



« Interrogations sur le  
régime de croissance »

L'économie mondiale 2015

*Mercredi 24 septembre 2014, 15h00-17h45*

*Présentation de :*

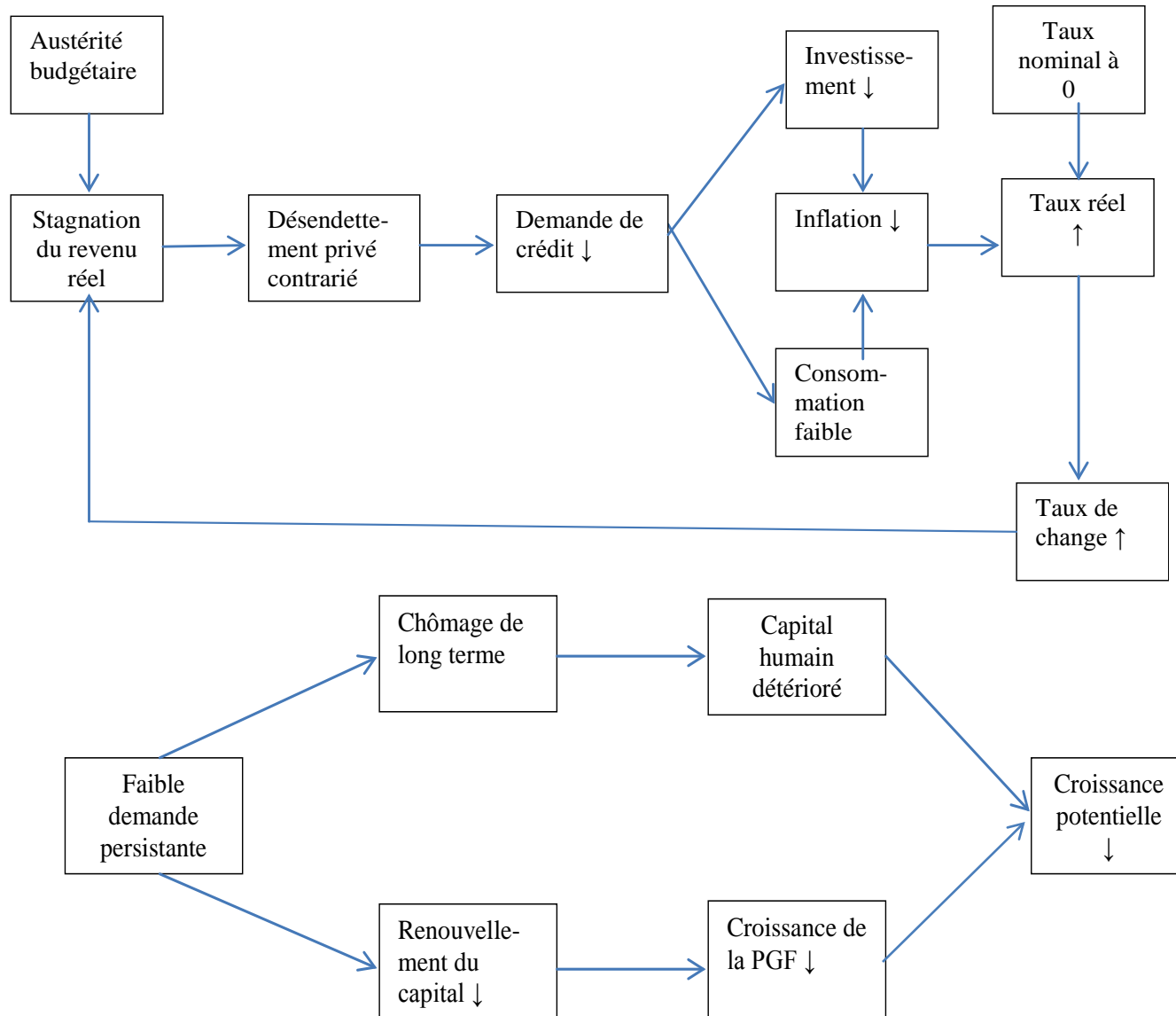
**Michel Aglietta**

Conseiller au CEPII,  
Membre du Haut  
Conseil des  
Finances Publiques



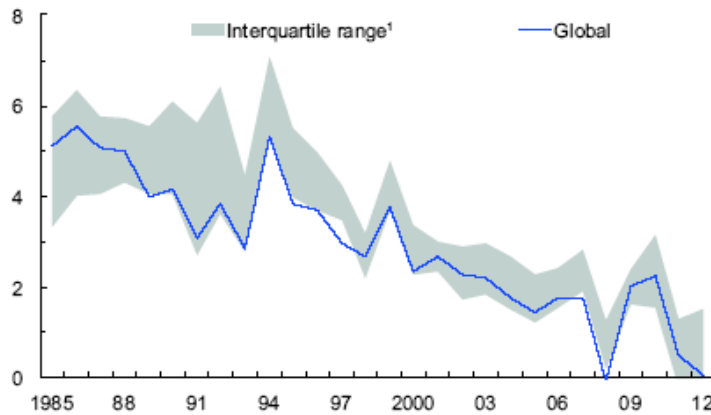
Pourquoi une croissance basse prolongée en Europe ?

