

## DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 18 OCTOBRE 2013

*Participants au débat :*

**Sara Bertin :** *Analyste Souverain Senior (AXA)*

**François Duhen :** *Stratégiste-Directeur de la Recherche Dédiaée  
(CM-CIC Securities)*

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

**Gérard Cornilleau :** Comme il est de coutume dans nos débats, nous vous proposons de commenter nos prévisions en commençant par la zone plus large, les grands pays, États-Unis, Asie, ... pour terminer par la France en passant par la zone euro. Commençons donc par les États-Unis. À la suite du shutdown américain, le risque de défaut aux États-Unis est-il plus élevé ?

**Sara Bertin :** Les États-Unis n'ont ni voté le budget ni augmenté le plafond de la dette. Pour le moment ils ont décidé une extension de temps, jusqu'au 7 février 2014, pour le budget fédéral ; une commission bipartisane doit se réunir et donner ses résultats le 13 décembre prochain avec un passage par le Congrès le 15 janvier. Donc pour l'instant nous n'avons ni budget ni plafond de dette. Nous pouvons donc faire face à de nouveaux blocages du système politique. Néanmoins, un nouveau *shutdown*, semble peu probable.

**François Duhen :** Aujourd'hui le sujet n'est pas tant sur le report que sur l'action de la Fed. La Fed a conditionné son inaction au fait qu'elle manquait de visibilité. Sur les marchés, l'arbitrage est fonction de ce critère, c'est-à-dire repoussé à mars 2014 si bien que les actions repartent à la hausse et les marchés obligataires et le dollar à la baisse... Il est probable que début 2014, ils vont trouver un accord pour un an, repoussant le problème après les élections de *mid-term* de novembre 2014. En effet, ils ne pourront pas arriver sans accord aux élections, car les républicains seraient les premiers

accusés. Seuls seront acceptables : les coupes additionnelles de dépenses par les républicains, et pour les démocrates, le fait que l'on ne touche que marginalement à l'Obamacare.

**Xavier Timbeau** : Ce schéma provoque de la restriction budgétaire. Cela se traduit par des impulsions budgétaires négatives.

**François Duhen** : Non, l'accord temporaire jusqu'au début 2014 leur permet de dépenser au même rythme. Aujourd'hui le déficit américain fait rêver comparé à la France. Le CBO est à moins de 4 % de déficit sur 2013.

**Sara Bertin** : Il a été estimé que l'austérité fiscale de 2013 aurait eu un impact négatif sur le taux de croissance d'environ 1,5 % du PIB. Au jour d'aujourd'hui, il est délicat de prévoir quelle pourrait être la nature d'un accord entre démocrates et républicains. En effet leur projet pour les dépenses et les revenus fiscaux sont très différents.

**François Duhen** : Exactement comme en 2011 avec le Tea Party de Sarah Pawlin. Une nouvelle génération de républicains arrive, ils refont la même chose pour se faire élire. Alors qu'il y a quinze mois, le débat était « augmentation d'impôts » contre « baisse des dépenses », aujourd'hui on parle seulement de « baisser les dépenses ».

Notons que dans nos prévisions comme dans celles de l'OFCE, l'économie réelle a plutôt mieux résisté à ces coupes de dépenses et à ces augmentations d'impôts.

**Xavier Timbeau** : Si on fait le bilan de cette non-politique, cette façon très chaotique de gérer le budget, qui devient de plus en plus récurrente, cela implique que la conduite de la politique budgétaire n'est plus adaptée à la situation, qu'il n'y a pas de marges de manœuvre, que cela détermine la composition de la politique budgétaire, pas de hausses d'impôts, des coupes de dépenses, et au total une impulsion budgétaire franchement négative en 2012 et 2013. Pour 2014 elle pourrait être plus négative qu'attendu parce que sans stratégie claire, les républicains pourraient gagner plus de coupes de dépenses. Tout cela infléchit la trajectoire macroéconomique.

