

Flash Economie

29 septembre 2016 - 967

Une grande erreur d'analyse

L'opinion de plus en plus dominante, parmi les économistes, les hommes politiques, les organisations internationales est que l'économie mondiale connaît un ralentissement inquiétant de sa croissance, avec des conséquences négatives sur les inégalités, la stabilité sociale et politique, et qu'il faut donc rendre encore plus expansionnistes les politiques économiques, monétaires et budgétaires. L'autre point de vue de plus en plus fréquemment exprimé, est qu'on demande trop aux politiques monétaires, qui deviennent de ce fait peu efficaces et même contre-productives, et qu'il faut donc transférer la charge du soutien de la croissance aux politiques budgétaires.

Mais il s'agit d'une grande erreur d'analyse : la croissance mondiale n'est pas anormalement faible, elle est juste liée à la croissance potentielle du Monde, c'est-à-dire à la croissance de long terme que le Monde est capable de réaliser. L'affaiblissement de la croissance potentielle du Monde explique celui de la croissance observée, et est dû à des causes structurelles (vieillesse démographique, déformation de l'économie mondiale vers une économie de services, affaiblissement du progrès technique) que les politiques budgétaires et monétaires ne peuvent pas modifier. L'acharnement à utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour essayer de redresser la croissance ne peut conduire qu'à l'instabilité financière et à des crises d'excès d'endettement. Même les politiques structurelles les plus communes (hausse de l'investissement public, investissement dans l'éducation, réformes du marché du travail) sont probablement inefficaces pour redresser la croissance potentielle.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 01 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com

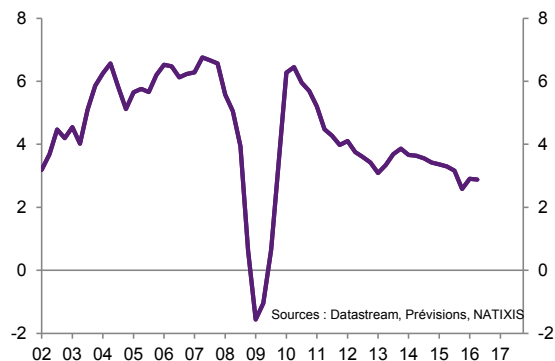
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

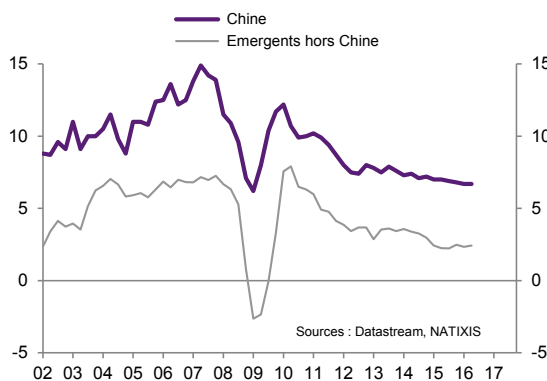
Recul de la croissance et recul de la croissance potentielle

L'inquiétude concernant la croissance mondiale (graphique 1) apparaît de plus en plus clairement dans les déclarations des institutions internationales, des gouvernements, des Banques Centrales. On évoque les difficultés des pays émergents, le freinage de la croissance en Chine, la croissance modeste de la zone euro, la stagnation du Japon, le Brexit (graphiques 2a/b)... On craint l'ouverture des inégalités, l'instabilité politique et sociale.

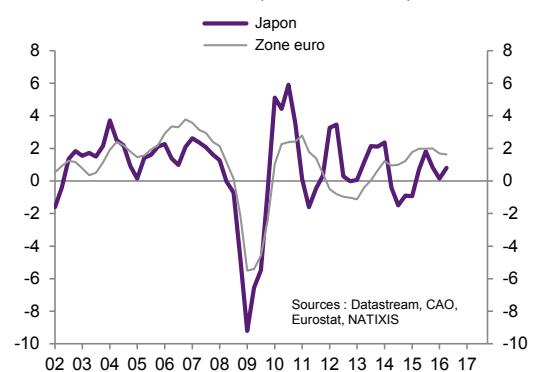
Graphique 1
Monde : croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 2a
Croissance du PIB (volume, GA en %)

