

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES

Jean-Paul Fitoussi

Les prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.

Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui nous paraissent les plus vraisemblables. Dès lors, les erreurs de prévision peuvent avoir au moins trois origines : une insuffisance d'information sur le présent, une mauvaise spécification théorique, la non réalisation de certaines hypothèses. De surcroît, il existe une incertitude irréductible au sens où certains événements sont imprévisibles, alors même que leur conséquence sur l'activité économique est déterminante. Voilà pourquoi les chiffres associés à une prévision sont éminemment fragiles, qu'ils doivent être considérés comme conditionnels aux hypothèses que l'on formule, aux données dont on dispose et au cadre théorique dans lequel on raisonne.

Il m'a donc semblé nécessaire que les prévisions réalisées par l'OFCE soient publiées en même temps qu'un débat autour de ces prévisions. Cela offre le double avantage de rendre explicite le doute inhérent à tout exercice de prévision pour les raisons déjà exposées, et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Une prévision, pour rigoureuse qu'elle soit, n'est pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée, mais une « histoire » raisonnée du futur délivrant des résultats incertains. Il est utile d'en comprendre d'emblée les limites, pour ne point s'en servir comme d'un argument d'autorité, à l'instar de ce qui est trop fréquemment le cas.

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 2 avril 2001

Anton Brender : *CPR gestion*

Flemming Larsen : *Fonds monétaire international*

**Jean-Paul Fitoussi ; Hélène Baudchon, Odile Chagny,
Jacky Fayolle, Philippe Sigogne, Henri Sterdyniak,**

Xavier Timbeau : *OFCE*

Les États-Unis et l'économie mondiale

Flemming Larsen : Je voudrais d'abord souligner que j'interviens ici en mon nom personnel. Pour commencer, je n'ai pas problème avec le scénario de base qui est expliqué de façon détaillée et convaincante. En effet, j'aurais moi-même choisi des hypothèses de base sur l'environnement international très semblables à celles de l'OFCE. Cependant, en cette période d'incertitudes conjoncturelles croissantes, il est nécessaire de reconnaître les risques d'un fléchissement de la croissance mondiale plus important. Dans ce but, il faut différencier les positions officielles des points de vue personnels : beaucoup de prévisionnistes identifient bien les risques, mais les scénarios de base des institutions restent relativement optimistes. D'où le large consensus qui apparaît dans les prévisions actuelles.

Il est en effet difficile pour une institution (qu'elle soit l'OFCE ou le FMI) de publier un scénario de base très pessimiste. On lit donc les doutes entre les lignes des textes qui accompagnent les projections, et il me semble que les auteurs sont actuellement plus pessimistes personnellement que les chiffres qu'ils publient.

Ainsi, en ce qui concerne l'économie américaine, les corrections à la baisse des prévisions sont modestes, y compris au sein des marchés financiers. Tout le monde est d'accord pour dire qu'après l'été 2001, on connaîtra un retour à des taux de croissance proches du potentiel, en deux ou trois trimestres. C'est le cas de la prévision de l'OFCE, même si elle est parmi les plus réalistes.

La question est de savoir dans quelle mesure on peut s'attendre à un scénario de correction plus profonde et plus longue. Mon point de vue personnel est que les déséquilibres ont été considérables pendant la phase d'expansion, en particulier dans le secteur des

ménages et des entreprises. Le déficit du secteur privé (épargne privée moins investissement privé) s'est fortement accru et a atteint un niveau sans précédent, de 5 à 6 % du PIB ; on peut, d'une certaine façon, considérer ce solde financier comme la mesure d'une « balance des paiements courants privés ». Le taux d'épargne des ménages a baissé de 6 à 7 points, pour finalement atteindre zéro, et le taux d'investissement des entreprises a continué de monter. Le financement a été aisé, grâce à l'afflux permanent des investissements étrangers, et en partie grâce à l'excédent public. Mais on peut s'interroger sur la durabilité d'un tel phénomène ; la réponse dépend en partie des hypothèses faites sur la productivité : si l'on a des doutes sur la productivité sous-jacente, peut-on envisager la poursuite de la croissance de la consommation et de l'investissement ?