**Sara Bertin** : La crise politique de 2011 a coûté aux États-Unis leur AAA chez Standard & Poors. La crise d'octobre 2013 a causé

une perspective négative sur le AAA de l'agence Fitch. La politique américaine est de plus en plus polarisée, ce qui renforce la difficulté d'accords satisfaisants pour tous. L'augmentation de la polarisation aux États-Unis reflète l'augmentation des inégalités qui pourraient conduire à de nouvelles tensions sociales.

**François Duhen** : Sur les taux d'intérêt, une chose risque de changer, c'est l'énervernement structurel des gouvernements chinois et japonais qui vont continuer, voire accélérer, la diversification de leurs réserves avec un impact assez net sur l'euro.

**Xavier Timbeau** : Dans le régime actuel des économies financiarisées, avoir une monnaie de réserve et être en même temps un pays structurellement excédentaire est compliqué. Cela peut expliquer pourquoi les États-Unis ont un déficit plus élevé que celui de la zone euro.

**François Duhen** : Pour l'instant, en termes de dynamique, les États-Unis s'en sortent mieux que nous. Notre prévision de croissance pour les États-Unis est de 2,2 y compris 70 milliards de dollars de réduction additionnelle des dépenses.

**Sara Bertin** : Je ne suis pas pessimiste mais il y a un vrai changement structurel sur le marché du travail américain.

**Xavier Timbeau** : Notre prévision de croissance à 2,4 % pour l'année 2014, c'est un taux de croissance qui stabilise le taux d'emploi à un point bas.

**François Duhen** : C'est l'immobilier qui a soutenu la croissance aux États-Unis, et sa contribution additionnelle sera plus faible l'année prochaine. Pour l'automobile, l'augmentation des taux a des conséquences majeures. Notre taux à 2,2 de croissance comprend les 70 milliards d'économies additionnelles en plus de ce qui a déjà été voté et les mesures à venir. 70 milliards cela fait 0,4 point de PIB. Les mesures déjà votées sont estimées entre 0,2 et 0,3 point de PIB.

**Gérard Cornilleau** : Les pays émergents peuvent-ils avoir une croissance autonome ? Une politique monétaire autonome ? Y-a-t-il un risque d'instabilité majeure dans les pays émergents ?

**Sara Bertin** : La question qui se pose est celle de savoir si les crises de 1997-1998 peuvent revenir dans les pays émergents. Depuis pas mal d'années, ces pays ont été les bons élèves. Mais ces

pays ne font pas face à une situation homogène. Les pays les moins à risque sont les pays bénéficiant de taux de change flexibles, de réserves de change élevées, d'un déficit du compte courant limité, d'un déficit fiscal modeste et d'un marché de dette domestique établi. La Turquie, l'Inde et l'Afrique du Sud sont dans des situations plus délicates. Les pays émergents ont peu de marge de manœuvre. Ils font face à un ralentissement de leur économie mais ne peuvent baisser les taux de peur d'un regain de fuite de capitaux.

**François Duhen** : Je partage votre avis avec une nuance : la nouvelle équipe de direction qui sera issue du congrès en novembre va définir le prochain plan quinquennal. Ils vont se retrouver avec des bilans bancaires nettement dégradés par rapport à il y a cinq ans. La seule solution pour la nouvelle équipe est de libéraliser le marché du crédit et le marché de la rémunération de l'épargne. Ce qui va dégrader les marges des banques. Cette rente aux banques qui va être réduite fortement va entraîner progressivement la fin des projets non rentables. Mais les membres du PC qui vont voter au prochain Congrès sont en partie ceux qui sont assis à la tête des entreprises. L'équipe dirigeante a donc ajouté du crédit dans le but de faire remonter les indicateurs de confiance juste avant le sommet. Le programme est parfaitement piloté.

La Chine affichera les indicateurs qu'elle souhaite. La seule chose qui nous semble fiable est de suivre les indicateurs microéconomiques des entreprises, ce que nous faisons assez précisément. La croissance de la Chine sera plus soutenue qu'ailleurs mais sur une tendance décroissante.

Je m'élève aussi contre le pessimisme ambiant concernant les pays émergents. Si on assiste à des sorties de flux financiers, c'est qu'il est plus rentable d'aller chercher des rendements à 3 % aux États-Unis que d'aller chercher du 3,5 % au Mexique. Mais arrivera un moment où le *spread* Mexique/États-Unis va se contracter. Ceci n'évitera cependant pas des sorties de flux financières additionnelles vers les pays développés.

