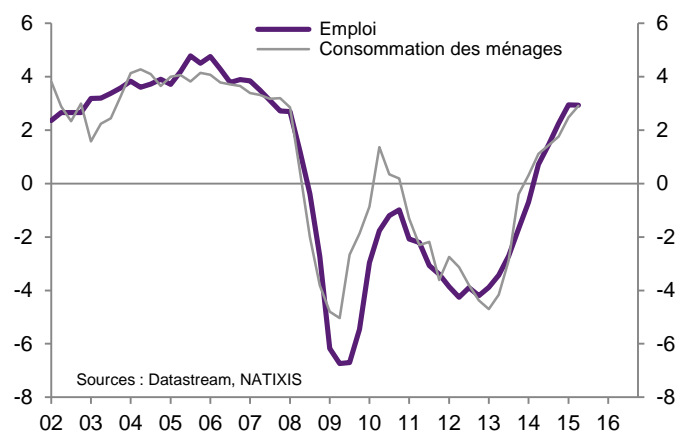
Graphique 6b
Espagne : exportations et investissement productif
(volume, GA en %)



Graphique 6c
Espagne : exportations et investissement productif
(volume, 100 en 2002:1)



Graphique 6d
Espagne : emploi et consommation des ménages
(volume, GA en %)

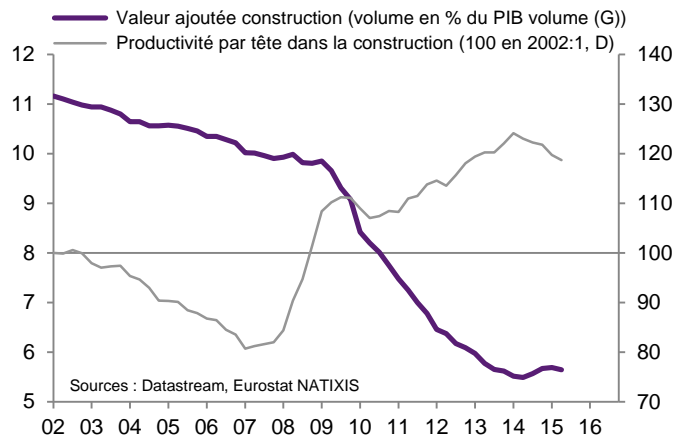


La reprise espagnole est donc solide, basée sur l'amélioration des conditions de l'offre.

Il faut simplement remarquer **deux points négatifs** :

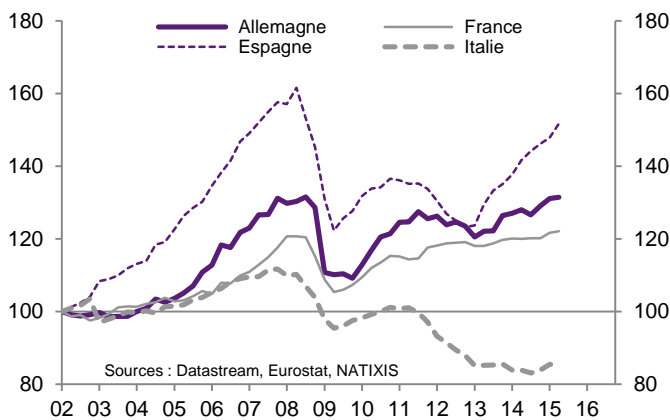
- **le redressement de la productivité** était lié à la baisse de la taille et à l'amélioration de l'efficacité du secteur de la construction (**graphique 6e**), et aujourd'hui il s'arrête ;

Graphique 6e
Espagne : valeur ajoutée et productivité
par tête dans le secteur de la construction

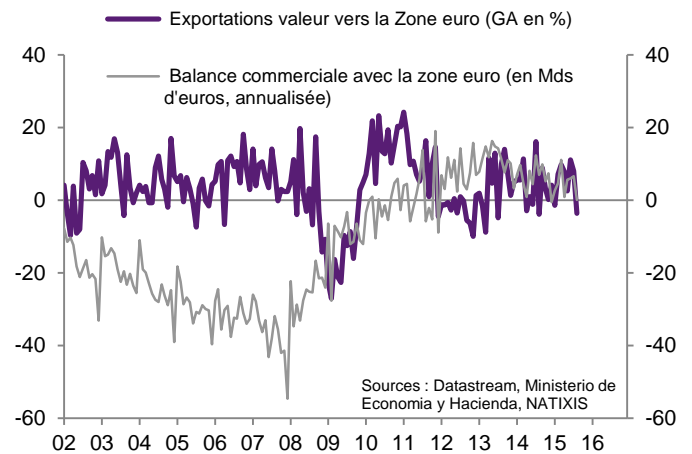


- l'amélioration de l'Espagne se fait largement au détriment des autres pays de la zone euro : transfert des investissements de ces pays vers l'Espagne (graphique 6f), gains de parts de marché de l'Espagne dans la zone euro (graphique 6g).