- *Taux d'intérêt naturel* (Wicksell) : taux d'intérêt réel d'équilibre tel que  $I^*=S^*$  compatible avec la croissance de plein emploi et une inflation stable qui valide les anticipations de LT
- Équilibre de plein emploi si taux d'intérêt réel « de marché » (défini par le taux directeur de la BC lorsque l'inflation est sur la cible) = taux naturel
- *Déflation de bilan*: conséquence du retournement du cycle financier → richesse nette  $< 0$  répandue dans le secteur privé où les agents cherchent un désendettement simultané → demande globale ↓ → désendettement contrarié
- *Stagnation séculaire* : configuration macro où l'équilibre au plein emploi  $I^*=S^*$  implique un taux d'intérêt naturel  $< 0$  que la banque centrale, bloquée par la barrière de taux nominal 0 (ZLB), peine à atteindre.
- Symptômes:
  - ↓ tendancielle du taux d'intérêt réel (proxy du taux naturel) jusqu'à  $\leq 0$
  - ↓ de longue durée du taux de croissance potentielle
  - Output durablement très en dessous du potentiel
  - Inflation ↓ avec demande agrégée insuffisante.



- Baisse tendancielle du taux réel mondial

**Figure 1** Short- and long-term global real interest rates (% per year)

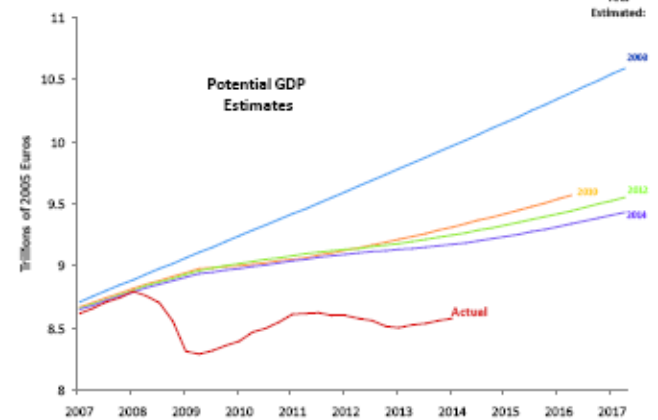


Note: 1 The sample consists of: United States, United Kingdom, Austria, Belgium, France, Germany, Italy, Netherlands, Norway, Sweden, Switzerland, Canada, Japan, Finland, Greece, Portugal, Spain, Australia, New Zealand. Global based on the GDP-weighted average.

Source: IMF (2014).

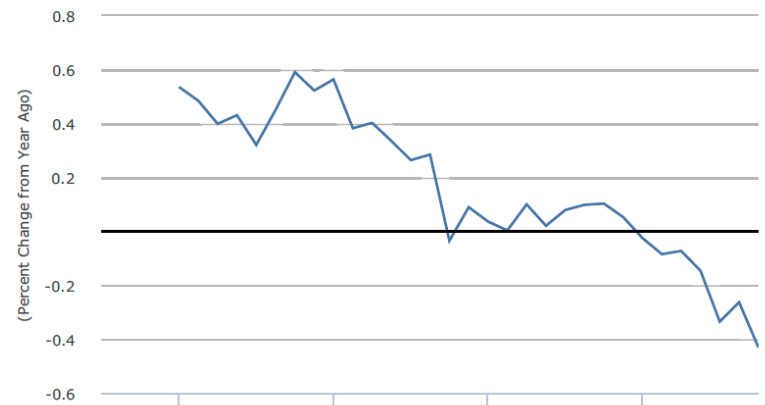
- La zone euro sur les traces du Japon : Épuisement de la croissance et baisse de la population d'âge actif

**Eurozone Actual and Potential GDP**



Sources: IMF World Economic Outlook Databases, Bloomberg.

**Figure 2** Working age population in the Eurozone (% change from year ago)



Source: OECD, "Main Economic Indicators - complete database", Main Economic Indicators (database), <http://dx.doi.org/10.1787/data-00052-en> (accessed on 6 August 2014). Copyright, 2014, OECD. Reprinted with permission.