À court terme, le potentiel de croissance des pays émergents se dégrade, mais la bonne nouvelle c'est qu'ils sont dans la même situation que l'Europe en 2008. Et qu'ils auront fait des efforts d'ici trois à cinq ans. Quand l'argent est facile on fait n'importe quoi !

Pour l'équilibre de la croissance mondiale à horizon de cinq ans, c'est plutôt une bonne nouvelle.

**Xavier Timbeau** : L'idée que la croissance pourrait s'appuyer sur la demande interne, en particulier la consommation, est une idée qu'on entend depuis très longtemps mais la dynamique actuelle est celle qui est tirée par l'investissement (donc la consommation baisse dans le PIB) et les exportations grâce aux gains de compétitivité et à un investissement dirigé vers la compétitivité. À un horizon proche, la dynamique de ces pays devrait continuer sur cette tendance. Comment la Chine va dégonfler sa bulle de mauvaise rentabilité du crédit ?

**François Duhen** : La Chine a acheté sa croissance à crédit. Le seul moyen de rééquilibrer l'économie serait de motiver la consommation des Chinois. Il est nécessaire de leur garantir un avenir dans lequel plus de 40 % de la création de richesses ne soit pas épargnée. Une partie de la solution passe par une meilleure rémunération de l'épargne. Les dirigeants savent bien qu'il va falloir libéraliser pour donner un peu plus de lisibilité. Ils vont, entre autre, libéraliser le système bancaire au prix d'une croissance plus modérée. L'État central est suffisamment riche pour passer le choc. Ils sont capables de reporter les créances immobilières douteuses pour mieux les digérer.

**Gérard Cornilleau** : Quel est le bilan de la politique monétaire au Japon ?

**François Duhen** : Notre message est tranché sur le Japon. L'Abenomics échouera, au moins en partie, avec des conséquences majeures. Comme les Japonais ne peuvent pas laisser dériver les taux d'intérêt, on assistera à une dépréciation brutale et importante de la devise. Quand vous regardez l'évolution du PIB japonais, avec l'évolution démographique, ils doivent prendre des mesures qui incitent les femmes à travailler et qui favorisent l'immigration.

Les indicateurs économiques que l'on surveille ne sont pour l'instant pas bien orientés ; les salaires évoluent peu, l'investissement sur le territoire est faible, d'autant que la dépréciation du yen a moins d'impact sur les décisions d'investissement qu'il y a dix ans. Sans compter que l'inflation importée va devenir insupportable.

**Xavier Timbeau** : Remplacer de la déflation par de l'inflation importée est très cruel en termes de pouvoir d'achat et en termes d'activité.

**Sara Bertin** : Le choc monétaire au Japon comme tout choc monétaire ne peut avoir qu'un effet transitoire sur l'économie. Les réformes structurelles, connues sous le terme de *third arrow*, ne sont pas encore toutes en place. Il est très important que la réforme des salaires ait lieu. Ces augmentations de salaire vont-elles pouvoir se faire ? Nous sommes dans une situation du marché du travail *dual* avec des gens qui ont des contrats à vie et des gens en CDD version locale.

Tant que la consolidation fiscale, les réformes structurelles sur le marché du travail et une politique du coût de l'énergie ne sont pas implémentées, les perspectives de long terme du Japon restent incertaines.

**François Duhen** : En effet une partie de la population est précarisée, en particulier les jeunes. Les annonces sont plutôt vers l'assouplissement du marché du travail et pas la sécurisation. On va dans un sens unique qui est d'inciter les entreprises à embaucher même avec des conditions dégradées en termes de salaire. Comme dans beaucoup de pays lorsque le rapport capital/travail est en faveur du capital, les conditions de travail se désagrègent. Aux États-Unis au contraire, les salaires progressent. Parfois il faut passer par des phases difficiles de dégradation des conditions de travail et de salaire pour améliorer la conjoncture, prenez par exemple l'Espagne : une croissance séquentielle positive, un taux de chômage qui va diminuer, etc. La Fed donne deux indicateurs pour les « Nuls en Économie » (les taux cibles d'inflation et de chômage), mais sur le fond elle regarde la croissance de l'économie de la sphère privée. Ils se sont bien gardés de réitérer leurs cibles de chômage lors de la dernière conférence de presse. Pour le taux d'inflation, ils regardent celui qui les arrange. Notons que l'inflation ne peut être pérenne qui si le rapport capital/travail s'améliore. On n'y est pas encore. Comme la croissance reste très fragile, on peut penser qu'ils prendront le risque d'inverser le sens de la politique monétaire trop tard plutôt que trop tôt.