Il n'y a pas de précédent historique aux États-Unis d'un déficit aussi important. Si l'on recherche l'exemple d'autres pays, on constate qu'ils sont peu nombreux : on peut se référer au cas japonais de la fin des années 1980, ou bien à la Suède, à la Finlande, à la Norvège et au Royaume-Uni au début des années 1990. Les corrections y ont été très fortes, la baisse de l'investissement des entreprises et la hausse du taux d'épargne des ménages ayant conduit à une baisse prononcée de la demande et à des récessions plus ou moins profondes ; la faiblesse de la croissance fut ainsi de longue durée. Les États-Unis, qui sont dans une situation exceptionnelle, peuvent-ils éviter ce type d'enchaînements ?

Anton Brender : Pour savoir si les États-Unis peuvent connaître une récession plus grave que prévu, il faut d'abord revenir en arrière. Le schéma de reprise en V est trompeur : la croissance fut trop élevée, et l'on ne reviendra pas à des taux identiques. Il y a une asymétrie des rythmes passés et à venir. On ne dessinera donc pas un V.

Les déséquilibres se sont accentués au cours des deux dernières années ; on peut parler d'un dérapage après la crise asiatique, dont témoigne la bulle des valeurs technologiques. Le rythme de croissance de 6 % était insoutenable et conduisait à des tensions sur le marché du travail. La Fed a tenté de le réduire par un freinage du crédit, qui exerce ses effets dans le ralentissement actuel.

Le freinage de l'activité ne s'est pas produit dans l'ordre parfait que la Fed aurait souhaité : l'an dernier, l'économie paraissait « insensible » à l'action de la Fed, qui souhaitait ralentir la croissance en deçà du potentiel. Depuis, on est en présence, semble-t-il, d'une « sur-réponse ». Quand le ralentissement est enclenché, peut-on en garder le contrôle ?

Les deux déséquilibres majeurs sont connus : le déficit courant et la valorisation boursière. Celle-ci constitue le déséquilibre le plus important actuellement. La dégradation de la balance des paiements

est certes un problème, mais qui n'est pas le plus pressant à court terme.

Le ralentissement économique pourrait être accentué par une baisse excessive de la Bourse, consécutive à sa montée excessive. Il est actuellement centré sur l'industrie, comme en 1998. Il diffère donc des récessions ou ralentissements de 1990 et 1995, plus homogènes, les destructions d'emplois s'étant produites tant dans l'industrie que dans les services. Aujourd'hui, l'emploi diminue dans l'industrie, mais continue d'augmenter dans les services, comme en 1998. Le problème est que les cours boursiers suivent l'évolution des profits industriels, quoiqu'on dise de la tertiarisation de l'économie. La diffusion à l'ensemble de l'économie se fait par les effets-richeesse : l'industrie ralentissant violemment, les profits diminuent fortement, ce qui décourage les investisseurs boursiers et dégonfle la richesse des ménages ; la consommation pourrait ainsi ralentir bien plus qu'elle ne l'a encore fait.

Jusqu'à présent, l'activité reste soutenue par la consommation et par le logement, qui bénéficie de la baisse des taux longs. Mais une correction de la Bourse excessive à la baisse conduirait à une diffusion du ralentissement industriel au reste de l'économie, *via* celui de la consommation.

Jean-Paul Fitoussi : La question du *trend* de productivité reste sans réponse, indépendamment des problèmes boursiers et de la sur-correction à la baisse du prix des actifs. Si la croissance des cinq dernières années était anormalement élevée, le V ne pourrait être symétrique. Si le *trend* de productivité était plus faible que celui des années 1996-2000, la base du V serait plus basse qu'anticipé et le rebond à venir moins vigoureux que prévu dans les représentations actuelles. Bien sûr, valorisation boursière et *trend* de productivité sont intimement liés. La question qui fait naître toutes les incertitudes est donc bien celle de l'avenir de la productivité.

Flemming Larsen : Il existe une école de pensée, minoritaire, qui souligne les aspects potentiellement autrichiens de ce cycle conjoncturel. Les cycles précédant la grande guerre étaient d'ampleur considérable, à l'inverse de ceux d'après-guerre. Dans cette dernière période de 30-40 ans, le principal problème de la gestion du cycle conjoncturel était l'inflation. Les phases de forte augmentation de la demande étaient suivies par une accélération de l'inflation, qui conduisait à un resserrement de la politique monétaire, d'où un ralentissement de la demande et de la production, puis une reprise.

