

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 7 NOVEMBRE 2017

Participants au débat :

Evelyn Herrmann : *économiste zone euro, Bank of America Merrill Lynch*

Dorian Roucher : *chef de la Division Synthèse Conjoncturelle,
département de la conjoncture, INSEE*

**Céline Antonin, Christophe Blot, Eric Heyer, Mathieu Plane,
Xavier Ragot, Christine Rifflart, Xavier Timbeau** : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : J'introduis le débat en vous demandant de façon générale votre avis sur la prévision de l'OFCE sur la croissance mondiale.

Dorian Roucher : Bien évidemment mon sentiment sur votre prévision et sur la conjoncture globale n'engage que moi-même et pas l'INSEE où je travaille. Globalement je souscris à votre prévision sur les différentes parties du monde, notamment votre scénario de reprise assez forte dans les pays avancés, en particulier dans la zone euro qui comble son retard conjoncturel. Le choc des dettes souveraines n'était pas encore soldé mais aujourd'hui on voit l'activité de la zone euro avancer plus rapidement que son potentiel et combler les stigmates de la crise des dettes souveraines.

Pour le monde hors zone euro, votre principal aléa est l'avenir aux États-Unis, votre scénario prévoit une accélération de l'économie américaine qui provient essentiellement du choc budgétaire escompté depuis l'élection de Donald Trump ; de notre côté nous restons assez réservés sur l'ampleur du stimulus de l'économie américaine, récemment nous avons observé six trimestres de contribution quasi nulle de la dépense publique à l'activité américaine ; on a une croissance autour de 2 % par an

depuis 2010 avec des moteurs qui ne sont jamais tous ensemble en marche : en 2016 le moteur investissement des entreprises s'est éteint, en 2017 c'est le moteur des dépenses publiques qui est arrêté, et récemment nous craignons une mauvaise contribution du secteur de la construction alors que le scénario OFCE prévoit un fonctionnement de tous les moteurs en même temps pour la première fois depuis huit ans. Pour résumer nous partageons avec vous les signes d'expansion de l'économie américaine mais nous différons sur l'ampleur de cette expansion.

Evelyn Herrmann : Votre avantage par rapport à nous est votre scénario pour 2019 que nous n'avons pas encore publié. En ce qui concerne la croissance mondiale, les prévisions de croissance mondiale en fin d'année sont les mêmes qu'en début d'année et dans les grandes économies, nos prévisions ne sont pas très différentes des vôtres. Pour nous aussi, d'un point de vue européen, les États-Unis jouent un rôle important dans la croissance mondiale, mais nous estimons que la Chine joue un rôle aussi important. La surprise cette année est que la croissance chinoise n'a pas ralenti, au contraire elle a accéléré un peu alors que les incertitudes étaient fortes auparavant. Mais pour l'avenir nous prévoyons une décélération de la croissance chinoise à partir de maintenant en raison d'une politique monétaire plus restrictive, mais cette baisse sera faible, environ 20 points de base de la croissance chinoise, similaire à votre scénario.

Dorian Roucher : Sur la Chine, nos scénarios divergent, nous observons beaucoup plus d'importations chinoises et donc de commerce mondial que ce que vous affichez, il s'agit sans doute d'un problème de mesure ; nous avons été surpris par le redémarrage très important des importations chinoises en volume au regard de la petite accélération de l'activité. Cette forte élasticité est très inhabituelle. J'observe que dans votre prévision l'accélération du commerce mondial est assez faible par rapport à la nôtre en 2017, ce qui entraîne une différence de prévision de la croissance mondiale entre nos deux prévisions. Comment les Chinois peuvent-ils réaliser cette croissance de 6,5 ou 7 % sans importer selon vous ?

Christophe Blot : Pour nous la croissance du commerce mondial accélère de nouveau mais ne retrouve pas le rythme de croissance des années 2000. L'élasticité au commerce mondial réaugmente après avoir fortement baissé en 2015-2016, mais elle se

stabiliserait à un niveau proche de 1. Concernant la Chine, nous avons des interrogations sur le partage volume/prix.

Evelyn Herrmann : Pour les États-Unis nous prévoyons une croissance plutôt stable tout en étant plus pessimistes que vous sur le « grand » stimulus fiscal à venir. On observe la croissance aux États-Unis, on avait un taux de 3 % au T2 et au T3, correspondant à un rebond de la période précédente qui était à 1,6 %. Un bon rythme de croissance devrait se maintenir, on ne voit pas de choc interne à venir et la nouvelle nomination à la tête de la Fed ne laisse pas supposer de grand changement.