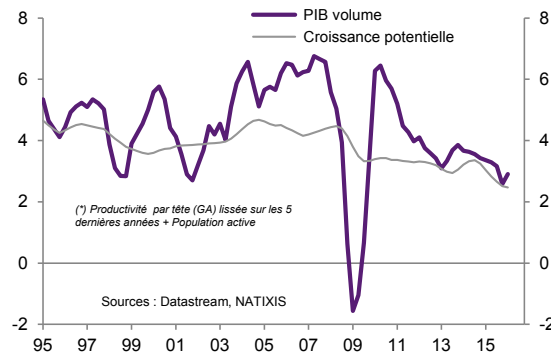


Graphique 2b
Croissance du PIB (volume, GA en %)

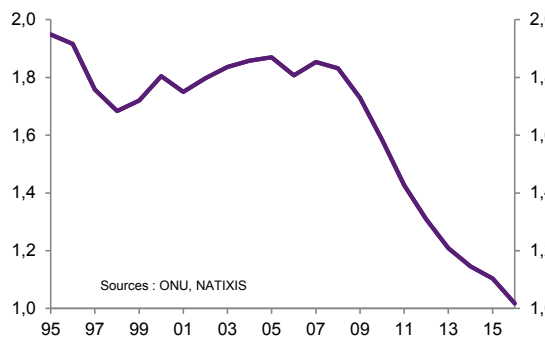


Mais il est très intéressant, et important, de comparer la croissance du Monde et la croissance potentielle du Monde, c'est-à-dire la croissance de long terme réalisable en raison de la démographie (de la croissance de la population active) et du progrès technique. On s'aperçoit alors que, depuis 20 ans, le ralentissement de la croissance mondiale est étroitement associé à celui de la croissance potentielle (graphique 3), avec le vieillissement démographique (graphique 4a) et le ralentissement des gains de productivité (graphique 4b).

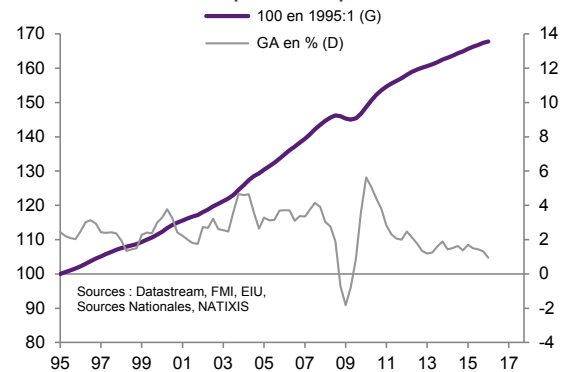
Graphique 3
Monde : croissance du PIB volume et croissance potentielle* (volume, GA en %)



Graphique 4a
Monde : croissance de la population de 20 à 60 ans (en %)