Le nouveau cycle conjoncturel, semblable à ceux de la période antérieure, est caractérisé par une accumulation excessive des investissements, qui induit une longue période de correction, avant un redémarrage. La politique monétaire n'est donc plus aussi efficace

qu'auparavant, car les entreprises ont besoin de se consolider. Connait-on ce type de cycle actuellement aux États-Unis ? Plusieurs arguments vont en ce sens : le coût du capital a été très bas pendant la phase d'expansion, car la hausse des cours boursiers a facilité le financement des investissements ; il y a un risque que l'extension des capacités n'a donc pas toujours concerné des équipements profitables. Le besoin de correction existe donc et suppose plusieurs années de prudence dans les investissements.

La hausse très importante des investissements passés a été un facteur crucial de l'augmentation de la productivité. On risque donc, si l'on revient à un taux d'investissement normal, de connaître un ralentissement de la croissance de la productivité, qui conduirait à décevoir les marchés financiers, d'où une correction plus profonde, non seulement du Nasdaq mais aussi des autres valeurs. Ceci fonde la crainte d'un scénario alternatif au scénario de base.

Anton Brender : Les scénarios catastrophe de sur-accumulation et de sur-investissement devraient s'accompagner d'une dégradation de la productivité globale des facteurs, l'investissement étant de moins en moins efficace. Or celle-ci ne s'est pas produite.

On peut, pour résoudre cette contradiction, envisager que ce sur-investissement soit récent et concentré dans le secteur des nouvelles technologies. Il pourrait alors se résorber plus facilement. L'ajustement serait en effet plus bref que dans les périodes de sur-accumulation évoquées précédemment, car, d'une part, la productivité globale a continué de s'accroître, et que, d'autre part, les équipements des NTIC sont moins enclins à générer une sur-accumulation durable puisqu'ils sont rapidement obsolètes. La concurrence contraint à renouveler, car l'offre d'innovation est dynamique.

Philippe Sigogne : Les États-Unis ne connaissent pas un scénario à la Japonaise de sous-investissement durable, car le taux de rendement du capital ne s'est pas effondré. Mais cela n'exclut pas que l'investissement soit très durement touché parce que la demande peut faire défaut très rapidement : la courte durée de vie des équipements en NTIC, qui résulte essentiellement de l'obsolescence, peut très vite être rallongée, en cas d'infléchissement du rythme de l'innovation, amputant sensiblement les besoins de renouvellement. Les raisons d'une pause de l'innovation ne manquent pas. En informatique, les nouvelles générations de microprocesseurs nécessitent une refonte complète de leur environnement qui peut prendre plus de temps que prévu ; dans les télécommunications, le passage aux nouvelles normes risque de n'intéresser qu'une partie du marché des mobiles. En attendant l'émergence de nouveaux standards, les utilisateurs, pressés par les contraintes financières, auront beau jeu de constater qu'ils peuvent prolonger la vie de leurs équipements existants. Les

économies potentielles sont de l'ordre de 100 milliards de dollars. On peut donc prévoir que cette baisse de demande atteigne un point de PIB, et donc deux points de PIB en intégrant les effets induits. Dans les vagues d'innovations actuelles, si le rythme de mise en œuvre de l'innovation se ralentit, le fléchissement économique est net. Mais, dans la durée, le rythme de 3,5 % n'est pas mis en cause.

Anton Brender : Cette première récession de la nouvelle économie fait apparaître que, du fait de la flexibilité de la durée d'obsolescence des biens, les fluctuations peuvent être plus marquées que dans l'ancienne économie : les contractions sont instantanées quand on allonge la durée d'utilisation des matériels, et les redémarrages rapides quand tout le monde passe aux nouvelles classes d'équipements. C'est une flexibilité nouvelle.

Henri Sterdyniak : Nous sommes conscients de l'existence de deux scénarios. Nous avons choisi celui d'une nouvelle période de croissance après un ralentissement accentué. Nous pensons en effet qu'il y a bien eu une bulle financière et que la croissance a été trop exubérante en fin de période, mais que la nouvelle économie existe : les gains de productivité sont importants, le taux de croissance potentielle s'est accru, l'immigration permet de desserrer les tensions sur le marché du travail et les pertes en Bourse subies par les ménages n'effacent pas les plus-values antérieures. Ni les ménages, ni les entreprises n'ont un sentiment de désillusion tel que l'épargne augmente massivement et que les dépenses s'effondrent. Les États-Unis ont retrouvé le leadership de l'innovation mondiale. Il n'y a pas encore de méfiance des investissements étrangers envers le dollar, qui conduirait à son repli, le déficit extérieur étant alors considéré comme insoutenable.

