

25 ANS D'UNION MONÉTAIRE LA ZONE EURO À TRAVERS LES CRISES

Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Edgar Carpentier-Charlét, Magali Dauvin,
François Geerolf, Éric Heyer et Mathieu Plane

Sciences Po, OFCE

La zone euro a traversé plusieurs crises qui ont parfois menacé sa pérennité mais qui ont aussi entraîné des réformes de sa gouvernance budgétaire et des changements dans la conduite de la politique monétaire. À la veille des élections européennes et 25 ans après sa création, la question se pose de la performance économique de la zone euro par rapport à celle de l'économie américaine. Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008, elles divergent notablement depuis.

Nous étudions les causes possibles de ce décrochage en distinguant les facteurs d'offre et de demande.

- Côté offre, la zone euro s'est caractérisée sur l'ensemble de la période par une croissance de la productivité nettement plus faible qu'aux États-Unis. À l'inverse, alors qu'il a stagné aux États-Unis, le taux d'emploi de la population en âge de travailler s'est nettement amélioré dans les pays européens même si des disparités au sein du continent demeurent. Plus récemment, la divergence est également liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe en lien avec la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine.
- Du côté de la demande, force est de constater qu'il y a un déficit de demande agrégée bien réel en zone euro, avec une épargne qui dépasse nettement l'investissement depuis 2010, alimentant les déséquilibres commerciaux dans le monde. Cette épargne excédentaire s'explique entre autres par une politique budgétaire plus restrictive en Europe qu'aux États-Unis.

Cette sous-performance agrégée de la zone euro s'accompagne de trajectoires très hétérogènes au sein de la même zone. Sur l'ensemble de la période, les pays du « Nord » ont crû plus vite que la France et que les pays du « Sud ». La période récente a cependant permis à certains pays, notamment l'Italie, de combler une partie de l'écart.

L'enjeu des prochaines années sera celui de la consolidation budgétaire et de ses effets sur l'activité.

- Il est impératif de ne pas reproduire l'erreur de 2011-2014. Une politique de consolidation budgétaire peut être adaptée en période de reprise de l'activité mais elle est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est en sous-régime ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, elle sera moins néfaste sur l'activité en étant graduelle, lissée et non synchronisée au sein de la zone euro.
- Par ailleurs, la priorité de ce côté de l'Atlantique ne peut pas être uniquement le rétablissement des finances publiques, au risque de voir le fossé économique avec les États-Unis continuer à se creuser : avec les nouveaux défis mondiaux et géostratégiques, l'Europe doit financer sa sécurité, la transition écologique et les nouvelles industries vertes. Utilisant son excédent structurel d'épargne, un plan de relance européen ambitieux, ciblé à la fois sur l'offre et sur la demande, permettrait de relever ces défis tout en mettant les économies sous tension, stimulant ainsi la croissance et la productivité. Une croissance potentielle accrue plus élevée est cruciale pour la soutenabilité des dettes publiques à long terme.

Mots clés : Union européenne, zone euro, politique monétaire, politique budgétaire, Europe.

Vingt-cinq ans après sa création, la zone euro a traversé plusieurs crises : l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, la crise financière mondiale de 2008-2009, la crise des dettes souveraines de 2011-2013, la crise sanitaire de la Covid en 2020-2021 puis, plus récemment, la crise énergétique. Ces crises ont eu un impact sur la croissance et ont même parfois pu menacer la pérennité de la zone euro. Elles se sont également traduites par des évolutions de sa gouvernance économique. Ce contexte n'est pas propre aux pays de l'Union monétaire européenne. C'est pourquoi il peut être informatif d'analyser les performances économiques de la zone euro à l'aune de celles des États-Unis : une autre union monétaire de taille et de niveau de développement économique comparables. Cette comparaison s'appuie d'abord sur la dynamique du PIB par habitant et cherche ensuite à analyser le rôle des facteurs d'offre et de demande dans les évolutions de la croissance. Par ailleurs, puisque la zone euro est une union monétaire sans union budgétaire, à la différence des États-Unis, la question de l'hétérogénéité des dynamiques économiques nationales

reste prégnante¹. L'analyse ne peut donc pas se restreindre à la croissance agrégée mais doit aussi éclairer les forces centrifuges et centripètes qui caractérisent la zone euro. Cette étude ne peut prétendre à l'exhaustivité et se concentre sur la dimension macroéconomique pour établir un récit des performances économiques au cours des 25 dernières années. Nous en tirons des enseignements destinés à éclairer le débat public sur les défis de la zone euro après la période Covid et la crise énergétique. Les questions environnementales ou sociales sont évidemment importantes mais ne seront pas traitées ici au-delà de leurs liens ayant trait à certains aspects généraux sur le marché du travail². De même, bien que nous illustrions certains éléments de divergence, nous ne pouvons prétendre à une lecture fine de la situation de chaque pays de la zone euro.

Quelles ont été les performances économiques de la zone euro depuis 1999 ? La zone euro a-t-elle fait mieux ou moins bien que l'économie américaine en termes de croissance ou d'emploi ? Quel est le rôle respectif des facteurs d'offre et de demande dans les différentiels de croissance économique³ ? Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008 de part et d'autre de l'Atlantique, elles semblent désormais diverger avec des phases de récession ou de ralentissement relativement plus longues et plus intenses en zone euro qu'aux États-Unis. Pour autant, l'analyse du marché du travail sur longue période montre une amélioration significative du taux d'emploi en zone euro qui contribue positivement à la croissance économique. On peut dès lors se demander si la moindre croissance européenne doit être considérée comme une fatalité, liée aux déterminants de la croissance potentielle, ou si cette situation résulte de choix peu judicieux de politique économique. L'examen de notre histoire macroéconomique des vingt-cinq dernières années fournit assurément quelques clefs et vient compléter plusieurs travaux sur le sujet⁴.

1. Les États américains sont également hétérogènes mais l'objectif est ici d'éclairer le débat européen. Par ailleurs, aux États-Unis, l'Union est également budgétaire et politique, ce qui se traduit par des mécanismes de transferts entre États plus systématiques et plus importants.

2. Les questions environnementales seront traitées dans un *Policy brief* 132.

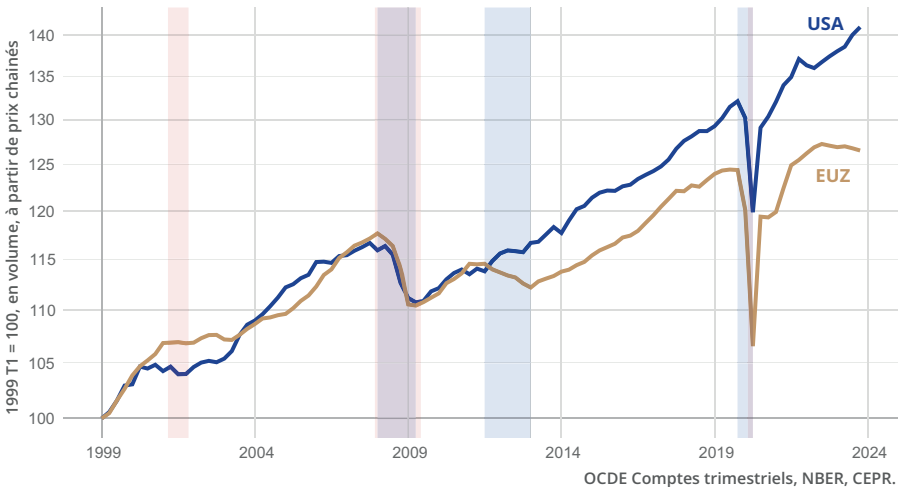
3. L'analyse menée ici est complémentaire de celle proposée dans Bock *et al.* (2024). Partant du même constat de décrochage européen, les auteurs se concentrent sur le tissu productif par pays, la divergence des taux d'investissement par type d'actifs et leurs potentiels impacts sur les gains de productivité.

4. Voir Fuest *et al.* (2024), Letta (2024) et Villeroy de Galhau (2024).

1. Moins de croissance en zone euro et des performances hétérogènes entre les pays

L'évolution du PIB par habitant est le premier indicateur à l'aune duquel les économistes évaluent les performances économiques d'un pays. À cet égard, la dynamique actuelle de croissance en zone euro suggère un contexte dégradé relativement aux États-Unis. Mais cette situation est-elle récente ou observe-t-on un décrochage de la zone euro par rapport aux États-Unis ? Depuis quelle date ? Et quelle est l'ampleur de ce décrochage ? La réponse à la première question est oui mais l'ampleur de ce décrochage est plus difficile à évaluer précisément et dépend de sa mesure. La divergence est bien plus marquée lorsque les PIB sont mesurés en dollars courants, plutôt qu'en utilisant les Parités de Pouvoir d'Achat (PPA). Les PPA ont pour but d'ajuster les différences de coût de la vie entre les pays : elles indiquent que, lorsqu'on ramène tout à une même monnaie, le coût de la vie outre-Atlantique a considérablement augmenté par rapport à celui de la zone euro, en parallèle avec l'appréciation du dollar face à l'euro. En revanche, comparer les niveaux de richesse en utilisant les taux de change courants révèle un écart très important entre les économies de la zone euro et celles des États-Unis. Cette mesure surestime sans doute l'ampleur du décrochage, mais les évaluations basées sur les taux de change courants ne sont pas dénuées de pertinence lorsqu'il s'agit

Graphique 1. Évolution du PIB par habitant aux États-Unis et en zone euro

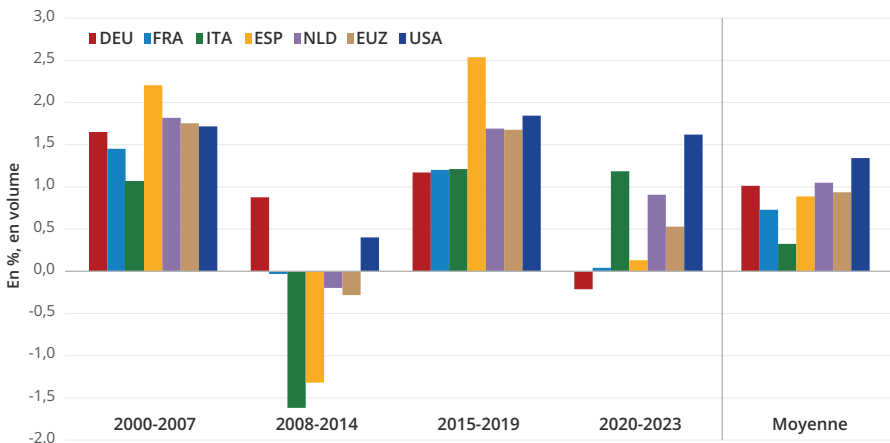


Note : Les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

d'acquérir des biens de consommation disponibles au niveau international, tels que des billets pour les Jeux Olympiques, ou des biens d'investissement comme l'immobilier de luxe dans les capitales internationales. En effet, dans ces cas, ce qui importe, c'est bien le niveau de richesse mesuré au taux de change courant. Il n'est pas certain que les mesures de PPA puissent refléter ces évolutions en temps réel, d'autant plus que ces mesures ne sont effectuées que tous les trois ans et se concentrent par nature sur un nombre limité de biens. On choisira, pour éviter ces discussions méthodologiques, les mesures de comptabilité nationale en volume et en base 100 au premier trimestre 1999, disponibles pour chacun des pays, qui montrent déjà un certain décrochage du niveau de vie de la zone euro (graphique 1).

Comme le montre le graphique 2, depuis la création de l'euro en 1999 et jusqu'en 2023, la zone euro a enregistré une croissance moyenne annuelle du PIB par habitant, en volume, de 0,9 %, un rythme inférieur à celui des États-Unis (1,3 %). Ce différentiel de 0,4 point n'est cependant pas uniforme sur l'ensemble de la période. Entre 1999 et 2007, les trajectoires de PIB par habitant ont suivi des évolutions relativement parallèles, la zone euro enregistrant même une croissance légèrement supérieure à celle des États-Unis : 1,8 % par habitant contre 1,7 %. L'économie américaine a cependant démontré une bien meilleure capacité de rebond face aux chocs qui ont frappé l'économie mondiale depuis. On observe en effet un premier décrochage de l'économie de la zone euro à partir de 2010-2013, ce qui

Graphique 2. Taux de croissance annuel moyen du PIB par habitant entre 1999 et 2023



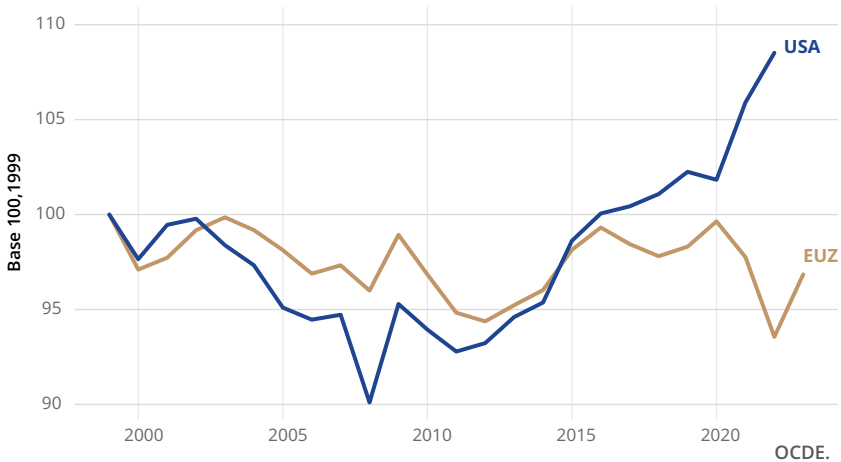
correspond à la période de la crise des dettes souveraines dans la zone euro au cours de laquelle les États membres ont mis la priorité sur la réduction des déficits budgétaires. La zone euro a vu son PIB par habitant baisser de 0,3 % par an en moyenne pendant la crise financière et celle des dettes souveraines (période 2008-2014) alors qu'il a continué à progresser outre-Atlantique. Les États-Unis et la zone euro ont ensuite suivi une trajectoire relativement parallèle jusqu'en 2019, indiquant que l'écart créé précédemment ne s'est pas comblé. Depuis la crise de la Covid, l'écart semble à nouveau se creuser avec un taux de croissance du PIB par habitant de 0,5 % par an en zone euro sur la période 2020-2023, marquée par les crises sanitaire et énergétique, contre 1,6 % aux États-Unis.

