

## La divergence productive dans la zone euro

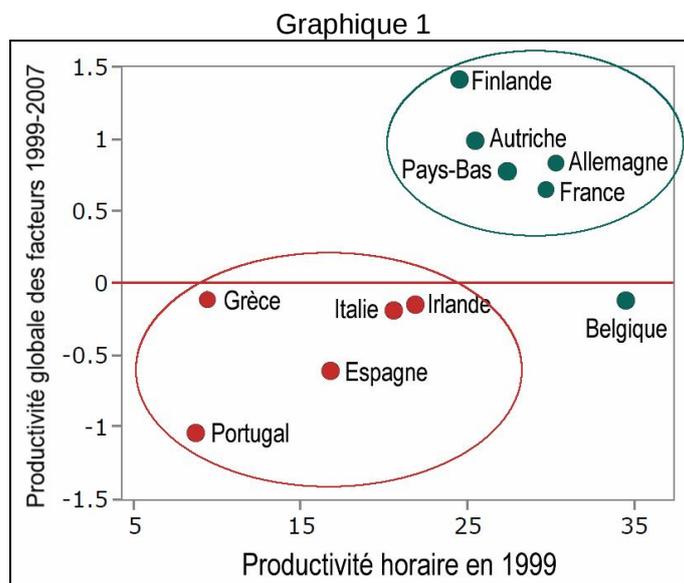
note [hussonet](#) n°68, 26 janvier 2014

Dans un document<sup>1</sup> où elle dresse un bilan des processus de convergence dans la zone euro, la Commission met le doigt sur un phénomène important : « le schéma de convergence a profondément changé dans la zone euro avant la crise ». Dans un premier temps (1995-2001), les choses se sont passées conformément au « paradigme néoclassique [qui] prédit des flux de capitaux plus élevés vers les pays à bas revenus parce que le produit marginal du capital y est plus élevé ». Durant cette période, « l'investissement a plus augmenté dans les pays en rattrapage que dans le reste de la zone et les flux de capital se sont au départ orientés vers les secteurs les plus productifs, grâce à une forte intégration financière de tous les pays de la zone euro ». Il y avait donc un cercle vertueux : plus de croissance et plus d'investissement dans les pays du *Sud* devaient conduire à un « rapide changement technologique et à des gains de productivité ». Telle était encore une fois la « prédiction de la théorie de la croissance économique » : l'intégration économique et financière « devait conduire à une croissance plus rapide des pays moins avancés, soit en raison d'une plus grande accumulation de capital (selon le modèle de croissance néoclassique) ou de la diffusion des technologies et de l'innovation (selon les modèles de croissance endogène) ».

Mais ce processus de rattrapage s'est ensuite inversé entre 2001 et 2007, c'est-à-dire dès les premières années de la mise en place de l'euro : « le capital a continué à affluer vers la plupart des pays en rattrapage, attiré plutôt par des taux de marge plus élevés dans certains secteurs de services et industries de réseaux, plutôt que par la productivité marginale du capital ».

Cette réorientation signifie que les flux de capitaux ont privilégié le secteur abrité à faible productivité, ce qui « pourrait suggérer que les choix d'investissement étaient déterminés par la recherche de rentes plutôt que par des considérations d'efficacité ».

Le résultat de cette « mauvaise allocation du capital » est que la convergence n'a pas fonctionné. Le graphique 1 ci-dessous montre comment a évolué la productivité globale des facteurs<sup>2</sup> entre 1999 et 2007, en fonction du niveau de productivité de chaque pays en 1999.



Source : Commission européenne, voir note 1.

<sup>1</sup> European Commission, « [Catching-up processes in the euro area](#) », *Quarterly Report on the Euro Area* n°1, 2013, chapter 1.

<sup>2</sup> La productivité globale des facteurs est une mesure synthétique de l'efficacité productive. Elle est calculée comme la moyenne pondérée de la productivité du travail et de l'efficacité du capital.

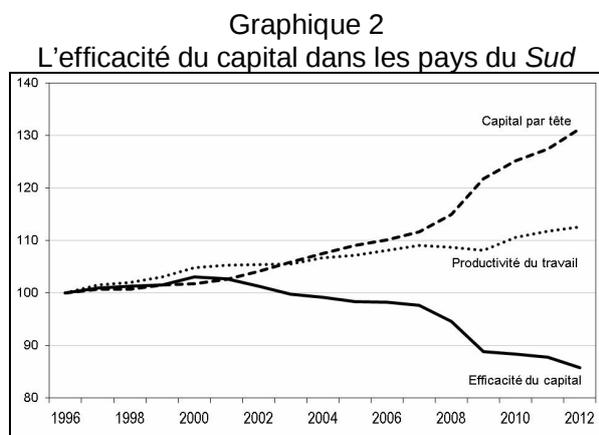
Si on laisse de côté la Belgique, on distingue deux groupes de pays. Les pays du *Nord* qui partent d'un niveau plus élevé de productivité horaire du travail ont tous amélioré leur productivité globale des facteurs entre 1999 et 2007. Le second groupe, celui des pays du *Sud* qui partaient d'un plus bas niveau de productivité, se caractérise au contraire par un recul de la productivité globale des facteurs. Autrement dit, la convergence réelle, celle qui porte sur l'efficacité productive, n'a pas fonctionné et la mise en place de l'euro s'est au contraire accompagnée d'une divergence réelle.