Hélène Baudchon : Les gains de productivité globale des facteurs sont concentrés dans les secteurs producteurs mais se diffusent aux secteurs utilisateurs. Si l'investissement est stoppé dans les secteurs producteurs, il l'est aussi dans les secteurs utilisateurs. L'emploi sera affecté. Le scénario de reprise rapide semble donc improbable. Le nôtre est intermédiaire : l'ajustement de l'investissement et de l'emploi conduit à un repli, puis le redémarrage est de faible ampleur.

L'éclatement de la bulle a permis d'évacuer les investissements non rentables. A l'avenir, seuls les projets rentables seront réalisés, générant des gains de productivité plus soutenus.

Jean-Paul Fitoussi : Ceci fait penser au discours tenu en France au début des années 1990, selon lequel des taux d'intérêt réels élevés avaient l'avantage de discriminer les investissements rentables !

Aux États-Unis, la valorisation boursière reste aujourd'hui trois fois plus élevée qu'en 1995. La solvabilité des ménages n'est donc pas si dégradée.

Flemming Larsen : Cet argument conduit à la fois à l'optimisme et à la prudence...

La prévision de l'OFCE table sur un PER à 25, qui est supérieur au PER de 15 constaté en très longue période. Cela est-il soutenable ? C'est une question très discutée aux États-Unis. Beaucoup d'analystes des marchés financiers ont défendu cette soutenabilité, en se fondant sur le fait que la prime de risque avait disparu puisque la Bourse était plus performante que le marché obligataire. C'était vrai il y a un an. Actuellement, n'est-il pas plus raisonnable de penser que les investisseurs, qui voient régulièrement des fluctuations de 3 à 4 %, à la hausse ou à la baisse, ont des doutes et imposent à nouveau des primes de risque pour détenir des valeurs boursières ? La valeur à moyen terme du PER est donc problématique ; on risque ainsi une correction plus profonde.

En ce qui concerne le dollar, tout le monde, y compris les marchés financiers, avait prévu que le retournement conjoncturel déclencherait le repli du change relatif à l'euro. Cela ne s'est pas vérifié, et tient au fait que les investisseurs européens ont certes commencé à abandonner les valeurs boursières, mais ont maintenu leurs capitaux aux États-Unis, en obligations ou bons du trésor. C'est une preuve de leur optimisme sur l'avenir de l'économie américaine, au-delà de la pause de la croissance. Dans le scénario alternatif, les investisseurs étrangers changeraient d'avis sur les performances économiques sous-jacentes et se retireraient du marché américain, ce qui risque de produire une forte correction du dollar.

Jean-Paul Fitoussi : La prévision de l'OFCE sur la parité euro/dollar vous paraît-elle, dès lors, crédible ? Le scénario alternatif conduit à une correction forte du dollar.

Flemming Larsen : La prévision de l'OFCE est la seule que l'on puisse adopter, dans le cadre d'un scénario de base. Effectivement, comme il a été dit, la situation américaine est bien plus favorable que la situation japonaise, car les États-Unis sont beaucoup plus flexibles aux chocs économiques, et s'ajustent donc plus rapidement. Les responsables américains sont prêts à utiliser tous les instruments de la politique économique, politique monétaire (même si la réaction à la baisse des taux pourrait être plus lente que par le passé) et politique budgétaire, dont les marges de manœuvre sont importantes.

Jean-Paul Fitoussi : La parité dollar/euro reflète à la fois la situation américaine et la situation européenne. Or il y a un doute sur celle-ci. Sinon, les capitaux seraient revenus plus vite.

Flemming Larsen : Le texte de l'OFCE souligne bien le fait qu'actuellement, les modèles traditionnels de prévision des taux de change, fondés sur les écarts de taux d'intérêt, ne rendent plus compte de la situation. Il faut y intégrer les écarts de croissance. Or cet écart

est plus favorable à l'Europe, malgré les doutes. Je partage votre optimisme relatif sur l'Europe ; les modèles de commerce international montrent que l'Europe est peu ouverte vis-à-vis des États-Unis. Le risque tient à la contagion des marchés financiers, ce qui risque de générer une perte de confiance des investisseurs et des consommateurs européens. La baisse récente des Bourses européennes est difficile à justifier au regard des fondamentaux ; il y a une sur-réaction, par contagion.

