

Interrogations persistantes sur la croissance



PHILIPPE WAECHTER

Directeur de la
recherche économique

Il faut renouveler les incitations à la croissance dès aujourd'hui pour retrouver rapidement une dynamique plus vertueuse...

Les chiffres d'activité du 4^e trimestre 2011 ont été publiés dans la plupart des pays industrialisés.

En se contractant en Europe, ils traduisent une fragilité conjoncturelle et une inquiétude sur la dynamique constatée. A contrario, aux États-Unis, les signaux perçus sont plus robustes. La croissance s'est accélérée sur la fin de l'année.

Mais ce n'est pas cette perspective immédiate qui, dans un premier temps, va nous intéresser. Les chiffres de la fin d'année 2011 donnent une opportunité de repenser la situation des pays industrialisés sur une optique de plus long terme que celle de la conjoncture.

Absence de rebond en Europe...

La conjoncture est un exercice quotidien consistant à traquer les évolutions immédiates de l'activité, quelles soient positives et négatives. Cependant, cela ne renseigne pas beaucoup sur la tendance de l'économie. Observer les évolutions longues (telles que la tendance à 5 ans des chiffres de la croissance) donne des signaux plus pertinents sur les changements de tendances pour comprendre les modes d'ajustements qui sont à l'œuvre.

Ainsi, à décembre 2011, les chiffres de la croissance étaient encore fortement affectés par le choc de fin 2008. Il est pertinent d'observer la façon dont les trajectoires de ces indicateurs ont rebondi depuis.

Pour visualiser ces évolutions et les comparer, il est nécessaire de regarder les profils sur une longue période afin d'intégrer les épisodes passés, tels le premier choc pétrolier ou la récession de 1982 aux États-Unis.

Le graphique ci-contre illustre le taux de croissance pour un grand nombre de pays, principalement européens. Les données sont plus courtes pour certains pays en raison du manque de disponibilité de l'information.

La première perception à la lecture du graphique est le caractère persistant du choc subi en 2008. Aucun des pays suivis ne s'est relevé de ce choc, à l'exception de l'Allemagne. Pour ce pays, la trajectoire récente n'est pas forcément très éloignée de celle qui prévalait avant la crise. La croissance

y était limitée, elle reste dans les limites observées précédemment.

Pour tous les autres, le profil est très différent, donnant le sentiment d'une absence de rebond après le choc. Celui-ci a un impact fort, durable et persistant.

Généralement, et c'est ce que l'on a constaté au moment du premier choc pétrolier ou lors de la récession aux États-Unis en 1982, l'activité ralentit mais la croissance rebondit rapidement, rattrapant une partie du retard pris pendant la période de crise.

Aujourd'hui, ce n'est pas le cas pour les pays européens. Le décrochage a eu lieu mais l'absence de rebond implique que l'indicateur d'activité se replie encore davantage. Cela peut ressembler à un changement de régime pour l'ensemble de l'économie européenne, pas uniquement pour la zone euro.

... versus reprise naissante aux États-Unis

■ **Le Royaume-Uni**, avec un taux de croissance moyen sur 5 ans de 0 %, est dans une situation préoccupante comme nombre de pays de la zone euro.

■ **Pour l'Italie et l'Espagne**, le changement de régime est brutal et fort. Ainsi sur les 5 dernières années, le taux d'évolution annuel moyen de l'activité en l'Italie s'est inscrit à - 1 % et à - 0,5 % en Espagne. Pour ces pays, la rupture est durable et profonde et seules des mesures structurelles visant à améliorer la productivité sont susceptibles d'infléchir

la tendance. Ce sont les options que le gouvernement de Mario Monti cherche à mettre en œuvre en Italie, notamment via la réforme du marché du travail et l'amélioration des conditions de concurrence.

■ **En France**, le taux de croissance annuel moyen sur les 5 dernières années est positif (+ 0,4 %), mais en net recul par rapport à ce qui était observé avant la crise. Le profil sur longue période en France met bien en avant les ruptures constatées. Au début des années 70, le taux de croissance issu des années 60, était très élevé. Avec le premier choc pétrolier, l'économie française est entrée dans une période de croissance plus réduite mais stable autour de + 2 %. L'inflexion constatée actuellement aura-t-elle de la persistance ou pas ?

[À noter : les pays de la zone euro, les plus fragiles selon les repères développés ci-dessous, sont aussi ceux qui avaient des difficultés liées au déficit de compte courant avant la crise. Le manque d'autonomie de croissance s'est accentué avec les perturbations de la période récente, provoquant ce changement de régime].

