

## 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 11 AVRIL 2012

*Participants au débat :*

**Frédérique Cerisier** : *économiste sénior chez BNP/PARIBAS*

**Jean-Michel Six** : *chef économiste chez Standard and Poor's*

**Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Xavier Timbeau** : *OFCE*

**Gérard Cornilleau** : *Avant d'entamer la discussion sur la sortie de crise des États-Unis, nous souhaiterions avoir votre avis général sur nos prévisions.*

**Frédérique Cerisier** : Notre scénario est assez proche du vôtre, notamment en ce qui concerne les États-Unis. La situation en matière de croissance et surtout d'emploi s'y améliore et, de ce point de vue, ils semblent sortis de la première phase de la crise. Sur le cadrage mondial, nous avons des perspectives un peu plus favorables concernant les pays émergents. Dans ces pays, les freins mis en avant par nos économistes, au-delà des craintes sur le prix du pétrole et de ce qui peut se passer en zone euro, portent sur l'inflation. Dans certains pays, la question de sa réaction au maintien du prix du pétrole à un niveau élevé pourrait se poser, indépendamment d'un choc supplémentaire sur ces prix.

**Jean-Michel Six** : En introduction, il me semble que le prisme du débat concernant l'évolution des principales économies développées tourne autour de quatre grandes questions. Premièrement, il y a les incertitudes politiques liées notamment à l'issue des élections en France et aux États-Unis. De ces élections résulteront des choix fiscaux qui sont absolument cruciaux. J'y reviendrai pour les États-Unis. Il y a aussi les incertitudes liées au « printemps arabe » qui ne peuvent pas être sous-estimées. Le deuxième point porte sur

l'orientation des politiques monétaires. Les principales banques centrales ont considérablement accru la taille de leur bilan. La création de monnaie « banque centrale » a été considérable et nous n'en savons pas toutes les conséquences à court terme sur les économies ni comment elles feront pour inverser ces politiques à moyen terme. Quelles seront les suites et les conséquences des mesures d'assouplissement quantitatif prises par les banques centrales ? Au premier trimestre, la taille du bilan de la BCE a atteint 30 % du PIB de la zone euro. En Suisse, le bilan de la SNB représente 70 % du PIB. La troisième incertitude est liée au comportement d'épargne. Comment les ménages, dans les pays développés, vont réagir aux sévères choix fiscaux qui seront faits ? Enfin, le dernier point porte sur l'attitude des investisseurs face au risque. Jusqu'ici, on observe une forte volatilité, le retour des phases de tensions succédant aux vagues d'accalmie qui traduisent un regain transitoire de la confiance. Cette attitude est cruciale à la fois pour la zone euro mais également pour les pays émergents. Partant de là, la première interrogation que je viens de soulever concerne notamment les États-Unis où les choix fiscaux après les élections seront déterminants et pourraient être totalement différents selon l'issue des élections. Si la nouvelle administration entame une réduction des déficits publics, cela risque de provoquer un très fort ralentissement de l'économie américaine. Dans le cas présent on ne peut pas faire la moyenne des deux positions – républicaine et démocrate – ; donc selon l'une ou l'autre, les conséquences seront très différentes. Dans les deux cas, la situation fiscale des États-Unis pourra fausser complètement le scénario de l'économie mondiale en 2013. Une réduction plus rapide du déficit risque de provoquer un ralentissement bien plus marqué que ce que vous inscrivez dans votre scénario pour 2013.

**Xavier Timbeau :** Si l'on suit le scénario de notre prévision, l'année 2013 pourrait être pour les pays anglo-saxons une année difficile car ils auront une situation budgétaire très dégradée par rapport à l'Europe continentale qui se rapprochera de l'équilibre budgétaire. Quelle sera la réaction des États-Unis et du Royaume-Uni sachant que la pression des marchés financiers pourrait être très forte ? Le scénario que nous présentons n'est donc pas un scénario d'apaisement. Entre Europe et États-Unis, nous sommes dans la quadrature du cercle : nous restons dans le cœur de la crise.

**Frédérique Cerisier :** Vous semblez dire que cette trajectoire américaine serait la bonne si elle n'était pas perturbée par la trajectoire ou la stratégie de développement européenne ?

**Xavier Timbeau :** Les États-Unis ont fait le choix de donner la priorité à la réduction du taux de chômage. Pour tout un ensemble de raisons, un taux de chômage supérieur à 8 ou 9 % n'est pas acceptable et l'objectif doit donc être celui du retour au plein-emploi pour asseoir la politique américaine sur des bases solides. La question du déficit et de la dette publics devient secondaire. D'un autre côté, l'Europe, institutionnellement, doit réduire d'abord la dette publique, et va entraîner les États-Unis dans sa stratégie.

