



Economic and Monetary Conditions in the Euro Area, with special emphasis on the Effect of the 'New Economy' on potential growth

Jean-Paul Fitoussi

► To cite this version:

Jean-Paul Fitoussi. Economic and Monetary Conditions in the Euro Area, with special emphasis on the Effect of the 'New Economy' on potential growth. 2000. hal-00972906

HAL Id: hal-00972906

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-00972906>

Submitted on 22 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Economic and Monetary Conditions in the Euro Area, with a special emphasis on the effect of the « New Economy » on potential growth

Jean-Paul Fitoussi

La croissance future appréciée à l'aune du passé

Depuis le mois de juin 2000, les perspectives de croissance dans la zone euro n'ont pas été fondamentalement modifiées. Elle devrait être, en toute probabilité supérieure à 3 % pour les années 2000 et 2001, selon les prévisions réalisées avant l'été (OCDE, FMI, CE etc..). Si l'on doit se réjouir de ces perspectives qui semblent annoncer un vrai retour de la croissance en Europe, on ne saurait cependant faire table rase du passé. L'Europe a accumulé dans les années quatrevingt dix un retard de croissance assez considérable non seulement par rapport à l'ensemble des pays de l'OCDE, mais aussi par rapport à son propre potentiel de croissance. De 1991 à 1996, le taux de croissance moyen de la zone fut inférieur à 1,5 %. Certes de 1997 à 1999 la croissance fut plus élevée, sans cependant dépasser une estimation assez conservatrice de son potentiel, 2,4 % en moyenne pour ces trois années. Au total la croissance aura été de 1,8 % en moyenne pour la période 1991-1999, à comparer à 3,2 % pour la même période aux Etats-Unis. A l'issue d'une décennie aussi médiocre pour l'Europe, la croissance anticipée pour les deux années à venir n'a rien de glorieux. Il est donc essentiel qu'en matière

de politique économique et notamment de politique monétaire rien ne soit fait qui puisse compromettre la croissance future. On ne peut en effet exclure, et c'est un euphémisme, que la politique monétaire suivie avant la création de l'Euro ne soit partiellement responsable de cette mauvaise performance de l'Europe. En effet, le taux d'intérêt court nominal fut pour la même période (1991-1999) de 6,5 % en Europe contre 5 % aux Etats-Unis, alors que les performances en matière d'inflation étaient sensiblement les mêmes ; la différence est encore plus spectaculaire si l'on considère les 6 premières années de la décennie : 8 % en Europe, 4,8 % aux Etats-Unis ; En conséquence, l'écart critique – la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance – fut négatif en moyenne aux Etats-Unis (- 0,9) et fortement positif en Europe (+1,9), avec les conséquences que l'on sait sur la dynamique des dettes publiques et privées et donc sur les déficits publics et les comportements privés d'investissement. Heureusement depuis 1998, d'abord sous l'effet de l'annonce de la création de la monnaie unique et ensuite de celui de la politique monétaire conduite par la BCE, cet écart devint enfin négatif en Europe.

Les perspectives d'inflation à moyen terme¹

Mais si les perspectives de croissance restent bonnes, le contexte de la politique monétaire a quelque peu changé. La nouveauté depuis juin réside dans l'évolution des prix à l'importation sous le double effet du maintien à un niveau plus élevé qu'anticipé du prix du pétrole et du cours du dollar. L'augmentation de 0,50 points de pourcentage du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement décidé par la BCE le 8 juin, n'a pas réussi à amorcer une appréciation de l'Euro par rapport au dollar. Mais il est vrai qu'une telle augmentation était surtout motivée par des considérations de stabilité à moyen terme des prix.