La Commission cherche donc à expliquer cette « corrélation atypique » qui va à l'encontre de la « théorie de la croissance économique ». Son schéma est le suivant : normalement l'investissement devrait s'orienter en fonction du « rendement marginal du capital » mais ce « modèle de convergence néoclassique a commencé à donner des signes de faiblesse assez vite après la mise en place de l'euro » et l'investissement s'est de plus en plus dirigé vers les secteurs à plus fort taux de marge.

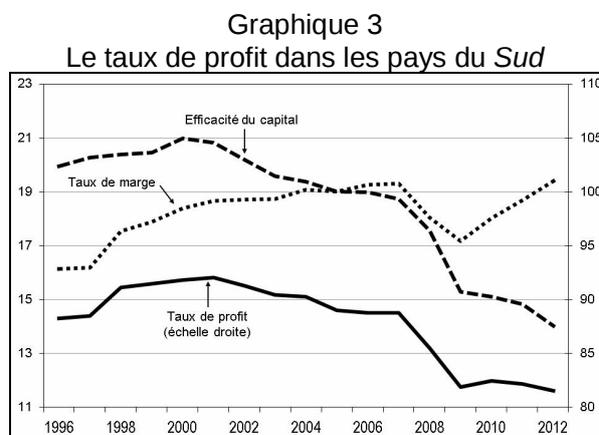
Le principal déterminant de l'investissement est en réalité le taux de profit, qui dépend lui-même de deux choses :

- le taux de marge que la Commission appelle à tort « taux de profit » : c'est rapport entre profit et valeur ajoutée qui est donc d'autant plus élevé que la part des salaires est basse
- l'efficacité du capital, autrement dit le rapport entre valeur ajoutée et stock de capital, que la Commission appelle à tort « produit marginal du capital » car il n'y a rien de « marginal » dans ce ratio.

L'évolution du taux de profit peut être analysée à partir de cette décomposition, illustrée par les deux graphiques ci-dessous établis sur l'ensemble des pays du *Sud* (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal). Ils montrent qu'il y a eu effectivement perte d'efficacité du capital dans les pays du *Sud* à peu près dès la mise en place de l'euro (graphique 2). Le capital par tête s'est mis à augmenter plus rapidement, sans réussir à tirer la productivité du travail. Cette perte d'efficacité a eu un effet négatif sur le taux de profit, que n'a pas compensé la progression du taux de marge, autrement dit la baisse de la part des salaires (graphique 3).



Source : Commission européenne, voir note 1.



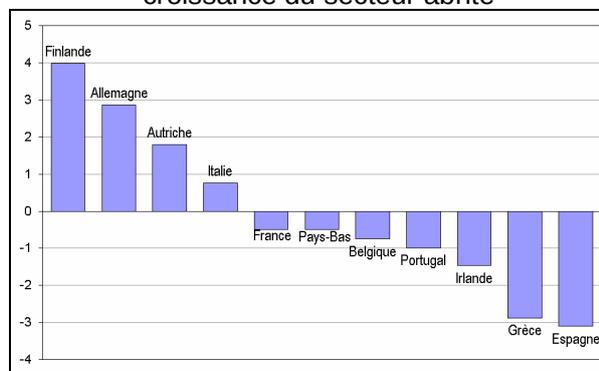
Le véritable récit est donc le suivant : l'intégration financière, dont la Commission ne cesse de vanter les mérites, a eu pour effet de doper les flux de capitaux qui se sont très vite dirigés vers les secteurs les plus rentables, mais les moins susceptibles d'assurer la convergence.

Ce constat porte sur l'ensemble des économies. Il faudrait distinguer le secteur exposé à la concurrence (*tradable*, en gros l'industrie manufacturière) et le secteur abrité (*non-tradable*, en gros les services). Ce que montrent les données mobilisées par la Commission, c'est qu'il y a eu, peu après la formation de l'euro, un basculement de l'investissement vers le deuxième secteur, plus rentable mais moins susceptible de gains de productivité, qui comprend notamment le bâtiment et la finance.