- La ZE est la seule région de l'OCDE sans aucun désendettement privé
- Seule l'Allemagne, dont la dette privée était la plus faible, s'est désendettée

**Tableau 1. Dettes publiques et privées (niveau 2013 et variation 2008-13 en % du PIB)**

**1a. Zone euro dans l'OCDE**

Pays et zone euro	Niveau 2013		Variation 2008-2013	
	Dettes privées nf <sup>1</sup>	Dettes publiques <sup>2</sup>	Dettes privées nf <sup>1</sup>	Dettes publiques <sup>2</sup>
Etats-Unis	156	85	-19	+22
Zone euro	164	96	0	+26
Royaume Uni	187	89	-16	+34
Japon	167	238	-3	+46

nf : secteur privé non financier : ménages et entreprises

1: secteur privé non financier (ménages et entreprises)

2: dette publique brute

Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM

**1b. Dettes nationales en zone euro**

Pays et zone euro	Niveau 2013		Variation 2008-2013	
	Dettes privées nf <sup>1</sup>	Dettes publiques <sup>2</sup>	Dettes privées nf <sup>1</sup>	Dettes publiques <sup>2</sup>
Allemagne	107	80	-7	+13
France	123	92	+13	+24
Italie	128	127	+6	+21
Espagne	209	94	-11	++54

nf : secteur privé non financier : ménages et entreprises

1: secteur privé non financier (ménages et entreprises)

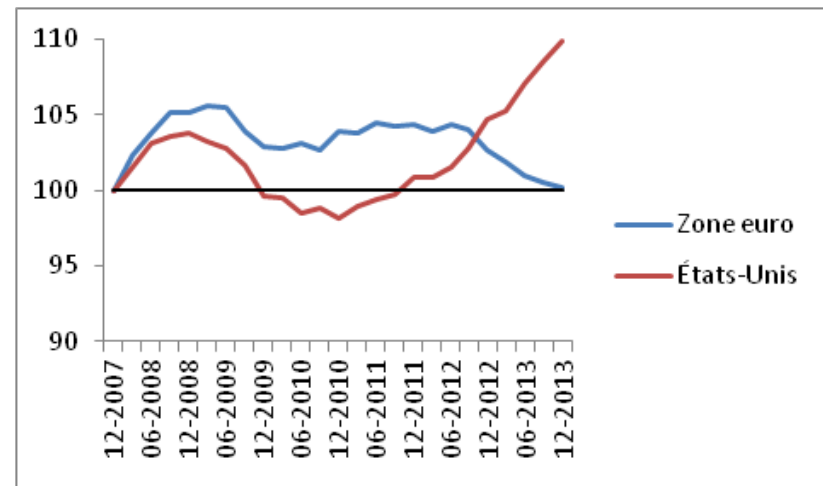
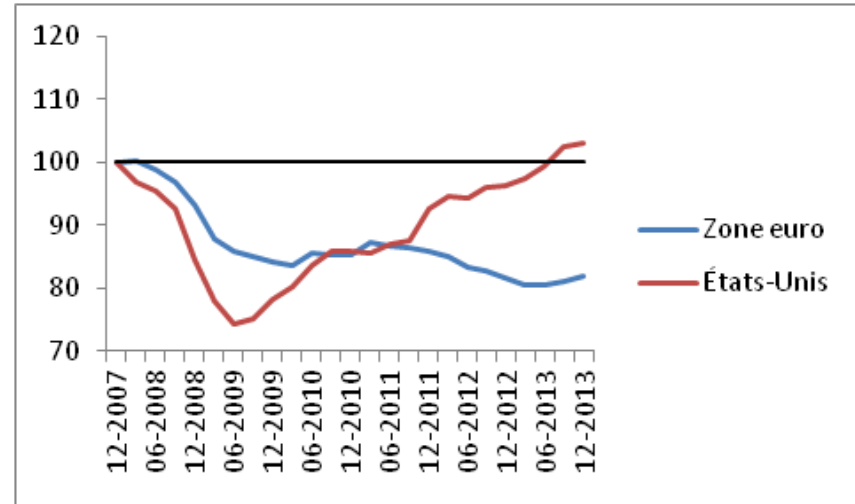
2: dette publique brute

Source : comptes nationaux, base AMECO, Groupama-AM

Depuis 2010, trois erreurs majeures à la fois politiques et économiques :

- Un assainissement trop timoré des bilans bancaires → paralysie du crédit
- L'extension de la crise grecque à des États solvables → fragmentation de l'espace financier européen
- Des ajustements budgétaires asymétriques, restrictifs, trop rapides et simultanés → récession (2011-13) + rebond conjoncturel hésitant et sans reprise de l'investissement ni privé, ni public