**Jean-Michel Six :** Il y a en fait deux stratégies différentes menées aux États-Unis et en Europe sur la question de l'articulation entre le désendettement privé et le désendettement public. Les États-Unis privilégient dans un premier temps le désendettement privé, quitte à retarder l'ajustement véritable des dépenses publiques. Le désendettement privé est effectivement bien enclenché, même s'il est dû pour une part à l'accélération des faillites (défaut de paiement de certains ménages). Il reste malgré tout un obstacle à ce processus d'ajustement : c'est la situation du marché immobilier qui a pour conséquence d'entraver l'ajustement du marché du travail dans la mesure où la mobilité du travail est freinée. Mais on ne peut pas différer la dette publique indéfiniment. D'où la difficulté du débat économique aux États-Unis. Dans la zone euro, au contraire, le choix s'est explicitement porté sur la réduction de l'endettement public. Enfin, au Royaume-Uni, il y a une stratégie fiscale qui existe déjà. Elle repose sur l'hypothèse centrale de la fin du désendettement du secteur privé en 2013 qui permettrait de rendre plus « supportable » une politique fiscale toujours restrictive.

\* \* \*

**Gérard Cornilleau :** *Les pays émergents sont-ils à l'abri des soubresauts du monde développé ?*

**Jean-Michel Six :** Sur le rôle des émergents, il faut souligner qu'ils ont été les principaux contributeurs à la sortie de la récession avec un soutien des politiques budgétaires qui s'est avéré important. En Chine, il s'est élevé à près de 18 % du PIB en 2009, ce qui

est important. La théorie du découplage n'est donc pas un mythe, même s'il faut mettre de côté la situation des pays d'Europe centrale et de l'Est. En Asie, on assiste à un rééquilibrage de ce modèle. La consommation en Chine a cru énormément au détriment des exportations et en faveur des importations. Aujourd'hui ils sont à 2 % de surplus de la balance des paiements. De fait, le risque sur les émergents est celui d'une contagion inflationniste. Elle est liée à la hausse du prix du pétrole, à la demande des émergents mais aussi à la création monétaire dans les pays développés qui tend à dévaloriser le pouvoir d'achat de leurs monnaies. D'autre part, la reprise dans les émergents a provoqué une surchauffe alimentée par les afflux de capitaux en provenance des pays développés. Ces flux de capitaux sont toutefois très volatiles, ce qui contraint les banques centrales des émergents à mener des politiques de *stop and go*. Elles sont en partie contraintes par les politiques monétaires menées par les pays industrialisés.

**Xavier Timbeau** : Il n'y a pas de vrai problème de financement dans les pays émergents à part ceux qui sont dans des situations politiques incertaines.

**Jean-Michel Six** : Pas tout à fait. Les flux des balances de paiements sont volatils. En Turquie le financement de la balance des paiements a nécessité de fortes baisses des réserves de change de la Banque centrale de Turquie au deuxième semestre de 2011. Il y a eu un affaiblissement des flux de portefeuilles lié à une aggravation de la crise souveraine en Europe.

**Xavier Timbeau** : Il y a quelques mois on s'inquiétait de ce que la politique monétaire expansionniste des pays développés avait comme conséquence dans les pays émergents. L'afflux de capitaux, inemployés dans les pays développés, alimentait des bulles dans les pays émergents les contraignant à des politiques restrictives, pesant sur leur croissance, pour stériliser la politique monétaire inefficace conduite ailleurs. On se rend compte aujourd'hui qu'en fait cet afflux de capitaux n'est plus le problème et que ce sont des perspectives dégradées de croissance qui modifient les anticipations sur les pays émergents. On a cru au découplage et on pensait qu'il fallait protéger les pays émergents des pays développés, on sait maintenant que leur croissance dépend de la nôtre. Ce que l'on appelle la crise des dettes souveraines en Europe est en fait une crise mondiale. Non seulement il n'y a pas de découplage entre

pays émergents et pays développés mais la politique monétaire nécessaire devient plus homogène et le hiatus entre les besoins de ces pays et les pays développés n'existe plus.

