

Flash Economie

14 novembre 2016 - 1211

Zone euro : les facteurs habituels de reprise économique sont cassés

Quand on compare la période récente (2014-2016) à la période de croissance de 2002-2007, on voit qu'aujourd'hui les facteurs habituels qui soutiennent la reprise économique dans la zone euro sont cassés:

- la faiblesse du commerce mondial implique qu'il n'y a pas de reprise des exportations ;
- la faiblesse de la croissance potentielle et la désindustrialisation impliquent que le besoin d'investir est faible ;
- la quasi-disparition de la Courbe de Phillips empêche que la baisse du chômage conduise à une hausse plus rapide des salaires ;
- la volonté de désendettement des ménages et les difficultés des banques dans certains pays affaiblissent la reprise de l'investissement en logements.

Il ne reste alors pour soutenir la reprise que :

- d'éventuelles créations d'emplois dues aux réformes du marché du travail ;
- des choix exogènes favorables (baisse du prix du pétrole).

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

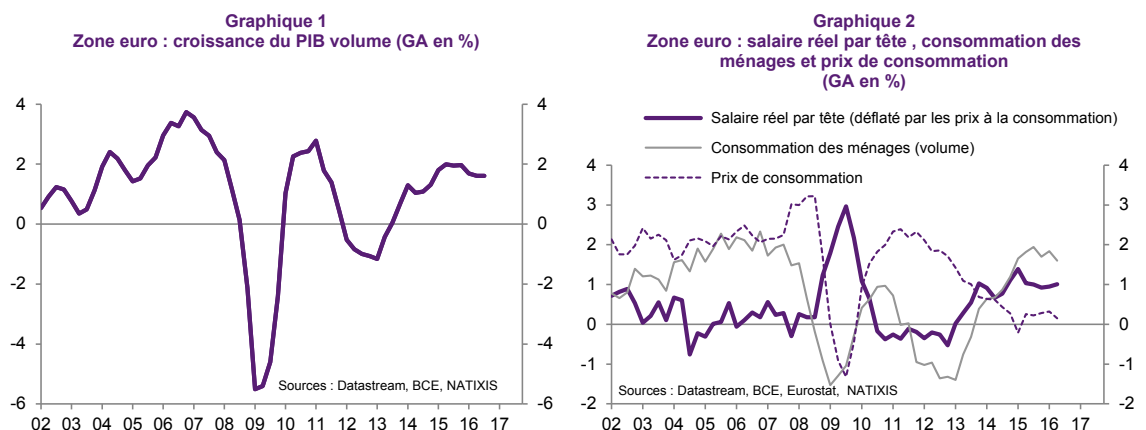
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Pourquoi la croissance de la zone euro est « poussive »

Quand on regarde la **croissance récente de la zone euro** et celle du cycle de croissance précédent (**graphique 1**), on voit que la croissance est aujourd'hui modeste. Il faut de plus tenir compte de ce que la **baisse du prix du pétrole, depuis la mi-2014, a nettement soutenu la croissance** avec la hausse de revenu réel et de la consommation due à la baisse de l'inflation (**graphique 2**). **Sans la baisse du prix du pétrole, la croissance de la zone euro n'aurait été que de 1% par an environ en 2015 et 2016**. Mais on comprend cela quand on voit que **les facteurs habituels qui favorisaient les reprises économiques dans le passé ont disparu**.



Disparition des facteurs qui soutenaient les reprises économiques dans le passé dans la zone euro

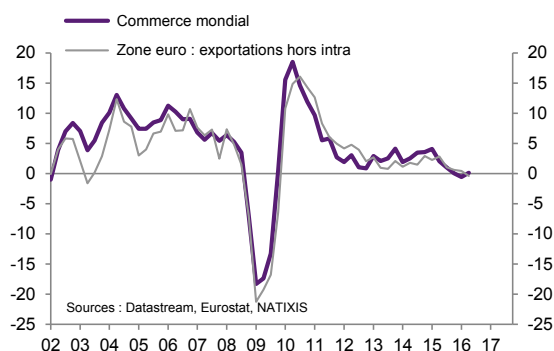
La reprise de la zone euro n'est plus soutenue aujourd'hui en raison :

- de la faiblesse du commerce mondial,
- de la faiblesse de la croissance potentielle et de la désindustrialisation,
- de la disparition de la Courbe de Phillips,
- du désendettement des ménages et de la situation des banques.