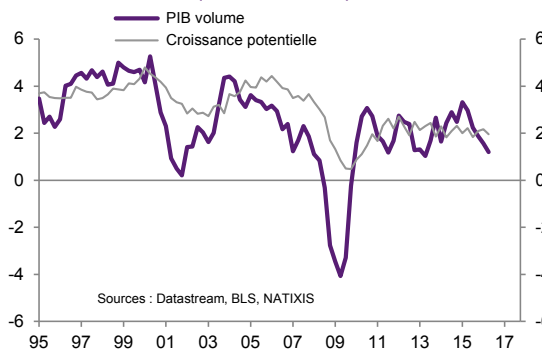


Graphique 4b
Monde : productivité par tête

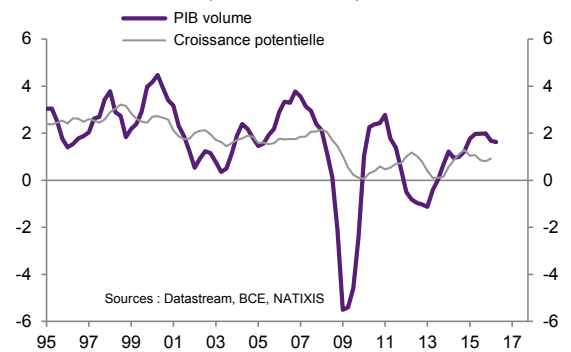


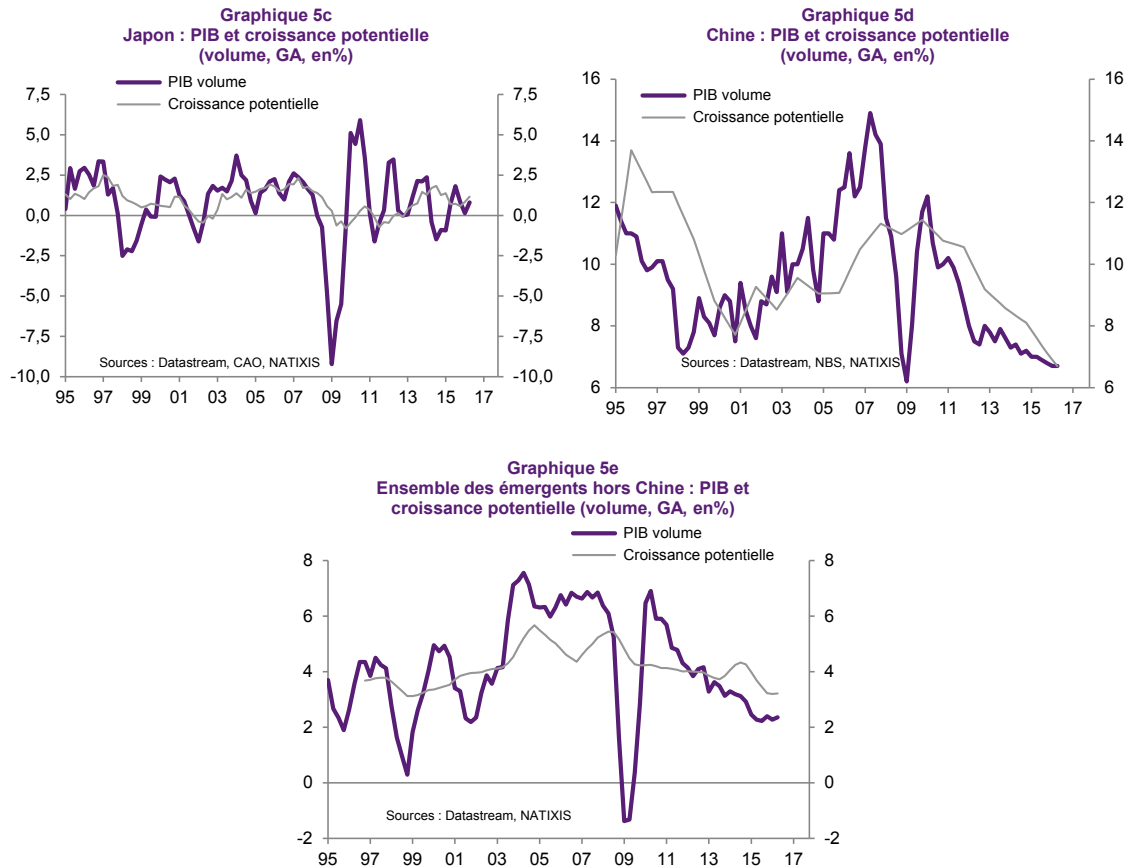
Ceci est vrai globalement, et pour chacune des grandes régions du Monde (**graphiques 5a/b/c/d/e**).

Graphique 5a
Etats-Unis : PIB et croissance potentielle (volume, GA, en%)



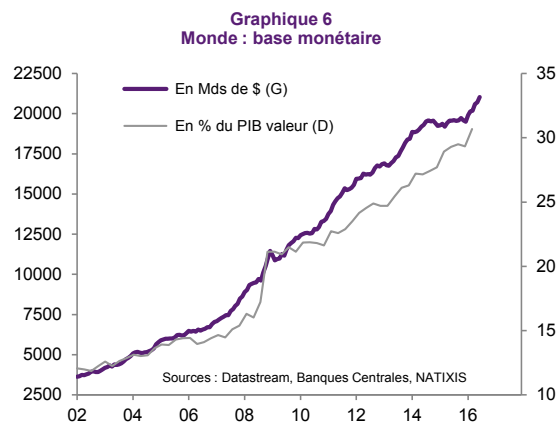
Graphique 5b
Zone euro : PIB et croissance potentielle (volume, GA, en%)