\* \* \*

**Gérard Cornilleau** : *Venons-en à la zone euro, sommes-nous à la fin de la crise de la dette ou s'agit-il d'une simple accalmie passagère ?*

**Frédérique Cerisier** : Notre scénario pour la zone euro est un peu moins défavorable que le vôtre. Nous anticipons une croissance nulle en Europe en 2012 et légèrement supérieur à 1 % en 2013. Les différences entre nos deux scénarios tiennent sans doute en partie à des hypothèses différentes sur la taille des multiplicateurs, nous retenons des valeurs moins élevées, et sur l'ampleur des écarts de production. Ces hypothèses sont importantes et vous avez raison de rappeler qu'il existe une forte incertitude sur ces deux questions. Cela dit, il paraît très probable que dans certains pays le potentiel de croissance ait été touché par la crise. C'est sans doute le cas notamment en Espagne, où l'ajustement sur le marché immobilier devrait entraîner une baisse durable du taux de croissance potentiel, ou en Irlande, compte tenu du choc sur le système financier. Tout ceci nous amène plutôt à penser que, même si la stratégie retenue n'est pas optimale, les ajustements budgétaires mis en œuvre devraient quand même être efficaces. En revanche, je partage l'idée qu'il est néfaste de fixer des objectifs de réduction des déficits indépendamment de la croissance. Pour revenir à la question de la bonne stratégie d'ajustement, vous mettez en avant les risques liés à la situation actuelle, mais vous ne donnez pas d'éléments sur une ou des stratégies alternatives. Quelles seraient les stratégies d'ajustement budgétaire souhaitables, réalisables, qui tiendraient compte du fait que la crédibilité est un enjeu majeur du débat européen sur les politiques budgétaires et que la stratégie actuellement mise en œuvre est imposée par ces problèmes de crédibilité.

**Jean-Michel Six** : Nos chiffres de croissance pour la zone euro sont très proches des vôtres, à l'exception toutefois de l'Allemagne où nous anticipons, en 2012, une croissance double de celle qui est inscrite dans votre scénario, soit 0,6 % en 2012 et 1,5 l'année prochaine. Le rééquilibrage de la croissance se met en place outre-Rhin et il y a un élément nouveau et marquant, c'est celui de la

reprise sur le marché de l'immobilier. La divergence porte aussi sur la question politique au niveau européen ; c'est un point que vous n'abordez pas. Or, le scénario de croissance dépend fondamentalement des étapes de la construction européenne, ce que vous n'étudiez peut-être pas assez dans votre scénario, alors qu'elles sont aujourd'hui « *right in front of us* ». C'est aujourd'hui que nous devons décider du niveau de solidarité entre les États face à la dette publique, face à la dette bancaire, face à la répartition et aux initiatives de croissance. Les pistes au niveau européen ne sont pas de l'utopie. On peut dès maintenant prévoir des initiatives de soutien de l'offre dans les pays les plus déficitaires (les pays du Sud), des politiques de relance plus concertées au niveau des investissements (environnementaux) dans les pays du cœur de la zone euro ; ces choix devront être faits dans les 24 mois qui viennent. En ne tenant pas compte de ces éléments, il est probable que les scénarios de croissance soient encore trop optimistes, un peu comme pour les États-Unis. Le scénario risque d'être fort différent selon les résultats des prochaines élections présidentielles. De fait, le scénario médian risque d'être faux.

Pour revenir sur la zone euro et la question de la politique monétaire, je pense qu'elle a été une ancre pour l'union monétaire dans son ensemble et que si la BCE n'avait pas mené la politique qu'elle a menée, la zone euro aurait sans doute éclaté. Pour autant, la conduite de la politique monétaire illustre également une déficience cruciale dans la construction actuelle de la zone euro. Le LTRO renforce en effet l'aspect selon lequel chaque Etat membre est individuellement responsable de son secteur bancaire alors même que le système bancaire européen est fortement intégré. Enfin, pour revenir sur la dernière question, relative à la confiance et aux marchés des capitaux, que je soulevais au début du débat, il faut bien garder à l'esprit qu'il y un avant et un après le défaut grec. Avant la crise grecque, les marchés considéraient qu'à l'intérieur de la zone euro, il n'y aurait jamais de défaut souverain. Depuis, la confiance a été sérieusement ébranlée et son retour passe nécessairement par une réflexion profonde sur l'amélioration de l'édifice et de la gouvernance de la zone euro.

