

## LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

**L**es 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 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 est donc 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 et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Les prévisions de l'OFCE, pour rigoureuses qu'elles soient, ne sont pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée mais une "histoire" raisonnée, éclairée par l'analyse économique, d'un futur incertain. Il faut donc à la fois souligner l'importance des raisonnements économiques qui la guident et 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.

Philippe Weil

## DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 18 OCTOBRE 2012

*Participants au débat :*

**Michel Aglietta** : *Conseiller au CEPPII*

**Ludovic Subran** : *Chef économiste (Euler Hermes)*

**Éric Heyer, Xavier Timbeau, Philippe Weil** : *OFCE*

### Économie mondiale

**Philippe Weil** : Je vous remercie d'avoir accepté de venir nous donner votre avis critique sur les prévisions de l'OFCE. Je vous propose de commencer par les prévisions sur le monde.

**Michel Aglietta** : Si la crise s'étend sur l'ensemble des pays importants du monde, c'est parce qu'il se passe quelque chose qui n'est pas cyclique, qui n'est pas une crise financière traditionnelle avec des chocs boursiers ou des crises de change. Chaque zone du monde rencontre des problèmes structurels qui interfèrent avec les problèmes de la zone euro qui est devenue le foyer de la crise. On se demande à travers les textes de la prévision si la croissance potentielle doit être considérée comme non altérée ou si elle a subi un fléchissement durable. Quelles sont les croissances potentielles dans les différentes zones ? Par exemple la zone euro vit dans un régime « à la japonaise » qui peut durer des années.

S'il y a changement du régime de croissance, il n'y aura pas retour du passé, pour ce qui concerne la consommation (maintien du niveau de vie par l'endettement), la finance, etc. Le cycle économique est déformé par la déflation des bilans après une longue période de divergence de l'endettement.

En ce qui concerne l'interdépendance au niveau macroéconomique, nous manquons de modèles. Si la crise en zone euro a des effets sur le reste du monde, ce dont personne ne doute, il est difficile de quantifier les répercussions. Au CEPII, nous avons estimé un modèle économétrique (VAR structurel bayésien) pour mesurer l'impact macroéconomique de chocs survenant aux États-Unis et en zone euro sur les grandes régions émergentes. À raison de 1 % de variation du PIB américain et 1% du PIB de la zone euro, les élasticités de réponse dans les zones émergentes sont différenciées : la Chine reçoit une influence de la zone euro et des États-Unis relativement voisine et relativement faible ; en revanche l'influence est beaucoup plus importante sur le reste de l'Asie et l'Amérique latine.

D'autres conclusions de cette modélisation résultent d'une simulation d'une aggravation de la crise de la zone euro provenant soit d'un éclatement partiel, soit d'une restriction budgétaire généralisée où tous les pays cherchent à atteindre en même temps et à tous prix leurs objectifs prédéterminés (le pire scénario envisagé dans les prévisions de l'OFCE). Selon que les États-Unis résistent et préservent une croissance d'environ 1,5% ou qu'ils sont entraînés dans le puits de la récession européenne et descendent à 0 %, alors le monde hors Chine descend à 0 et se redresse essentiellement grâce à la Chine. La Chine devient un pivot de la régulation internationale. Le vecteur le plus important est le coût des matières premières. En Chine, la consommation est en train de prendre le relais de la croissance tirée par l'export, alors la baisse du coût des matières premières fait remonter le revenu réel en Chine, donc la consommation, ce qui a un effet favorable par intégration commerciale sur le reste de l'Asie, et par remontée du prix des matières premières sur l'Amérique latine. Ainsi au bout de trois ans la croissance remonte autour de 3% en Asie émergente et autour de 2,5 en Amérique latine.

La chose importante à savoir pour l'économie mondiale est que la Chine est devenue le pivot mondial : comment les transformations structurelles permettent ou ne permettent pas à la régulation macroéconomique de la Chine d'absorber les chocs externes devient un enjeu important de l'économie mondiale ?

La transformation rapide du commerce international avec une densification intra-pays émergents est un élément majeur des évolutions structurelles depuis 2009. Dix ans plus tôt un choc occi-

dental de l'importance de celui d'aujourd'hui aurait entraîné des effets beaucoup plus dévastateurs car le stabilisateur chinois n'était pas là à l'époque.