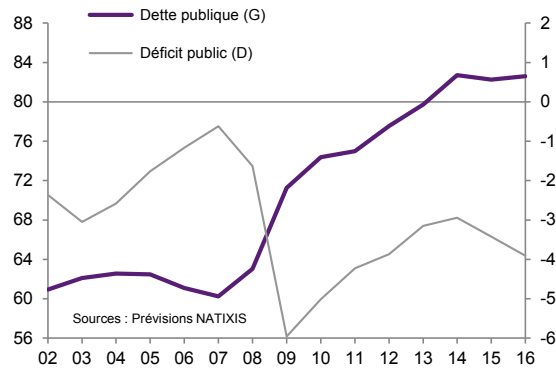
Report du soutien de la croissance sur les politiques budgétaires ?

L'autre message passé par les gouvernements, les institutions internationales et les Banques Centrales est que **le soutien de la croissance a trop reposé sur les politiques monétaires, ce qui a conduit à l'expansion anormale de la liquidité (graphique 6), au risque d'instabilité financière** (volatilité excessive des prix des actifs, bulles, affaiblissement des banques...). **Il faudrait donc aujourd'hui reporter le poids du soutien de la croissance vers les politiques budgétaires.**

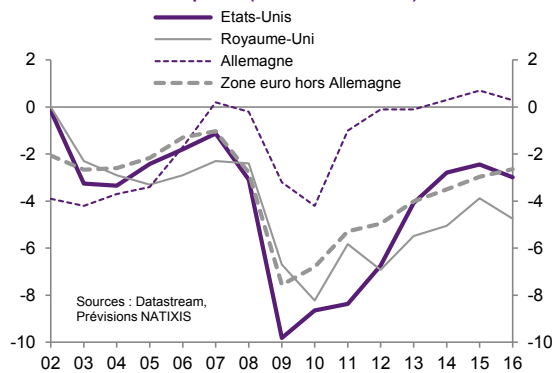


Ce message est difficile à comprendre. D'une part **les politiques budgétaires ont été déjà beaucoup utilisées (graphique 7)** ; le nombre de pays où l'endettement et le déficit publics permettent le passage à une politique budgétaire plus expansionniste est très réduit (Allemagne, Suède, **graphiques 8a/b et 9a/b**). D'autre part, **si le problème est la faiblesse de la croissance potentielle**, donc le vieillissement démographique et la faiblesse des gains de productivité, **on ne voit pas bien comment le problème pourra être corrigé en passant à une politique budgétaire plus expansionniste.**

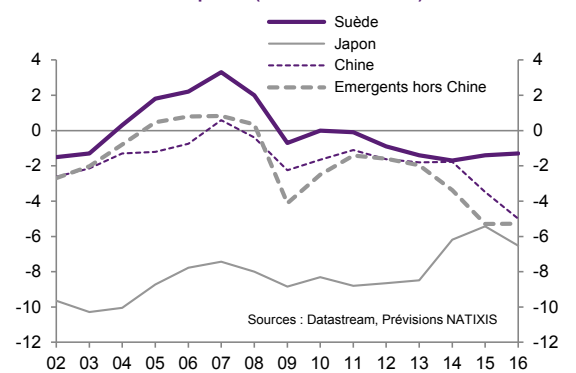
Graphique 7
Monde : dette et déficit publics (en % du PIB valeur)



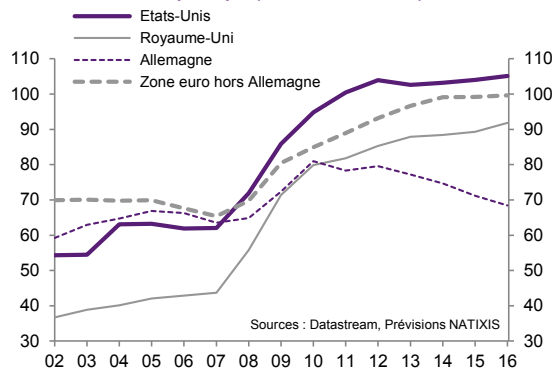
Graphique 8a
Déficit public (en % du PIB valeur)