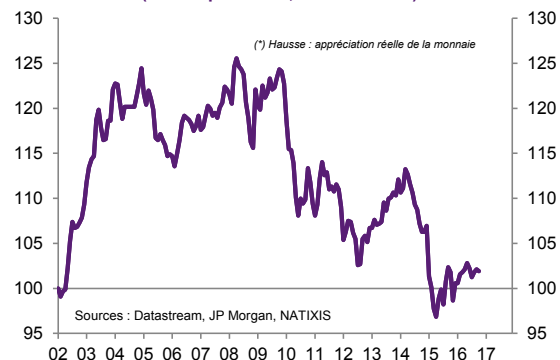
(1) Faiblesse du commerce mondial

La faiblesse du commerce mondial conduit à la **faiblesse des exportations de la zone euro** (**graphique 3a**), malgré la dépréciation de l'euro (**graphique 3b**). **Les exportations de la zone euro ne sont plus soutenues de ce fait, comme dans le passé, par la reprise cyclique mondiale.**

Graphique 3a
Commerce mondial et exportations de la zone euro
(volume, GA en %)



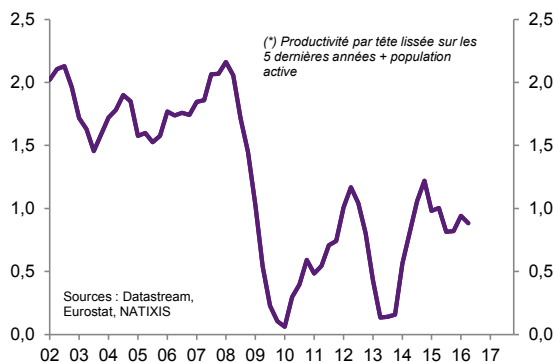
Graphique 3b
Zone euro : taux de change effectif réel*
(déflaté par le CPI, 100 en 2002:1)



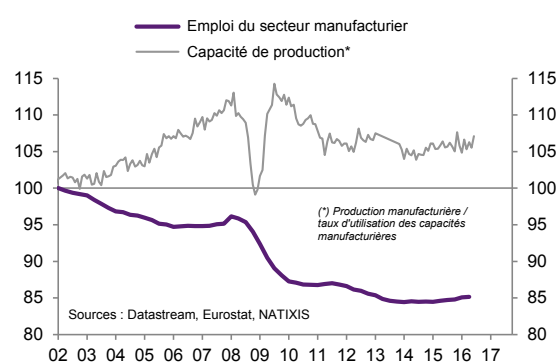
(2) Faiblesse de la croissance potentielle et désindustrialisation

Avec l'affaiblissement des gains de productivité et le vieillissement démographique, **la croissance potentielle de la zone euro est devenue faible (graphique 4a)**. Il s'ajoute à la faiblesse de la croissance potentielle **la désindustrialisation de la zone euro (graphique 4b)**. **Dans une économie avec des perspectives de croissance faible et se désindustrialisant, il est normal que la reprise de l'investissement des entreprises soit faible (graphique 4c)**.

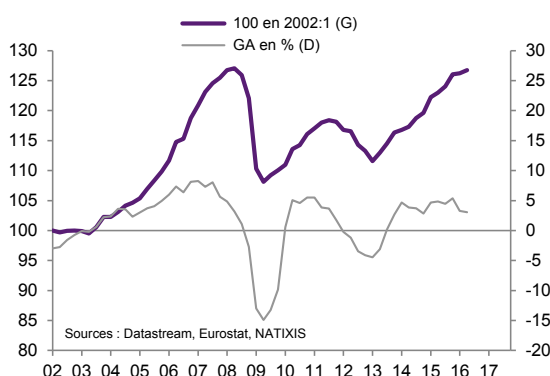
Graphique 4a
Zone euro : croissance potentielle*
(volume, GA en %)



Graphique 4b
Zone euro : emploi et capacité de production dans
le secteur manufacturier (100 en 2002:1)



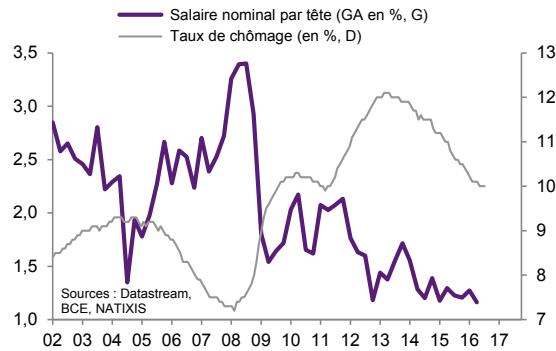
Graphique 4c
Zone euro : investissement productif (en volume)



(3) Disparition de la Courbe de Phillips

Dans la période récente, la baisse du chômage ne conduit plus à une accélération des salaires par tête dans la zone euro (graphique 5). Cette « disparition de la Courbe de Phillips » est confirmée par les estimations économétriques. Il en résulte que la reprise économique n'est plus soutenue par l'accélération des salaires.