Sur les États-Unis, on a une difficulté à comprendre pourquoi l'investissement des entreprises ne repart pas. Si l'immobilier remonte, cela aurait signifié précédemment remontée de l'endettement, hausse des prix, augmentation de la richesse des ménages, ... Mais rien de tel aux États-Unis dans la langueur de la reprise depuis 2010. Le ressort est cassé. L'immobilier repart, avec des prix bon marché et des taux d'intérêt très bas, mais la reprise reste limitée. Une masse énorme de ménages se désendette encore, donc la reprise de l'immobilier se fait sur d'autres ménages, une population moins nombreuse et moins susceptible de pousser l'endettement aux extrêmes que la précédente qui a lancé la spéculation immobilière en 2002. La croissance du revenu médian des ménages est aujourd'hui très basse. Le problème d'inégalités de répartition devient très brulant ; il se transforme en exclusion avec l'augmentation du chômage structurel et de sa durée. Résultat : les entreprises qui ont un niveau record de profit n'investissent pas.

Pour la Chine, je suis un peu plus optimiste que vos prévisions sur le taux de croissance pour 2013. Les stimulations monétaires du premier semestre 2012 montrent qu'il y a stabilisation dès le troisième trimestre 2012, puis reprise modérée au quatrième trimestre et les trimestres suivants par le dynamisme de la consommation et la hausse des investissements d'infrastructure.. cela pourrait amener le taux croissance en 2013 à 8,2 % par rapport à 7,6 % en 2012. La Chine a encore besoin de redéployer son capital et de restructurer les facteurs de production. Pour la Chine éviter le chômage est décisif. Leur idée est de développer le secteur privé, d'encourager les PME. La question du *matching* dans le temps est difficile. Mais le pouvoir politique en Chine dispose d'une politique monétaire habile et des ressources budgétaires de l'État central, soit désormais des relais de régulation macroéconomique efficaces. C'est seulement en Chine qu'une bulle immobilière a été maîtrisée sans effondrement des prix.

**Ludovic Subran** : Je suis un peu moins optimiste que Michel sur la Chine. En tant qu'assureur-crédit, nous nous inquiétons particulièrement de l'interventionnisme grandissant et de son effet sur l'environnement des affaires d'un côté ; de l'autre, du manque

de structuration des secteurs d'activité, et donc de la vraie émergence de PME qui contribueraient à une croissance plus stable dans le temps. Nous restons à 8 % de croissance pour 2013.

Sur les nouveaux faits structurants pour l'économie mondiale, la thèse d'une nouvelle croissance potentielle pour le monde est intéressante, surtout lorsque l'on observe le déplacement si rapide du barycentre de la croissance mondiale (dès le deuxième trimestre 2012, la moitié de la croissance mondiale vient des émergents). Cette thèse est aussi renforcée par l'inefficacité grandissante des politiques économiques : les multiplicateurs et autres paramètres plus structurels (productivité, élasticité, taux d'épargne par exemple) changent ou ne fonctionnent plus aussi bien. Nous cherchons désespérément de nouveaux stabilisateurs. Avec cette nouvelle donne, les pays du Nord se comportent comme les pays du Sud, en mode offensif, et vice-versa, et on se demande ce qui va suivre. Au final, c'est seulement 60 % du choc de 2008-2009 qui a été absorbé. Il reste donc 40 % à absorber. Au lendemain de Lehman Brothers, le monde a fait de la relance erratique sans rechercher l'efficacité de l'argent versé dans l'économie. L'hétérogénéité grandissante dans les politiques fiscale et monétaire ne peut qu'accroître les disparités.

Pour les pays émergents, c'est certainement le problème de l'hyper-liquidité dans les pays avancés et de ses externalités pour les BRICS qui inquiètent. Nous observons des bulles un peu partout, et un pays comme les États-Unis a l'habitude des bulles. Pourront-ils résorber plus de 17 % de mesures monétaires non conventionnelles si impunément ? Un exemple d'actif à risque : si on regarde le secteur de l'aéronautique, on se rend compte que les avions ont été achetés en (trop) grand nombre, potentiellement, pour avoir des actifs dans les carnets de commandes des entreprises ; n'y a-t-il pas une bulle sur ce marché ? Je ne parle pas des matières premières secondaires, cuivre, etc. où là encore les mouvements restent très peu liés à l'offre et à la demande ; comme le rappelle le FMI, les investisseurs iront certainement chercher les primes de risques dans les marchés émergents, pour pallier les faibles rendements observés dans les pays avancés. La résilience du système économique international va une fois de plus être testée en 2013.