**Sara Bertin** : Je pense que les États-Unis diminueront le *quantitative easing* plutôt tard que tôt. Les politiques monétaires ne vont

plus être synchronisées. Ce qui devrait avoir des effets sur les taux de change.

**Gérard Cornilleau** : Justement continuons maintenant sur la politique européenne. Que dire de la BCE ?

**François Duhen** : Sur la BCE, on pense qu'elle n'agira pas en termes de taux directeur pendant très longtemps car le potentiel de croissance est faible, on prévoit 0,7 % de croissance l'année prochaine en zone euro. Ils se trouvent coincés à annoncer des mesures non conventionnelles et additionnelles car les pays fragiles de l'Europe du Sud ont besoin de liquidités qu'ils ne trouvent pas sur les marchés financiers.

**Xavier Timbeau** : On peut très bien aller vers un système où les liquidités ne sont pas à un taux très bas. Les besoins en termes de politique monétaire entre pays du Nord et pays du Sud de la zone euro sont différents. Ainsi, on peut imaginer conserver le LTRO et avoir une remontée des taux directeurs.

**François Duhen** : Si vous faites un LTRO sans conditions, comment restructurer demain la dette publique portugaise ? Si vous remettez de l'argent dans le système et que les banques le réinvestissent dans la dette souveraine domestique, vous ne faites juste qu'aggraver un peu plus le problème de la restructuration de la dette portugaise et de son système bancaire quand il faudra le faire.

**Xavier Timbeau** : Encore une fois maintenir le LTRO n'empêche pas d'intervenir sur les taux d'intérêt. Toutes les institutions européennes ont dans la tête que le potentiel de croissance de la zone euro est plus bas et donc l'écart de production de la zone euro est en train de se réduire par une réduction de son potentiel de croissance. Et cela justifierait bien un resserrement de la politique monétaire.

**François Duhen** : 0,7 % de croissance n'est pas une situation normale.

**Xavier Timbeau** : Et pourtant c'est bien ce que se disent la Commission et la BCE, que c'est ce qui devient normal pour la zone euro, c'est le « new normal ».

**Sara Bertin** : Sur le long terme, les dettes souveraines ne sont soutenables que si le taux de croissance du PIB est supérieur aux

taux d'intérêt moyen de la dette. Le ratio de dettes sur PIB reste élevé (autour de 102 % pour les pays du G7). Face à de tels ratios de dette, une réaction des marchés peut forcer les gouvernements à des politiques procycliques qui sont très déstabilisantes.

**Xavier Timbeau** : Je pense qu'en Europe, la séquence sera : on fait des politiques d'austérité, cela induit une croissance basse, on estime que le potentiel est plus bas parce que la croissance a été basse longtemps et ensuite on remonte les taux.

**François Duhen** : La BCE ce n'est pas le même esprit que la Fed. La taille du bilan de la BCE baisse car les banques remboursent des montants souscrits *via* les LTRO. Alors qu'aux États-Unis, c'est de la pure création monétaire. En Europe il n'y a pas de problème pour trouver des liquidités. Concernant la croissance en France, et l'investissement qui en est le principal levier, la confiance commence à revenir. Si la situation fiscale se stabilise, les chefs d'entreprise devraient en prendre acte et semblent déjà prêts à renouveler leurs machines. D'autant qu'il y a plus de cash net dans les entreprises et que leurs situations financières se sont assainies, du moins pour les entreprises cotées.