La trajectoire du PIB par habitant de la zone euro cache cependant de fortes disparités entre pays. Parmi les principaux, l'Allemagne et les Pays-Bas sont ceux qui s'en sortent le mieux sur l'ensemble de la période (1,0 %), devant l'Espagne (0,9 %), la France (0,7 %)⁵, et surtout l'Italie (0,3 %). Mais les dynamiques varient selon les sous-périodes. Ainsi, l'Allemagne a notamment connu une dynamique relativement forte sur la période 2008-2014, qui lui permet d'afficher une croissance moyenne par habitant équivalente à celle des États-Unis sur la période 1999-2019. Son économie stagne depuis la pandémie, puis a été particulièrement heurtée par le choc énergétique. L'Italie fait figure d'exception avec une baisse de son PIB par habitant sur la période 2008-2019, mais elle connaît depuis la crise Covid la hausse la plus forte des grands pays de la zone euro. L'Espagne a connu des cycles économiques très marqués mais enregistre un net rebond de son économie après le plongeon de 2008-2014. La France qui avait une dynamique de PIB par habitant relativement proche de la moyenne de la zone euro sur la période 1999-2014, semble décrocher depuis. Avec l'Allemagne, elle enregistre la plus mauvaise performance de croissance du PIB par habitant sur la période 2015-2023. Enfin, les Pays-Bas ont lors des différentes périodes une croissance moyenne du PIB par habitant proche de la moyenne de la zone euro, sauf au cours des quatre dernières années où ils ont, avec l'Italie, mieux résisté que leurs partenaires européens aux deux crises successives.

5. La publication le 31 mai 2024 des nouveaux comptes nationaux en base 2020 modifie la dynamique du PIB sur la période 2020-2023. La variation du PIB par habitant est de 0,3 % et non plus de 0,0 % sur cette période, ce qui rapproche la France de la moyenne de la zone euro. Sur longue période (1999-2023), le PIB par habitant de la France augmente désormais de 0,8 % contre 0,7 % indiqué jusqu'à cette date et utilisé dans nos calculs.

Parallèlement au décrochage du PIB par habitant, on observe également une divergence des termes de l'échange, qui mesurent le prix relatif des exportations et des importations. En 2023, ce rapport est au même niveau qu'en 2007 dans la zone euro alors qu'il a augmenté de 15 % aux États-Unis (graphique 3). Par construction, cette amélioration indique que le prix des exportations américaines a augmenté plus fortement que le prix des importations ce qui peut s'interpréter comme un « enrichissement » relatif des États-Unis puisqu'une unité de bien exporté rapporte plus que le coût d'une unité de bien importé⁶. Cela signifie que le pouvoir d'achat (en biens de consommation et d'investissement) du PIB par habitant aux États-Unis a été plus dynamique que le PIB par habitant lui-même alors que leur croissance a été du même ordre en zone euro⁷.

Graphique 3. Évolution des termes de l'échange aux États-Unis et en zone euro



Note : les termes de l'échange sont définis comme le déflateur des exportations divisés par le déflateur des importations.

6. Symétriquement, l'amélioration des termes de l'échange peut s'interpréter comme une dégradation de la compétitivité américaine.

7. Le pouvoir d'achat du PIB désigne ici le PIB en valeur divisé par le déflateur de la demande intérieure (consommation plus investissement).

2. Les causes du décrochage : les facteurs d'offre

La décomposition de la croissance par habitant pour comprendre les raisons du décrochage

En utilisant les données de l'OCDE sur la période 1999-2023, il est possible d'affiner l'analyse de la dynamique des écarts à partir d'une décomposition comptable de la croissance par habitant pour chacun des pays étudiés⁸. Le PIB par habitant peut ainsi se décomposer de la façon suivante :

$$\frac{PIB}{POP} = \left(\frac{PIB}{hL.E} \right) \times (hL) \times \left(\frac{POP_{15-74}}{POP} \right) \times \left(\frac{PA}{POP_{15-74}} \right) \times \left(1 - \frac{CHO}{PA} \right)$$

où POP est la population totale, E l'emploi total, hL la durée moyenne du travail par emploi, POP_{15-74} la population en âge de travailler, PA la population active (et PA/POP_{15-74} le taux d'activité) et CHO les personnes au chômage (et CHO/PA le taux de chômage).

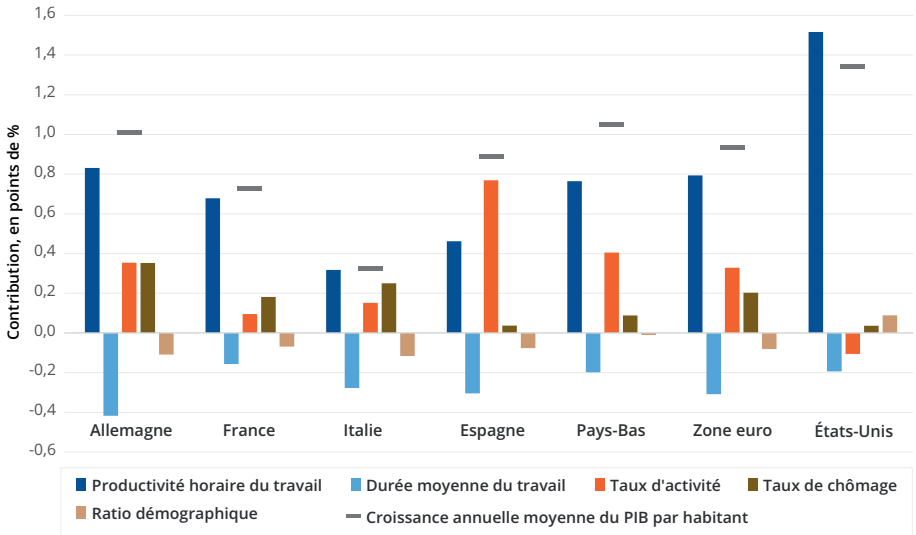
Cette décomposition nous permet d'identifier le rôle de différents facteurs à la croissance du PIB par habitant : la productivité horaire du travail, la durée moyenne du travail, le taux d'activité de la population en âge de travailler (15-74 ans), le taux de chômage et le ratio démographique correspondant à la part des personnes en âge de travailler dans la population totale. À partir de cette décomposition comptable, nous observons que les gains de productivité horaire du travail sont le premier facteur de croissance du PIB par habitant. Sur la période 1999-2023, la croissance par habitant des États-Unis a été tirée par le fort dynamisme des gains de productivité horaire et, dans une moindre mesure, par sa démographie. Le schéma est très différent du côté de la zone euro avec une contribution des gains de productivité horaire à la croissance deux fois plus faible qu'aux États-Unis (0,8 % contre 1,5 %) et un décrochage important depuis le début de la crise Covid. Au sein des pays de la zone euro, l'Allemagne, les Pays-Bas et la France s'en sortent mieux que l'Italie et l'Espagne, dont la faiblesse de la croissance est très clairement liée aux modestes gains de productivité⁹. La contri-

8. La décomposition proposée ici ne couvre pas la même période que celle dans le Bock *et al.* (2024) (1999-2019) qui s'attache à analyser les interactions entre la décomposition de la croissance par habitant et la structure du tissu productif ainsi que la composition et nature de l'investissement par pays depuis la création de l'euro jusqu'à la période précédant le déclenchement de la crise Covid.

9. Pour plus de détails sur les analyses concernant le tissu productif par pays, la divergence des taux d'investissement par type d'actifs et leurs potentiels impacts sur les gains de productivité, voir S. Bock *et al.* (2024) « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, mai.

bution de la productivité horaire à la croissance s'élève en effet à 0,3 % en Italie et 0,5 % en Espagne, contre 0,8 % en Allemagne et aux Pays-Bas, et 0,7 % en France (graphique 4).

Graphique 4. Décomposition de la croissance moyenne annuelle du PIB par habitant entre 1999 et 2023



OCDE, calculs auteurs.

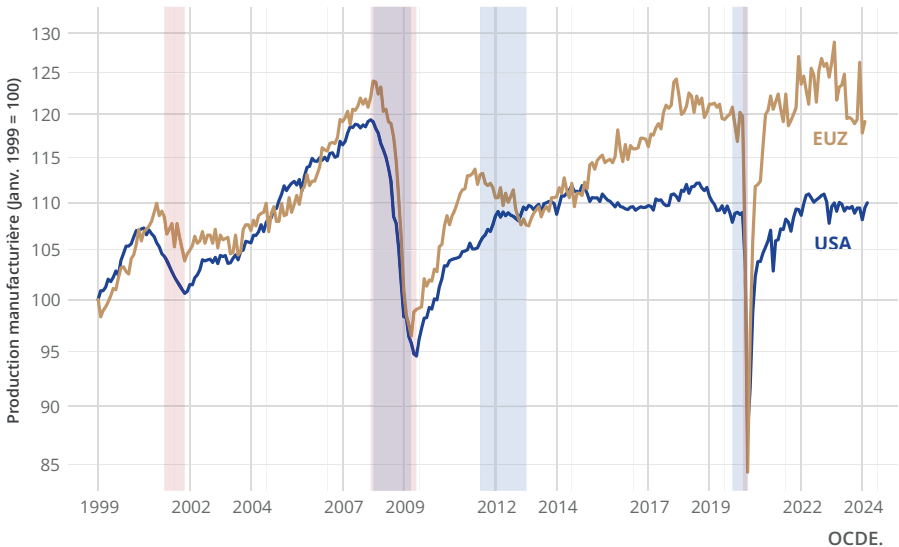
Les pays de la zone euro compensent partiellement le manque de dynamisme de la productivité relativement aux États-Unis par une nette amélioration de leur taux d'activité et une baisse de leur taux de chômage. À noter cependant que les États-Unis partaient en 1999, par rapport à la zone euro, d'un niveau de taux d'activité plus élevé (69 % contre 63 %) et d'un taux de chômage plus bas (4,2 % contre 9,6 %), limitant les potentiels gains de croissance liés à l'amélioration du marché du travail du côté américain. La hausse du taux d'emploi dans la zone euro est très nette mais elle est particulièrement marquée en Espagne (en raison principalement de la forte hausse du taux d'activité) et en Allemagne (par la hausse du taux d'activité et la baisse marquée du taux de chômage).

Sur la période 1999-2023, la zone euro a connu une diminution de la durée du travail un peu plus forte que celle des États-Unis, amputant la croissance du PIB par habitant de -0,3 point par an en moyenne (contre -0,2 point aux États-Unis). Et parmi les grands pays de la zone

euro, c'est en France que cette baisse est la moins marquée (-0,2 point par an) et en Allemagne qu'elle affecte le plus négativement la croissance (-0,4 point). Enfin, le ratio démographique joue négativement sur la croissance du PIB par habitant dans la zone euro (-0,1 point par an) alors qu'au contraire, la démographie américaine soutient la croissance du PIB par habitant (0,1 point).

Au sein des grands pays de la zone euro, la France a bénéficié de gains de productivité par tête proches de ceux de l'Allemagne (si l'on corrige de la moindre baisse de la durée du travail) et d'une démographie moins défavorable que ses partenaires. En revanche, son marché du travail, que ce soit par la hausse du taux d'activité ou la baisse du taux de chômage, s'est moins amélioré depuis 1999 que dans les autres grands pays de la zone euro. Cela a contribué à accroître la croissance du PIB par habitant en France de 0,3 point par an en moyenne contre 0,8 point en Allemagne et en Espagne, 0,5 point aux Pays-Bas et 0,4 point en Italie. Cette première analyse des facteurs d'offre montre donc que la différence de croissance du PIB par habitant entre la zone euro et les États-Unis reflète principalement des écarts de productivité.

Graphique 5. Évolution de la production manufacturière en volume aux États-Unis et en zone euro



Note : Les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Par ailleurs, en ce qui concerne le tissu productif, la zone euro se distingue des États-Unis par une croissance en volume de la production manufacturière plus importante sur la période. Cela n'est pas toujours mentionné dans le débat français, car la France a connu une croissance moindre de sa production manufacturière durant la même période. Toutefois, au niveau agrégé, le niveau de l'offre et d'industrialisation semble tout à fait satisfaisant dans la zone euro (voir graphique 5). Ces dernières années, depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, ont néanmoins vu un certain recul de la production manufacturière, principalement en raison des difficultés rencontrées par les industries énergivores face à la hausse des prix de l'énergie, notamment ceux du gaz naturel.

Au-delà du constat dressé en moyenne sur l'ensemble de la période en termes d'évolution de la production industrielle et de la productivité, il est également important d'analyser les évolutions du chômage et de l'emploi pour étudier plus finement les différences entre la zone euro et les États-Unis et pour voir également si les économies européennes ont eu tendance à converger.