Xavier Ragot : Donc vous ne voyez pas de risque sur la conjoncture américaine de l'évolution de la politique monétaire et sur la politique fiscale vous anticipez un effet légèrement positif ?

Evelyn Herrmann : C'est difficile d'anticiper mais l'élimination de niches fiscales impliquerait que l'effet sur le budget et la croissance pourrait être plutôt neutre à court terme. Si le taux de fiscalité sur les entreprises baisse, l'effet peut se faire sentir à plus long terme. On ne voit donc pas de stimulus fiscal important pour 2018, c'est une différence avec votre prévision : une impulsion budgétaire de 0,6 % paraît difficile l'année prochaine. Les taux restent bas malgré ce que dit la Fed et même si les marchés anticipent une remontée, il peut y avoir un resserrement.

Christine Riffart : Dans le 0,6 % pour les États-Unis, il y a l'effet des dépenses liées aux cyclones et 0,5 provenant de la réforme qui porte essentiellement sur les entreprises et notamment l'amortissement fiscal qui joue très fortement sur la croissance de l'investissement. Cette réforme fiscale devrait quand même inciter les entreprises à investir pendant la période autorisée et avoir un effet fort sur l'investissement. Pour nous l'investissement devrait continuer à augmenter aux États-Unis en 2018. Et ce contexte devrait développer des tensions salariales ces deux prochaines années et nous prévoyons une hausse des salaires de 3,8 % en 2018 et 2019.

Xavier Timbeau : Il y a quand même aux États-Unis une contrainte sur les capacités, sur le plein emploi, une question sur la productivité de long terme qui définit un sentier de croissance de long terme. Quelques analyses structurelles observent un effet de

cliquet : on voit une partie importante de la population active qui se retire du marché du travail.

Dorian Roucher : On voit que le taux d'activité des 25-55 ans est en train de remonter. Je pense qu'on a encore des réserves de population active qui indiquent que l'offre n'est pas bloquée sur la croissance américaine. En effet une partie de la baisse d'activité est venue du vieillissement, une partie de la hausse tendancielle des personnes incapables de travailler pour des raisons de santé, mais sans ces deux composantes, reste une bonne partie conjoncturelle dans la situation du taux d'activité qui peut se résorber assez vite.

Xavier Ragot : Y aura-t-il de l'inflation salariale ?

Dorian Roucher : L'accélération n'est quand même pas très prononcée et je ne suis donc pas très optimiste sur le redémarrage de tensions salariales fortes aux États-Unis. Peut-être peut-on espérer seulement une petite hausse des salaires.

Christine Riffart : Il faut dire que les références sur les taux d'activité à l'horizon 2018-2019 ne sont plus les mêmes, on note un réel vieillissement démographique et l'exclusion d'une partie de la population et donc les taux d'activité vont vite atteindre un plafond ; les marges de manœuvres ne sont pas élevées. L'inflation reste à 2,2 car les entreprises absorbent une partie de l'augmentation des coûts salariaux.

Xavier Ragot : C'est le grand débat sur la part des salaires dans le PIB américain : soit il y a un effet d'escalier où la part des salaires est durablement faible soit pendant quelques temps le taux de croissance des salaires sera supérieur à l'inflation.

Une question à Evelyn sur l'aspect purement financier aux États-Unis, quel est votre point de vue sur des aléas liés à une instabilité financière ?

Evelyn Herrmann : Si les valeurs des actions sont en augmentation très très forte ou à des niveaux très élevés, au niveau macro, la question est de savoir si les politiques monétaires vont réagir à ce phénomène. Il faut séparer dans l'économie et l'inflation les risques liés au secteur financier. Y a-t-il une surévaluation du SNP en ce moment ? Les marchés sont-ils dans un scénario où ils s'attendent à un grand stimulus fiscal ? c'est difficile à savoir au regard des

données. Mais si on regarde l'ajustement à la baisse que pourrait engendrer un manque de stimulus fiscal, ce n'est pas énorme.

Xavier Timbeau : La richesse des ménages est à un niveau élevé qu'on a déjà observé en 2001 et avant 2008.