**Gérard Cornilleau** : Bon alors la crise est-elle finie ?

**Sara Bertin** : La récession peut être terminée mais la crise non. En Europe, le taux d'endettement à la fois public et privé reste élevé. Le désendettement n'est pas terminé. En Espagne nous avons une baisse du taux d'épargne assez nette, des ménages endettés, un chômage énorme des moins de 25 ans et une déflation par les salaires qui ne cesse de progresser.

**Gérard Cornilleau** : Tout cela montre que la récession va perdurer.

**François Duhen** : Si l'on regarde la dynamique du commerce mondial, tout le monde exporte plus. C'est la bonne nouvelle du deuxième trimestre. Si on regarde la croissance séquentielle en zone euro, l'accroissement est assez sain, toutes les composantes sont positives sauf les stocks qui décroissent. Bien sûr la dépense publique a augmenté mais la consommation a repris, comme l'investissement d'entreprise. Est-ce pérenne ? Il y a effectivement des éléments exceptionnels mais une tendance se dessine. Il convient maintenant d'insuffler plus de confiance dans le système. À ce sujet, on peut évoquer : 1/ la réforme bancaire qui se poursuit

dans plusieurs pays ; 2/ le rebond du commerce ; 3/ les promesses de dépenses par la Chancelière allemande, Madame Merkel, tenues pendant sa campagne électorale. Tout ceci peut soutenir la croissance.

**Sara Bertin :** En zone euro nous avons un problème de demande et un problème d'offre. Du côté de la demande, une croissance forte et stable nécessite un rebond de la demande interne. Dans les pays du Sud de l'Europe, la paupérisation est évidente, en France elle s'accélère. Du côté de l'offre, peu d'innovation dans les pays du Sud de l'Europe et en France. L'Allemagne fait face à ses propres difficultés. L'Allemagne ne peut être le seul moteur de la croissance en Europe. Il est donc encore délicat d'avoir une vision claire du potentiel de croissance de long terme.

**Éric Heyer :** Si la crise a eu un impact sur les capacités de production, elle ne les a toutefois pas complètement détruites : les chefs d'entreprises vous expliquent, au travers des enquêtes trimestrielles de l'INSEE, qu'elles ont des marges de production non utilisées et que celles-ci sont en augmentation. À la mi-2013, elles indiquent qu'elles pourraient produire près de 4 % de plus sans embaucher ni investir ! Il reste donc des capacités de production inutilisées. De même à la question « Pourquoi vous ne produisez pas plus ? », elles répondent majoritairement (66 %) qu'elles ont uniquement un problème de demande. Cela traduit bien une situation d'insuffisance de la demande et de sous-utilisation des capacités de production.

**Gérard Cornilleau :** Pourra-t-on avoir une forme de récession provisoire car ce problème ne dit rien sur la croissance potentielle.

**Xavier Timbeau :** Mais à force d'avoir des problèmes de demande, on a une détérioration du potentiel de production et donc des problèmes d'offre, ce qui ressemble bien à la situation actuelle.

**Éric Heyer :** Bien entendu si on continue à compresser la demande, les capacités de production inutilisées vont devenir obsolètes, les faillites vont s'enchaîner et les contraintes d'offre vont apparaître. Mais nous n'en sommes pas encore là.

**François Duhen :** Les niveaux de taux d'épargne des différents pays sur le deuxième trimestre ne sont communiqués qu'avec retard. Donc il reste un doute sur la soutenabilité de la croissance

car si elle est principalement due à la baisse de l'épargne, elle n'est pas soutenable. Rappelons que nous ne prévoyons « que » 0,7 % de croissance pour la zone euro en 2014, aussi par prudence sur ce sujet. Autant je suis plus optimiste que vous sur les États-Unis mais je reste très prudent sur l'Europe. Seule « certitude », l'Allemagne est susceptible de s'en sortir en dépensant comme promis pendant la campagne électorale, en collaboration avec son futur partenaire de coalition, le SPD.

**Gérard Cornilleau** : Ne croyez-vous pas à une spirale avec une petite reprise de la demande, les entreprises investissent, desserrent les contraintes et même la productivité se remet à augmenter plus rapidement ?

**Éric Heyer** : Je complète la question : même sans demande ne pourrait-il pas y avoir une reprise de l'investissement ?