En juin, comme en juillet, l'indice global des prix à la consommation harmonisé a progressé de 2,4 % (en glissement annualisé), en augmentation de 0,5 point par rapport au mois de mai (mais de 0,3 point par rapport à avril). Ce sont essentiellement les mouvements du prix du pétrole qui produisent les fluctuations de l'indice. Le plafond de 2 % fixé par la BCE est

¹. Je ne parlerais pas du « premier pilier » pour des raisons déjà énoncées dans ma précédente note, et parce que les agrégats monétaires ont connu récemment une décélération.

certes dépassé, mais on peut lire dans le dernier bulletin mensuel (août 2000) de la Banque qu'il convient « de ne pas accorder trop d'importance aux variations à court terme du taux d'inflation » (P.6). D'autant que l'indice hors prix de l'énergie et hors produits alimentaires saisonniers n'a progressé au moins de juin que de 0,1 point de pourcentage pour s'établir en rythme annuel à 1,3 % en juin 2000 contre 0,8 % en juin 1999 : la part de la hausse de l'inflation due au rebond d'activité est donc très faible. Les autres composantes de l'indice sont pour l'essentiel demeurées inchangées depuis mai, seuls les services ayant connu une très légère augmentation, de 1,6 % en mai à 1,7 % en juin.

De même si les prix à la production ont augmenté de 6,6 % en rythme annualisé en mai 2000, contre 5,8 % en avril, c'est essentiellement sous l'effet de l'augmentation du prix des biens intermédiaires, elle même conséquence directe de l'envolée du prix du pétrole. Les prix à la production des biens de consommation et des biens d'équipement n'ont connus que des évolutions très modérées eu égard à l'augmentation de la demande.

Il n'y a pour l'instant aucun dérapage dans l'évolution des salaires. Tandis que le taux de chômage baisse, que les perspectives d'emploi dans l'industrie continuent de s'améliorer, les revendications salariales semblent contenues, et ce en dépit de l'accélération de l'inflation dans quelques pays. Les accords de modération salariale conclus récemment dans certains pays (Allemagne, Irlande, Pays-Bas) sont toujours respectés. Mais il est peu probable qu'ils continuent de l'être en Irlande.

Certes les effets indirects et de second tour de l'augmentation du prix des produits importés ne peuvent s'apprécier qu'après un certain laps de temps qui peut aller de quelques mois à quelques années : l'augmentation du prix à la production des biens intermédiaires pourraient se répercuter sur les autres prix à la production et finir par affecter la branche produits manufacturés des prix à la consommation, et, par ricochet, les revendications salariales. Mais d'une part, les augmentations passées ne semblent pas avoir sensiblement affectées les composantes hors énergie des prix et, d'autre part, les évolutions futures plaident plutôt en faveur d'un ralentissement du rythme de croissance de l'indice des prix à la consommation harmonisé.

« *A l'avenir l'évolution globale des prix sera influencée par des facteurs agissant en sens contraire. D'une part, si les cours du pétrole ne poursuivent pas leur hausse, les effets de base devraient commencer à réduire progressivement la forte contribution positive des prix de l'énergie à l'inflation. D'autre part, les effets indirects associés aux augmentations déjà constatées... devraient entraîner une augmentation des prix des services et des biens hors énergie.* » (Bulletin mensuel, BCE, août 2000). Cette appréciation des évolutions futures de l'IPCH me semble tout à fait correcte, mais elle ne prend en compte ni l'éventualité d'une appréciation de l'Euro, ni celle d'une décrue du prix du pétrole, disons dans les douze mois à venir. Or ces deux éventualités ont une forte probabilité surtout si le différentiel de croissance entre l'Europe et les Etats-Unis évoluait comme la plupart des économistes le prévoient (cf. notamment IMF *World Economic Outlook*, mai 2000). Une trop rapide ou trop forte augmentation des taux d'intérêts serait alors contre-productive, puisqu'en affaiblissant les perspectives de croissance en Europe, elle retarderait le moment de l'inversion du différentiel de croissance entre les deux rives de l'Atlantique, et donc celui de l'appréciation de l'Euro. (cf. JP Fitoussi, « le tintamarre de l'Euro », le monde mai 2000). Si ce sont les considérations à moyen terme de stabilité des prix qui importent vraiment, il semble urgent d'attendre encore un peu avant que de resserrer la politique monétaire.