Si c'est la Fed qui détermine le taux d'escompte, il faut s'attendre à une remontée du taux d'escompte ! Lorsqu'on fait un modèle de valorisation et qu'on prend le taux long de marché ou le facteur d'escompte qui induit des variations très fortes ; si on utilise les arguments d'incertitude, ils vont dans le sens de prendre des taux d'escompte plus élevés. Comment expliquer cette valorisation par des baisses de taux d'escompte alors qu'on manipule des arguments d'incertitude. Si les entreprises ont des taux d'épargne élevés c'est le signe d'un taux d'escompte élevé. Cette marque de préférence pour le présent ne peut pas expliquer la valorisation des marchés qui est une préférence pour le futur.

Xavier Ragot : Aujourd'hui aux États-Unis on voit dans les CFO des entreprises qui prêtent elles-mêmes aux ménages pour acheter leur logement. Une telle épargne des entreprises peut être liée au traumatisme du *credit crunch*.

Xavier Timbeau : Oui mais alors quelle cohérence avec la survalorisation des entreprises ? La crainte du *credit crunch* devrait se voir dans leur valorisation puisque le cash est considéré comme de la survalorisation et non comme protection d'un accident à venir.

Europe

Xavier Ragot : Bon acceptons l'incertitude sur la question de l'incertitude sur la valorisation des prix des actifs américains et continuons sur la conjoncture européenne : le Brexit, le risque bancaire en Italie, la croissance espagnole et le risque de surchauffe en Allemagne.

Dorian Roucher : Dans votre prévision l'activité de la zone euro ralentit nettement en 2018, quasiment dans tous les pays sauf la France. Pourquoi ? Du fait de vos estimations de potentiel et d'*output gap* ? En Allemagne au contraire l'arrivée des immigrants sur le marché du travail a augmenté le potentiel et donc repoussé l'éventuel ralentissement à attendre du fait des contraintes d'offre. Quant à l'Italie, si on regarde la position dans le cycle, elle est assez

similaire à celle de la France, et un peu en retard par rapport aux autres pays de la zone euro.

Céline Antonin : En Italie on remarque une impulsion budgétaire plus forte aujourd'hui que pour les années à venir, elle est de 0,3 aujourd'hui contre 0,1 pour les années à venir. Et de plus l'écart avec la croissance potentielle est conséquent.

Xavier Timbeau : Avec l'Italie c'est très difficile d'interpréter les chiffres de la comptabilité nationale et une productivité à 0. Est-ce possible que la productivité soit à 0 de façon tendancielle ? Cela fait vingt ans qu'elle est à 0, c'est donc difficile de dire que l'année prochaine elle passera à 1 %.

Dorian Roucher : À l'INSEE nous sommes des prévisionnistes de plus court terme, nous ne raisonnons pas en tendanciel, si nous restons à 0,4 ou 0,5 pour les trimestres à venir et si on prolonge on arrive à 1,4 ou 1,6 en 2018 en Italie. Les T3 et T4 sont très bons donc on ne voit pas comment on pourrait tomber à 1 % comme vous.

Xavier Ragot : Donc vous ne voyez pas de ralentissement en Italie. Et sur l'Allemagne ?

Dorian Roucher : Sur l'Allemagne, je serais spontanément un peu plus optimiste avec l'idée que le potentiel est rehaussé avec une intégration assez rapide des migrants sur le marché du travail.

Eric Heyer : On voit bien l'effet des migrants sur la population active, mais à l'inverse ne perd-on en productivité, ce qu'on gagne d'un côté ne le perd-on pas de l'autre ?

Evelyn Herrmann : L'Allemagne depuis deux ans a connu beaucoup d'immigration et cela n'a pas fait baisser la productivité. Les immigrés de l'Union européenne ont été intégrés dans la population active, le taux de chômage des citoyens non allemands est très très faible.

En termes de taux de croissance de la zone euro, nous avons en gros la même trajectoire que vous, nous avons dépassé le pic de croissance et une demande intérieure qui est autour de 1,5 %. Tout ce qui va au-delà provient de la demande extérieure. En ce moment la demande extérieure est plus forte que ce qu'on avait prévu, particulièrement au second semestre, c'est pourquoi nous maintenons des taux de croissance plus élevés. Si l'année prochaine nous

n'avons pas de demande externe plus élevée nous aurons sans doute un peu de ralentissement en zone euro.