Graphique 6f
Investissement productif
(volume, 100 en 2002)



Graphique 6g
Espagne : commerce avec la zone euro



(5) Situation globale de la zone euro

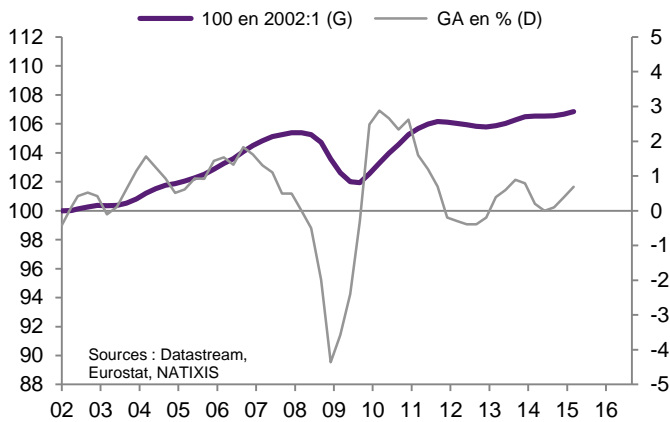
Quand on regarde les **évolutions structurelles des pays**, on voit donc :

- une dégradation en Allemagne ;
- la perspective d'une amélioration en Italie ;
- une amélioration en France sans effet positif sur l'investissement et l'emploi ;
- une amélioration en Espagne mais en partie au détriment des autres pays de la zone euro.

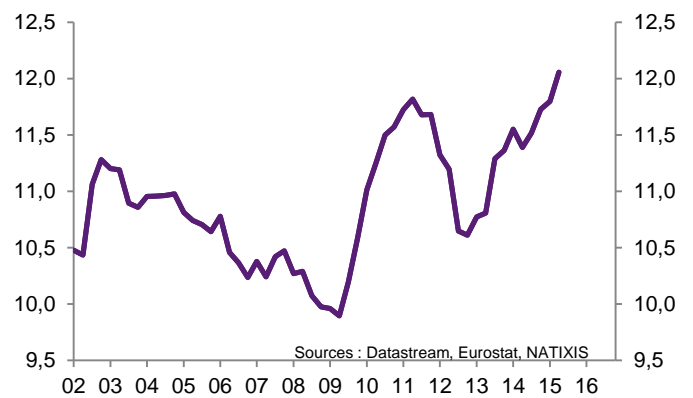
Que voit-on dans la zone euro globalement, en ce qui concerne :

- la productivité (graphique 7a) : elle croît très faiblement et n'accélère pas ;
- la profitabilité (graphique 7b) : elle s'est nettement améliorée ;
- l'investissement (graphiques 7 c/d) : il progresse lentement et reste inférieur au niveau de 2007, avec des perspectives défavorables ;
- l'emploi (graphiques 7 e/f) : on voit une amélioration lente ;
- la modernisation du capital (graphique 7g) : l'investissement en Nouvelles Technologies plafonne et reste faible.

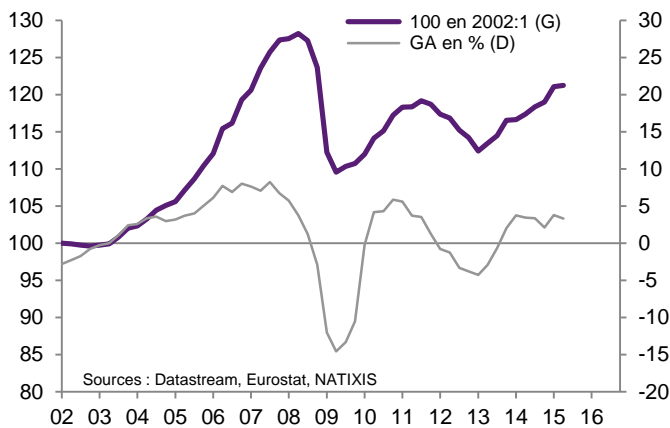
Graphique 7a
Zone euro : productivité par tête



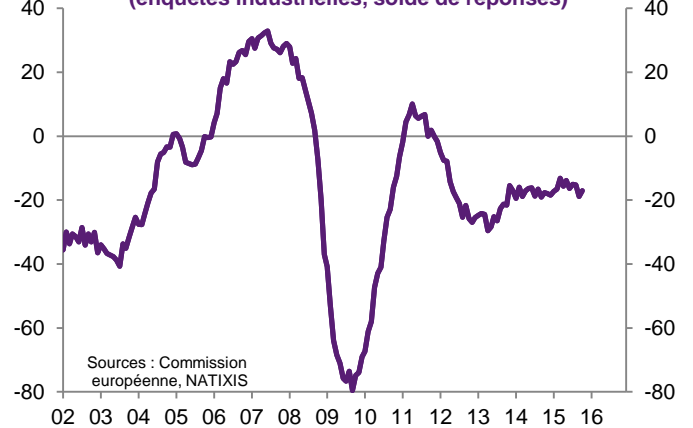
Graphique 7b
Zone euro: profits après taxes, intérêts et dividendes (en % du PIB valeur)



