

## Flash Economie

19 juillet 2016 - 757

### La problématique de politique économique dans la zone euro

Nous pensons que la problématique de politique économique dans la zone euro est décrite par les points ci-dessous qui s'enchainent :

- même si l'offre des biens n'est pas dynamique (la croissance potentielle est faible), aujourd'hui il y a insuffisance de la demande intérieure dans la zone euro, qui va sans doute être accrue par le Brexit ;
- la politique monétaire ne peut pas être utilisée davantage, elle l'est sans doute déjà excessivement ;
- l'endettement public de la zone euro est très élevé, et il faut absolument que la zone euro dans son ensemble reste budgétairement solvable, afin de maintenir la possibilité d'y mutualiser les dettes ;
- s'il y a insuffisance de la demande intérieure, impossibilité d'utiliser davantage la politique monétaire, danger de perte de la solvabilité budgétaire, la solution qui paraît normale est d'accroître les investissements publics productifs, qui ont un effet positif sur la croissance potentielle. La question ici est celle de la capacité à savoir trier ces investissements publics efficaces parmi la masse des investissements publics possibles ;
- on peut aussi se demander si au lieu d'accroître les investissements publics on ne peut pas accroître les investissements privés ; des réformes fiscales, institutionnelles (marché du travail, concurrence, financement) ne pourraient-elles pas stimuler les investissements des entreprises ?

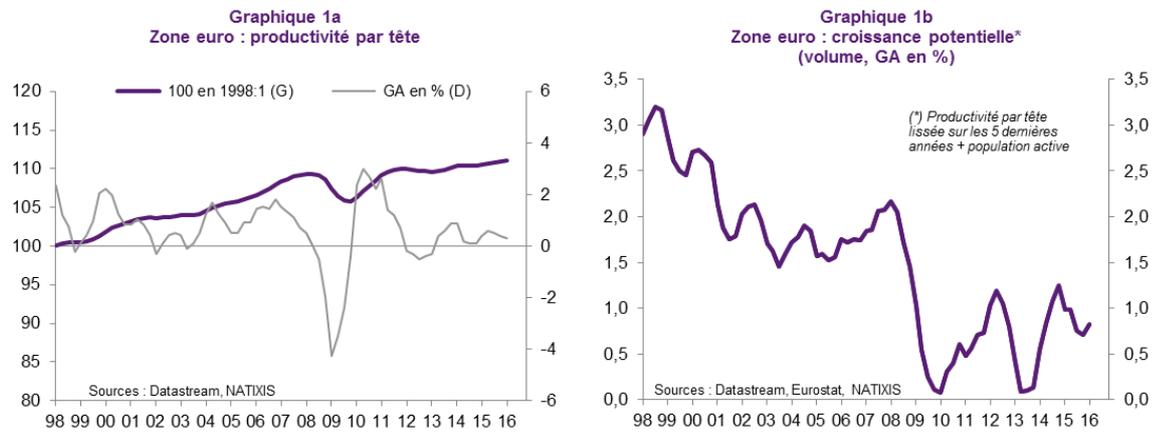
Patrick Artus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