En zone euro, votre prévision prévoit un taux de croissance stable et plutôt élevé en France et une diminution en Allemagne ; cela surprend un peu. La France est le partenaire commercial le plus important de l'Allemagne, l'Allemagne devrait donc profiter de l'amélioration française. De plus le cycle allemand est celui qui réagit le plus vite au cycle mondial qui est positif. C'est un fait structurel dont on ne voit pas comment il pourrait changer rapidement. Nous ne disons pas que la croissance potentielle à long terme est très forte en Allemagne, leur démographie est un handicap et il est risqué de prévoir une immigration continue au rythme actuel – d'ailleurs, ce que l'Allemagne gagne en termes de croissance potentielle grâce à l'immigration interne à l'Europe on le perd ailleurs, notamment dans les pays de l'Est. L'immigration, telle qu'elle se passe aujourd'hui, a jusqu'ici fait gagner presque 1 point de croissance de population active en Allemagne par an. Maintenir ce taux nécessite de continuer l'immigration sur le même rythme ou d'intégrer les réfugiés de façon rapide sur le marché de l'emploi, ce qui semble une hypothèse osée. Ce qui nous laisse penser à un léger ralentissement structurel en Allemagne, sauf si les autres pays de l'Europe et du monde vont bien ; si la réforme fiscale et la montée des investissements aux États-Unis ont bien lieu, l'Allemagne devrait en profiter. Même si les investissements des entreprises allemandes dans les capacités de production se font à l'étranger, en Chine par exemple, beaucoup de composantes viennent d'Allemagne et en cela le profit est maintenu en Allemagne.

Dorian Roucher : En effet, le taux d'ouverture de l'Allemagne est très fort, environ 50 % du PIB ; vous dites que le poids de l'économie allemande dans l'économie mondiale baisse mais quand on regarde l'économie allemande en elle-même elle est restée très sensible à l'économie mondiale.

Xavier Ragot : Sur l'Allemagne il n'y a apparemment pas de désaccord sur la tendance à long terme, la question est de savoir comment elle se matérialise à l'horizon de la prévision.

Eric Heyer : Je rappelle que nous analysons une analyse de long terme, 2019. Ce ne sont pas les résultats des indicateurs avancés.

Xavier Ragot : Et sur le Brexit, l'évolution de la croissance britannique et son impact ?

Evelyn Herrmann : Nous prévoyons 1 % pour le PIB anglais en 2018, comme vous. Le scénario de base prévoit un *hard* Brexit qui correspond à des *free trade agreements* comme les Canadiens. Mais le plus pénible est que nous ne savons pas du tout où en sera le Royaume-Uni l'année prochaine. Cette incertitude se voit aussi bien dans les entreprises que chez les ménages. Il est donc impossible de faire une prévision de long terme sans avoir une idée des relations du Royaume-Uni avec le reste du monde en 2019.

Xavier Ragot : La possibilité d'un *no Brexit* existe-t-elle ?

Evelyn Herrmann : Cela étonnerait, le Brexit est le résultat d'un vote démocratique et les sondages actuels montrent que l'attitude des Britanniques n'a pas beaucoup changé. Mais on ne sait jamais et dans ce contexte il est difficile de faire une prévision. Ce qui est sûr c'est que, comme en Allemagne, si la croissance britannique a pu progresser jusqu'à maintenant c'est aussi grâce à l'immigration.

Xavier Ragot : Attendez-vous une accélération de l'inflation puisqu'ils ont annoncé que les taux augmenteraient ? On explique l'inflation comme un choc de demande positif mais si le Brexit est un choc d'offre négatif...

Evelyn Herrmann : Pas vraiment – l'inflation devrait baisser. La raison principale pour augmenter les taux est que la banque centrale a pré-communicé cette intention depuis un bout de temps. Mais vu qu'ils ne semblent pas envisager cette hausse, la banque centrale ne semble pas vraiment défendre le scénario de baisse de la croissance potentielle qui provoquerait une hausse d'inflation.

France

Xavier Ragot : Terminons par la France. De quelle façon voyez-vous la France aujourd'hui et nos projections vous semblent-elles justes en 2018-2019 et que peut-on attendre de la politique fiscale de notre nouveau gouvernement ?