À quel degré les *stress tests* sont-ils si importants qu'il faille aller chercher d'autres pivots de croissance ? Quel est le rôle du stabilisateur chinois ? À l'horizon 2050 il y aura un stabilisateur africain par la main-d'œuvre, en 2020 en Amérique latine par les matières premières (Pérou, Brésil). Si je devais faire quelques remarques sur vos fiches régionales, je pense que sur l'Amérique latine, il manque la recrudescence du risque politique. Dans cette zone on constate un déséquilibre d'investissement à cause des deux axes politiques : une gauche dogmatique, plus offensive, qui rebute les investisseurs (Argentine, Bolivie, Equateur et Venezuela), et une gauche pragmatique, celle du Brésil et qui rassure. Cependant, il y a encore un an, tout le monde pariait sur 5% de croissance pour le Brésil, alors que nous sommes à 3% maximum. La résistance de l'Amérique latine aux chocs récents est désormais entachée par trop de protectionnisme, et trop vite, avec une croissance non aboutie en capital humain et en productivité des facteurs. Sur les PECO, je continue de saluer celui qui a eu l'idée de l'Initiative de Vienne, qui limite le rapatriement trop rapide de capitaux d'Europe de l'Est vers l'Europe de l'Ouest. On se demande parfois pourquoi on ne résout pas en partie la crise de la zone euro par une initiative similaire pour la Grèce ! En tous cas, malgré cette initiative, les PECO restent marqués par la crise en Europe de l'Ouest avec du *deleveraging* qui complique la demande en berne et des crises domestiques non résolues. C'est la zone qui souffre le plus de la crise de la zone euro, portant toujours les stigmates d'une transition non réussie vers des régimes plus libéraux : un système social fortement décousu, une consommation et des revenus très inégaux, et un climat des affaires, excepté en Pologne ou en Roumanie, toujours marqué par des problèmes de gouvernance. Certains pays montrent d'ailleurs des risques de crise de liquidité (Hongrie par exemple).

Sur le Moyen Orient, après le printemps arabe, vint l'été, puis l'automne, puis l'hiver arabe... Cela fait maintenant deux ans que la transition patauge. Récemment, la bonne surprise pour moi, c'est peut-être l'Égypte qui commence à adresser son problème de balance courante. Ce pays dépense 10% de son PIB en subventions sur l'énergie et sur l'alimentation, la crise politique majeure ayant coupé les investissements de l'étranger a révélé de nouveau que de nombreux efforts restent à faire pour lui donner un rôle plein dans la sous-région. C'est en cours. En revanche, les risques politico-

économiques de la région (Turquie-Syrie, Israël-Iran, etc.) ne semblent pas se résorber.

L'Afrique, elle, souffrira en 2013 de la crise de la zone euro, avec une croissance trop limitée en moyenne pour générer investissement, innovation et faire émerger un vrai secteur privé. Certains pays continueront d'afficher des taux de croissance élevés mais il s'agit d'une croissance aux matières premières comme au Nigéria ou en Angola. Certains pays ont néanmoins fait des percées remarquables : le Mozambique ou le Ghana, mais ils restent affectés par le faible commerce régional et la stabilité des voisins. En revanche la tertiarisation de l'Afrique (téléphonie, secteurs bancaire et assurantiels) devrait porter ses fruits à terme.

Pour finir ce tour du monde un peu rapide, peut-être un mot sur les États-Unis. Au-delà de la falaise fiscale, qui est un non-événement, car au final à part le premier trimestre 2013, les effets devraient être absorbés rapidement, la vraie question est : assiste-t-on à une ré-industrialisation des États-Unis ? Entre gaz de schiste, bas salaires au Sud et la capacité à répondre globalement à des crises locales, on se demande si le phénomène de relocalisation est temporaire ? On peut avoir des doutes, les États-Unis vont, en effet, être en sous-régime de croissance pendant très longtemps à cause de la non-redistribution des profits dans l'économie (l'investissement est plat) Mais encore une fois, les mesures prises, notamment sur la sphère monétaire restent expérimentales et le redressement de l'immobilier, seulement marginal.

