

Risque de stagnation

Huidan Lin

Les problèmes économiques persistants exposent la zone euro à une croissance obstinément faible

DPUIS le début de la crise financière mondiale, la production réelle de la zone euro ne parvient pas à suivre l'évolution démographique. De ce fait, la production par habitant marque le pas et n'atteint que 40.000 dollars aujourd'hui, soit près de 16.000 dollars de moins qu'aux États-Unis, en correction des différences de prix. C'est le plus gros écart constaté depuis l'entrée en vigueur de l'Union économique et monétaire, en 1991 (graphique 1).

L'économie de la zone euro n'est pas la seule marquée par la crise. En effet, dans les pays avancés en général, le rythme de croissance de la production potentielle — quantité maximale de biens et de services pouvant être produits à pleine capacité — ne devrait augmenter que très légèrement et demeurer inférieur à son niveau d'avant la crise dans les cinq ans à venir (FMI, 2015).


Ces perspectives sont particulièrement préoccupantes pour la zone euro, vu le niveau élevé du chômage et de la dette publique et privée dans certains États membres, facteurs auxquels il faut ajouter une marge de manœuvre politique étroite après plusieurs années de croissance anémique. Ces phénomènes exposent la zone euro à des chocs qui pourraient entraîner une période

prolongée de faible croissance économique — souvent appelée «stagnation».

Une croissance durablement plus faible

La production potentielle n'est pas observable, mais elle peut être estimée par une fonction de production, modèle économique calculant la production à partir de facteurs clés (travail et capital) et de leur efficacité. Or pour la zone euro, les résultats indiquent que les perspectives de progression du travail et du capital et de gains d'efficacité restent ternes. De ce fait, la croissance à pleine capacité, qui était de 0,7 % entre 2008 et 2014, ne devrait atteindre que 1,1 % entre 2015 et 2020, un chiffre très inférieur à la moyenne de 1,9 % enregistrée entre 1999 et 2007.

De plus, la part des personnes âgées dans la population augmente tandis que celle de la population en âge de travailler (15-64 ans) diminue. Comme la propension à rejoindre la population active s'érode à partir de 50 ans, le taux d'activité moyen diminue. Parallèlement, une augmentation lente du stock de capital est attendue. Le stock de capital augmente lorsque le rythme des nouveaux investissements dépasse celui de l'usure de ce stock (dépréciation). Or, dans la zone euro, l'investissement des entreprises



Graffiti sur les murs d'une usine abandonnée à Porto, Portugal.

augmente modérément depuis 2013 et n'a atteint son niveau de 2008 qu'en 2015 (graphique 2). Autrement dit, le nombre de travailleurs et les investissements demeurent insuffisants.

La zone euro souffre aussi d'une faible croissance de la productivité (production par heure travaillée). Des études empiriques montrent que les faibles gains d'efficacité du travail et du capital, notamment dans les services, est la principale explication du creusement de l'écart de productivité avec les États-Unis. Ces gains d'ef-

Une croissance potentielle plus faible complique le désendettement.

ficiences plus lents et cette croissance plus faible de la productivité des services résultent d'un retard dans l'adoption et la diffusion des technologies de l'information et de la communication. À la différence des États-Unis, où la production par employé du secteur des services a dépassé son plus haut niveau d'avant la crise, la croissance dans la zone euro a été graduelle, et la productivité reste inférieure à son pic d'avant la crise dans des pays comme l'Allemagne et l'Italie.

Par ailleurs, un ralentissement des gains d'efficacité du travail et du capital aux États-Unis est probable, ce qui aura sans doute une incidence sur les autres pays avancés (FMI, 2015). De plus, adopter et promouvoir l'innovation requiert de flexibilité et d'adaptabilité. Sans action rapide pour régler les problèmes structurels de la zone euro (tels que les difficultés à licencier ou à réduire les salaires et une conjoncture difficile, peu propice aux startups), la diffusion des nouvelles technologies pourrait être retardée.

Une crise dont les effets s'attardent

Certains problèmes sont antérieurs à la crise, comme le niveau élevé du chômage et de la dette publique et privée. Le retour d'une croissance modeste devrait aider à les gérer jusqu'à un certain point, mais, sans politiques résolues pour améliorer les perspectives de croissance et redynamiser l'investissement, ils continueront de peser sur la croissance économique. Le poids de la dette pourrait freiner les nouveaux investissements, tandis que le niveau élevé du chômage pourrait bloquer le développement du capital humain (en retardant les investissements dans le domaine de l'éducation et de la santé, par exemple).