Evelyn Herrmann : Nous prévoyons 1,6 en 2018 et en 2019 pour la France. Nous étions un peu inquiets pensant que la politique fiscale pourrait être plus restrictive l'année prochaine, mais

on voit plutôt un comportement non agressif du gouvernement en matière fiscale et donc on ne voit pas quel choc pourrait diminuer le taux de croissance en France. On s'interroge sur l'impact de la réforme sur le travail de cet été, sur l'évolution des salaires et la structure de la négociation sur les salaires. On a l'exemple de l'Allemagne où la flexibilité a été utilisée au niveau entreprise pour générer de la pression à la baisse des salaires. En France on vient de créer cette flexibilité, donc la question est de savoir si elle va être utilisée dans le même but. Votre prévision s'attache surtout au taux de chômage, pour moi la question est quelle est la composition de l'emploi régulier vs. irrégulier et ensuite parviendra-t-on à déclencher de la hausse de salaire par tête sachant que la structure de la négociation des salaires a changé ?

Par ailleurs, j'ai admiré votre graphique qui montre la forte participation des stocks à la croissance – la question est de savoir si une contribution si positive récemment ne pourrait pas provoquer l'effet inverse sur la croissance dans l'avenir ?

Mathieu Plane : En France, la contribution des stocks dans notre prévision est corrélée avec l'augmentation des importations qu'on observe depuis 2016, notamment dans le matériel de transport. Il est possible que le déstockage se traduise aussi par une augmentation des exportations, ce qui nous semble le plus vraisemblable. Par ailleurs la mesure des stocks pose des problèmes, il faut bien les regarder en valeur et par secteur, sans compter la question de l'évolution récente de la production agricole. Mais le gonflement des stocks n'est pas forcément négatif si cela se traduit ensuite par un supplément d'exportation.

Eric Heyer : Aujourd'hui le gonflement des stocks n'est pas forcément positif, il peut être lié aux importations ; en hypothèse centrale ce facteur n'est pas prépondérant.

Mathieu Plane : Historiquement une partie de la conjoncture s'explique par des mouvements importants sur les stocks mais qui sont généralement compensés par les mouvements sur le commerce extérieur.

Dorian Roucher : Sur la France vous êtes très proches de notre scénario qui est au-dessus du consensus. Cependant sur la composition, globalement les aléas sont plutôt négatifs ; vous prévoyez un ralentissement très fort de la consommation publique assez impro-

bable, et miraculeusement alors que la demande privée accélère, le commerce extérieur ne pèse plus, voire contribue positivement à l'activité française. Dans votre scénario, le commerce mondial ralentit mais les exportations françaises accélèrent malgré l'appréciation récente de l'euro ! Soit vous pensez que les chocs passés sur les exportations sont purement temporaires soit votre analyse est plus structurelle et vous pensez que nous allons regagner des performances à l'export. Malgré l'augmentation de la consommation et le maintien de l'investissement des entreprises vous avez des importations qui ralentissent. Globalement l'activité résiste bien avec un coup d'arrêt sur la consommation publique. J'ai du mal à comprendre !

Mathieu Plane : On se cale sur ce que dit le gouvernement. Du coup, on a un ajustement budgétaire qui est cohérent avec le PLF, qui passe en grande partie par la dépense publique, d'où le ralentissement de la consommation publique dans notre prévision. En revanche, d'autres leviers poussent à l'accélération de la demande intérieure : la dynamique sur l'emploi est forte, l'investissement des ménages important, l'investissement des entreprises soutenu par l'effet d'accélérateur lié au raffermissement de la demande ainsi que l'effet de rétablissement des marges qui rentre dans l'équation d'investissement ou encore la faiblesse du coût du capital. Ainsi, toutes les mesures passées pour améliorer l'offre commencent à jouer pleinement. Depuis 2015 l'investissement manufacturier a bien remonté. 2016 a été un peu une année exceptionnelle avec des effets particuliers sur le commerce extérieur dus notamment à la baisse de la production agricole, les mauvais résultats du tourisme à la suite des attentats et les retards de livraison dans le secteur de l'aéronautique ; on revient désormais à une trajectoire plus normale, plus stabilisée.

Xavier Ragot : A l'INSEE quelle est votre évaluation des effets d'offre passés sur le rétablissement de la compétitivité ?