**Xavier Timbeau** : Je pense qu'il nous faut avoir une conversation sérieuse sur le « new normal ». Le futur est surtout incertain. Face à nous, il y a, pour résumer, deux branches : la première est la branche « Aglietta » caractérisée par une croissance potentielle durablement diminuée et un impact persistant de la crise, marquant la fin d'une époque insoutenable. Si on est sur cette branche, la question qui se pose est : « accepter cette situation et en tirer les conséquences ». Le régime productif est inadapté, les régimes sociaux sont trop généreux, le capitalisme n'est pas assez flexible, etc. À ce jeu-là, nous, en Europe, partons avec un énorme handicap par rapport aux pays émergents. Au contraire, la deuxième branche, appelons-là la branche « Greenspan », est celle dans laquelle, malgré cette crise profonde, tout est encore possible pour les pays avancés et nous pouvons retrouver une trajectoire

d'activité sans rupture majeure. Sur cette branche, notre système de protection sociale a joué son rôle, les déficits d'aujourd'hui en sont la manifestation et il importe de le préserver d'autant qu'il va dans le futur compenser par le rebond de l'activité les déficits accumulés.

Mais la branche « Greenspan » pourrait être un peu plus complexe. Elle pourrait être marquée par une trappe à liquidité, appelons-là la branche « Krugman ». Une trappe à liquidité est une situation où la politique monétaire ne fonctionne pas. Les investisseurs ou les entreprises font des profits mais n'investissent pas. Formellement, le taux d'intérêt réel anticipé est très élevé, parce que les anticipations de déflation dominent et plutôt que de prendre le risque d'un investissement productif, on préfère détenir de la monnaie (ou des titres publics) Comme le disait Keynes, il vaut mieux vendre son entreprise, partir à la campagne et revenir dans quelques années pour profiter du gain réalisé avec son argent placé sur un compte protégé. La trappe à liquidité est le mécanisme par lequel la crise dure. Ensuite, il y a la question des multiplicateurs. Les déficits et les dettes publics se sont gonflés par le jeu des stabilisateurs automatiques, des systèmes de protection sociale et des plans de relance.. Si maintenant on veut réduire rapidement le déficit, on s'engage dans des restrictions budgétaires brutales, qui associées à un multiplicateur élevé, transforment la branche « Krugman » en une branche qui ressemble beaucoup à la branche « Aglietta ». C'est la branche « OFCE » ! Nous sommes face à un problème où la situation favorable, associée à un certain nombre d'erreurs de politique économique, d'évaluation, qui peut faire passer la situation semblable à celle du « new normal ». Nous allons fabriquer le « new normal ». Son existence précède son essence.

Or le « new normal », c'est 5 points d'*output gap* perdus, c'est une hausse du déficit structurel de 3 à 4 points. Pour combler ce déficit il faut soit augmenter les prélèvements, soit réduire les dépenses publiques. Or, la seule véritable marge de manœuvre, c'est le contrat intergénérationnel et la protection sociale. Le contrat intergénérationnel a été construit sur une projection, une croissance potentielle. La retraite des retraités d'aujourd'hui, son mode d'indexation, les dates de départ à la retraite futures, le mode de calcul des retraites, tout cela traduit une attente du futur.

Et donc, si ce « new normal » est une fabrication, une situation qui ne résulte que d'un renoncement et d'une construction institu-



tionnelle insuffisante, comme la capacité de la BCE de garantir qu'il n'y aura pas de défaut sur les dettes publiques en zone euro faute de mutualisation les dettes, alors ce « new normal » est tout à fait inacceptable.

**Michel Aglietta** : Je ne pensais pas à cela du tout. Changement de régime de croissance signifie pour moi trouver des nouvelles sources de productivité, de progrès technique et d'accumulation de capital. La question est de savoir si oui ou non le mode de gouvernance que le capitalisme a déployé depuis 30 ans et qui a été fondé sur la dérive de l'endettement, la dictature de la bourse sur les finalités des entreprises, la capture du profit par le secteur financier et l'explosion des inégalités sociales, est capable de se réformer sans transformation institutionnelle et politique radicale qui conduirait nécessairement à une transition erratique vers un mode de régulation encore inconnu.