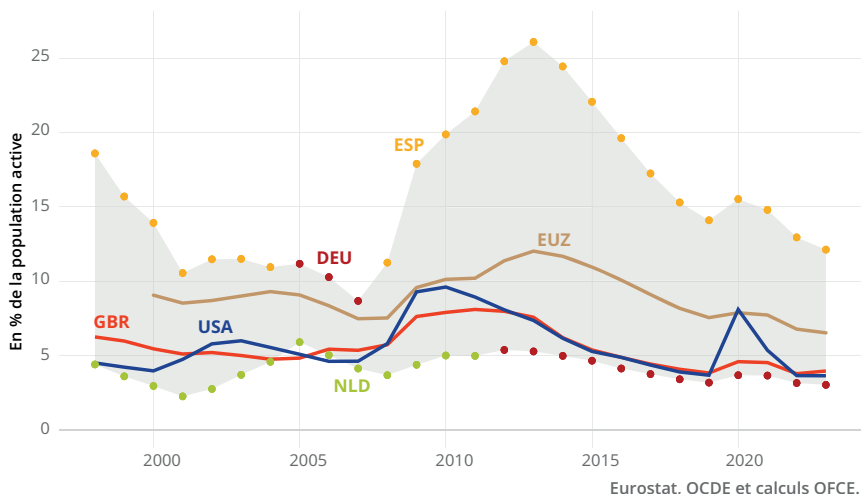
Vers une convergence sur les marchés du travail ?

À la veille de sa création, les taux de chômage au sens du BIT des cinq premières économies de la zone euro se situaient entre 4,4 % et 18,6 % de la population active (graphique 6). Aujourd'hui, ces taux sont globalement plus bas : ils se situent entre 3 % et 12 %. L'éclatement de la bulle Internet en 2000 a entraîné une augmentation des taux de chômage en Europe mais les disparités se sont atténuées jusqu'en 2007, l'écart maximal n'étant plus que de 4,5 points entre les cinq grandes économies européennes. À ce moment-là, l'Allemagne affichait le taux de chômage le plus élevé (en 2005 et 2007). Après 2007, le taux de chômage espagnol a explosé pour atteindre 26,1 % de la population active en 2013, résultat des séquelles de la crise des *subprimes* et de la crise des dettes européennes.

L'écart de taux de chômage entre la zone euro et les États-Unis reste relativement stable dans le temps, principalement en raison des différences de fonctionnement des marchés du travail. Pendant les périodes de crise, la flexibilité entraîne une plus forte hausse du taux de chômage aux États-Unis qu'en zone euro. Mais, alors que la crise des dettes souveraines européennes avait recréé de la divergence au sein de la zone euro, celle de la Covid-19 a eu un effet plus mesuré sur le

taux de chômage, ce qui s'explique par la mise en œuvre de politiques similaires d'activité partielle. Alors qu'aux États-Unis ce taux a augmenté de 4,2 points sur un an en 2020, il n'a augmenté que de 0,3 point en moyenne dans la zone euro cette année-là.

Graphique 6. Évolution du taux de chômage en Europe et aux États-Unis

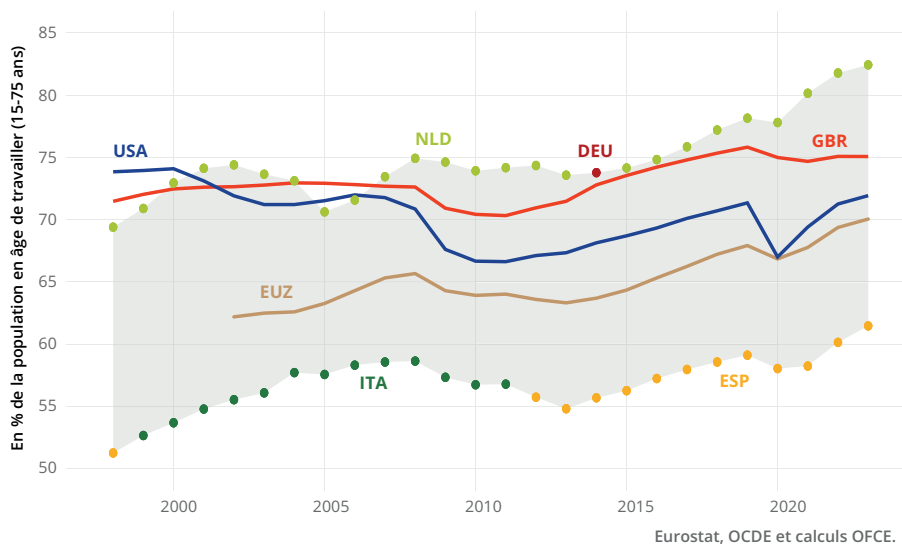


Note : la partie grisée marque l'amplitude des taux de chômage des cinq premières économies de la zone euro. Parmi celles-ci, l'Allemagne a le taux de chômage le plus élevé en 2005, et les Pays-Bas, le taux de chômage le plus bas.

La dynamique du taux de chômage est étroitement liée à celle du taux d'emploi. Globalement, au cours des 25 dernières années, nous constatons une tendance à la hausse des taux d'emploi dans la plupart des pays européens (graphique 7) – il a augmenté de 8 points en moyenne en zone euro depuis la création de la monnaie unique tandis qu'il baissait de 2 points aux États-Unis. Cette réduction de l'écart entre les deux régions s'explique en partie par la moindre résilience de l'emploi aux États-Unis pendant les crises, notamment celle de 2008. Le taux d'emploi américain a mis presque une décennie à retrouver son niveau d'avant la crise.

Aux Pays-Bas, historiquement, le taux d'emploi a été le plus élevé parmi les cinq premières puissances européennes. En 2023, il atteint 82,4 % de la population en âge de travailler. En Italie et en Espagne, les taux d'emploi sont en retard par rapport à la moyenne de la zone euro. Environ 61 % de la population en âge de travailler est employée dans ces pays, contre une moyenne de 70 % dans la zone euro.

Graphique 7. Évolution du taux d'emploi en Europe et aux États-Unis



Note : la partie grisée marque l'amplitude des taux d'emploi des 15-75 ans des cinq premières économies de la zone euro. Parmi celles-ci, les Pays-Bas ont le taux d'emploi le plus élevé en 2005, et l'Italie, le taux d'emploi le plus bas.

En zone euro, le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans se situe à 64 % de la population concernée, il a presque doublé depuis la création de la monnaie unique. Il est le plus élevé en Allemagne et aux Pays-Bas (75 % en 2023) tandis que 57 % des seniors italiens sont en emploi et en France, le taux d'emploi est légèrement plus élevé. Parmi les 65-74 ans, on retrouve la même hiérarchie, les Pays-Bas enregistrant le plus fort taux d'emploi (18,1 %) et l'Espagne le plus bas avec 6,2 % des 65-74 ans en emploi en 2023.

Ces variations dans les taux d'emploi reflètent les spécificités économiques et les politiques de l'emploi propres à chaque pays européen. Il est essentiel de continuer à surveiller ces indicateurs pour comprendre les dynamiques du marché du travail dans cette région. Aux États-Unis, le marché du travail reste plus flexible et s'ajuste plus rapidement à la hausse comme à la baisse pendant et en sortie de crise. On note cependant que même si la croissance de la productivité a été plus dynamique outre-Atlantique, le taux d'emploi a diminué en lien avec la baisse du taux de participation sur le marché du travail.

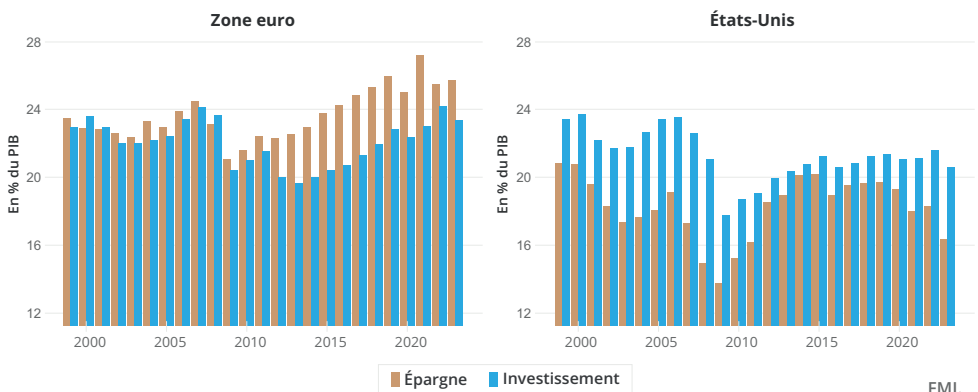
3. Les causes du décrochage : les facteurs de demande

Le rôle du comportement d'épargne...

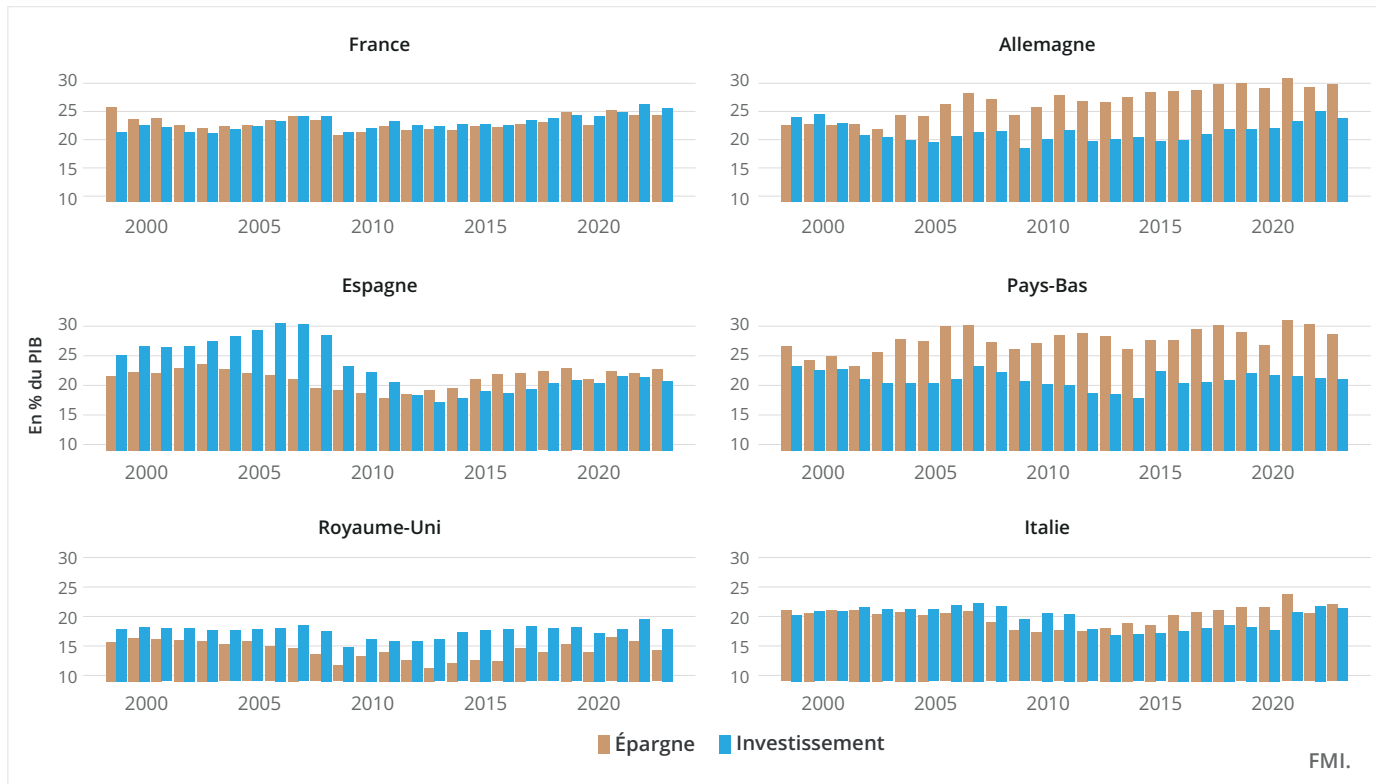
Le décrochage européen peut-il être dû à un déficit de demande agrégée ? L'idée qu'un tel déficit puisse avoir un impact à moyen terme sur le niveau du PIB reste très controversée et dépasse largement l'objet de cette étude. Cependant, force est de constater que le déficit de demande agrégée en zone euro est lui bien réel. Alors que le taux d'investissement de 2023 retrouve un niveau proche de celui observé en 1999, le taux d'épargne de l'ensemble des secteurs institutionnels de la zone euro a fortement augmenté, passant de 23 à 26 % du PIB. Il se situe, en 2023, 9 points au-dessus du taux d'épargne américain. La différence n'était que de 2 points en 1999, le taux d'épargne américain étant passé de 21 à 17 % en 25 ans (graphique 8). Corollaire d'un taux d'épargne en hausse et d'un revenu moins dynamique, la consommation par habitant croît nettement moins vite en zone euro (environ 22 % entre 1999 et 2023) qu'aux États-Unis (45 % sur la même période). Ce taux d'épargne élevé de la zone euro ne se justifie pas par un besoin d'investissement plus important. Depuis 2010, le taux d'épargne est nettement supérieur au taux d'investissement, suggérant que la zone euro vit « en dessous de ses moyens ».

Au sein de la zone euro, l'Allemagne et les Pays-Bas affichent des taux d'épargne exceptionnellement élevés, de l'ordre de 30 % du PIB, quand en France, en Espagne et en Italie, les taux sont compris entre 20 et 25 % du PIB (graphique 9).