Le taux de court terme de la BCE est actuellement de 4,25 %. Ce chiffre peut être apprécié en le comparant à ce que donnerait l'application d'une règle de Taylor. Dans une version prudente, considérons que le taux de croissance potentiel dans la zone est de 2 %, que l'inflation est de 2,5 % pour un objectif de 2 %, que l'*output gap* est nul (selon l'estimation de l'OCDE). Le taux de référence est de 4,75% [$2 + 2,5 + 0,5 * (2,5 - 2) - 0,5 * 0$]. Une légère hausse des taux serait alors justifiée. Dans une version plus hardie, le taux de croissance potentiel de la zone est de 2,5 % ; l'inflation prévisible est de 2 % (une fois le choc pétrolier absorbé), l'*output gap* est de 1,5 % (selon l'estimation du Fonds monétaire international). Le taux de référence est alors de 3,75 % [$2,5 + 2 + 0,5 * 0 - 0,5 * 1,50$]. Le taux actuel est à mi-chemin entre l'hypothèse basse et l'hypothèse haute, et constitue donc un compromis acceptable. Raison de plus pour ne point le changer¹. D'autant qu'une hausse des

¹ . D'autant que si la cible d'inflation était de 2,5 % – ce qu'elle est implicitement pour le Fed et explicitement pour la Banque d'Angleterre – le taux d'intérêt requis dans la première hypothèse serait encore plus faible (4,5 %).

taux d'intérêt n'est pas la réaction optimale à une hausse du prix de l'énergie, lorsque prévaut la modération salariale. Compte tenu de ces calculs, il n'est pas étonnant que l'OCDE recommande un durcissement de la politique monétaire de la BCE, alors que le Fonds Monétaire International recommande d'éviter de compromettre la reprise « au travers d'un rapide durcissement de la politique monétaire ». Et les économistes du fond ajoutent : « toute évaluation du besoin d'ajustement supplémentaire des taux d'intérêt doit aussi prendre en compte la vraisemblance d'un euro plus fort au fur et à mesure que la position cyclique de l'Europe s'améliore » (World Economic Outlook ; p.18).

La nouvelle économie : des Etats-Unis à l'Europe ?

En mars 2000, l'économie américaine entrait dans sa 10^{ème} année de croissance. En février 2000, le record de longévité du cycle des années 60 (106 mois de croissance ininterrompue) était dépassé. La performance actuelle est d'autant plus impressionnante que les années récentes ne manifestent aucun signe d'essoufflement, contrairement au schéma cyclique habituel (tableau 1).

Tableau 1 : Deux dernières années de croissance de chaque cycle américain

Taux de croissance annuel moyen	Deux dernières années des cycles précédents		Deux dernières années du cycle le plus récent
	1967 T4 - 1969 T4	1988 T3 - 1990 T3	1998 T1 - 2000 T1
PIB	3,4	2,6	4,7
Taux de chômage ¹	3,5	5,4	4,4
Productivité ²	1,3	1,1	3,4
Investissement productif	6,4	3,2	11,5
Indices des prix à la consommation (CPI)	5,1	5,1	2,3
Accélération CPI ³	2,4	1,9	- 0,2

en %, moyenne annuelle pour 1968-1969, 1988 T4 - 1990 T3, et 1998-1999.

Productivité horaire du travail dans le secteur non agricole.

Différence en points de pourcentage entre le taux d'inflation annuel moyen des deux dernières années et ce même taux sur les deux années précédentes.

Sources : BEA, calculs OFCE.

Deux interprétations concurrentes, qui deviennent aujourd'hui complémentaires, ont été invoquées pour expliquer cette évolution. Selon la première, l'économie américaine a bénéficié d'une série de chocs favorables, mais transitoires (désinflation importée, baisse du

prix des matières premières, baisse du prix de la santé), accompagnés d'un policy-mix de grande qualité. Mais au fur et à mesure que les données sur la seconde moitié des années quatrevingt dix devenaient disponibles, force était de constater qu'un changement structurel semblait s'être produit : depuis 1996 la tendance de la productivité du travail connaît un très net infléchissement à la hausse retrouvant des rythmes proches de ceux des années soixante (tableau 2). L'hypothèse de « la nouvelle économie » devenait de plus en plus vraisemblable.

Tableau 2

En croissance annuelle moyenne	1959-1973	1973-1995	1995-1999
Productivité moyenne du travail	2,95	1,42	2,58
Productivité globale des facteurs	1,01	0,34	0,99

Source : Gordon, BPEA,1, 2000.