Prenons le cas des États-Unis où la protection sociale est limitée malgré Medicare. 47 millions de gens n'ont aucune protection sociale. Les fonds de pensions ne sont pas pour toute la société. Ce pays a été fondé sur l'égalité des chances. Justement parce qu'il n'a pas de protection sociale institutionnelle suffisamment élaborée pour être universelle, il a le plein emploi comme finalité première. Le chômage doit être purement conjoncturel, considéré comme un changement d'emploi et conçu aussi pour que tous les individus de toutes couches sociales aient a priori la possibilité de monter l'échelle sociale.

Depuis 30 ans, le mode de financement du capitalisme financier américain, appelé « valeur actionnariale » a cassé ce processus. Les inégalités salariales sont devenues cumulatives et proches de 0,5 (coef. Gini), pays occidental de loin le plus inégalitaire. Et l'inégalité s'est ossifiée au lieu de permettre la mobilité individuelle. Les couches moyennes basses, nombreuses aux États-Unis, sont en train de glisser vers une situation de stagnation. Le pays par ce côté se transforme en Colombie avec des ghettos. Les classes sociales deviennent cloisonnées, ce qui est incompatible avec l'autre aspect des États-Unis, la capacité d'innovation individuelle, et de continuer à faire l'économie de la « frontière », toujours chercher une nouvelle frontière qui vous permet de dépasser les contradictions antérieures.

Les États-Unis sont un pays qui se ferme complètement par l'écrasement des revenus médians, par un chômage qui devient structurel (40 semaines de durée moyenne du chômage), mais c'est peut-être le pays qui trouvera le premier les bases de la rénovation, de la croissance. Mais pour cela il faut sortir de modes de relations entre le politique et la finance qui ont totalement asphyxié le développement. Les entreprises n'investissent pas parce qu'il faut obtenir des taux de rendements financiers indépendamment du taux de croissance de l'économie. Ensuite faire le maximum de ROE en dépit de la crise, émettre des obligations à des taux extrêmement bas qui servent à payer les dividendes et à racheter ses propres actions pour tenter de faire monter le ROE. Nous sommes dans une économie sans croissance dont la Bourse atteint les niveaux de 2007 ! Pour autant, ces incohérences ne sont pas une limite de productivité, les sources de productivité sont énormes, des possibilités de développer le progrès technique immenses. C'est la structure de la gouvernance qu'il faut changer. Dans les pays scandinaves la crise financière de 1991-1992 a été surmontée par une réorientation du régime de croissance. Le système financier était à terre mais ils l'ont transformé, ils ont développé de façon massive l'investissement public et sont repartis sur un nouveau régime de croissance.

**Xavier Timbeau** : Essayons d'aller plus loin. Pourquoi est-il si important de maintenir le niveau des dividendes ? Parce que le pacte intergénérationnel aux États-Unis tient sur la valeur des actifs. La classe moyenne supérieure aux États-Unis a mis son épargne retraite et sa prévoyance dans les actifs. Que la valeur des actifs s'effondre et cette classe moyenne se sentira trahie.

**Michel Aglietta** : C'est une contradiction. On ne peut pas maintenir la valeur des actifs productifs si on n'investit plus dans les actifs productifs. Il faut revenir au réel et reconnecter la valeur des actifs à l'économie réelle. La valeur des actions n'est pas au niveau qui correspond à l'état des hypothèses sur l'évolution économique parce que la communauté financière n'a toujours pas compris que la crise est devant nous.