Graphique 8. Taux d'épargne et taux d'investissement dans la zone euro et aux États-Unis



Graphique 9. Taux d'épargne et taux d'investissement dans les grands pays européens

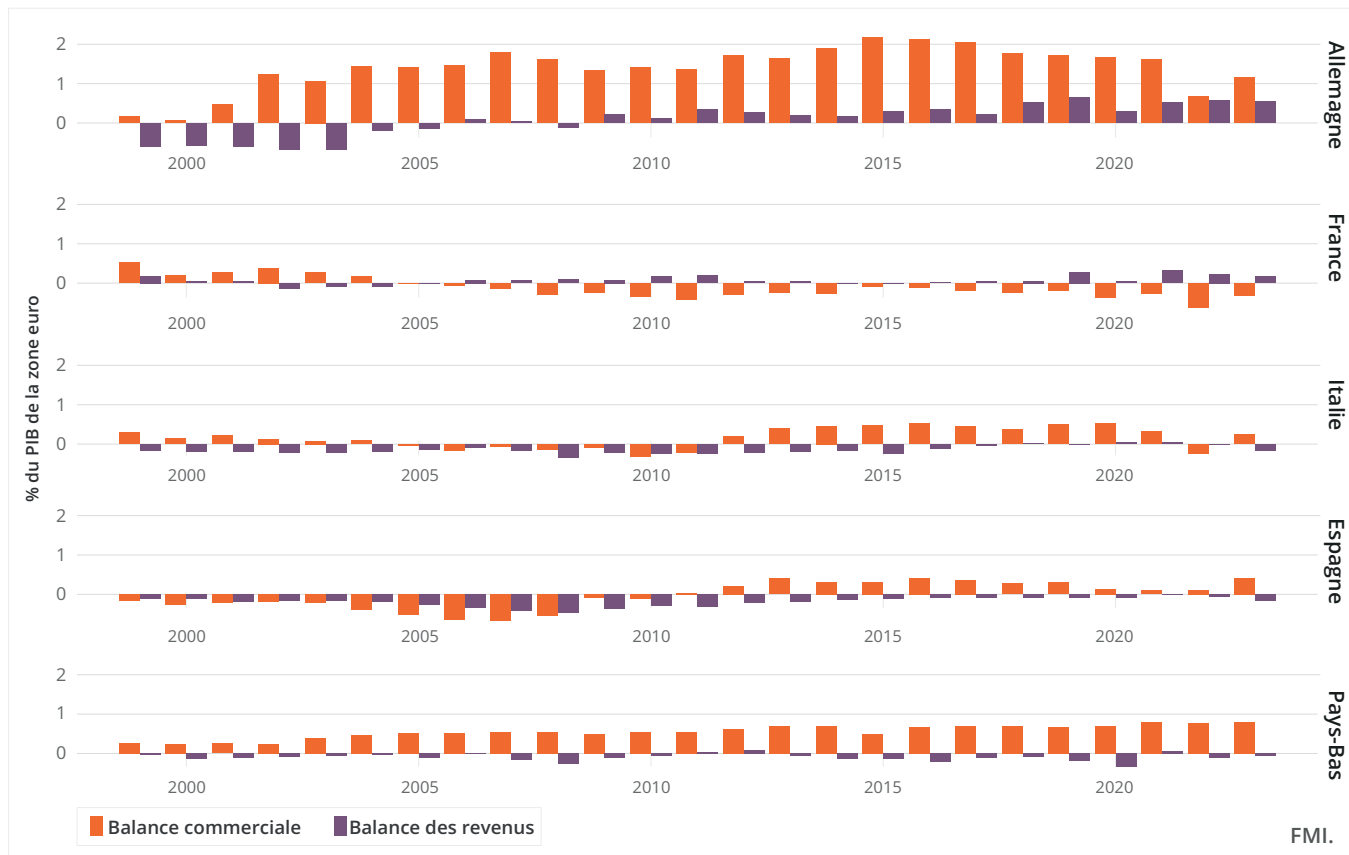


... qui se traduit par des déséquilibres à l'extérieur et à l'intérieur de la zone euro

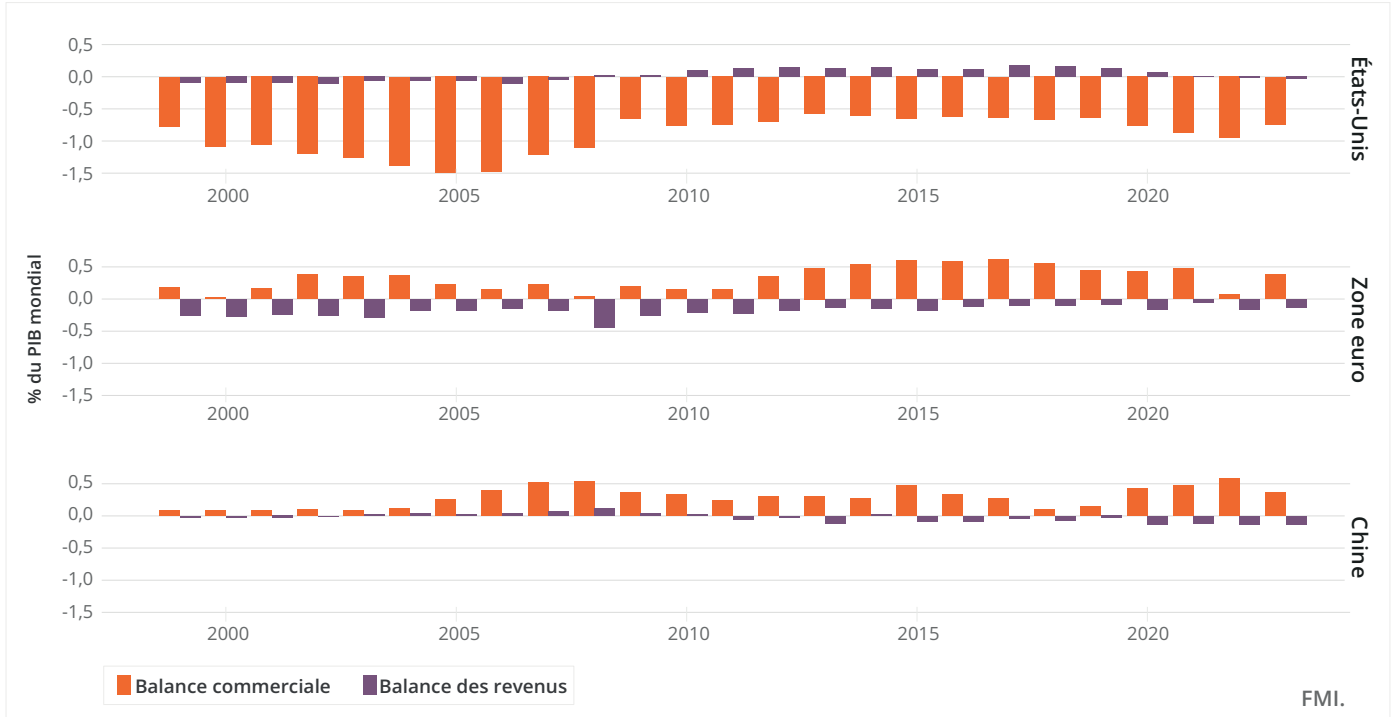
Une épargne supérieure à l'investissement a pour contrepartie un excédent de la balance courante. Celle de la zone euro a connu des évolutions importantes depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999. La zone euro dans son ensemble générait de modestes excédents commerciaux dans les années 2000, qui fluctuaient notamment au gré des variations des prix de l'énergie. La crise de la dette souveraine a provoqué une rupture. À partir de 2010-2011, et pour toute la décennie, l'excédent est devenu plus important et semble structurel. Il a atteint 0,5 point de PIB mondial en 2014 et est resté au-dessus de ce niveau jusqu'en 2018. Sur cette période, l'ordre de grandeur est similaire à celui du déficit commercial américain et supérieur à l'excédent chinois (hors Hong Kong). Seule la crise énergétique de 2022 a fait revenir le solde commercial de la zone euro à un quasi-équilibre. L'année 2023 suggère cependant que cette dégradation n'était que de courte durée, le quasi-équilibre laissant de nouveau place à un excédent significatif (graphique 10).

Cet excédent commercial à l'échelle de la zone euro est très inégalement réparti entre les différents États membres. Il reflète essentiellement les excédents commerciaux allemands et néerlandais. Le premier a ainsi représenté plus de 1 % du PIB de la zone sans interruption entre 2002 et 2021, dépassant même les 2 % entre 2015 et 2017. Les deux pays représentent entre 70 et 80 % de l'excédent total de la zone euro depuis 2013, la zone hors Allemagne et Pays-Bas étant déficitaire sur la période 2004-2012. Ces excédents ont été contrebalancés jusqu'en 2010-2011 par les déficits espagnols, italiens et français. Les deux premiers se sont cependant transformés en excédents significatifs après la mise en place des politiques d'austérité, celles-ci ayant à la fois réduit les importations en comprimant les revenus et stimulé les exportations en améliorant la compétitivité-prix. Les pays du nord de l'Europe et ceux du sud sont aujourd'hui excédentaires, la France maintenant quant à elle des déficits modérés (graphique 11). Les déséquilibres internes des années 2000 se sont accompagnés d'une forte divergence des coûts salariaux unitaires nominaux au sein de la zone avec une stagnation en Allemagne et une forte hausse en Espagne ou en Italie. En revanche, la convergence observée depuis 2010 ne s'est nullement accompagnée d'une réduction des excédents des pays du nord (graphique 12).

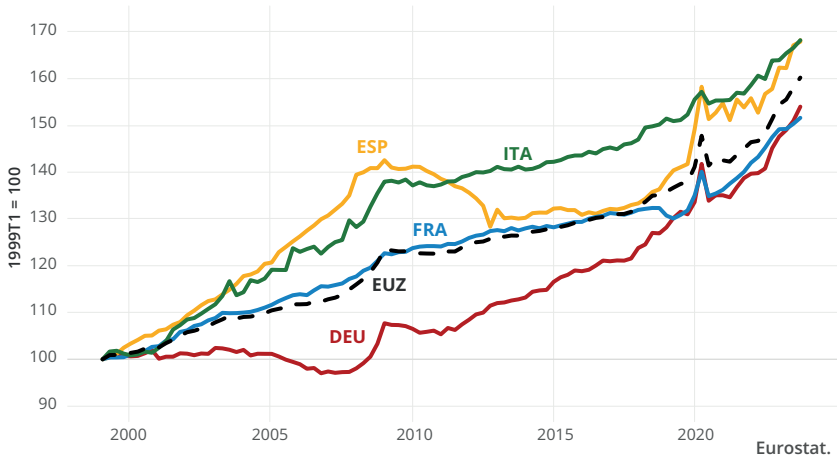
Graphique 10. Balances commerciales et de revenus dans la zone euro, aux États-Unis et en Chine



Graphique 11. Balances commerciales et de revenus au sein de la zone euro



Graphique 12. Coûts unitaires salariaux nominaux en zone euro



Des déséquilibres appelés à perdurer à moins d'un changement de comportement et de politique économique

Dans des économies caractérisées par une forte mobilité internationale des capitaux comme le sont les économies européennes et américaines, un taux d'épargne désiré élevé par rapport au taux d'investissement se traduit par des exportations désirées de capitaux et donc une demande forte de devises étrangères. Toutes choses égales par ailleurs, cette demande conduit le taux de change réel à s'ajuster à la baisse, générant ainsi un excédent commercial. L'excédent commercial lui-même ne produit pas directement de pression à la hausse sur le taux de change pour rééquilibrer les échanges commerciaux. Le processus qui conduit au rééquilibrage des balances commerciales est indirect. L'accumulation d'excédents commerciaux par un pays donné doit conduire à l'accumulation d'actifs financiers dans les autres pays. Les revenus associés à ces actifs viennent accroître le revenu national et donc la consommation pour un niveau de PIB donné, réduisant le taux d'épargne en points de PIB et les excédents commerciaux par la hausse des importations. L'élément clé de ce processus de rééquilibrage est donc l'amélioration de la balance des revenus des pays ayant des excédents commerciaux et la dégradation de celle des pays déficitaires. Or, les graphiques 10 et 11 montrent également que le phénomène est d'une ampleur très limitée malgré l'accumulation d'excédents ou de déficits commerciaux pendant plus de 20 ans pour certains pays. Les

États-Unis conservent ainsi en 2023 un solde des revenus à l'équilibre malgré des déficits commerciaux significatifs depuis 1975 et des taux d'intérêts élevés. À l'inverse, le solde des revenus allemands demeure modeste tandis que celui des Pays-Bas est structurellement négatif. Les pays excédentaires tendent en effet à accumuler des actifs faiblement rémunérés tandis que les États-Unis, et dans une certaine mesure la France, compensent leur dette externe par des investissements directs à l'étranger et de portefeuille à haut rendement. Les faibles mouvements sur la balance des revenus expliquent que les déséquilibres se soient maintenus jusque-là et suggèrent qu'ils persisteront dans l'avenir, avec les risques en termes de stabilité financière et de dynamique macro-économique que cela comporte, à moins que les taux d'épargne convergent entre grandes zones et au sein de la zone euro. Les pays déficitaires devront y contribuer en augmentant leur taux d'épargne. Cependant, il semble très difficile d'envisager un rééquilibrage significatif sans réduction des taux d'épargne des pays excédentaires, notamment à travers une politique budgétaire plus expansionniste, d'autant qu'il est difficile de comprendre la rationalité économique d'un niveau de consommation aussi bas s'il se traduit par l'accumulation d'actifs à faible rendement¹⁰.

Le rôle du *policy mix* ?