Mais derrière le terme de « nouvelle économie », tout le monde ne met pas la même chose. Toutes les analyses ont en commun l'idée que le développement des technologies de l'information et de la communication (TIC) dans un contexte de dérégulation des marchés (financiers et de produits) et de globalisation croissante de l'économie¹, ont contribué à repousser les limites de la croissance en élevant durablement le sentier de la productivité. Mais si, pour certains, cette augmentation de la productivité devrait se diffuser à l'ensemble des secteurs, repoussant indéfiniment les limites de la croissance, pour d'autres elle est étroitement circonscrite au secteur producteur de nouvelles technologies et au secteur utilisateur de ces technologies pour la production de biens industriels durables. Il n'existe pas en effet d'indication statistiques selon lesquelles la productivité du travail aurait connu une augmentation de son rythme dans le secteur des services². Pour l'instant seule cette seconde acception apparaît empiriquement fondée : le progrès technique a suscité d'énormes accroissements de productivité dans les secteurs producteurs de TIC (l'augmentation de la productivité globale des facteurs dans l'ensemble de l'économie proviendrait essentiellement de ce secteur), qui ont été transmis aux secteurs utilisateurs au moyen de baisse de prix considérables. Le prix relatif des ordinateurs qui baissait de 15 % l'an dans la première moitié

¹ . cf. J.P. Fitoussi, D. Jestaz, E.S. Phelps and G. Zoega : « Roots of the Recent Recoveries : Labor Reforms or Private Sector Forces », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 2000.

² . cf. D.W. Jorgenson and K.J. Sticoh : « Raising the Speed Limit : US Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 2000

des années 90, baisse à un rythme annuel de 28 % depuis 1995. Les secteurs utilisateurs qui se sont restructurés pour mieux utiliser les dernières technologies, ont donc accru le volume de leur investissement. L'augmentation du capital par tête dans ces secteurs a ensuite très classiquement provoqué un accroissement de la productivité moyenne du travail¹.

De 1992 à 1999, les gains de productivité horaire du travail dans le secteur marchand ont été de 2,2 % par an et de 4,3 % dans le secteur manufacturier. De manière inhabituelle, ils se sont accélérés au cours des dernières années, malgré la maturité du cycle : 2,8 % et 5,1 % respectivement entre 1996 et 1999.

Si l'on retient dorénavant comme tendance de long terme des gains de productivité le chiffre de 2,2 %, et pour la population active une tendance de 1,2 % de croissance par an, on a une hypothèse « basse » de taux de croissance potentielle de 3,4 %. Une hypothèse « haute » de 4 % est envisageable si l'on retient comme tendance de long terme des gains de productivité le rythme des quatre dernières années (soit 2,8 %).

Pour plusieurs raisons, il apparaît assez délicat de faire un parallèle entre la situation américaine et la situation européenne : le débat aux Etats-Unis n'existe que depuis deux-trois ans alors que le cycle est dans sa dixième année. Le cycle européen de croissance n'est lui engagé que depuis 3 ans. Le recul statistique est donc largement insuffisant pour interpréter les données européennes de croissance, d'inflation, voire de gains de productivité, autrement que comme des données de début de cycle. Par ailleurs, la lisibilité des statistiques de gains de productivité horaire du travail en nombre de pays européens, notamment la France, est rendue difficile par les mesures de lutte contre le chômage (encouragement au travail non-qualifié) et de réduction du temps de travail.

Si la globalisation est commune aux deux zones, la diffusion des TIC souffre d'un décalage dans le temps. En particulier, la comparaison des données américaines et françaises confirme que les TIC occupent une part bien plus importante dans la dynamique du capital fixe

¹ . Il se peut que l'augmentation de la productivité dans le secteur des services soit encore à venir. La restructuration de l'organisation du travail en ce secteur étant plus complexe et plus lente que dans les secteurs industriels. En ce cas les limites de la croissance seraient encore davantage repoussées.