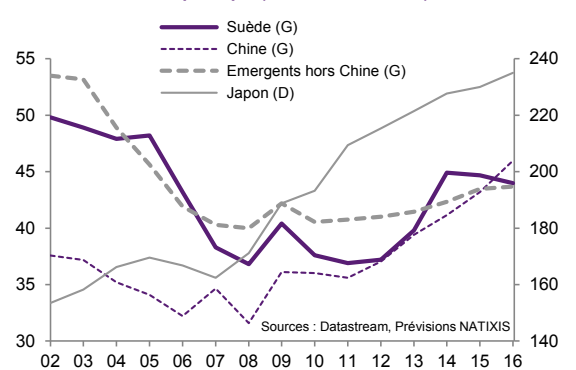
Graphique 8b
Déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 9a
Dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
Dette publique (en % du PIB valeur)



Des politiques budgétaires qui stimulent la productivité

Il faudrait être capable de définir **les politiques budgétaires expansionnistes de manière à ce qu'elles accroissent la productivité**. Bien sûr, le message « **politique correct** » est que ceci est possible si on accroît les investissements dans les infrastructures publiques utiles (numérique, énergies renouvelables), les investissements en éducation, en formation professionnelle. Mais il faut admettre que le ralentissement **des gains de productivité touche tous les pays** (graphiques 10a/b/c), qu'ils aient des niveaux élevés ou faibles d'investissement public (graphiques 11a/b/c), des niveaux élevés ou faibles de compétence de la population active (tableau 1).

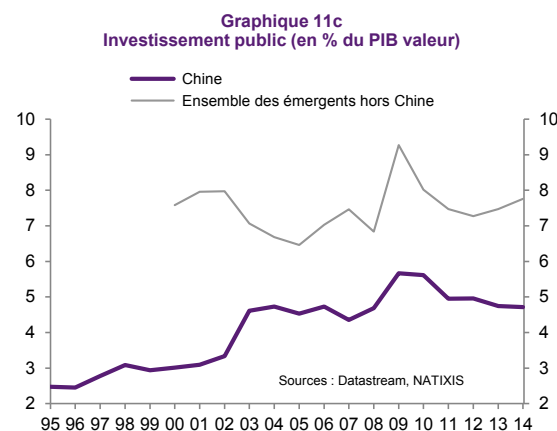
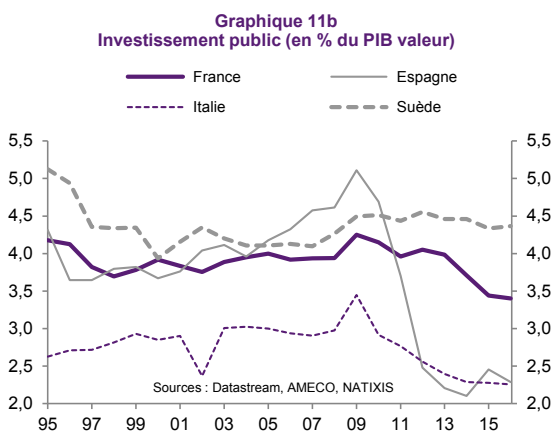
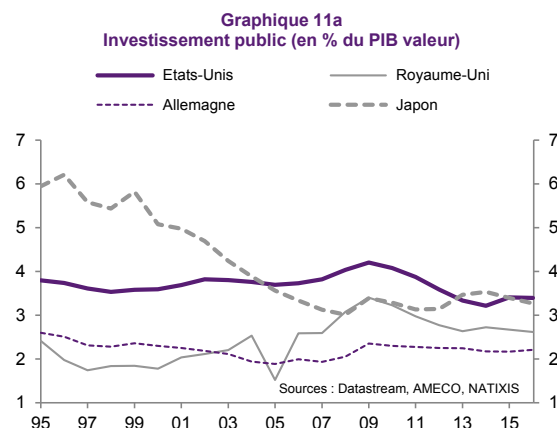
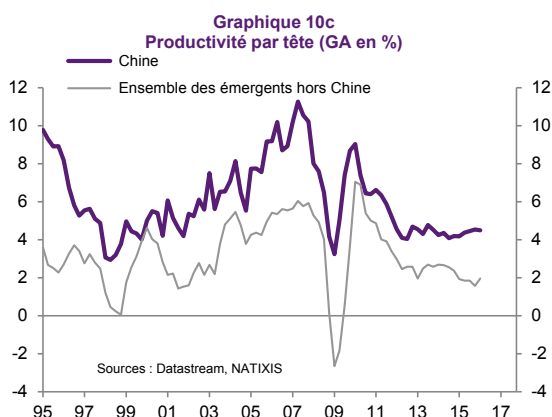
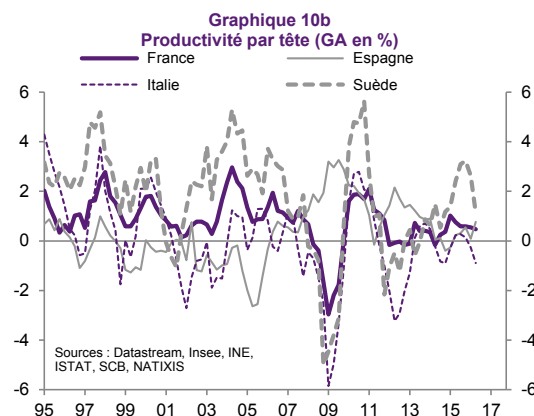
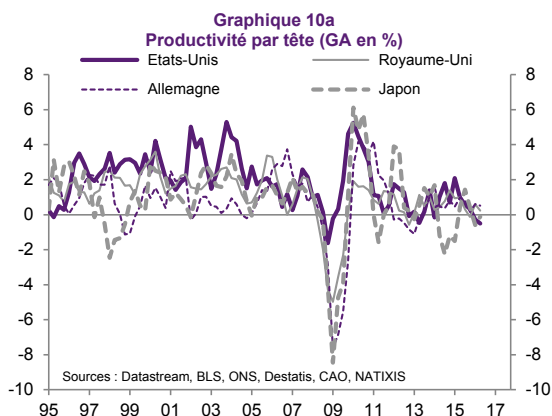