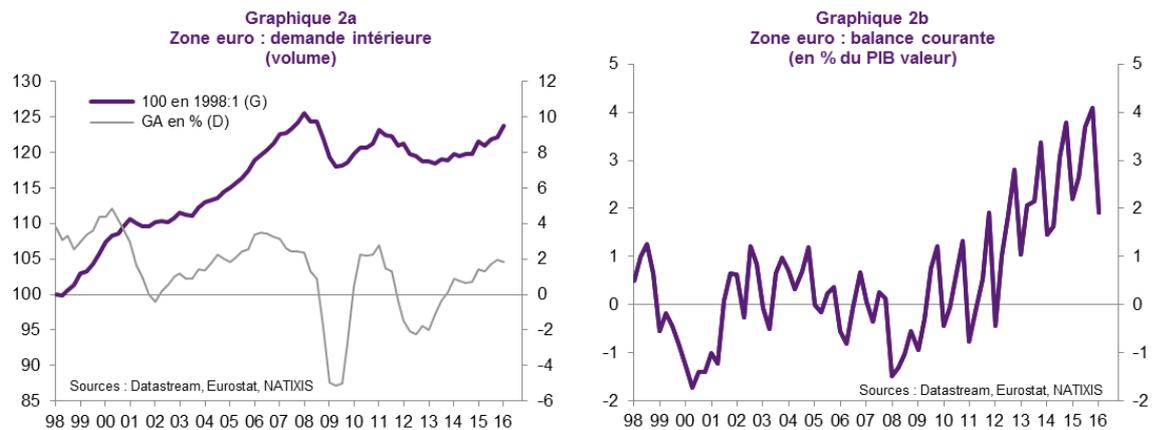
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## Insuffisance de la demande intérieure dans la zone euro

L'offre de biens n'est pas dynamique dans la zone euro, comme le montre la faiblesse des gains de productivité et de la croissance potentielle (graphiques 1 a/b).

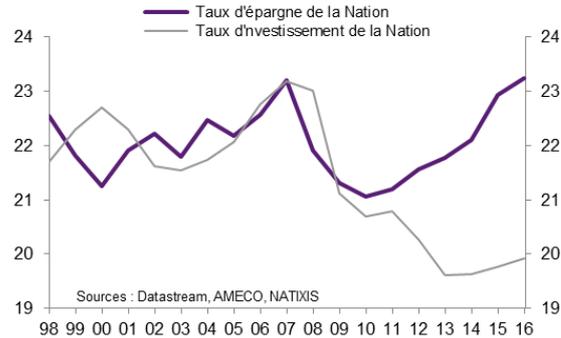


Cependant, aujourd'hui il y a insuffisance de la demande intérieure dans la zone euro (graphique 2a), ce que montre l'importance de l'excédent extérieur (graphique 2b).



Le Brexit, avec l'incertitude induite, pourrait aggraver cette insuffisance de la demande (cette situation d'excès d'épargne, graphique 2c).

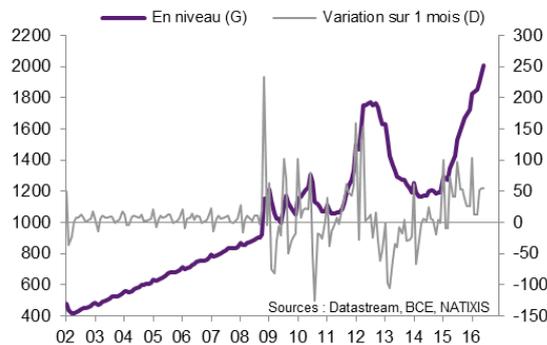
**Graphique 2c**  
Zone euro : taux d'investissement et taux d'épargne de la Nation (en % du PIB valeur)



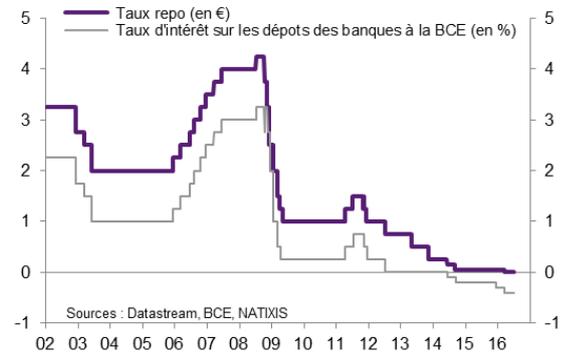
## La politique monétaire ne peut pas être utilisée davantage dans la zone euro

On n'imagine pas aujourd'hui dans la zone euro un Quantitative Easing de plus grande taille (graphique 3a), des taux d'intérêt plus négatifs (graphique 3b).