Anton Brender : Pour comprendre le marché boursier actuel, il faut reconstituer le passé : il y a un an, on expliquait que des PER élevés n'étaient pas inquiétants puisque les profits des entreprises innovantes pouvaient croître fortement et durablement. Cela pouvait éventuellement être plausible, mais à une double condition : d'une part que la part des profits dans le PIB continue de rester très élevée, ce qui supposait l'absence de récession ; d'autre part que les entreprises américaines dérivent de l'extérieur une masse de plus en plus importante de profits. Les taux de croissance élevés alors anticipés n'étaient donc pas totalement absurdes. Mais la raison aurait voulu qu'ils soient assortis de primes de risques substantielles, ce qui n'était pas le cas, au contraire : elles étaient anormalement faibles.

Actuellement, les perspectives de profits sont révisées en baisse et, en même temps que ces perspectives deviennent plus plausibles, les primes de risque s'accroissent. Si elles devenaient cette fois anormalement élevées, comment la Bourse pourrait-elle se stabiliser, dans un contexte de récession industrielle ?

La politique de la Fed peut agir sur la confiance, pour que les primes de risques redeviennent normales ; ou bien tenter de faire baisser les taux à long terme ; mais il faudrait alors une baisse très sensible des taux courts, au-delà de ce qui est anticipé. A très court terme, la Bourse rend vulnérable l'économie américaine, et par contrecoup l'économie européenne.

Henri Sterdyniak : En sens inverse, on peut constater que les taux à long terme sont bas au regard de la croissance, et que les investisseurs n'ont pas d'alternative : la Bourse est le seul placement possible...

Anton Brender : ... auquel cas la prime de risque cessera de s'élargir.

Le Japon

Flemming Larsen : L'économie japonaise est bien commentée dans le texte de l'OFCE ; les difficultés ne tiennent pas seulement à la faiblesse de la demande intérieure et à la baisse de prix, même si celle-ci conduit à reporter les achats.

Le Japon est surtout confronté à des problèmes structurels : l'assainissement du secteur financier a été amorcé, mais reste encore à réaliser. Il en est de même pour l'industrie, dont la restructuration est un préalable au redémarrage de la croissance.

Jean-Paul Fitoussi : En situation de déflation, peut-on réaliser des restructurations ?

Flemming Larsen : Cela aurait été plus aisé en période de croissance. Mais la politique budgétaire s'est resserrée, malheureusement, trop tôt et trop profondément, ce qui a freiné l'expansion.

Anton Brender : Depuis le milieu des années 1990, le Japon a été confronté à une décélération continue, à des aller-retours de politiques monétaire et budgétaire, et à des chocs externes. Or quand les mécanismes macroéconomiques ne fonctionnent pas, les difficultés s'accumulent et sont amplifiées. Non seulement l'assainissement financier n'a pas été réalisé, mais l'assainissement à faire devient de plus en plus important. Les taux de provisionnement des créances douteuses par les banques croissent, car de moins en moins de profits permettent de provisionner les prêts. On est presque revenu au niveau du taux de provisionnement du début des années 1990, alors qu'il s'était amélioré au milieu de la décennie.

A court terme, une issue pourrait être la baisse du yen ; mais elle ne suffira pas. L'économie japonaise se trouve donc sans aucun levier macroéconomique, ce qui est rare dans l'histoire récente. Comment faire redémarrer un moteur qui a calé ? Dans l'économie mondiale, ce pays pose un vrai problème à moyen terme, dont on ne voit pas l'issue.

Jean-Paul Fitoussi : Est-il vraiment impossible d'avoir des taux d'intérêt nominaux négatifs, pour créer des anticipations d'inflation ? Cela fut possible en Suisse, mais, il est vrai, pour d'autres raisons !

Jacky Fayolle : L'enlèvement japonais n'est-il pas un facteur explicatif du haut niveau du dollar ?