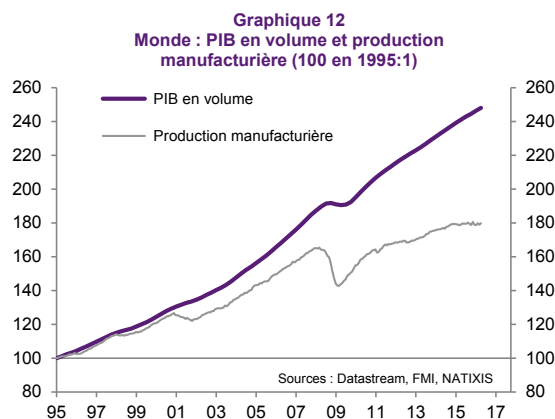
Tableau 1 : enquête PIAAC, score global - par score décroissant

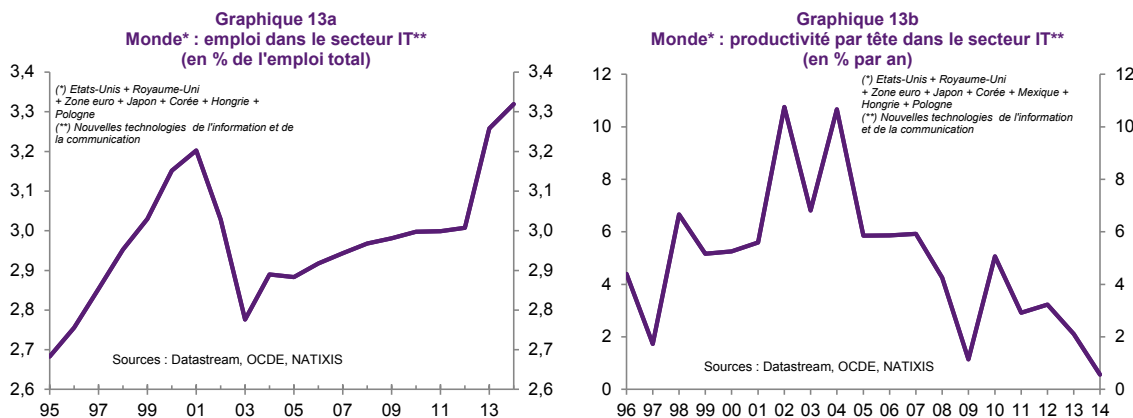
Pays	Score
Japon	292,8
Finlande	286,4
Pays-Bas	283,6
Suède	282,0
Norvège	281,1
Australie	278,9
Belgique	278,9
République Tchèque	277,6
Danemark	277,4
Slovaquie	276,9
Autriche	276,2
Estonie	275,5
Allemagne	274,7
Canada	273,8
Corée	273,0
Royaume-Uni	271,6
Pologne	267,2
Etats-Unis	266,7
Irlande	266,3
France	258,2
Italie	248,8
Espagne	248,8