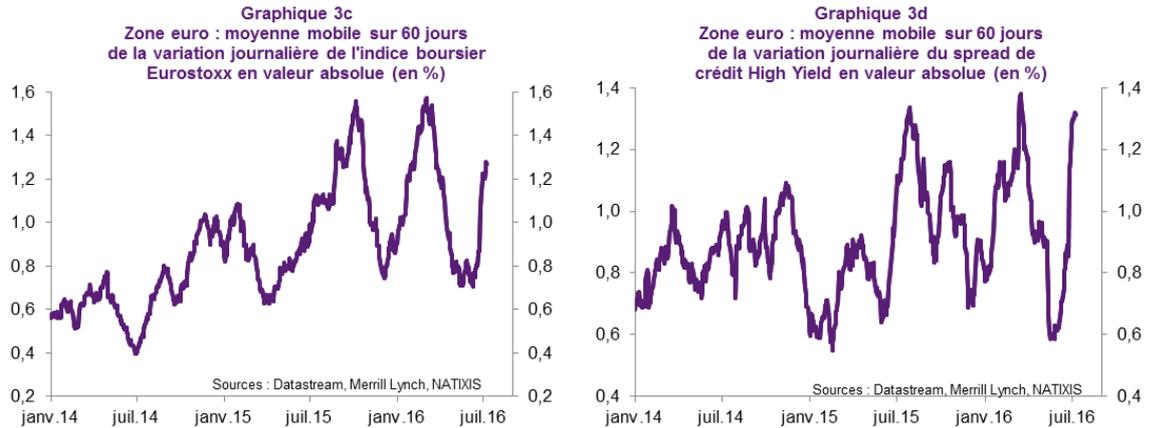
**Graphique 3a**  
Zone euro : base monétaire (en Mds d'euros)



**Graphique 3b**  
Zone euro : taux repo euro et taux d'intérêt sur les dépôts des banques à la BCE

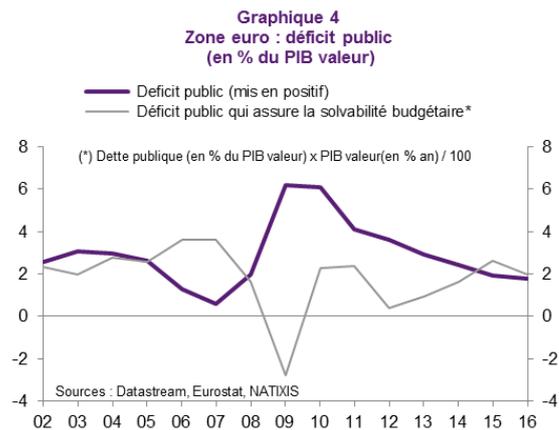


Les inconvénients de cette politique monétaire très expansionniste apparaissent déjà : variabilité accrue des prix des actifs (graphiques 3 c/d), perte de profitabilité des banques avec les taux d'intérêt négatifs.



## La zone euro doit rester budgétairement solvable

Le graphique 4 montre le déficit budgétaire de la zone euro et le déficit budgétaire qui stabilise le taux d'endettement public.



On voit qu'une hausse du déficit public de 0,3 point de PIB dans la zone euro conduirait à la perte de la solvabilité budgétaire de la zone euro.

La perte de la solvabilité budgétaire de la zone euro serait une évolution catastrophique : elle empêcherait la mutualisation des dettes de la zone euro (par l'ESM, la Banque Européenne d'Investissement).