La moindre performance de croissance des pays européens par rapport aux États-Unis pourrait être liée à la conduite de la politique économique. La stabilisation de l'activité suppose en effet que la politique budgétaire et la politique monétaire soient contracycliques. Néanmoins, une politique budgétaire plus expansionniste se traduit par un accroissement du déficit budgétaire et donc une hausse de la dette publique, tandis qu'une politique monétaire plus expansionniste peut se heurter à l'objectif d'inflation de la banque centrale. Ainsi l'orientation de la politique économique reflète non seulement les chocs auxquels les économies sont confrontées mais peut également

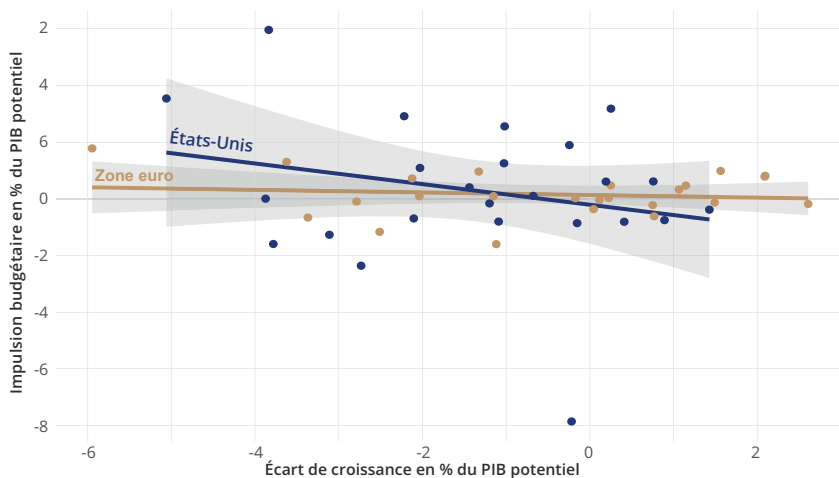
10. Ce raisonnement théorique peut également être tenu dans le cas symétrique d'une accumulation de déficits. Il est valable si la mobilité de capitaux est parfaite et lorsque les capacités des économies sont pleinement employées. Ces conditions ne sont pas réunies dans la réalité mais semblent une approximation raisonnable pour les États-Unis et la zone euro et pour le problème considéré. Il convient de garder à l'esprit que le raisonnement n'est pas forcément adapté à l'analyse d'autres pays, notamment la Chine où les sorties et entrées de capitaux sont contrôlées. D'autre part, à la suite d'un excès d'épargne désirée, l'ajustement peut ne pas se faire intégralement par la baisse du taux de change mais aussi par la baisse du produit intérieur (et donc par des capacités inemployées).

dépendre des préférences ou des objectifs des autorités monétaires. Le rôle contracyclique de la politique budgétaire est essentiel car il permet d'amortir les chocs, au-delà de l'effet des stabilisateurs automatiques. Tous les choix ne répondent cependant pas à la nécessité de stabilisation macroéconomique comme l'illustrent par exemple les baisses d'impôts mises en œuvre par Donald Trump en 2017, ou encore le niveau toujours élevé du déficit américain. Ces choix budgétaires peuvent correspondre à l'objectif de stimuler la demande de manière plus pérenne, y compris dans les périodes d'expansion économique, ou encore répondre à des considérations purement politiques.

Les variations annuelles du solde structurel primaire renseignent sur l'orientation expansionniste ou restrictive de la politique budgétaire¹¹. Le graphique 13 illustre la relation entre l'activité économique et l'impulsion budgétaire qui traduit la composante discrétionnaire de la politique budgétaire. Alors qu'en moyenne le lien semble tenu en zone euro, la relation est décroissante pour les États-Unis, indiquant que lorsque l'activité est inférieure à son potentiel, l'orientation de la politique budgétaire devient plus expansionniste. Ce constat reflète aussi le fait que le système fiscal et social est moins protecteur outre-Atlantique. Les retournements conjoncturels se traduisent donc par une perte de revenu plus rapide et aussi potentiellement par un moindre accès au système de santé. La politique budgétaire discrétionnaire joue par conséquent un rôle de stabilisation macroéconomique plus important. Par exemple, lors de la récession de 2008-2009, l'impulsion cumulée sur ces deux années s'est élevée à 6 points de PIB aux États-Unis selon l'estimation de l'OCDE, contre 2,3 points dans la zone euro. De plus, alors que l'activité n'était pas encore revenue à son potentiel, les pays européens ont mis en œuvre une politique de consolidation budgétaire précoce. Comparativement, la réduction du déficit structurel primaire a été plus progressive aux États-Unis.

11. Le solde structurel primaire correspond au solde des administrations publiques corrigé de la charge d'intérêts nominale et des effets du cycle économique. En effet, même à décision inchangée, certaines recettes et dépenses publiques réagissent au cycle. Par exemple, les dépenses d'assurance chômage augmentent ou les recettes de l'impôt sur les sociétés diminuent. Cette variation « mécanique » du solde correspond aux stabilisateurs automatiques. Les gouvernements peuvent ensuite prendre des mesures de soutien ou de frein à l'activité qui vont au-delà de ces stabilisateurs. Par exemple, en période de ralentissement économique, ils peuvent décider d'accroître temporairement le montant de l'assurance-chômage ou de réduire le taux d'imposition sur le revenu. Une augmentation donnée du déficit budgétaire peut aussi aboutir à une stimulation plus ou moins grande de la demande agrégée selon qu'elle bénéficie à des ménages qui ont des propensions à consommer plus ou moins grandes.

Graphique 13. Impulsion budgétaire et cycle économique en zone euro et aux États-Unis entre 1999 et 2023



OCDE Perspectives économiques, octobre 2023.

Note : les aires représentent l'intervalle de confiance à 95 %.

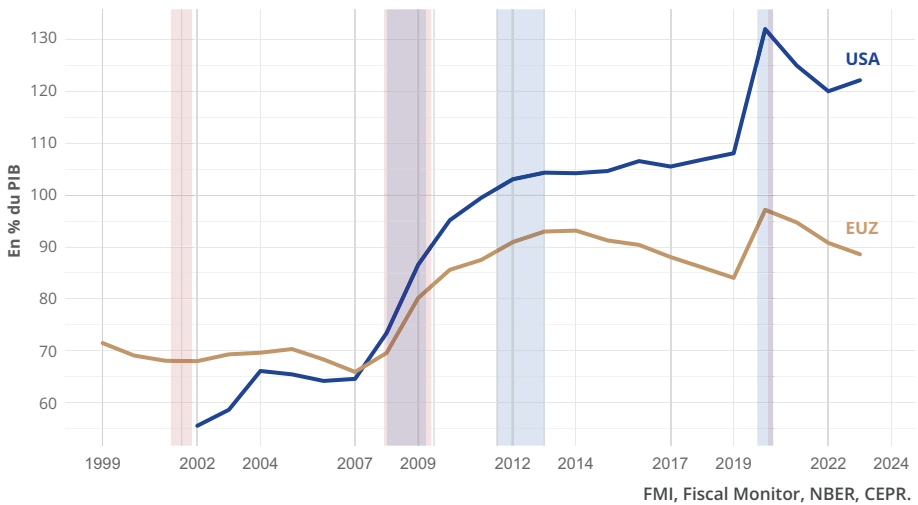
La politique budgétaire discrétionnaire semble donc non seulement plus expansionniste en moyenne mais également plus contracyclique aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui se traduit par un déficit structurel en moyenne plus élevé : -2,9 % de PIB entre 1999 et 2023 contre -0,3 %, ce qui a pour corollaire une augmentation plus forte de la dette publique américaine (graphique 14). Ainsi, les États-Unis semblent avoir clairement privilégié l'objectif de croissance, acceptant en contrepartie une augmentation de leur dette publique, notamment après 2008¹². Entre 1999 et 2023, celle-ci a augmenté de plus de 64 points de PIB alors que la hausse pour la zone euro dans son ensemble est de 17 points¹³. Notons que même s'il semble exister un lien positif entre dette publique et croissance quand on compare la zone euro et les États-Unis, cette relation ne peut pas être généralisée. En effet, parmi les pays de la zone euro, ceux dont la dette publique a le plus augmenté ne sont pas nécessairement ceux qui ont enregistré

12. La révision du Pacte de stabilité européen entrée en vigueur en 2013 et intégrée dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) imposait aux États membres un objectif de réduction de leur dette publique dès lors que celle-ci dépassait 60 % du PIB. Quand bien même l'objectif n'a pas été respecté, il a cependant bien mis en évidence l'importance d'un objectif de réduction de la dette publique dans les objectifs de politique économique européenne.

13. La hausse est surtout prononcée après 2008.

les meilleures performances économiques. Ainsi, alors que c'est en Allemagne que la croissance moyenne du PIB par habitant a été la plus élevée entre 1999 et 2023, la dette publique a peu augmenté (+4,7 points) – l'Allemagne a en effet été en mesure de croître *via* la demande externe de ses partenaires commerciaux et non interne, comme le suggère son excédent commercial (et courant) très important. Comparativement, la dette publique italienne a augmenté de 23 points de PIB pour une croissance bien plus modeste. Dans ce cas précis, la hausse de la dette peut aussi être vue comme une conséquence de la très faible croissance italienne au cours des deux dernières décennies.

Graphique 14. Dynamique de la dette publique en zone euro et aux États-Unis depuis 1999



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Le rôle des différences institutionnelles entre la zone euro et les États-Unis est moins marqué pour ce qui concerne la politique monétaire puisque dans les deux cas, elle est mise en œuvre par une banque centrale à l'échelle de l'union. En moyenne sur l'ensemble de la période, le taux de politique monétaire de la BCE est inférieur à celui de la Réserve fédérale, ce qui s'explique notamment par la période post-2015 (graphique 15). En effet, alors que la Réserve fédérale amorçait une normalisation progressive de sa politique monétaire et remontait ses taux dès fin 2016, la BCE a amplifié son assouplissement monétaire en adoptant une politique d'achats d'actifs similaire à celle mise en

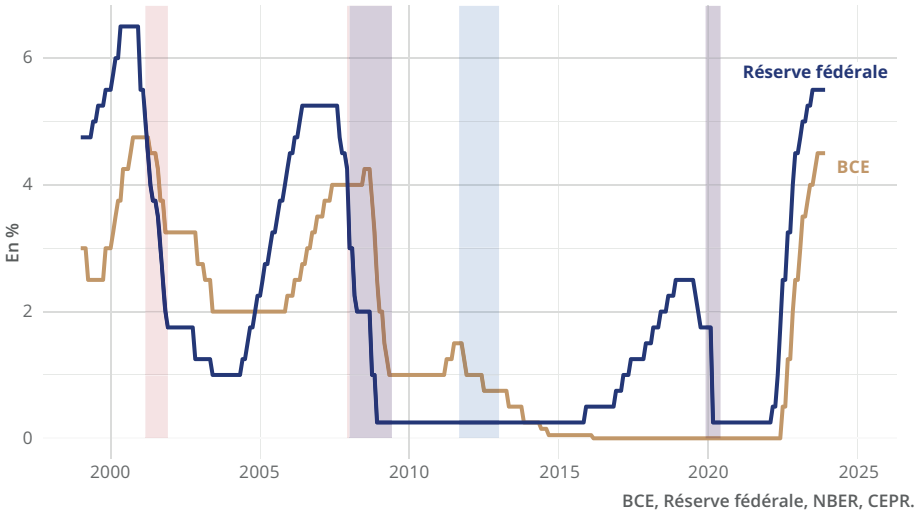
œuvre par la Réserve fédérale dès 2009. Ces mesures dites non conventionnelles ne se reflètent cependant pas dans le taux d'intérêt directeur des banques centrales contraint par la borne de taux zéro.

L'évolution de la taille des bilans, exprimée en pourcentage du PIB, permet de mieux rendre compte de ces politiques monétaires non conventionnelles¹⁴. Le graphique 16 montre que la banque centrale américaine a été plus prompte à adopter ces mesures que son homologue européenne. En effet, le bilan de la Réserve fédérale augmente rapidement en 2009 et plus fortement que celui de la BCE. Les opérations d'octroi de liquidités mises en œuvre par la BCE fin 2011 et début 2012 se sont traduites par une hausse transitoire du bilan mais il a fallu attendre 2015 pour que la BCE adopte une politique d'achat d'actifs similaire à celle que la Réserve fédérale avait adoptée dès 2009. Cette politique avait pour objectif de lutter contre un risque déflationniste persistant. Il n'en demeure pas moins qu'elle apparaît à contretemps de la récession de 2008-2009 mais également de la deuxième récession, liée à la crise des dettes souveraines. Ce décalage dans le calendrier de l'assouplissement quantitatif pourrait aussi avoir contribué aux différences de croissance entre la zone euro et les États-Unis.

Ce constat pourrait indiquer que les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE sont plus sensibles à l'inflation que ne le sont ceux de la Réserve fédérale. De fait, le taux d'inflation de la zone euro entre 1999 et 2023 a été en moyenne plus faible qu'aux États-Unis : 2,1 % contre 2,6 %. Ces différences de préférences pourraient expliquer les réticences de la BCE à adopter des mesures plus expansionnistes dès 2009. Il est également possible que le double mandat explicite de la Réserve fédérale lui ait donné davantage de marges de manœuvre lorsqu'il s'agissait de stimuler l'activité pour sortir de la récession de façon durable. On peut aussi arguer que les carences institutionnelles de la zone euro en matière de gouvernance budgétaire ont rendu la mise en œuvre de ce type de mesure plus compliquée. En effet, en l'absence de marché de la dette européenne et en raison de la clause de « *no bailout* » interdisant le renflouement des États en difficulté, la BCE s'est sans doute montrée réticente à intervenir sur les marchés de dette des États.