**Xavier Timbeau :** À ce stade de la crise des dettes souveraines, il ne nous paraît pas important de savoir quelle devrait être la bonne stratégie budgétaire. Faut-il ne pas réduire les déficits structurels, se

contenter d'une réduction d'un demi-point de PIB, doit-on s'engager, dans certains pays, dans une relance budgétaire ? Faut-il privilégier des stratégies budgétaires à court terme ou au contraire chercher des investissements rentables à plus long terme afin de retirer de la relance un double dividende ? Tout ceci n'est pas l'essentiel aujourd'hui pour nous. Aujourd'hui le problème nous apparaît plus comme étant dans la sphère monétaire et institutionnelle ; tant que les taux de l'Italie et de l'Espagne seront supérieurs à 5, le reste est d'une importance mineure parce que de tels taux ne laissent qu'une voie : une réduction budgétaire drastique.

**Jean-Michel Six** : Non, tous ces pays sont liés et une initiative commune de croissance permettrait d'alléger socialement le poids de la dette. Ces taux sont tels parce qu'il y a une crise de confiance des marchés par rapport au fonctionnement de la zone euro et chaque maillon devient exposé alors qu'il ne l'était pas auparavant. Il faudrait pouvoir donc parvenir à gagner sur le temps – laisser plus de temps à ces pays avec un taux inférieur – et faire en sorte que les marchés retrouvent la confiance grâce à cette solidarité.

**Gérard Cornilleau** : En fait vous dites que la Commission au lieu d'avoir une « règle d'or » devrait avoir une politique européenne.

**Xavier Timbeau** : pour moi c'est illusoire. Tant qu'il n'y aura pas un engagement clair autour de la solidarité sur les dettes publiques, la confiance ne sera qu'un échafaudage fragile qui volera en éclats au premier incident : une élection au résultat trouble, des mauvaises nouvelles conjoncturelles, une grève générale. Tant que les dettes publiques et le chômage persisteront, la pression sera forte. Livrés à eux-mêmes, les pays européens ne pourront pas avoir la moindre marge de manœuvre. Par exemple, sous l'injonction de l'Allemagne, la règle d'or est devenue ou en passe de devenir un principe constitutionnel dans la plupart des pays sans que cela ne permette de sortir de la crise.

**Jean-Michel Six** : Pouvez vous préciser quelles ont été vos hypothèses de taux de change et leur impact sur vos prévisions ?

**Éric Heyer** : Pour la France, nous utilisons un modèle dans lequel l'effet du taux de change est pris en compte. Pour les autres pays de la zone euro, nous n'avons pas de modèle et nous nous inspirons donc des variantes simulées pour la France pour déter-



miner l'impact des variations du taux de change. Partant du modèle, il ressort d'une part que l'impact d'une dépréciation de la monnaie a été fortement réduit depuis 1. D'autre part, l'effet est aujourd'hui assez faible. Ainsi, une dépréciation de 10 % de l'euro conduirait à une hausse de 0,2 point de croissance au bout de deux ans.

\* \* \*

**Gérard Cornilleau** : *En France, y aura-t-il un retour de l'inflation ? et le taux d'épargne peut-il baisser en France ?*

**Jean-Michel Six** : Je voudrais juste faire un commentaire sur le taux d'épargne. Cette question est importante et pourrait modifier assez sensiblement la croissance. En effet, le taux d'épargne en France a atteint 17 % l'an dernier, ce qui constitue un niveau record probablement lié à toutes les incertitudes, fiscales en particulier. Une fois que l'incertitude sera levée, il pourrait y avoir un ajustement de ce taux d'épargne. Cette observation marche assez bien pour l'Espagne en 2010-2011 (baisse du taux d'épargne) et pour l'Italie. Ainsi, pour la France, il y a peut-être des marges de manœuvre à la baisse une fois que les ménages y verront plus clair sur l'horizon fiscal après les élections présidentielles. Il pourrait y avoir là un élément de soutien à la consommation.

**Frédérique Cerisier** : Nous partageons l'idée qu'il pourrait y avoir là des marges de manœuvre, mais, à ce stade, cela n'est pas du tout inclus dans notre scénario pour cette année.

**Éric Heyer** : L'incertitude pèse sans doute sur le comportement d'épargne mais notre équation n'indique pas forcément un soutien à la consommation. En effet, dans notre équation il y a deux éléments qui font plutôt pression vers une hausse, certes assez faible, du taux d'épargne. D'une part, la hausse du taux de chômage pourrait entraîner une augmentation de l'épargne de précaution. D'autre part, notre équation intègre un effet de richesse immobilier. Ainsi, la baisse des prix immobilier réduirait la richesse ce qui entrainerait plutôt une hausse de l'épargne.

**Gérard Cornilleau** : Un autre déterminant important est l'évolution des revenus et du pouvoir d'achat dont les arbitrages fiscaux ne sont qu'un élément. Or l'augmentation du chômage ou la crainte du chômage pèsent sur les revenus.