Source : OCDE

Des causes profondes et très difficiles à corriger de la faiblesse de la croissance potentielle

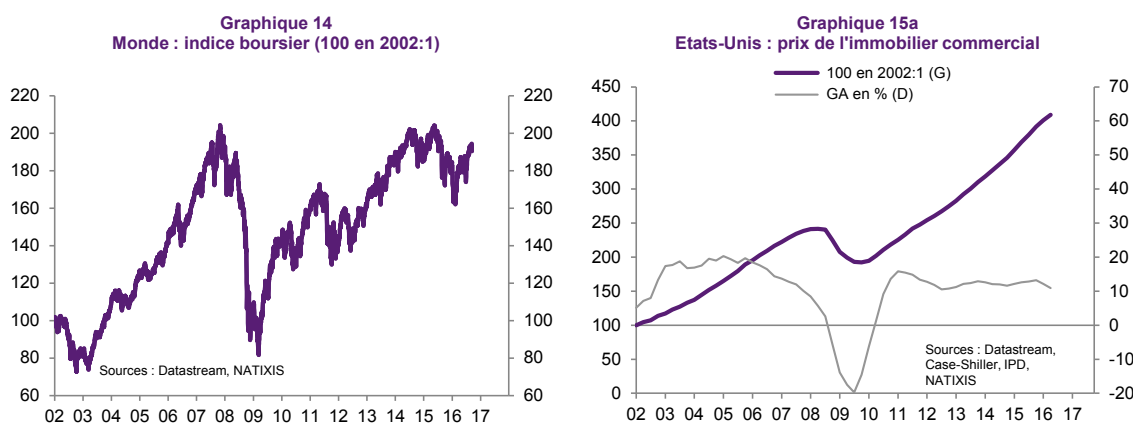
Il faut peut-être admettre que la faiblesse des gains de productivité vient de causes **extrêmement difficiles à corriger par les politiques économiques** : la transformation du Monde en une économie de services (**graphique 12**), avec la saturation des besoins en produits industriels, le vieillissement démographique, les gains de productivité étant nettement plus faibles dans l'industrie que dans les services ; l'absence d'innovations apportant un progrès technique substantiel, associée à la transformation des Nouvelles Technologies en une industrie mature où les gains de productivité ralentissent (**graphiques 13a/b**).



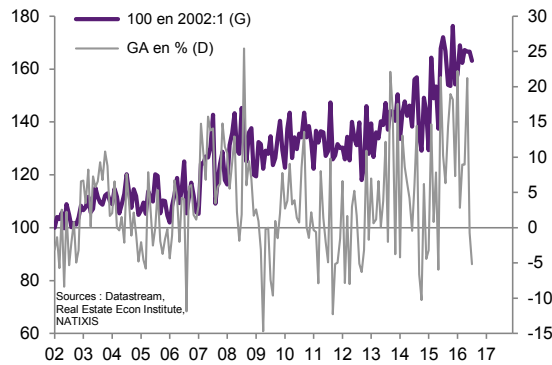


Synthèse : un risque accru d'instabilité si des politiques économiques encore plus expansionnistes sont utilisées