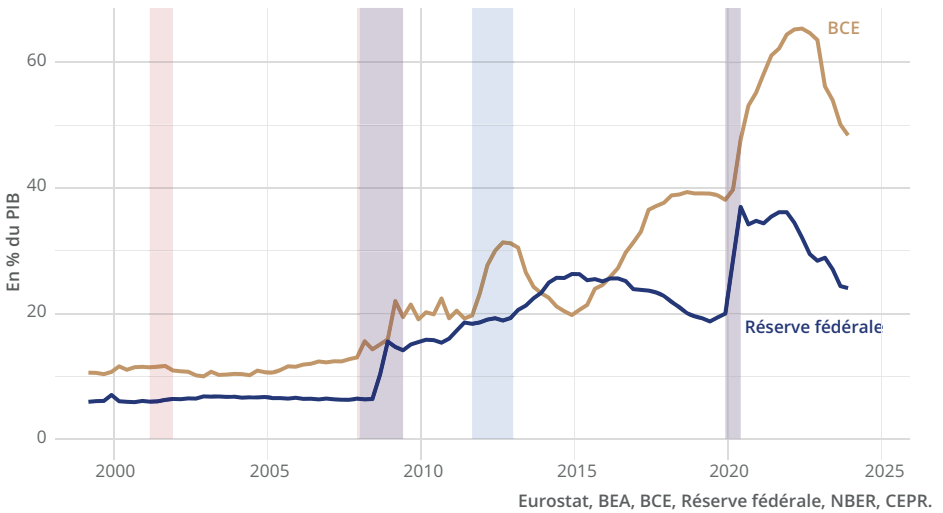
14. La taille des bilans ne reflète pas uniquement les politiques d'achat d'actifs mais également les opérations d'octroi de liquidités des banques centrales. À cet égard, le soutien de la BCE au premier stade de la crise s'est surtout traduit par la mise à disposition de liquidités supplémentaires pour le système bancaire.

Graphique 15. Taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

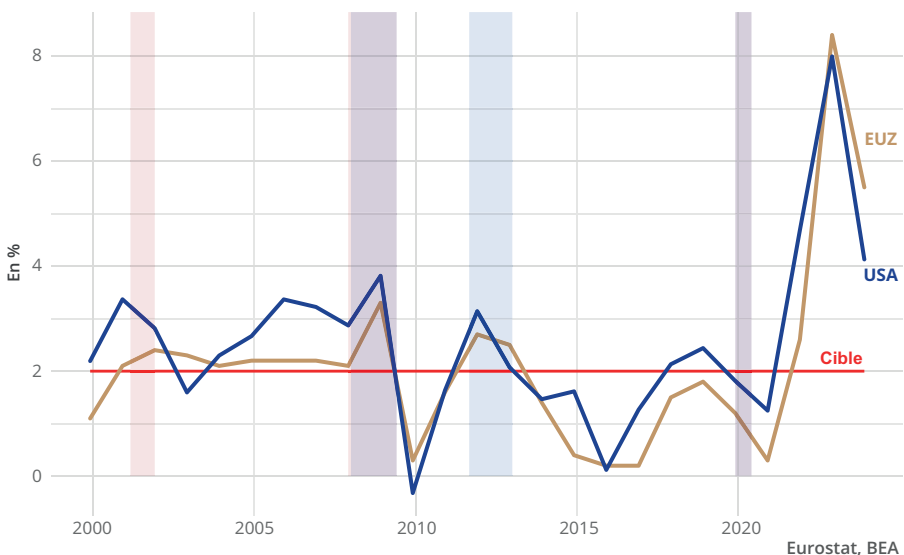
Graphique 16. Bilan de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Ce constat pourrait suggérer les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE sont plus hostiles à l'inflation que ne le sont ceux de la Réserve fédérale. De fait, le taux d'inflation de la zone euro entre 1999 et 2023 a été en moyenne plus faible qu'aux États-Unis: 2,1 % contre 2,6% (graphique 17). Ces différences de préférences pourraient expliquer les réticences de la BCE à adopter des mesures plus expansionnistes dès 2009. Il est également possible que le double mandat explicite de la Réserve fédérale lui donne plus de marges de manœuvre lorsqu'il faut de stimuler l'activité pour sortir de la récession de façon durable. On peut aussi arguer que les carences institutionnelles de la zone euro en matière de politique budgétaire ont rendu la mise en œuvre de ce type de mesure plus compliquée dans la mesure où la BCE pouvait initialement se montrer réticente, en l'absence de marché de la dette européenne, à intervenir sur les marchés de dette des États.

Graphique 17. Inflation dans la zone euro et aux États-Unis



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

En période de crise et en sortie de crise, les politiques économiques menées dans la zone euro sont moins expansionnistes qu'aux États-Unis, ce qui pourrait contribuer à expliquer les performances de croissance relativement moins bonnes après les crises. En contrepartie, la

dette publique de la zone euro dans son ensemble a moins fortement augmenté et l'inflation y a été en moyenne plus faible. Ces différences soulignent que les règles budgétaires européennes ont pu limiter la capacité de stabilisation macroéconomique des États alors qu'aucune politique budgétaire européenne supranationale ne pouvait jouer ce rôle. Sur le plan monétaire, le double mandat de la Réserve fédérale pourrait également lui donner quelques marges de manœuvre supplémentaires pour arbitrer entre son objectif de stabilité des prix et la croissance¹⁵.

4. Après les crises sanitaire et énergétique, va-t-on vers une convergence au sein de la zone euro ?

Comme l'indiquait déjà l'OFCE dans sa dernière prévision¹⁶, en 2023 l'économie américaine échappe toujours au ralentissement tandis que la situation conjoncturelle reste dégradée dans les pays européens. Cela a tendance à accentuer la divergence entre les États-Unis et la zone euro qui est apparue dès le début de la crise sanitaire. Au-delà des écarts de croissance potentielle entre pays et de la différence en termes de politique budgétaire, la divergence récente est pour partie liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe (graphique 18), notamment des prix du gaz naturel du fait principalement de la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Selon Bruegel¹⁷, la consommation de gaz naturel a ainsi diminué de 16 % en Allemagne en 2022 et 2023 par rapport à la période 2019-2021, ce qui est bien inférieur à la baisse de 30 % envisagée en février 2022 en cas de coupure des approvisionnements en gaz russe (voir Bachmann *et al.*, 2022). Cette réduction moins importante s'explique par le remplacement de la majeure partie des approvisionnements par pipeline par des importations de Gaz Naturel Liquéfié (GNL). Néanmoins, les conséquences des variations des prix de l'énergie expliquent sans aucun doute une part de la divergence de performance économique entre les États-Unis et l'Europe, et en particulier les difficultés rencontrées par les industries énergivores. La réduction de la demande d'énergie en Europe s'est effectuée au prix d'une « destruction de la demande » dans le secteur

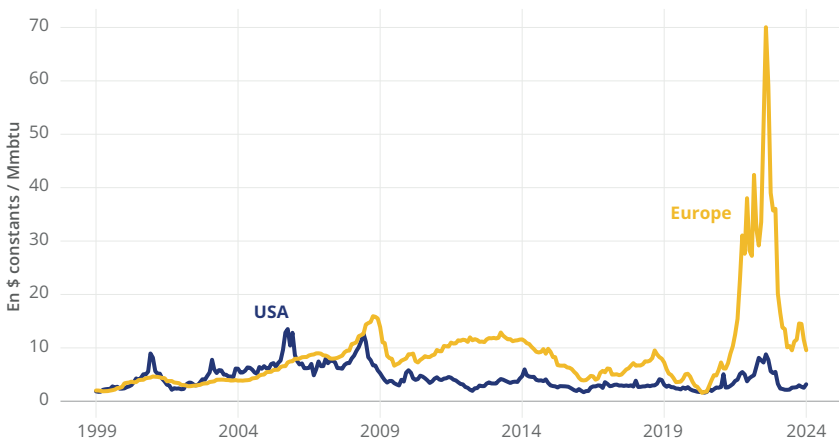
15. On peut aussi arguer que la politique monétaire de la BCE aurait été plus efficace si elle avait pu être mieux coordonnée avec une politique budgétaire centralisée.

16. Voir Département analyse et prévision de l'OFCE (2024).

17. Voir : <https://www.bruegel.org/dataset/european-natural-gas-demand-tracker>.

industriel, car il est très difficile de substituer le gaz naturel et l'électricité pour les usages industriels, comme dans la chimie. On a ainsi observé une délocalisation de certaines de ces industries. La question de savoir si l'Europe pourra surmonter cette crise énergétique et remplacer le gaz russe bon marché par des énergies alternatives, ou si cette rupture des approvisionnements énergétiques russes aura des effets permanents sur la croissance potentielle, reste posée. Quoiqu'il en soit, la divergence de la zone euro avec les États-Unis s'accompagne d'une relative convergence au sein de la zone euro.

Graphique 18. Prix du gaz naturel aux États-Unis et en Europe



Banque Mondiale, Commodity Markets Outlook.

Les écarts de croissance se sont réduits depuis 2020

Au sein de la zone euro, la singularité de ces derniers épisodes de crise réside davantage dans le décrochage de l'économie allemande vis-à-vis de ses principaux partenaires européens, notamment du sud. Depuis la mise en place de la zone euro, alors qu'après chaque crise, l'Allemagne enregistrait un rebond plus fort et plus rapide que celui observé dans les autres grands pays européens, notamment en Espagne et surtout en Italie, la hiérarchie semble s'être inversée cette fois-ci. Au quatrième trimestre 2023, quatre ans après le début de la crise sanitaire et deux ans après le début de la crise énergétique, le PIB en volume est tout juste revenu à son niveau d'avant-crise en Allemagne (0,1 %) tandis qu'il se situe 3 % au-dessus en zone euro, en France comme en Espagne et 3,6 % en Italie.

Cette hétérogénéité dans les performances européennes s'amplifie si l'on tient compte des différences de tendances d'avant-crise. En se référant aux estimations de croissance potentielle effectuées avant 2019 pour chaque pays européen par la Commission européenne (base AMECO) et en les prolongeant sur les quatre années suivantes, le niveau d'activité observé fin 2023 est toujours très en dessous de celui qu'il aurait potentiellement pu atteindre pour l'Allemagne (-3,5 points du PIB) tandis qu'il est très positif (+2,8 points du PIB) pour l'économie transalpine. Pour la zone euro dans son ensemble, le déficit d'activité se situerait aux alentours de 1 point de PIB.

S'il n'est pas à exclure une incidence de la crise sanitaire sur le niveau ou le taux de croissance potentielle des économies développées notamment européennes, aucun consensus ne semble émerger pour l'instant. Certaines analyses pointent du doigt des facteurs susceptibles d'avoir un impact négatif durable sur l'économie, tels que les interruptions dans les chaînes d'approvisionnement et les contraintes pesant sur les processus de production¹⁸. Parallèlement, d'autres événements apparus depuis la crise sanitaire, notamment l'intensification des investissements dans les technologies numériques, pourraient engendrer à l'inverse des effets positifs et durable sur l'activité¹⁹. Les études empiriques réalisées à partir de données d'entreprises font ressortir une très forte diversité de situations en matière de productivité²⁰.

Ainsi, deux cas polaires parmi les pays européens peuvent être envisagés sur cette question de la croissance potentielle. En ce qui concerne l'économie allemande, il est fort probable que cette crise ait engendré un choc plus durable : en grevant la compétitivité-prix allemande dans les secteurs intensifs en énergie, le choc énergétique serait plus structurel et viendrait s'ajouter aux chocs préexistants avant 2019 dans certains secteurs industriels comme l'automobile. À l'inverse, la bonne performance italienne s'explique en partie par la faiblesse de sa croissance potentielle pré-Covid – nulle d'après la Commission européenne –, retraçant davantage celle de l'activité fortement touchée par la crise des dettes en zone euro à partir du début des années 2010, que ses fondamentaux actuels.

18. Voir Fernald et Li (2022).

19. Le télétravail pourrait aussi être source de gains de productivité. Voir Bergeaud *et al.* (2023), pour une confirmation sur données françaises.

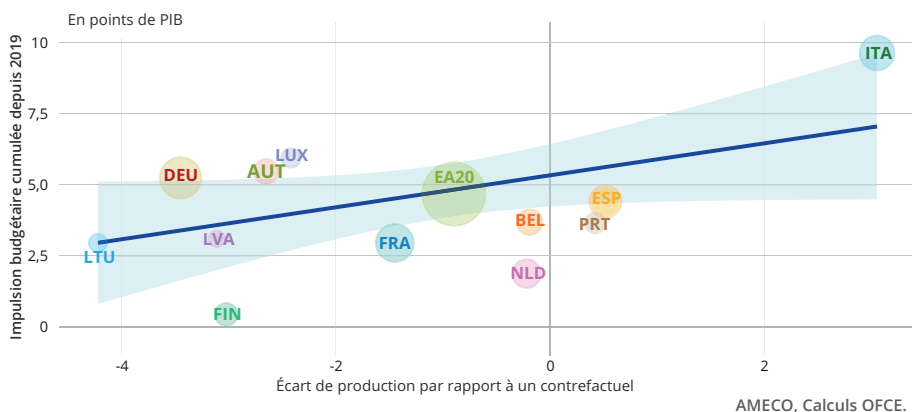
20. Voir Bloom *et al.* (2023).