Investissement réel et crédit réel par ha : US et ZE



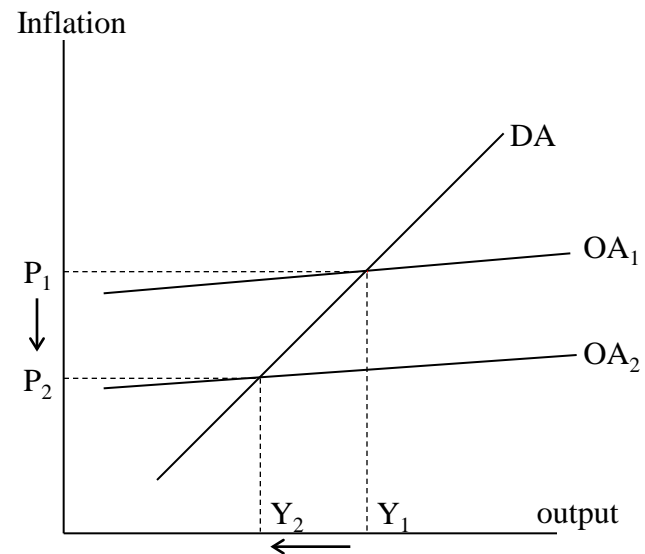


Quelles politiques économiques pour retrouver le chemin de la croissance ?



- Politiques pour retrouver à court terme une pente  $< 0$  de la courbe de demande agrégée et déplacer la courbe vers la droite :
  - *Politique monétaire* : relever le taux d'inflation implique une politique d'achats d'actifs sans doute massive. D'autres pistes pour récupérer le retard de hausse des prix: une cible temporaire de niveau de prix ou de PIB nominal
  - *Politique budgétaire* : injecter du pouvoir d'achat (à doses non homéopathiques) aux catégories de revenus à haute propension à consommer pour réduire l'output gap.

- La courbe d'offre devient + plate avec l'inflation basse et l'output gap élevé.
- La demande agrégée a une pente  $\uparrow$  parce qu'une  $\downarrow$  de l'inflation  $\uparrow$  la valeur réelle des dettes et le taux d'intérêt réel  $\rightarrow$  renforce les difficultés du désendettement :  $I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ .



- Une baisse du coût du travail :  $OA1 \rightarrow OA2$
- Réduit l'activité économique :  $Y1 \rightarrow Y2$
- et l'inflation :  $P1 \rightarrow P2$

- *La priorité est d'inverser le déclin de longue durée de l'investissement public au niveau européen pour donner une impulsion d'entraînement à l'investissement privé et pour élever la productivité des facteurs de production :*
  - infrastructures de réseaux à externalités  $>0$ ,
  - investissements bas carbone tournés vers l'efficacité énergétique et décentralisés
  - investissement massif formation/éducation sur toute la vie accompagnant l'automatisation des processus de production pour accroître systématiquement les qualifications.
- *Mettre en place une intermédiation financière capable de financer une augmentation soutenue du taux d'investissement :*
  - Implication directe de la banque centrale dans le financement des investissements bas carbone et les financements des entreprises par titrisation et achats d'ABS, plateformes d'émission d'obligations « corporate » pour les PME, garanties de risque et provisions de financement de soudure dans les projets d'investissement de LT (*bridge finance*)
  - *Fonds Public Européen d'Investissement* : créer un intermédiaire financier capable de mobiliser l'épargne (émissions obligataires pour les investisseurs institutionnels) et de coordonner des investisseurs responsables pour le financement de long terme.

- Déterminer une trajectoire de consolidation budgétaire compatible avec le rétablissement de la croissance implique de faire évoluer l'union budgétaire :
  - Carcan de règles arbitraires → action collective sur les fonctions de stabilisation et d'allocation
- *Stabilisation* : éviter les ajustements asymétriques de type déflationniste implique une procédure d'évaluation de la cohérence entre les politiques budgétaires :
  - *Mettre les Hauts Conseils des Finances Publiques en réseau dans un Institut Budgétaire Européen*, rapportant périodiquement devant un collège de représentants des parlements nationaux, créerait un peu de démocratie dans les semestres européens, éclairerait les décisions du Conseil Européen et faciliterait le dialogue avec la BCE pour un *policy mix ZE*
  - *Définir un mécanisme de stabilisation cyclique dans la ZE* par un Fonds d'assurance calculé sur les output gaps relatifs et validés par l'institut budgétaire européen permettant une régulation centrale du mécanisme.
- *Allocation pour un modèle de solidarité dédié à la croissance* :
  - Doter l'Europe d'un budget digne de ce nom et renforcer la fonction compétitivité croissance dans les dépenses de ce budget.
  - Créer le Fonds d'Investissement Européen pour financer les biens publics d'intérêt communs: infrastructures, réseaux, universités technologiques.