Anton Brender : Le Japon est à la fois l'économie créancière de la planète et celle dont les agents fuient le plus les risques, car les ménages ne souhaitent pas et les banques ne peuvent pas en prendre.

Les capitaux se dirigent donc vers des actifs considérés non risqués, c'est-à-dire, en particulier, les obligations américaines.

Henri Sterdyniak : Il y a néanmoins un aveuglement des investisseurs japonais face au potentiel d'appréciation de l'euro.

Anton Brender : Le déficit courant américain ne pourra pas se résorber aux dépens du Japon, qui ne peut en effet pas supporter un réajustement de la parité dollar/yen puisqu'il a besoin d'un yen plus faible. Il se résorbera donc aux dépens de l'Europe, et, au-delà des péripéties au jour le jour, l'euro s'appréciera contre le dollar.

Henri Sterdyniak : Les investisseurs internationaux ne l'anticipent pas et continuent de ne pas considérer l'euro comme une alternative.

Flemming Larsen : Il existe des éléments positifs au Japon. Les importations s'accroissent fortement ces dernières années et l'excédent se réduit ; le pays devient une économie ouverte, ce qui accentuera les restructurations en cours ; c'est un point favorable, même s'il pèse sur la croissance à court terme. La réduction de l'excédent permettra au monde de vivre avec un yen moins fort. Cela faciliterait aussi la conduite de la politique économique, puisqu'un yen moins fort pourrait freiner la déflation.

L'Europe, les contraintes d'offre et le Policy mix

Anton Brender : Il peut y avoir, dans certains pays comme la France, des tensions sur les capacités mais je ne crois pas qu'il y ait de contrainte d'offre du côté du capital, à moyen terme. L'investissement s'adapte à la montée des taux d'utilisation. Du côté de la main-d'œuvre, on a créé des emplois, qualifiés ou non, en masse, et des difficultés de recrutement existent, comme toujours en période de reprise. Mais je ne pense pas qu'on bute sur des contraintes d'offre, sauf provisoirement.

Dans l'environnement mondial actuel, la politique monétaire de la BCE me semble être source d'inquiétude. La prudence aurait été d'amorcer un mouvement de baisse des taux, modéré, à titre de précaution. Le risque de voir l'inflation dérapier n'existe pas, même si la hausse des prix est supérieure à la cible de 2 %. En revanche, le risque de ralentissement économique en Europe a fortement augmenté. Une baisse préventive aurait été une façon de prendre acte du déplacement de la balance des risques.

Une raison supplémentaire va dans ce sens : la compréhension fine de la situation conjoncturelle est moins bonne en Europe qu'aux États-Unis, car l'appareil statistique est moins précis. Le risque est réel de ne percevoir que tardivement un ralentissement.

Flemming Larsen : L'Europe, à l'inverse des États-Unis, n'a pas à craindre un retournement conjoncturel important. L'activité est soutenue, même si l'Allemagne est plus affectée que la France par la baisse de la demande américaine. La BCE a bien géré la situation jusqu'à présent : elle a, de fait, annoncé qu'elle envisageait de baisser les taux. Cette situation d'attente signifie aussi qu'elle se tient prête à agir rapidement et fortement si le scénario alternatif américain se réalisait.

Jean-Paul Fitoussi : Je suis en accord avec cette opinion : une baisse prématurée des taux risque de signaler aux acteurs européens que la récession est déjà présente, d'où le risque d'entamer la confiance. L'attente est donc justifiée, à condition qu'elle ne soit pas trop longue. Car on peut plaider qu'un comportement de « père de famille » consiste à conjurer le risque le plus immédiat ; or c'est aujourd'hui celui d'un ralentissement de la croissance, davantage que celui de l'inflation.

Il est vrai qu'on ne dispose pas d'un appareil statistique suffisamment étoffé pour juger rapidement et finement de la situation européenne.

Henri Sterdyniak : Peut-être cela est-il dû au fait qu'il n'y a pas encore de conjoncture européenne. La diversité entre les pays de la zone euro est importante.

Flemming Larsen : Ce manque d'information est-il vraiment un obstacle pour la conduite de la politique monétaire ?

Jean-Paul Fitoussi : On ne comprend pas très bien aujourd'hui ce qui se passe en Allemagne, et cela est un obstacle.