Au-delà de ces effets structurels, d'autres explications peuvent être avancées pour expliquer les écarts de performances au sein des pays de la zone euro, notamment les effets importants du Plan de relance européen.

Un soutien budgétaire différencié au sein des pays européens

Une première explication peut résider dans la mise en place de politiques économiques plus ou moins expansionnistes au cours des crises sanitaires et énergétiques. À l'instar de l'ensemble des pays développés, les pays européens ont apporté une réponse budgétaire pour faire face à la crise de la Covid-19. Et à partir de 2022, ces derniers ont dû prendre de nouvelles mesures budgétaires pour amortir le choc d'inflation énergétique puis alimentaire à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Une façon d'analyser et de comparer l'ampleur de ces réponses budgétaires consiste à séparer, dans les évolutions du déficit, ce qui est lié mécaniquement aux conséquences de la crise (diminution des recettes et augmentation des dépenses sociales) de ce qui est dû à la mise en place de mesures spécifiques d'urgence ou de relance. Comme l'illustre le graphique 19, les impulsions budgétaires, ainsi calculées et cumulées au cours des quatre dernières années, semblent expliquer une partie de ces écarts de performances. À noter

Graphique 19. Impact des chocs sur l'activité et politique budgétaire depuis la crise sanitaire en Europe



Notes : l'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde structurel primaire calculé par AMECO. L'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

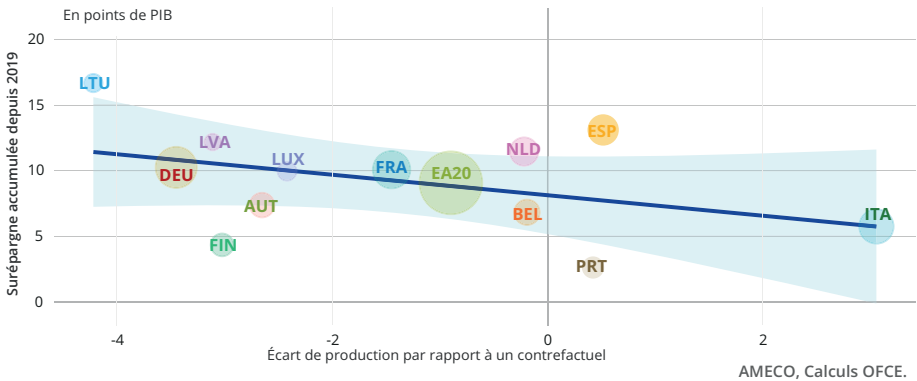
que parmi les pays européens, le soutien budgétaire a été particulièrement important en Italie : ce soutien est notamment passé par des crédits d'impôts à la rénovation dont la facture se situe à plus de 150 milliards d'euros sur les quatre dernières années, le « superbonus²¹ » représentant près des trois quarts de celle-ci.

Un comportement d'épargne des ménages différent

À ce premier effet de revenu s'ajoute également une différence dans l'utilisation de la surépargne accumulée par les ménages. En effet, ces mesures budgétaires, dans un contexte où certaines dépenses ont été contraintes, ont conduit les ménages à épargner massivement en comparaison de leur comportement d'épargne pré-Covid. Or l'utilisation différenciée de cette surépargne a pu engendrer des écarts d'activité.

Ainsi, durant la crise sanitaire, les ménages italiens ont, comme dans les autres pays européens, accumulé de l'épargne du fait des contraintes sanitaires pesant sur les comportements de consommation, mais ils ont par la suite davantage désépargné que leurs homologues des autres pays européens, stimulant davantage leur demande intérieure (graphique 20).

Graphique 20. Impact des chocs sur l'activité et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe



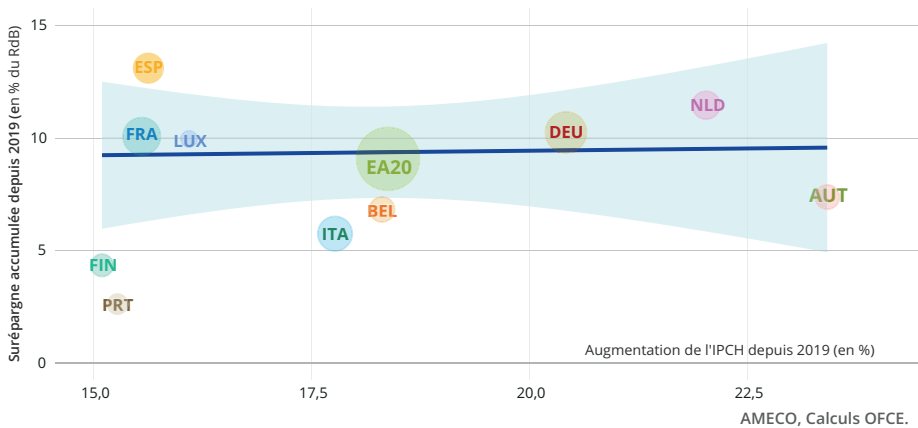
Notes : la surépargne est calculée par rapport à la moyenne du taux d'épargne observé au cours des dix ans avant la crise sanitaire. L'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

21. Le dispositif dit du « superbonus » consiste en un crédit d'impôt à hauteur de 110 % du montant des travaux réalisés pour rénover son logement. Sur la période 2020-2023, son coût serait de 100 milliards d'euros d'après Istat.

Une inflation cumulée différente

Dans un contexte où l'offre est sous tension, ce différentiel de comportement de consommation aurait pu engendrer une inflation plus élevée dans les pays où la surépargne est la plus faible. Ce n'est cependant pas ce que l'on observe, la causalité, certes faible, allant plutôt dans l'autre sens : plus l'inflation est élevée, plus les ménages européens semblent avoir adopté un comportement de consommation prudent en surépargnant davantage (graphique 21).

Graphique 21. Inflation et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe

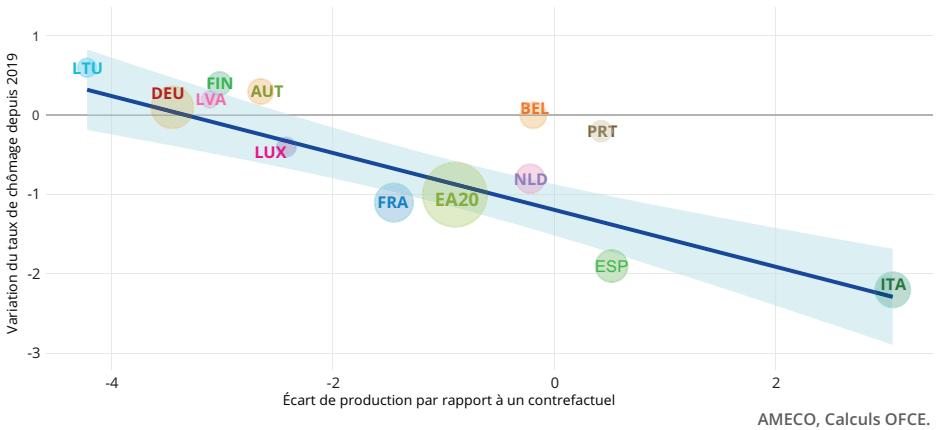


Notes : la surépargne est calculée par rapport à la moyenne du taux d'épargne observé au cours des dix ans avant la crise sanitaire. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

Parmi les raisons évoquées, l'inflation permet aussi d'expliquer une partie de la piètre performance allemande depuis 2019. L'inflation depuis quatre ans y a été parmi les plus fortes des grands pays européens, pesant ainsi sur la consommation des ménages et donc la demande intérieure. Cet excès d'inflation est à mettre en lien avec la plus grande dépendance de l'Allemagne à l'énergie russe bon marché ainsi que la mise en place très tardive (mars 2023) d'un bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité.

Ces écarts de performances économiques se retrouvent dans celles du taux de chômage (graphique 22). Depuis 2020, le taux de chômage a plus baissé en Italie et en Espagne qu'en Allemagne.

Graphique 22. Choc sur l'activité et taux de chômage depuis la crise sanitaire en Europe



Notes : l'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB du pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille du pays (hors EA20).

Mais il est à noter que l'on observe une baisse du taux du chômage y compris dans des pays qui ont enregistré une perte d'activité au cours des quatre dernières années, à l'instar de la France et de moyenne des pays de la zone euro, ce qui pourrait suggérer une baisse de la croissance potentielle.

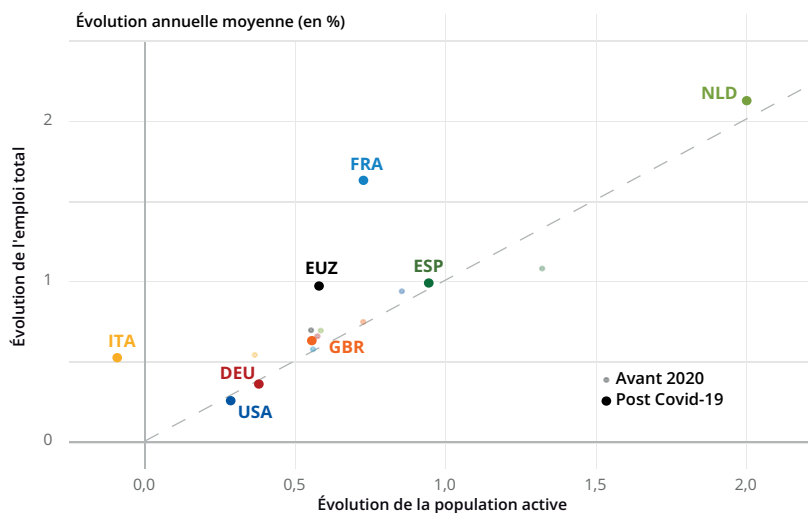
Un ajustement du marché du travail hétérogène et inachevé

Alors que la population active évoluait à peu près de concert avec celle de l'emploi total en moyenne avant la pandémie mondiale (hors Espagne, graphique 23), la crise de la Covid a rebattu les cartes de plusieurs façons.

Comme montré précédemment, tous les pays ont en moyenne vu leur taux de chômage baisser entre les deux périodes mais les déterminants sont différents selon les pays. Alors que leur dynamique avait plutôt tendance à converger avant la crise (les points sont rassemblés autour de la diagonale à un niveau +0,5 %), elles sont davantage dispersées post-Covid : l'écart d'évolution de la population active a doublé (passé de 1 pt à 2 points) tandis qu'il a plus que triplé pour l'emploi (passé de 0,5 pt à 1,7 point). Cela tient à la fois à la démographie et aux politiques mises en place post-Covid en lien avec le marché du travail, par la mise en place de politiques de l'emploi favorisant l'insertion des jeunes ou des réformes des retraites. D'un côté, les

Pays-Bas enregistre un rythme annuel moyen de croissance de l'emploi et de la population active autour de 2 %, et de l'autre, l'Italie observe une quasi-atonie de sa population active en moyenne sur la période 2020-2023 (dont -3,7 en 2020) et un emploi qui augmente modérément (+0,5 par an). Celui-ci a eu pour effet une sortie massive des personnes du marché du travail en Italie, illustrée par une baisse de 3,7 % de la population active entre 2019 et 2020.

Graphique 23. Population active et emploi total

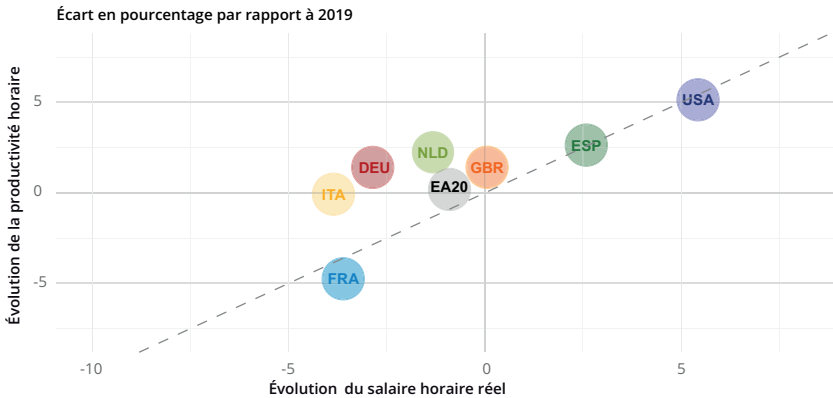


Eurostat pour les Pays-bas et la zone euro (20), Comptabilités nationales, Calculs OFCE.

Avant la crise de la Covid, l'Espagne se distinguait par la plus forte dynamique d'emploi et de population active mais a été reléguée à la deuxième (resp. troisième position), dépassée par les Pays-Bas (en haut à droite du graphique) pour les deux composantes du taux de chômage et par la France pour l'emploi. Et surprise, c'est désormais l'Allemagne qui affiche le plus faible dynamisme de l'emploi depuis la crise, contre l'Italie avant 2020. L'Italie, dont la population active était relativement inerte sur les vingt premières années continue de se distinguer par non plus un faible dynamisme mais un recul du nombre d'actifs. Son taux de chômage, de 7,7 % en 2023, pourrait davantage reculer que celui des autres pays, ou que l'Allemagne qui semble avoir atteint son taux de chômage plancher (3 % de la population active en 2023).

Dans un contexte où le taux de chômage a pourtant diminué dans les premières économies de la zone euro, on note toutefois que quatre ans après la crise de la Covid-19, la transmission des gains de productivité aux salaires réels demeure incomplète. C'est ce que l'on retrouve illustré dans le graphique 24, par la position du point noir « EA20 » à gauche de la droite à 45°, toutes choses égales par ailleurs. La productivité horaire est quasi atone sur la période alors que les salaires réels sont en deçà de 1 % par rapport à leur niveau de 2019.