**François Duhen** : oui, on peut penser à une légère progression, mais rien de majeur.

**Éric Heyer** : pour atteindre 1 % de croissance, il n'est pas nécessaire d'avoir une reprise forte de l'investissement : une simple reprise de l'investissement de productivité, c'est-à-dire remplacer les équipements rendus obsolètes par neuf trimestres de désinvestissement au cours des trois dernières années peut suffire à atteindre cet objectif.

**Sara Bertin** : oui, il n'y aurait jamais eu de pression sur les marchés s'il y avait eu un « *Draghi put* » dès le départ.

**Xavier Timbeau** : Exact, du coup l'austérité qui visait à ne pas le faire n'est pas un double échec. Cette austérité a conduit à devoir faire le « *Draghi put* » mais le problème n'a pas été résolu.

**François Duhen** : Une partie de l'économie française est en train de basculer vers le travail irrégulier comme l'économie italienne et l'économie espagnole l'ont fait les années précédentes. Avec l'augmentation additionnelle des impôts cette année en France, le phénomène s'est amplifié. Certes le gouvernement est parvenu à augmenter la recette fiscale en absolu ces derniers mois, alors que la croissance est négative, mais des signes sont là qui montrent que nous sommes au taquet en matière d'imposition.

**Sara Bertin** : Austérité, échec ou pas, ce n'est peut-être pas la question centrale ? Mais quel type d'auto-assurance un pays doit-il avoir afin d'éviter les politiques procycliques ?

**Xavier Timbeau** : Une banque centrale !

**François Duhen** : Je recommande aussi un plan quinquennal de réforme de la dépense publique de 10 milliards d'euros par an, soit 50 milliards d'euros dans cinq ans, avec comme vision pour les chefs d'entreprises que dans cinq ou six ans, on réduira les prélèvements obligatoires.

**Xavier Timbeau** : Les économies ? Si on regarde les dépenses d'administration en France, nous sommes à un taux beaucoup plus bas que dans d'autres pays. Les économies ? Si l'on regarde les dépenses d'administration en France, nous sommes à un taux beaucoup plus bas que dans d'autres pays. Les données OCDE qui incluent toutes les dépenses des collectivités territoriales, de sécurité sociale et de l'État central montrent que les dépenses publiques en points de PIB sont comparables à celles des pays de l'OCDE. Si l'on se limite aux dépenses publiques hors transferts, elles sont inférieures à celles des États-Unis. Faut-il les réduire ?

**Gérard Cornilleau** : Le taux d'épargne des ménages peut-il baisser ?

**Éric Heyer** : Nous avons une grosse interrogation : dans nos prévisions on stabilise le taux d'épargne. La franche augmentation du taux d'épargne du deuxième trimestre est très surprenante : les Français auraient augmenté leur consommation et leur taux d'épargne en même temps. Si on en croit les comptes, le pouvoir d'achat a augmenté. Nous pensons que ces chiffres vont être révisés et notamment à la baisse en ce qui concerne la consommation des ménages. Du côté de l'épargne, notre modèle indique que le taux d'épargne devrait subir des effets de sens inverse : à la hausse par l'effet de l'augmentation du taux de chômage et donc de la constitution d'une épargne de précaution et à la baisse par l'effet de la décélération du revenu des ménages. Et puisqu'aucun effet de richesse ne devrait jouer, nous supposons une stabilité du taux d'épargne en 2014.

**François Duhen** : Si on considère comme probable une chute d'environ 5 % des prix de l'immobilier en France et les apports croissants requis pour l'achat, le taux d'épargne sera pénalisé.

**Éric Heyer** : Pour revenir sur l'investissement, ce qui est étonnant en France, c'est que les marges de production sont plutôt du côté de l'emploi que sur le capital : il y a sous-utilisation plus forte des effectifs que des équipements. Début 2014, et après deux nouveaux trimestres de désinvestissement, les entreprises n'auront plus de marges de production sans investir. L'obsolescence deviendra trop forte et les entreprises seront incitées à réinvestir de nouveau. Tout cela de façon mesurée, avec par ailleurs un effet du CICE qui viendra soutenir leur taux de marge.