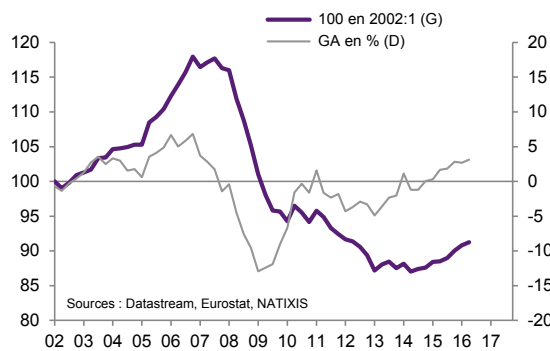
Graphique 5
Zone euro : salaire nominal par tête et taux de chômage



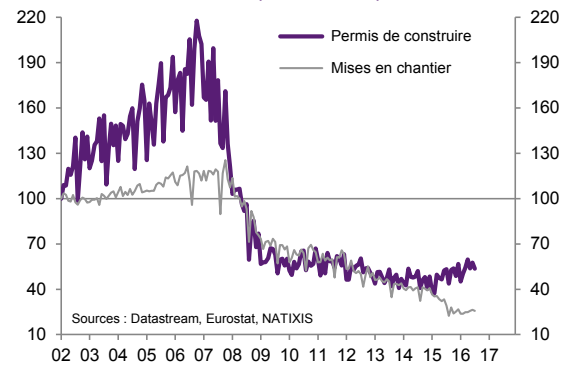
(4) Faiblesse de la reprise de l'investissement en logements

Par rapport au passé, on observe aujourd'hui la faiblesse de la reprise de l'investissement en logements (graphiques 6a/b). Cette faiblesse peut être expliquée par la volonté de désendettement des ménages (graphique 6c), par les difficultés des banques dans certains pays (graphique 6d).

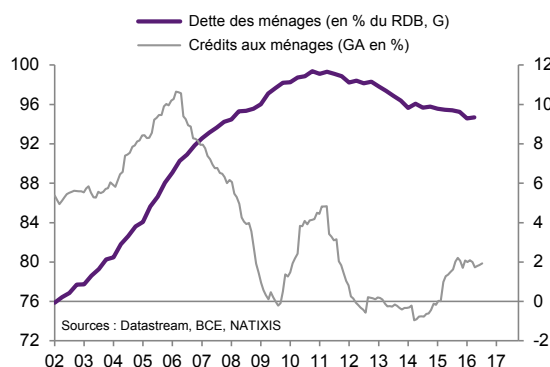
Graphique 6a
Zone euro : investissement en logement des ménages (en volume)



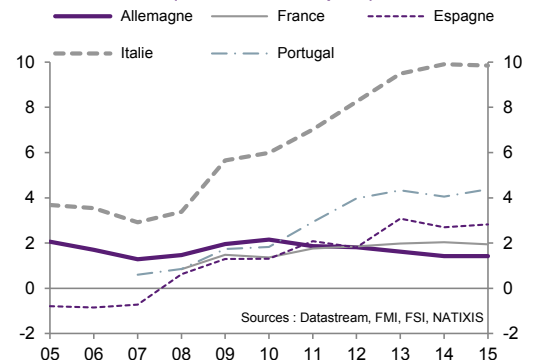
Graphique 6b
Zone euro : permis de construire et mises en chantier (100 en 2002:1)



Graphique 6c
Zone euro : dette et crédits des ménages



Graphique 6d
Prêts non performants non provisionnés (en % du total des prêts)



Synthèse : d'où peut alors venir la croissance de la zone euro ?

La reprise économique de la zone euro **est affaiblie par la disparition des facteurs habituels de soutien de la reprise** :

- reprise du commerce mondial et des exportations ;
- faiblesse des perspectives de demande et désindustrialisation, d'où faiblesse de l'investissement des entreprises ;
- disparition de la Courbe de Phillips, donc faiblesse des hausses de salaires malgré la baisse du chômage ;
- désendettement des ménages et faiblesse de la reprise de l'investissement en logements.

Que reste-t-il alors pour favoriser la reprise économique dans la zone euro ?

- **des réformes du marché du travail** qui stimulent l'emploi (**graphique 7**) ;
- des choix exogènes favorables, comme la baisse du prix du pétrole (graphique 2 plus haut).