## Économie zone euro

**Ludovic Subran** : Sur la zone euro, nous sommes d'accord avec les conclusions de l'OFCE : les cas de la Grèce et de l'Espagne ont été mal gérés. D'ailleurs, le fait de créer un mini FMI, une mini banque mondiale en Europe ne résoudra pas les différences intrinsèques entre l'Italie et l'Espagne ou la Grèce. Pour moi, l'Italie est un cas à part, c'est la dette des années 1970 et le manque de confiance dans la politique économique de Berlusconi qui ont généré le stress financier sans précédent que l'on a observé, mais je ne crois pas qu'il y ait eu surchauffe ou bulle comme en Grèce ou en Espagne. L'économie de l'Italie est moins financiarisée que celle des autres pays en Europe, et le choc de 2008-2009 n'a pas été aussi fort. En 2012 le double choc arrive en même temps. Nous avons des prévisions un peu plus sévères que vous sur l'Espagne et nous confirmons que l'Allemagne est tirée vers le bas. Les faillites se font nombreuses et coûteuses partout en Europe, y compris en Allemagne, et le *fly to quality* est contrebalancé par un *fly to* un marché du travail peu sécurisé et une démographie déclinante. L'importance des exports hors zone euro ne compensera qu'en partie la perte de croissance et la sinistralité d'entreprises, qui, il est vrai sont moins importantes qu'en France.

**Michel Aglietta** : En Europe nous arrivons à un moment politique fondamental. On commence à avoir une prise de conscience que l'euro fonctionne comme monnaie incomplète, que l'espace financier se fragmente, que l'ensemble des actifs détenus par les banques et d'autres acteurs financiers sur les pays dits fragiles est en train de se réduire, et donc qu'on assiste à un retour sur des bases nationales qui traduit bien une fragmentation du système financier. Les fuites de capitaux en Espagne, en Italie, au Portugal, dénoncées par la BCE, montrent bien que nous sommes dans un processus paradoxal. On cherche à maintenir une monnaie dans un espace qui financièrement se fragmente alors qu'on a construit cette monnaie sur l'unification financière. C'est la menace la plus fondamentale parce que si elle se poursuit jusqu'au bout, on n'a plus besoin de l'euro, on reviendra sur des espaces nationaux. La conservation de l'espace européen passe par le maintien de l'euro qui sera l'objectif absolu qui va obliger à changer de gouvernance. La gouvernance actuelle n'est pas compatible avec le maintien de l'euro.

Cela veut dire :

1) Si on considère que la configuration zone euro est celle qui existe aujourd'hui, il faut une restructuration de la dette grecque avec abandon des créances pour les créanciers officiels, ce qui est incompatible avec les traités, ce qui prouve bien que l'on a un problème de fond. La Grèce n'a pas besoin d'un autre plan d'aide qui la chargerait encore de plus de dettes. Elle a besoin d'une réduction massive de dette et de transformation de dette en capital. C'est ce qu'on a fait dans les pays d'Amérique latine à la fin des années 1980, le tout garanti par le Trésor américain. Ce qui en zone euro montre bien qu'il faut passer à autre chose que le Traité actuel, c'est pourquoi c'est un moment politique.

2) La consolidation de dette publique pour qu'elle ne soit pas un processus destructeur se fait sur des décennies et pas sur des années. On pensait avoir avancé avec l'idée d'une règle budgétaire structurelle, c'est-à-dire impliquant, ce que le FMI dit qu'il faut faire, un engagement pour une trajectoire dans le temps qui soit crédible et qui constitue un processus de consolidation. Pour qu'une consolidation de dette ne soit pas destructrice, traumatisante, il faut que la proportion de l'ajustement qui résulte d'un taux d'intérêt inférieur au taux de croissance soit plus importante que la proportion faite par l'excédent budgétaire lui-même. 3 % d'excédent budgétaire primaire est un maximum absolu de cohésion sociale. Au-delà tout le monde est dans la rue comme en Espagne ou au Portugal.

3) Élément essentiel, un niveau minimal de fédéralisme nécessaire pour que l'euro fonctionne avec toute l'efficacité attendue au départ. Arrivent le problème de l'union bancaire et le problème des caractéristiques de l'union budgétaire. Il faut recapitaliser les banques pour capitaliser l'économie. Jusque-là on n'a pas fait d'union bancaire, on a mis sous le tapis les dettes énormes des banques locales en Allemagne pour tenter de booster leurs profits, la faute à la Commission européenne qui a supprimé la garantie d'emprunt des banques régionales allemandes pour des raisons purement idéologiques.

Nous avons besoin d'un MES qui fonctionne très rapidement, qui recapitalise les banques très rapidement et d'un début de mutualisation des dettes souveraines, ce qui pour le moment peut passer par la BCE.