La contribution des deux secteurs a par conséquent été très différente dans les différents pays de la zone et on retrouve en gros la partition entre le *Nord* - où le secteur exposé a enregistré une croissance plus rapide que celle du secteur abrité dans les années précédant immédiatement la

crise (2003-2007) - et le *Sud* où la configuration est inverse (graphique 4). Si l'on rapporte ce différentiel à la croissance, on obtient un « indicateur d'exposition » qui rend compte de la contribution à la croissance du secteur exposé et, là encore, on retrouve à peu près la partition entre *Nord* et *Sud* (graphique 5), l'Italie étant la principale exception.

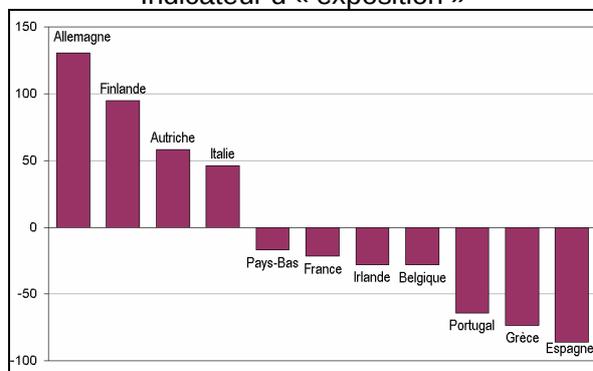
Graphique 4  
Croissance du secteur exposé  
– croissance du secteur abrité



Source : Commission européenne, voir note 1.

Graphique 5

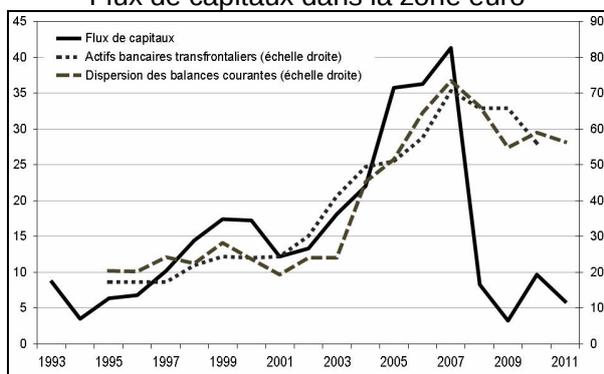
Indicateur d'« exposition »



Dans un autre document, la Commission<sup>3</sup> confirme cette analyse en soulignant que « certains des Etats membres 'vulnérables' ont connu, durant les années précédant la crise, un déplacement de la rentabilité dans le secteur des biens non échangeables [secteur abrité] qui est passée au-dessus de celle des biens échangeables [secteur exposé] ». Ce glissement de la rentabilité s'explique selon la Commission par une « croissance rapide de la demande intérieure alimentée par le crédit ».

Ces développements sont très importants car ils permettent de comprendre comment les mécanismes financiers exercent un effet sur les structures productives. La crise a en effet été précédée, à partir de 2003, par une véritable explosion des flux de capitaux à l'intérieur de la zone euro : ils passent d'environ 15 % à 40 % du PIB de la zone (graphique 6). Cet envol correspond à une divergence accrue entre les pays excédentaires du *Nord* et les pays déficitaires du *Sud* : cet écart est mesuré ici par un indicateur de dispersion des balances courantes. On peut vérifier aussi que ce mouvement a été porté en grande partie par les crédits bancaires transfrontaliers. Dans ces conditions, la crise se manifeste par une chute très brutale des flux de capitaux qui frappe principalement les pays du *Sud*.

Graphique 6  
Flux de capitaux dans la zone euro

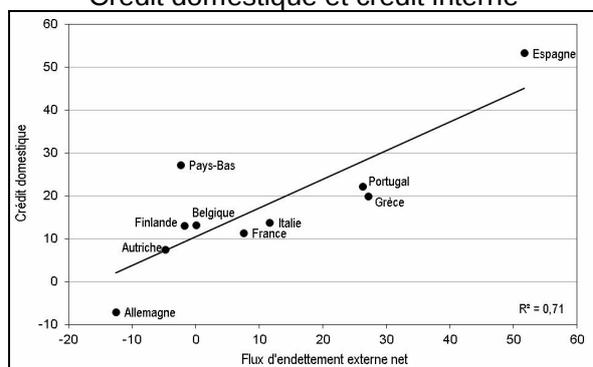


En % du PIB de la zone euro.

Source : P. Lane, « [Capital Flows in the Euro Area](#) », *European Economy, Economic Papers* 497, April 2013

Graphique 7

Crédit domestique et crédit interne



Croissance 2003-2008.

<sup>3</sup> European Commission, « [Firms' investment decisions in vulnerable Member States](#) », *Quarterly Report on the Euro Area* n°4, 2013, chapter 3.