## Les investissements publics productifs semblent être la bonne piste

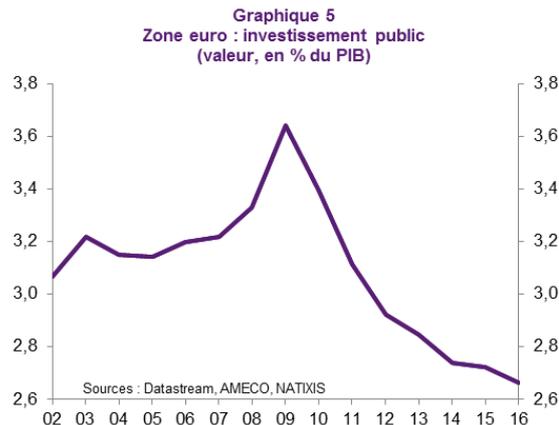
S'il y a dans la zone euro :

- insuffisance de la demande intérieure ;

- impossibilité d'utiliser davantage la politique monétaire ;
- danger de perte de solvabilité budgétaire,

la solution qui paraît normale est d'accroître les investissements publics productifs qui ont un effet positif sur la croissance potentielle (infrastructures digitales, éducation, énergies renouvelables...).

Cette approche est assez consensuellement retenue : **redresser les investissements publics « productifs » (graphique 5) dans la zone euro**, ce qui a inspiré par exemple le Plan Juncker.



Mais la difficulté est d'être capable de trier entre les investissements publics « normaux » et les investissements publics « productifs » : y-a-t-il suffisamment d'investissements publics productifs pour compenser l'insuffisance de la demande intérieure de la zone ?

## Synthèse : et si on stimulait l'investissement des entreprises de la zone euro

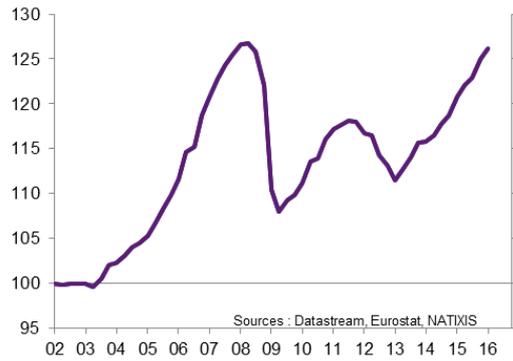
Nous pourrions parvenir à une conclusion pessimiste :

- il y a insuffisance de la demande intérieure dans la zone euro ;
- on ne peut plus utiliser la politique monétaire ;
- il y a un risque de perte de solvabilité budgétaire de la zone euro ;
- il n'est pas sûr qu'il y ait beaucoup d'investissements publics productifs.

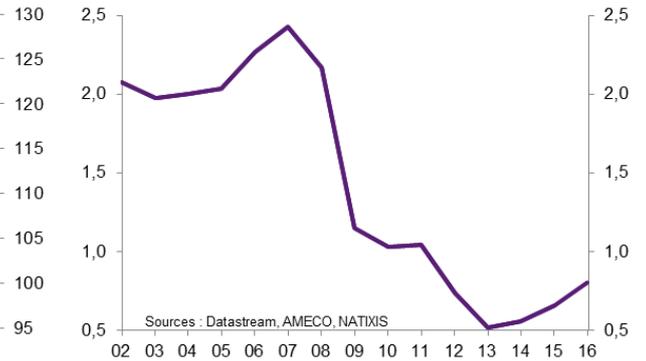
Que faire alors ?

Il reste la piste du redressement de l'investissement productif des entreprises (graphique 6a) : la croissance du capital a beaucoup diminué dans la zone euro (graphique 6b), malgré le fort redressement de la profitabilité (graphique 7), ce qui montre que le problème est probablement institutionnel : règles du marché du travail, fiscalité, ouverture insuffisante des marchés, maintien de difficultés des banques dans certains pays, absence de mobilité du capital entre les pays de la zone euro..., et que les réformes institutionnelles pourraient donc redresser l'investissement des entreprises, meilleure solution dans doute que d'utiliser les politiques macroéconomiques pour faire disparaître l'insuffisance de demande intérieure dans la zone euro.

**Graphique 6a**  
Zone euro : investissement productif en volume  
(100 en 2002:1)



**Graphique 6b**  
Zone euro : capital net en volume  
(en % par an)



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