Quand on dit que la BCE peut intervenir mais que toute intervention présuppose un accord du Bundestag, ce que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a dit, ça veut dire que le mécanisme européen, pour monter à un certain niveau de fédéralisme, serait soumis à des contestations légales permanentes. Toute intervention en dernier ressort de la BCE dans le cadre de l'OMT serait subordonnée au Bundestag, ce qui est un paradoxe quand on sait que c'est l'Allemagne qui a le plus insisté pour l'indépendance de la banque centrale.

**Philippe Weil** : Tant que la BCE conditionne son intervention à une acceptation préalable par d'autres, elle abdique une partie de son indépendance. Elle s'empêche d'intervenir quand elle le désire. Pourtant les membres de la BCE ne le reconnaissent pas.

**Xavier Timbeau** : Si on regarde les impulsions budgétaires réalisées, on s'aperçoit qu'on a une séquence depuis 2010 en Espagne, en Grèce ou en Italie par exemple extraordinaire. Si on regarde la variation de l'écart de production, après la crise 2008-2009, jusqu'en 2012, l'impact sur l'*output gap*, c'est plus de 10 points de PIB en Grèce. La Grèce d'aujourd'hui c'est 10 points d'activité perdus depuis la crise par l'impact de la politique d'austérité. En Italie c'est 4 points et ce n'est pas la faute de Berlusconi.

**Ludovic Subran** : Que la magnitude de ce choc sur l'*output gap* soit importante, d'accord, mais même si l'effet sur le tissu industriel est sévère, nous voyons des politiques économiques qui cherchent à récupérer de la croissance, comme par exemple en Italie, où le gouvernement prévoit de mettre 10 milliards d'euros pour le crédit bonifié aux entreprises. Les entreprises italiennes sont d'ailleurs parmi les moins endettées. Elles souffrent d'un étranglement du canal du crédit et de délais de paiements élevés, cependant les réformes structurelles devraient porter leurs fruits à moyen-terme et restaurer une croissance tirée par le secteur privé et l'industrie. Chez Euler Hermes, nous alertons en effet sur le détricotage du tissu industriel, en France, il s'agit de près de 64 000 défaillances d'entreprises par an, en augmentation de 3 % en 2012, mais je tends à croire que malgré l'impact désastreux des mesures d'austérité, les ajustements sont en partie nécessaires. La solution semble être double : plus de temps et de parcimonie. Je crois vraiment que la refonte de l'offre a un rôle à jouer dans le redressement de l'Europe.

## France

**Ludovic Subran** : Sur la France nous prévoyons 0,3 % de croissance en 2013. Nous avons mis plus de résilience sur la consommation et un peu plus d'exportations que dans les prévisions OFCE. La coupure par deux de la magnitude de la récession dans les pays qui représentent 20 à 30 % de nos débouchés peut mécaniquement « booster » nos exportations. En revanche, nous sommes à plus d'un point en dessous du niveau d'investissement d'avant la crise, ce qui endigue mécaniquement le profil de croissance. Nos prévisions de sinistralité d'entreprise sont inquiétantes : fin août 2012 nous sommes à un chiffre d'affaire cumulé d'entreprises qui font défaut trois fois plus important que sur l'ensemble de l'année 2011. Il y a une réelle onde de choc sur les défaillances d'entreprises. On est très inquiet sur la résilience du tissu industriel français et de l'emploi.

Sur l'emploi je ne comprends d'ailleurs pas que nous n'attaquions pas le front des politiques actives de l'emploi. Si on regarde l'état du tissu social français et la cohésion, on comprend que la seule façon de stimuler l'accès à l'emploi des jeunes, c'est de transmettre les codes et de professionnaliser ; certaines aptitudes sont clés pour être employable (persévérance, travail en équipe, gestion des conflits) et la réforme de Pole Emploi n'ouvre pas ce champs de solutions, qui a pourtant fonctionné (avec plus ou moins d'efficacité) dans les autres pays.