Le taux de chômage dans la zone euro demeure élevé, surtout pour les jeunes et les sans-emploi de longue durée, ce qui accroît le risque d'érosion des compétences et d'enracinement d'un fort taux de chômage. Malgré de récentes améliorations, ce taux continue de dépasser 10 % dans la zone euro, et il est bien plus élevé dans certains pays (proche de 25 % en Grèce, par exemple). Près de la moitié des chômeurs de la zone euro sont sans emploi depuis plus de douze mois, cette proportion allant d'un quart en Finlande à près de trois quarts en Grèce. Le fort taux de chômage des jeunes pourrait aussi créer une «génération perdue» de travailleurs.

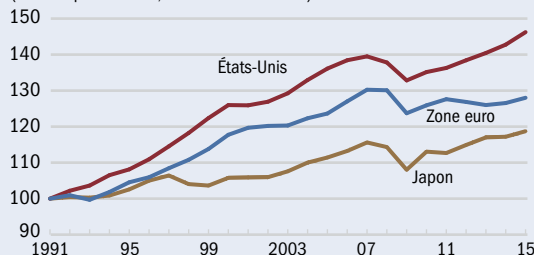
À moyen terme, le taux de chômage naturel — taux auquel la demande et l'offre de travail s'équilibrent, et l'évolution de l'emploi et celle des salaires ne créent pas de tensions inflationnistes — devrait rester plus élevé que pendant la crise en Italie et diminuer très lentement en France. En Espagne, il devrait baisser

Graphique 1

Retard

L'écart entre la production par habitant de la zone euro et celle des États-Unis est le plus élevé depuis l'entrée en vigueur de l'Union économique et monétaire, en 1991.

(PIB réel par habitant, indice : 1991 = 100)



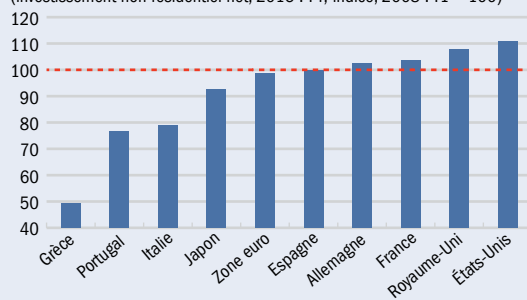
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs de l'auteur.
Note : Le PIB réel est le PIB nominal corrigé de l'inflation.

Graphique 2

Lente reprise

L'investissement non résidentiel dans la zone euro n'a retrouvé son niveau d'avant la crise que fin 2015.

(investissement non résidentiel net, 2015 : T4; indice, 2008 : T1 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de l'auteur.

tout en restant supérieur à 15 % dans les cinq prochaines années. Pour l'ensemble de la zone euro, dans un scénario basé sur les relations historiques entre la production et le chômage, il pourrait s'écouler environ quatre ans, sans reprise persistante de la croissance, avant que le taux de chômage retrouve son niveau moyen de 2001-07. Il faudrait encore plus longtemps pour les pays dont le taux de chômage est plus élevé ou la croissance moindre (comme l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal). Ce délai pourrait être réduit par une mise en œuvre efficace des réformes structurelles en cours, qui élèverait la croissance potentielle ou rendrait l'embauche plus réactive à la croissance.

Outre la dette publique élevée, qui limite la capacité de l'État à recourir à la dépense et à la politique fiscale pour stimuler l'économie, la dette du secteur privé doit encore diminuer pour permettre de nouveaux investissements. Le ratio dette/fonds propres des entreprises non financières a baissé dans la majeure partie de la zone euro, car elles ont remboursé leurs emprunts. Cependant, ce désendettement s'est souvent accompagné d'une chute de l'investissement, d'une forte augmentation de l'épargne et d'une hausse du chômage. Des études du FMI ont montré que les précédents épisodes de désendettement important des entreprises avaient en

moyenne réduit de deux tiers l'augmentation de la dette enregistrée dans les phases d'expansion du crédit (FMI, 2013). Si le désendettement suit une trajectoire analogue dans la zone euro, les entreprises sont loin d'avoir terminé le processus, ce qui pourrait sensiblement retarder la reprise de l'investissement. Les ménages de certains pays de la zone euro sont aussi très endettés. Certes, le ratio dette des ménages/PIB a diminué de 10 à 20 points dans les pays fortement endettés, mais il reste nettement supérieur à son niveau d'avant l'expansion, ce qui accroît le risque de voir la dette continuer à freiner les dépenses de consommation.

Se prémunir des chocs

La projection de référence pour la zone euro prévoit une croissance et une inflation modérées à moyen terme, cela en raison du chômage élevé, du poids de la dette, des bilans fragiles qui brident la demande et de faiblesses structurelles anciennes, telles que la rigidité du marché du travail et la surprotection du marché des produits, qui limitent la croissance potentielle. En outre, ces facteurs sont imbriqués : une croissance potentielle plus faible complique le désendettement, tandis qu'un taux de chômage élevé et des investissements faibles freinent l'accumulation de capital et pèsent sur la croissance potentielle.