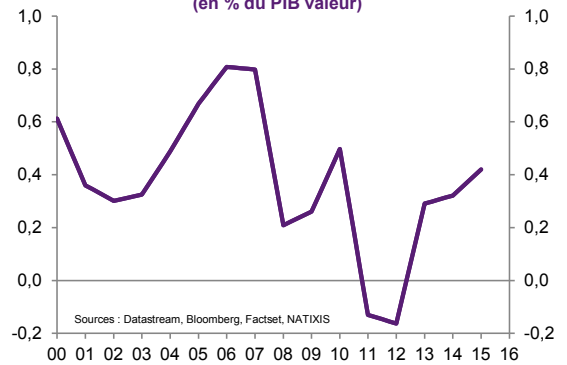
Si le fléchissement de la croissance potentielle entraînant celui de la croissance effective est inexorable, **l'utilisation de politiques monétaires encore plus expansionnistes amplifierait les effets négatifs déjà visibles de ces politiques monétaires** : variabilité forte des prix des actifs, (**graphique 14**), bulles (sur les prix de l'immobilier commercial aux États-Unis, **graphique 15a**, résidentiel au Japon par exemple **graphique 15b**), affaiblissement des banques avec les taux d'intérêt bas (dans la zone euro en particulier, **graphique 16**), écrasement anormal des primes de risque (dette publiques périphériques de la zone euro, **graphique 17a**, obligations d'entreprises dans la zone euro par exemple, **graphique 17b**). **L'utilisation de politiques budgétaires encore plus expansionnistes conduirait à un risque encore plus élevé de crise des dettes publiques** en cas de remontée des taux d'intérêt à long terme dans le futur, la solvabilité budgétaire étant assurée par le niveau anormalement bas des taux d'intérêt à long terme (**graphique 18**).



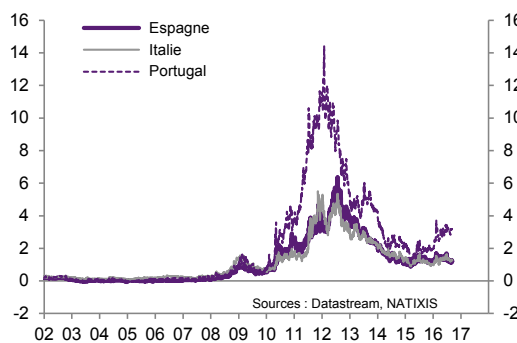
Graphique 15b
Japon : prix des maisons



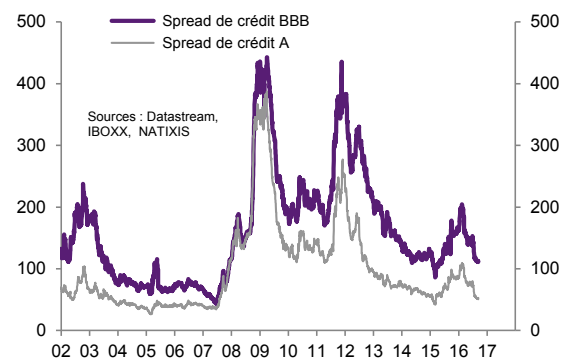
Graphique 16
Zone euro : profits des banques (en % du PIB valeur)



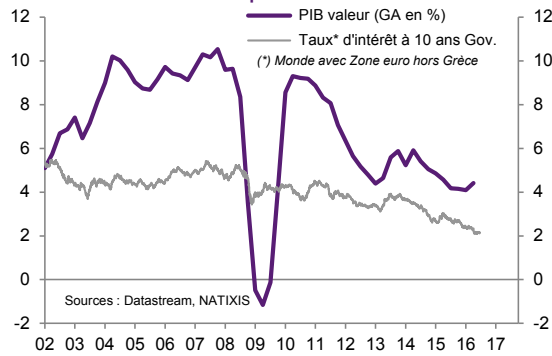
Graphique 17a
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat du pays avec l'Allemagne (en %)



Graphique 17b
Zone euro : spread de crédit (asset swap, en pb)



Graphique 18
Monde : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



L'obstination des institutions internationales, de certains gouvernements, de la majorité des économistes à réclamer des politiques budgétaires et même monétaires plus expansionnistes est très dangereuse si la perte de croissance mondiale vient seulement de causes structurelles profondes ayant fait reculer la croissance potentielle.