Sur le financement des entreprises, je continue de penser que le problème des entreprises en France ce n'est pas la solvabilité (et donc le financement) mais c'est la rentabilité, donc nous sommes d'accord avec vous pour dire qu'il faut une politique de relance à court terme *via* la consommation et l'emploi. Les chiffres d'affaires des entreprises se sont contractés dès le deuxième trimestre 2012. Si on ne stimule pas la demande en France, cela ne peut pas fonctionner. La Banque Publique d'Investissement (BPI) est une bonne mesure pour l'accompagnement mais cela ne résout pas le problème de parts de marché à l'export, ou du faible nombre de PME. Pourquoi l'accompagnement des entreprises à l'export marche en Allemagne et pas en France? Ce n'est pas qu'un problème de haut de gamme ou d'innovation, c'est un partenariat public-privé qui adresse les déterminants de la compétitivité (prix

et hors prix) qui manque en France. De plus, le repli sur le domestique des entreprises françaises est un peu inquiétant.

**Michel Aglietta** : Le plus délicat à comprendre est cet affaiblissement des marges des entreprises industrielles qui commence en 1998. Et ce n'est pas imputable à des hausses de salaires. De plus les capacités de production n'ont pas progressé depuis 15 ans. Il s'agit donc d'un processus très profond en France, contrairement à l'Italie. En France nous n'avons pas assez d'investissement d'innovation. La recherche développement industriel est très faible, la recherche industrielle baisse de façon considérable.

Autre élément, nous n'avons pas d'organisation de l'innovation qui permette aux start-ups de devenir de grosses PME. Les entreprises *start up* manquent de capital et sont rapidement exposées à la dette. Or il semble bien que dans le Mittelstand allemand, comme aux États-Unis, ce sont ces entreprises intermédiaires qui parviennent à créer des emplois malgré les contraintes de la demande interne parce qu'elles parviennent à exporter dans les pays émergents.

Enfin la nature de la gouvernance des entreprises est aussi fautive. En Allemagne, le fait que les qualifications sont négociées et transférables entre toutes les entreprises d'une zone géographique, le fait qu'il y a des mises en commun en rapport avec les collectivités locales de tout le travail, cela réduit énormément les conflits. La savoir organisationnel ou le savoir collectif est crucial. En France on assiste à un manque d'organisation collective des entreprises. Aux États-Unis on a le système des *business angels*, en Allemagne le Mittelstand et l'aide financière liée avec, au Japon, les sous-traitants sont incorporés dans les grandes entreprises et font partie du processus innovateur. En France l'absence de systèmes à la fois décentralisés et organisés se traduit par un défaut de productivité et par des marges trop faibles. Le lien qu'il faudrait faire avec la macroéconomie est essentiel pour comprendre la nature de notre faiblesse. Basculer les charges sociales ne suffira pas à changer ce problème-là. En Allemagne le début de l'organisation des entreprises remonte au XVII<sup>e</sup> siècle, les institutions implicites sont incorporées dans la culture allemande.

Comment revitaliser le tissu industriel français ? Il faudrait que l'État s'implique. Les entreprises performantes françaises des années 1960-70 se sont affirmées sous l'ombrelle de l'État.

**Éric Heyer** : Je reviens sur le taux de marge des entreprises non financières. Au niveau macroéconomique, on n'observe pas de baisse structurelle de celui-ci. En revanche, ce taux de marge s'est effondré au cours de la crise et continue à se dégrader aujourd'hui. Cette évolution est cohérente avec la présence de sureffectifs dans les entreprises et confirme l'idée que l'ajustement de l'emploi à la chute d'activité n'est pas achevé. Il faut donc s'attendre à une croissance économique très peu riche en emplois dans les trimestres à venir. La baisse structurelle des taux de marge évoquée par Michel Aglietta s'observe dans le secteur industriel et plus précisément au sein des entreprises exportatrices. La raison de cette dégradation est en grande partie liée à la réponse des exportateurs français à la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne au début des années 2000. Depuis cette date, la dynamique du coût salarial unitaire est en faveur des entreprises allemandes. Afin de limiter les pertes de compétitivité, les entreprises exportatrices françaises, contrairement à leurs homologues italiennes, espagnoles ou néerlandaises, ont réduit considérablement leurs marges afin de maintenir une évolution des prix à l'exportation proche de celle de leurs concurrentes allemandes comme le soulignent les données d'Eurostat.