Dorian Roucher : Malheureusement lorsqu'on regarde la compétitivité-coût relatif, on ne voit pas d'amélioration très forte. La baisse du coût du travail engendrée par le CICE nous a permis de rester juste au niveau de l'Europe du Sud qui a fait de la modération salariale. Je ne suis pas optimiste sur notre capacité à gagner des parts de marché. Et sur la dynamique d'investissement, pour les produits manufacturés le taux d'investissement est seulement

revenu à la moyenne des années 2000. La forte hausse actuelle vient des services, en particulier les services informatiques. Bien sûr on aura en 2018 le soutien des ventes agricoles mais on peut quand même s'attendre à un ralentissement du tourisme après l'effet de rattrapage en 2017. Globalement je n'adhère pas à 100% sur le fait que nous allons regagner des parts de marché aux Espagnols qui ont fait un effort massif d'ajustement.

Eric Heyer : En 2016 nous avons perdu 2 points de parts de marché ; aujourd'hui on en récupère seulement la moitié, ce n'est pas très optimiste, on a encore 1 point en moins par rapport à 2016 malgré un choc d'offre. Contrairement à ce que l'on peut croire, on a plutôt bridé nos instruments.

Dorian Roucher : Il faut tenir compte du fait que la France est très sensible à quelques produits qui ne suivent pas forcément la conjoncture mondiale : les exportations d'avions suivent moins la trajectoire conjoncturelle des exportations mondiales. Par ailleurs je ne crois pas à la diminution de la consommation publique, dont la dynamique provient des produits de santé (les médicaments). Aucune mesure n'est prise en ce sens. Le gel du point d'indice de la fonction publique n'a aucun effet sur les volumes et on n'a quasiment pas de baisse d'effectifs.

Autre question : pourquoi faites-vous baisser le taux d'épargne des ménages alors même que les mesures budgétaires auraient tendance à le faire monter ?

Mathieu Plane : c'est l'effet de la baisse du chômage.

Xavier Timbeau : Et aussi la reprise de l'immobilier, l'augmentation des revenus des ménages sont des vecteurs puissants de baisse du taux d'épargne.

Dorian Roucher : Sur l'*output gap*, qui était corrélé au taux de chômage jusqu'en 2011, je suis inquiet, les difficultés de recrutement sont très importantes dans tous les secteurs, dans l'industrie, c'est la surchauffe sur le dernier trimestre et même dans le bâtiment on se rapproche de la moyenne. Cela suggérerait que le taux de chômage structurel a beaucoup augmenté. Globalement les difficultés de recrutement correspondent à un solde d'enquêtes qui est bien corrélé historiquement à la tension sur le marché du travail et qui montre bien l'écart entre le taux de chômage et le chômage structurel.

Eric Heyer : On observerait donc 2,5 points supplémentaires de chômage structurel. Ce qui n'est pas compatible avec les taux de croissance prévus en 2018 et 2019.

Dorian Roucher : Dans le bâtiment et les services, les difficultés de recrutement reviennent à leur moyenne, ce qui montrerait qu'on entre dans un *output gap* positif. Je ne sais pas si c'est un indicateur de croissance du chômage structurel, mais on constate une forte hausse des chômeurs de longue durée inscrits depuis plus de trois ans.

Xavier Ragot : Structurellement les difficultés de recrutement vont disparaître avec la reprise économique, cela veut dire aussi que le chômage structurel est un « lag », un ajustement de l'économie à son potentiel de long terme. L'hypothèse d'un ajustement après une crise, on le comprend bien ; le scénario d'un rétablissement du chômage structurel à une moyenne de long terme, on comprend aussi. L'histoire inverse d'où vient-elle ? Qu'est-ce qui est cassé dans l'économie ? Quel est le stock de capital déprécié à long terme ?

Dorian Roucher : Peut-on croire à la déformation du marché du travail ? Beaucoup de gens non-qualifiés ont fait monter le taux de chômage, comme en Italie.

Xavier Ragot : Donc deux hypothèses peuvent être émises : augmentation du chômage structurel et déformation du marché du travail. Je souligne que deux cohérences sont possibles : celle de l'OFCE et celle de l'INSEE ! Il serait intéressant de creuser toutes les implications logiques de ces hypothèses, l'inflation, les mécanismes de microéconomie, l'inadéquation des formations ? Nous verrons dans un an à qui de nous le commerce extérieur donnera raison ■