Ces sombres perspectives à moyen terme exposent la zone euro à des chocs négatifs, tels qu'un nouveau ralentissement mondial, qui pourraient vouer les pays à la stagnation, paralysés qu'ils seraient par leur manque de moyens d'action (baisse des impôts ou hausse des dépenses, par exemple). De plus, les problèmes hérités de la crise pourraient amplifier ces chocs. Ainsi, les marchés pourraient revoir leur analyse de la solvabilité des pays très endettés, et l'augmentation des coûts d'emprunt qui s'ensuivrait accroîtrait à son tour le risque d'une spirale d'endettement et de déflation.

Un modèle économique est utilisé pour simuler l'effet de chocs sur la zone euro à partir de plusieurs postulats : avec des taux d'intérêt nuls, la politique monétaire ne peut guère faire plus pour stimuler l'économie, et le niveau élevé de la dette limite la marge de manœuvre budgétaire au-delà du jeu des stabilisateurs automatiques comme les allocations de chômage.

Dans ce scénario, plusieurs phénomènes — aggravation des tensions géopolitiques, crise politique au sein de l'Union européenne, ou anticipations de croissance plus faibles — pourraient ébranler la confiance des investisseurs. Les cours boursiers baisseraient, avec une diminution de 25 % de la croissance de l'investissement (de 2 % environ à 1,5 % annuellement) par rapport à la projection de référence. Il s'ensuivrait une augmentation différenciée des ratios dette/PIB des États de la zone euro, en fonction de leur taux d'endettement. D'autre part, les préoccupations du marché quant à la viabilité de la dette seraient encore plus vives pour les pays endettés. Les taux d'intérêt des obligations des émetteurs souverains et des entreprises augmenteraient d'un point en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal, comme cela s'est produit fin juin et en juillet 2012 pour les rendements obligataires espagnols à dix ans.

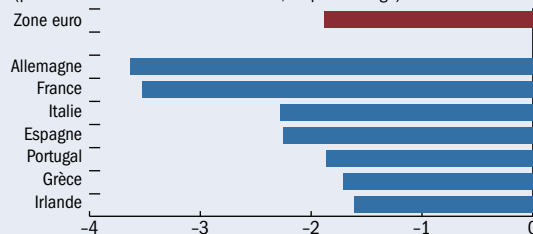
Ces résultats montrent la vulnérabilité de la zone euro à une croissance plus faible. D'ici 2020, la production de la zone euro serait inférieure de près de 2 % à la projection de référence. Il faudrait alors trois ou quatre ans de plus (par rapport à la projection de référence) pour que la production atteigne son potentiel. Les coûts d'emprunt

Graphique 3

Retard

Un choc sur l'investissement dans la zone euro ralentit fortement la croissance par rapport à la projection de référence.

(perte de croissance cumulée en 2020, en pourcentage)



Source : estimations de l'auteur.

Note : Les résultats sont basés sur un modèle économique simulant l'effet de chocs, tels qu'aggravation des tensions géopolitiques, crise politique ou anticipations de croissance plus faibles, sur la zone euro. Le modèle suppose une diminution des effets marginaux de la politique monétaire et des contraintes de politique budgétaire au-delà des stabilisateurs automatiques comme les allocations de chômage. Le scénario de référence est la trajectoire projetée de la croissance économique dans les conditions actuelles.

augmenteraient, surtout en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal, comme le taux de chômage et le ratio dette publique/PIB. Les taux d'inflation seraient plus bas, ce qui rapprocherait la zone euro de la déflation à court terme (graphique 3).

Réduire la vulnérabilité

Étant donné les ternes perspectives à moyen terme et la faible marge de manœuvre des pouvoirs publics pour relancer l'économie, la zone euro est exposée à des chocs qui pourraient entraîner une période prolongée de croissance et d'inflation faibles. Pour se prémunir contre ces risques, il faudrait une palette d'instruments large et équilibrée allant au-delà de l'assouplissement de la politique monétaire, devenu le principal outil de stimulation de l'économie dans la zone euro. Les banques, piliers du système de financement européen, doivent être soumises à une surveillance plus stricte et se défaire plus rapidement de leurs créances douteuses afin de prêter davantage. Les autorités doivent faciliter la restructuration des entreprises fragiles mais viables pour réduire leur dette et leur permettre d'investir à nouveau. Les autorités doivent aussi engager des réformes structurelles pour accroître la productivité et la croissance potentielle et, lorsqu'elles le pourront, augmenter la dépense pour doper la demande, ce qui favorisera la croissance économique. ■

Huidan Lin est économiste au Département Europe du FMI.

Cet article est basé sur le document de travail du FMI n° 16/9, «Risks of Stagnation in the Euro Area» de l'auteur.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2013, «Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area», *Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation—Selected Issues Paper, IMF Country Report 13/232* (Washington).

—, 2015, «Où allons-nous? Points de vue sur la production potentielle», *Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 3* (Washington, avril).