Henri Sterdyniak : La BCE ne s'est pas faite à l'idée qu'elle peut baisser les taux quand l'inflation dépasse 2 %. Dans les discours, continue d'être affirmée l'importance de l'inflation, et non pas l'arbitrage entre la croissance et l'inflation. Or on peut connaître une situation où à la fois l'inflation reste un peu supérieure à 2 %, sauf si le pétrole baisse et que l'euro remonte fortement, et où les perspectives d'activité sont médiocres.

Flemming Larsen : Il est difficile pour la BCE de baisser les taux quand l'inflation dépasse 2 %, mais c'est l'inflation prévue qui importe, non l'inflation passée. Or les prix des matières premières commencent à reculer. Si bien que l'on peut envisager une baisse des taux d'intérêt, même avec un taux instantané d'inflation supérieur à 2 %, si les craintes sur l'activité deviennent importantes. Ce qui n'est pas encore le cas.

Anton Brender : Le *policy mix* actuel combine une politique monétaire un peu timide et des politiques budgétaires confrontées à la diversité des situations des pays européens. Quelques dérapages rendent nécessaire une correction rapide. Mais l'on ne voit pas bien comment, puisque, lorsque la politique monétaire est unique, le pilotage fin ne peut se faire que par la politique budgétaire locale ; or l'on constate que celle-ci ne corrige pas les dérapages potentiels.

Henri Sterdyniak : Les pays de la zone qui ont de la croissance et donc de l'inflation, ont de ce fait des taux d'intérêts réels faibles qui renforcent leur croissance...

Anton Brender : ... et ils ne font pas de restriction budgétaire pour corriger cet effet. Le tableau européen est donc moins cohérent et moins lisible.

Jean-Paul Fitoussi : La diversité des situations conjoncturelles en Europe est-elle plus grande que celle des États américains ? Est-elle un obstacle effectif ?

Flemming Larsen : Il faut distinguer d'une part une situation où il y aura toujours des divergences importantes de croissance, et d'autre part ce qui pourrait donner lieu à des bulles localisées et donc des difficultés du secteur financier, qui rendraient la conduite de la politique monétaire plus difficile.

Mais la diversité conjoncturelle actuelle résulte peut-être du démarrage même de la zone euro ; certains pays ont connu une baisse importante des taux d'intérêt réels du fait de leur entrée dans la monnaie unique, ce qui a stimulé leur croissance. Mais ce sont des effets de départ.

De même, les taux de change effectifs réels au départ n'étaient pas forcément à leur point d'équilibre ; d'où la nécessité d'un ajustement pour équilibrer la position compétitive. L'Irlande a intégré l'euro dans une position compétitive très favorable, qui est rééquilibrée actuellement par une croissance et une inflation supérieures à la moyenne. C'est aussi le cas, dans une moindre mesure, pour la France vis-à-vis de l'Allemagne : l'écart conjoncturel actuel entre ces deux économies reflète en partie des différences de position concurrentielle de départ.

La France et l'Allemagne

Jean-Paul Fitoussi : La disparité de croissance entre la France et l'Allemagne peut-elle perdurer ? Elle s'explique par les niveaux d'entrée dans la monnaie unique, mais aussi par les difficultés structurelles durables en Allemagne liées à l'unification.

Flemming Larsen : Si l'inflation française dépasse l'inflation allemande, l'équilibre concurrentiel sera rétabli. L'inflation française est encore faible car le NAIRU n'a pas été dépassé.

Anton Brender : La France peut-elle avoir une croissance soutenue dans un contexte où les États-Unis, le Japon et l'Allemagne progressent faiblement ? Non bien sûr.

Une partie du ralentissement allemand de la fin de 2000 s'explique, comme en 1998, par celui de l'industrie, tout particulièrement dans les biens d'équipement, en lien avec la demande mondiale.

Au-delà de ces facteurs conjoncturels, il faut souligner que l'Allemagne est devenue un îlot de rigidité en Europe du fait de son marché du travail. Les faibles créations d'emplois sont compensées en 2001 par des mesures fiscales en direction des ménages. Mais cela ne peut pas être durable.

Cette rigidité constitue donc un vrai problème pour l'Europe à moyen terme. Comment entrevoir en France une croissance de 2,5 % si l'économie allemande progresse faiblement ?