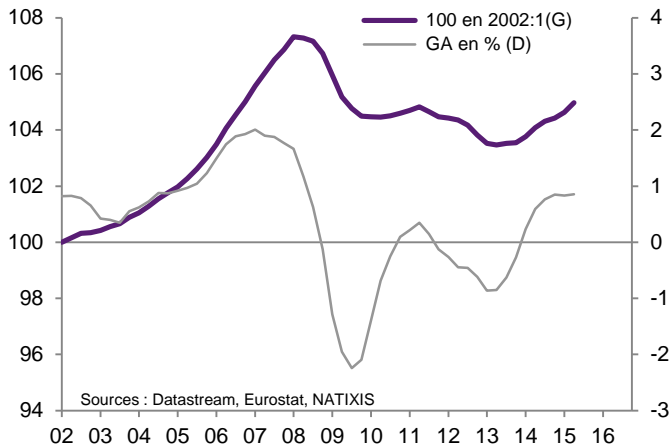
Graphique 7c
Zone euro : investissement productif (en volume)



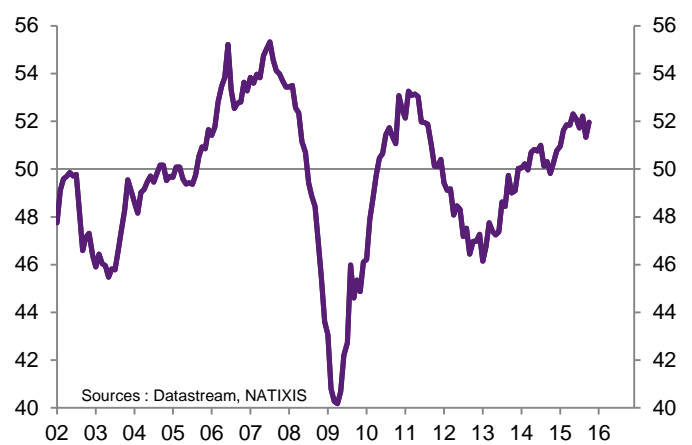
Graphique 7d
Zone euro : carnets de commande de biens d'équipements (enquêtes industrielles, solde de réponses)



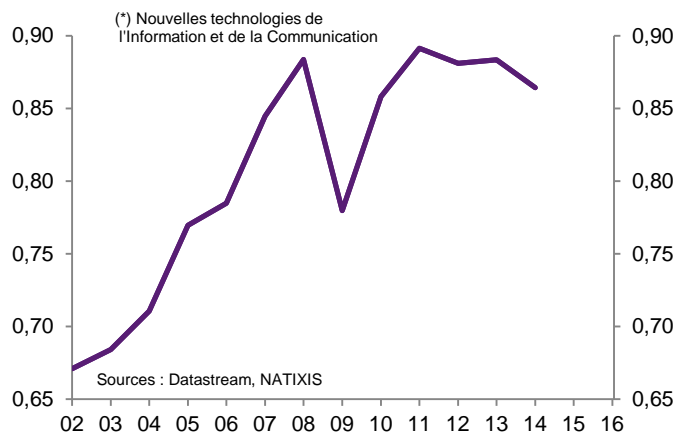
Graphique 7e
Zone euro : emploi total



Graphique 7f
Zone euro : PMI composite composante Emploi



Graphique 7g
Zone euro : investissement TIC* hors logiciels
(en % du PIB volume)



La seule amélioration structurelle claire dans la zone euro concerne la profitabilité ; les évolutions de la productivité, de l'investissement, des Nouvelles Technologies, de l'emploi restent inquiétantes.

Synthèse : la stratégie de la BCE a-t-elle réussi ?

La stratégie de la BCE est de soutenir la croissance de la zone euro et d'y stabiliser les marchés financiers pour donner aux gouvernements le temps de mener des réformes structurelles qui augmentent la croissance potentielle de la zone euro. Si cette stratégie échoue, la BCE est condamnée à maintenir perpétuellement la politique monétaire très expansionniste.

Qu'avons-nous observé ?

- **des situations diverses entre les pays en ce qui concerne la situation structurelle de l'économie** : amélioration en Espagne, dégradation en Allemagne, perspectives d'amélioration en Italie, amélioration insuffisante en France ;
- **en ce qui concerne l'ensemble de la zone euro, une très faible amélioration structurelle puisqu'elle ne concerne que la profitabilité.**