Graphique 24. Productivité horaire et rémunération depuis la Covid-19



Eurostat pour les Pays-bas et la zone euro (20), Comptabilités nationales, Calculs OFCE.

Notes. Le salaire horaire réel est calculé comme le salaire horaire (masse salariale divisée par les heures travaillées des salariés) déflaté par les prix de valeur ajoutée.

La réponse des États pour répondre au choc post-Covid et la crise énergétique explique une grande partie des récents développements en matière de « productivity-pay gap ». Cet écart masque une hétérogénéité importante au sein des cinq plus grandes économies de la zone euro à plusieurs égards.

Si l'Espagne semble avoir connu une évolution des salaires réels à peu près en phase avec celle de la productivité horaire, l'Allemagne est le pays pour lequel l'écart enregistré est le plus élevé : la productivité horaire moyenne en 2023 est supérieure de 1,4 % par rapport à 2019, mais la rémunération horaire des salariés a diminué de presque 3 %. Cela témoigne d'une baisse importante des coûts salariaux horaires, offrant une marge de manœuvre pour augmenter les salaires, conclusion que l'on tire également pour l'Italie et les Pays-Bas.

La France se distingue par l'augmentation des coûts salariaux, toutes choses égales par ailleurs, hausse reflétée par la position du

point bleu clair (FRA) à droite de la droite à 45°. Nous raisonnons ici en termes de partage de la valeur ajoutée et non pas en termes de pouvoir d'achat des salariés. Si c'était le cas, nous aurions utilisé un autre déflateur pour le salaire horaire : l'indice des prix à la consommation. Celui-ci ayant augmenté moins rapidement que le prix de valeur ajoutée, le salaire horaire en 2023 n'aurait été plus faible que de 2,7 % par rapport à quatre ans auparavant.

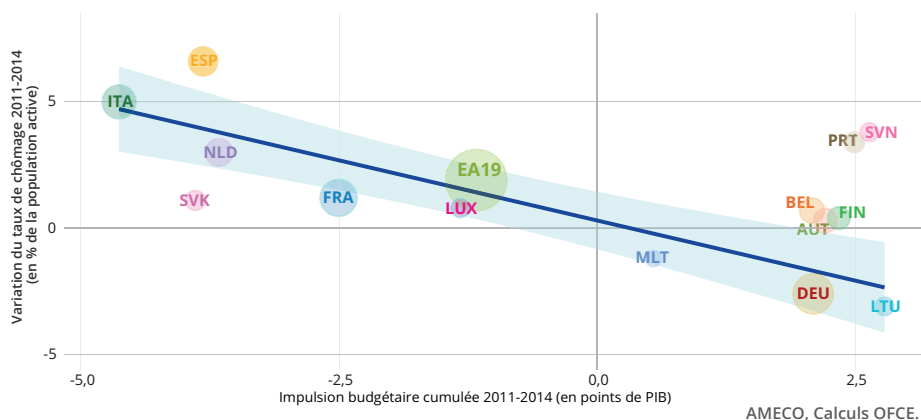
5. Ne pas reproduire l'erreur de 2011-2014 ! Pour un nouveau plan de relance européen

Si, comme nous venons de le voir, un doute subsiste encore sur l'incidence de ces quatre années de crise sur le niveau et le taux de croissance potentielle des économies européennes, la comparaison avec les performances outre-Atlantique laisse toutefois penser qu'il existerait aujourd'hui en zone euro un retard d'activité significatif. Partant de ce constat, la méthode la plus adaptée à un exercice de prévision de l'activité à moyen terme (cinq ans) consiste à évaluer le retour (vitesse et ampleur) spontané de l'économie vers son niveau potentiel mais aussi et surtout à quantifier l'impact de chocs sur cette trajectoire spontanée.

Parmi ces chocs attendus, celui lié à la politique budgétaire est le plus probable à la lecture des programmes de stabilité déjà annoncés. Or depuis la grande récession de 2008-2009, la pensée économique se partage autour de l'impact attendu de la politique budgétaire sur l'activité économique. L'épisode 2011-2014 en zone euro est riche d'enseignements. En 2011, trois ans après le début de la crise des *subprimes*, la dette publique a fortement augmenté dans tous les pays européens. En zone euro, elle a crû en moyenne sur la période de près de 20 points de PIB tandis que le déficit global se dégradait pour s'établir à 4,3 points de PIB. Ce phénomène n'est pas propre à la zone euro : bien au contraire, la dégradation a été encore plus spectaculaire dans les pays anglo-saxons avec un déficit de 7,4 % au Royaume-Uni et de près de 11 % aux États-Unis. Mais alors, seule la zone euro a décidé de se lancer dans une stratégie budgétaire visant à retrouver le plus rapidement possible l'équilibre des finances publiques. Ainsi, à partir de 2011, les grands (et petits) pays européens ont mis en place des politiques de restrictions budgétaires importantes, centrées essentiellement sur la hausse de la fiscalité. Les évolutions constatées sur le chômage ont été spectaculaires et en lien avec l'intensité de la rigueur budgétaire

mise en place, remettant en cause l'idée que la contraction budgétaire pourrait avoir des effets expansionnistes (graphique 25)²².

Graphique 25. Impulsion budgétaire et chômage au cours de la période 2011-2014 en Europe



Notes : l'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde structurel primaire calculé par AMECO. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

Au cours de cet épisode, de nombreux travaux empiriques ont tenté de trancher ce débat théorique, en indiquant qu'à court terme, le multiplicateur budgétaire est positif et qu'il serait plus élevé dans certaines configurations²³. Ainsi, les consolidations budgétaires ont des effets plus négatifs – les multiplicateurs sont plus élevés – lorsqu'elles sont menées de façon synchrone entre partenaires commerciaux²⁴ ou lorsqu'elles sont rapides et de grande ampleur²⁵. Par ailleurs, certains travaux vont dans le sens de multiplicateurs plus élevés dans un contexte de retard d'activité²⁶. Enfin, Zidar (2019) montre que l'effet

22. Les hausses du chômage constatées entre 2010 et 2014 ne peuvent pas être considérées comme une hausse du chômage d'équilibre : au cours de la période, il n'y a pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Certes, à court terme, le chômage d'équilibre a pu être modifié par une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital ou en main-d'œuvre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité. Mais, en tout état de cause rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre.

23. Pour une revue de la littérature, voir par exemple Creel *et al.* (2011).

24. Voir Blanchard et Leigh (2013).

25. Voir Batini *et al.* (2012).

26. Voir Corsetti *et al.* (2012) ; Auerbach et Gorodnichenko (2012) ; DeLong *et al.* (2012). Notons cependant que l'hypothèse selon laquelle les multiplicateurs varient au cours du cycle n'est pas confirmée par Ramey (2019).

des baisses d'impôts est plus important lorsque les mesures sont ciblées sur les individus en bas de la distribution des revenus, ceci permettant alors de concilier l'objectif de stabilisation macroéconomique et celui de réduction des inégalités.

À l'heure actuelle, en zone euro, tout laisse à penser que les multiplicateurs sont élevés : la situation conjoncturelle est encore largement dégradée et loin de sa position d'équilibre ; la baisse des taux d'intérêt est certes à venir mais son impact mettra du temps à mordre sur l'activité ; et tous les pays européens vont conduire la même politique budgétaire basée principalement sur la réduction des dépenses publiques au cours des cinq prochaines années. Si une politique de consolidation budgétaire peut être adaptée en période de reprise de l'activité, elle est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt. Mais si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, elle sera moins néfaste sur l'activité si elle est plutôt graduelle, lissée et non synchronisée.

Enfin, au regard d'un déficit public agrégé relativement faible en zone euro (3,6 % du PIB en 2023 malgré deux crises successives et une croissance faible), surtout en comparaison avec celui des États-Unis (8,5 % du PIB alors que la croissance y est dynamique, le chômage bas et les prix de l'énergie peu élevés), la priorité de ce côté de l'Atlantique ne peut pas être uniquement le rétablissement des finances publiques, au risque de voir le fossé économique avec les États-Unis continuer à se creuser. Pour relever les nouveaux défis mondiaux et s'adapter à la nouvelle situation géostratégique depuis le début de la guerre en Ukraine, l'Europe ne doit pas maintenir des règles budgétaires qui limitent son champ d'action. Elle doit assurer sa sécurité et sa défense, financer les investissements massifs nécessaires à la transition écologique pour atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici 2050 et favoriser l'émergence rapide des nouvelles industries « vertes ». En même temps, il est crucial d'accélérer la décarbonation des industries plus traditionnelles, de faire face aux prix élevés de l'énergie, de répondre à l'*Inflation Reduction Act* (IRA) américain et de ne pas rater le virage des technologies de rupture comme l'intelligence artificielle ou l'ARN messenger. Seul un plan de relance européen ambitieux et ciblé sur les secteurs stratégiques peut permettre de relever un tel défi. L'Europe dans son ensemble en a les moyens et les analyses macroéconomiques le confirment. Elle bénéficie d'un excédent structurel d'épargne qui pourrait être fléché vers le financement de ces investissements d'avenir. Elle affiche également un excédent commercial

d'ampleur et une demande interne peu dynamique par rapport à celle des États-Unis. Un soutien budgétaire ciblé à la fois sur l'offre et sur la demande favoriserait la croissance européenne et rétablirait les gains de productivité en mettant les économies sous tension, comme cela est le cas aux États-Unis. Enfin, une croissance potentielle accrue est un facteur essentiel pour garantir la soutenabilité à long terme des dettes publiques.

En l'absence de consensus sur un nouveau plan de relance européen, il est alors nécessaire de mettre en œuvre des politiques budgétaires plus accommodantes, visant à stimuler la demande interne des pays présentant d'importants excédents commerciaux²⁷. Les investissements publics alloués à la transition énergétique, à la réduction des émissions de CO₂ et à la défense devraient à minima être exclus des calculs de déficit public dans le cadre des règles budgétaires européennes.

Références

- Auerbach A. J. et Y. Gorodnichenko, 2012, « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n° 2, pp. 1-27, <https://www.jstor.org/stable/23249811>
- Bachmann, R., Baqaee, D., Bayer, C., Kuhn, M., Löschel, A., Moll, B., Peichl, A., Pittel, K., & Schularick, M. (2022). What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia. In *EconPol Policy Reports* (36; EconPol Policy Reports). ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich.
- Batini N., G. Callegari et G. Melina, 2012, « Successful austerity in the United States, Europe and Japan », *IMF Working Paper*, n° 2012/190, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Successful-Austerity-in-the-United-States-Europe-and-Japan-26116>
- Bergeaud A., G. Cette et S. Drapala, 2023, « Telerwork and productivity before, during and after the COVID19 crisis », *Économie et Statistique / Economics and Statistics*, n° 539, juillet, p. 73-89, <https://doi.org/10.24187/ecostat.2023.539.2098>
- Blanchard O. J. et D. Leigh, 2013, « Growth forecast errors and fiscal multipliers », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, pp. 117-120, <https://www.jstor.org/stable/23469713>
- Bloom N., P. Bunn, P. Mizen, P. Smietanka et G. Thwaites, 2023, « The impact of COVID-19 on productivity », *The Review of Economics and Statistics*, https://doi.org/10.1162/rest_a_01298

27. Pour plus de détails, voir Creel *et al.* (2022).

- Bock S., A. Elewa, S. Guillou, M. Napoletano, L. Nesta, E. Salies et T. Treibich, 2024, « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, mai, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief128.pdf>
- Corsetti G., A. Meier et G. J. Müller, 2012, « What determines government spending multipliers? », *Economic Policy*, vol. 27, n° 72, pp. 521-565, <https://www.jstor.org/stable/23271745>
- Creel J., F. Geerolf, S. Levasseur, X. Ragot et F. Saraceno, 2022, « L'Europe, de réelles avancées mais des choix à assumer », *OFCE Policy brief*, n° 101, février, <https://www.ofce.fr/pdf/revue/7-202201OFCE.pdf>
- Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, pp. 61-88, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-116.pdf>
- DeLong J. B., L. H. Summers, M. Feldstein et V. A. Ramey, 2012, « Fiscal policy in a depressed economy [with comments and discussion] », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps, pp. 233-297, <https://www.brookings.edu/articles/fiscal-policy-in-a-depressed-economy/>
- Département analyse et prévision de l'OFCE, 2024, « L'Europe décroche : perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale », *OFCE Policy brief*, n° 125, 10 avril, <https://www.ofce.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief125.pdf>
- Fernald J. G. et H. Li, 2022, « The impact of COVID on productivity and potential output », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n° 2022-19, <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/working-papers/2022/09/the-impact-of-covid-on-productivity-and-potential-output/>
- Fuest C., D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente et J. Tirole, 2024, *EU innovation policy: How to escape the middle technology trap*. A report by the European Policy Analysis Group, <https://iep.unibocconi.eu/publications/eu-innovation-policy-how-escape-middle-technology-trap>
- Letta E., 2024, *Much more than a market: Speed, security, solidarity*, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Ramey V. A., 2019, « Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 2, pp. 89-114, <https://www.jstor.org/stable/26621241>
- Villeroy de Galhau F., 2024, *La France et l'Europe : de la gestion des crises à une ambition de plus long terme*, Paris, Banque de France, <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/lettre-au-president-de-la-republique-2024>
- Zidar O., 2019, « Tax cuts for whom? Heterogeneous effects of income tax changes on growth and employment », *Journal of Political Economy*, vol. 127, n° 3, pp. 1437-1472, <https://doi.org/10.1086/701424>