■ **Aux États-Unis**, la trajectoire est aussi au repli. Le changement de tendance est plus profond et probablement plus persistant

que lors du premier choc pétrolier ou de la récession de 1982. On constate cependant que l'indicateur ne suit pas la trajectoire des pays de la zone euro sur la période la plus récente. On note même un léger rebond.

Où trouver la croissance ?

L'observation principale est qu'à l'exception de l'Allemagne, les pays industrialisés doivent retrouver une trajectoire de croissance plus satisfaisante afin d'améliorer la dynamique du marché du travail et la distribution des revenus.

Sur ce point, deux aspects doivent être discutés : le premier sur les mesures de court terme et le second sur la question de la croissance potentielle.

■ **À court terme, l'objectif doit être de soutenir la croissance** afin d'éviter une fragilité durable sur le marché du travail. De ce point de vue, les options prises **aux États-Unis** depuis plusieurs mois vont dans le sens d'une réduction des contraintes pesant sur l'activité. En outre, la gestion des anticipations, notamment par la Federal

Reserve, a été efficace. En indiquant qu'elle ne relèverait pas ses taux d'intérêt rapidement, la banque centrale américaine a tiré l'ensemble de la structure des taux d'intérêt vers le bas. Considérant que seule la croissance peut, dans la durée, résoudre les déséquilibres budgétaires, la Maison Blanche s'est par ailleurs engagée dans une stratégie qui ne bride pas la croissance.

En zone euro, la situation est différente. La BCE n'a jamais donné le sentiment de réduire le risque dans la durée en indiquant s'engager dans une politique monétaire très accommodante, sur du long terme. En phase avec les hausses de taux d'intérêt des 7 avril et 7 juillet derniers, on ne peut pas exclure que la BCE ait participé à l'émergence des incertitudes et inquiétudes récentes. Dans les choix budgétaires, les européens ont décidé de réduire d'abord les déséquilibres des finances publiques, avant de vraiment se concentrer sur la croissance. Au regard des évolutions récentes, il n'est absolument pas certain que les courbes s'inversent rapidement. En conséquence, le taux de chômage au sein de la zone euro devrait continuer de se dégrader.

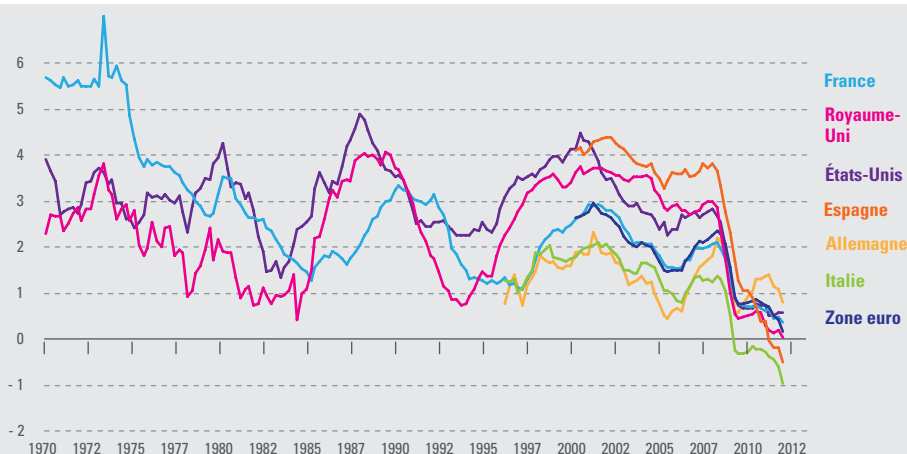
■ **Le deuxième point majeur est celui de la croissance potentielle.** Le renouveau des processus productifs est soumis à l'accumulation du capital productif et à l'intégration progressive du progrès technique. Sans cela, il ne peut y avoir de gains de productivité dans la durée.

Quelles seraient les incitations à investir dans les pays industrialisés si la croissance attendue était durablement faible ?

C'est un enjeu essentiel des prochaines années.

Dans ce schéma contraint, l'investissement public pourrait avoir un rôle majeur, comme dans les années 60, ou tel qu'imaginé dans l'agenda de Lisbonne. Pourtant, en raison des contraintes de déficit pour les États, un tel arbitrage sera difficile à mettre en œuvre. Il est donc urgent de renouveler les incitations à la croissance dès à présent pour retrouver rapidement une dynamique plus vertueuse.

TAUX DE CROISSANCE SUR 5 ANS (TAUX ANNUALISÉ)



Sources : Datastream, Natixis AM

Rédigé le 26/02/2012