productif aux Etats-Unis qu'en France (tableau 3). Alors qu'en 1970, les ordinateurs (matériels informatiques) comptaient dans chaque pays pour environ 4 % de l'investissement hors bâtiments, à la fin des années 1990, la part aux Etats-Unis est quasiment le double de celle de la France. L'écart est moins marqué pour les logiciels, mais la progression a quand même été plus importante aux Etats-Unis qu'en France. Quant aux matériels de communication, le profil est similaire. Ce qui distingue les deux pays, c'est également la date du « boom ». Aux Etats-Unis, la progression de la part des investissements en TIC dans l'investissement hors bâtiments s'est faite en deux sauts : le premier date des années 80 avec l'utilisation croissante des ordinateurs personnels ; le second, des années 90, voire même de la seconde moitié des années 90, avec la diffusion de l'Internet. En Europe, la première vague n'apparaît pas vraiment, et la seconde est moins marquée qu'aux Etats-Unis. Le saut se situe plus tard, vers la fin des années 90. Cela ne doit pas étonner. Comme souligné à la première section de cette note, l'Europe a accumulé dans les années quatrevingt dix un retard d'investissement, qui n'a pu que freiner la diffusion des nouvelles technologies sur notre continent. De 1991 à 1999, l'investissement du secteur privé non résidentiel n'a augmenté que de 1,8 % l'an dans la zone euro, contre 7,5 % l'an aux Etats-Unis.

Tableau 3 : Dépenses d'investissement en TIC en France et aux Etats-Unis

Données en valeur	Part dans l'investissement				Part dans le PIB			
	1970	1980	1990	1998	1970	1980	1990	1998
France								
Matériels informatiques	3,7	3,6	4,6	5,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Logiciels	2,5	3,2	5,2	10,4	0,2	0,2	0,4	0,7
Matériels de communication	6,0	6,3	6,1	7,8	0,5	0,5	0,5	0,6
Etats-Unis								
Matériels informatiques	4,0	5,5	9,0	10,8	0,3	0,4	0,7	1,0
Logiciels	3,4	4,7	11,7	15,1	0,2	0,4	0,9	1,4
Matériels de communication	9,8	11,3	11,1	10,1	0,6	0,9	0,8	0,9

Sources : tableau 1 de *Cette et alii* (2000), BEA

Les bénéfices que semblent en tirer aujourd'hui les Etats-Unis en termes de gains de productivité horaire du travail, et peut-être même de productivité globale des facteurs, après vingt années d'investissements soutenus, ne sont donc envisageables en Europe que dans quelques années.

Les facteurs qui permettent de penser que la zone euro dispose d'un certain potentiel de croissance doivent donc être replacés dans un certain déroulement temporel. A court terme, la croissance potentielle reste de l'ordre de 2,3 % (soit 0,6 % de croissance de la population active disponible et 1,7 % de croissance de la productivité). Mais le taux de chômage de la zone -- 9,4 % en 2000 -- est bien au-dessus du taux d'équilibre, comme le montre la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée (tableau 4). Le déficit de croissance des années 90 signalé plus haut permet une croissance de moyen terme supérieure à son potentiel. Une croissance à un taux de 3 % est possible pendant au moins 5 ans, aboutissant à un taux de chômage de l'ordre de 7 % en 2005. Ce taux de croissance est d'autant plus atteignable que l'on sait que pendant cette première période, la productivité du travail aura tendance à s'élever au fur et à mesure que les secteurs utilisateurs, profitant des baisses de prix, augmenteront leurs investissements en nouvelles technologies. Or un tel rattrapage est en cours et il peut être rapide: de mars 1999 à Mars 2000, le nombre d'internautes en Europe est passé de 40 à 80 millions, alors que dans l'ensemble Etats-Unis-Canada, il passait de 97 à 137 million. Par la suite, la croissance de la population active disponible devrait ralentir, mais l'effet « nouvelle «économie» devrait à la fois permettre une certaine hausse de la croissance de la productivité et une baisse du taux de chômage d'équilibre. Une croissance de 3 % pourrait alors pouvoir continuer pendant 5 ans (avec 0,2 % de croissance de la population active disponible, 2,3 % de croissance de la productivité du travail et 0,5 % de baisse du taux de chômage et/ou d'augmentation du taux d'emploi chaque année).

Dans les circonstances actuelles, des réformes structurelles, même si elles pourraient être désirables en elles-mêmes, ne paraissent pas un préalable indispensable à une révision progressive par la BCE de ce que j'appellerais « la croissance potentielle de moyen terme ».

Tableau 4. Part salariale corrigée dans la zone euro

1990	1993	1995	1997	1998	1999	2000
70,4	71,1	68,8	68,1	67,5	67,7	67,1

Source : Commission européenne.