Philippe Sigogne : L'analyse comparée de l'emploi en Allemagne et en France ne doit pas être limitée au plan macroéconomique. En Allemagne, la construction connaît un marasme ; la faiblesse de la consommation a pénalisé le commerce ; le coût salarial unitaire est trop élevé dans l'industrie, du fait d'une monnaie surévaluée. D'où la pression persistante sur l'emploi industriel. Mais, pour l'ensemble de l'économie, le partage salaires / profits est normal.

Dans les services, il n'y a pas de disparités flagrantes entre la France et l'Allemagne. Or c'est là que se créent les emplois et que se joue la flexibilité.

La rigidité du marché du travail allemand est souvent exagérée. Il y a d'autres causes à l'écart conjoncturel récent. La France a encore aujourd'hui une consommation par tête (mesurée en parité de pouvoir d'achat) inférieure de 5 % environ à celle de l'Allemagne et de l'Italie. Le rebond français s'assimile à un rattrapage au regard des tassements allemand et italien.

Odile Chagny : En Allemagne, la modération salariale reste considérée comme le seul élément de flexibilité, ce qui pèse sur le pouvoir

d'achat. Les autres types de mesures (allègements de charges etc...) ont du mal à être mises en œuvre.

Anton Brender : En France, la flexibilité du prix du travail s'est faite par les subventions au travail non qualifié ; en l'absence de l'instrument du taux de change, on a différencié le coût du travail. En Allemagne, on a continué de considérer qu'il était aberrant de faire financer par l'État des subventions à l'emploi.

Jean-Paul Fitoussi : Au début des années 1990, nous avons, dans le rapport du Groupe international de politique économique de l'OFCE, envisagé le scénario où le mark, après une période d'appréciation suivant le choc de l'unification, devait ensuite se déprécier pour compenser les effets-richeesse de la disparition de l'excédent courant de l'Allemagne, qui est passé en deux ans de +4,5 % à -1,5 % du PIB. C'est peut-être une des explications du fait que l'euro ne rebondisse pas, car les conséquences pour l'Allemagne seraient très défavorables.

Le taux de chômage et les 35 heures en France

Anton Brender : Les 35 heures, au-delà des difficultés micro-économiques de mise en œuvre, ont eu des effets positifs : gains de productivité et modération salariale précoce, puisque anticipée. Les coûts supplémentaires ne réapparaîtront donc pas.

Xavier Timbeau : Je ne suis pas convaincu de la modération salariale en France. Il y a même plutôt un rattrapage des salaires sur la productivité.

Les 35 heures ont fonctionné, et continuent de créer des emplois, grâce aux baisses de charges.

Les risques inflationnistes dépendent du niveau du NAIRU (l'a-t-on atteint ou non ?), de son évolution (quels sont ses déterminants ?) et de l'impact sur l'inflation de l'écart entre le chômage effectif et le NAIRU. La contrainte structurelle, plus qu'une contrainte d'offre, pourrait peser sur l'économie française à moyen terme et sur le retour au plein emploi. Un NAIRU à 9 % et un plein emploi à 5 % sont en effet deux propositions contradictoires, dans un contexte où l'inflation est cantonnée à 2 %.

L'idée que l'on mesure aujourd'hui les contraintes d'offre par les difficultés de recrutement décrites dans les enquêtes est fausse, car d'une part il n'y a pas de corrélation entre l'inflation salariale et les

difficultés de recrutement ; d'autre part, celles-ci ne mesurent pas les difficultés effectives mais l'ampleur des recrutements en cours. On ne peut donc pas passer sans précautions des difficultés de recrutement à l'inflation salariale.

Anton Brender : Aux États-Unis, la vision du NAIRU a été dynamique. Les révisions en baisse n'étaient pas purement statistiques ; elles résultaient de l'élargissement de l'offre de travail par des mesures structurelles d'effort de formation, privé et public. Ce n'est donc pas un problème économétrique, mais un objectif de politique à mettre en œuvre ; ceci vaut en Europe comme aux États-Unis.

Jean-Paul Fitoussi : Le retour à l'emploi fait renaître la formation interne dans l'entreprise, qui avait quasiment disparu, et requalifie ainsi les emplois. En outre, le retour à l'emploi implique, en lui-même, un apprentissage et une amélioration des qualifications. Il y a là une imbrication de la macroéconomie et du structurel, au travers du lien entre la qualification de la main-d'œuvre et l'intensité de la demande de travail.

