

Les perspectives économiques en débat

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

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

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

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 16 avril 2010

Participants au débat :

Gérard Cornilleau : *Rédacteur en chef de la Revue de l'OFCE*

Sandrine Duchêne : *Chef du département de la conjoncture au sein de la Direction des études et des synthèses économiques de l'Insee*

Jean-Marc Daniel : *Professeur d'économie à l'École Supérieure de Commerce de Paris (ESCP)*

Éric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau : *OFCE*

Gérard Cornilleau introduit le débat et demande aux deux discutants de présenter leurs observations sur la prévision.

Sandrine Duchêne : Vous savez qu'à l'INSEE, nous ne sommes pas tout à fait sur le même horizon, l'horizon de nos prévisions est davantage à court terme. Je voudrais pour démarrer planter le décor sur les grands questionnements que nous avons tous par rapport à la crise : où en sommes-nous dans le cycle économique?

Globalement deux scénarios se dessinent : le premier est celui où après la crise nous aurions maintenu nos capacités de production intactes, et où donc nous aurions un potentiel de récupération important encore à venir. Cependant, quand on regarde la production industrielle, on voit toujours un très fort écart entre les niveaux d'avant la crise et les niveaux actuels : la production industrielle a certes un peu rebondi depuis quelques mois, mais elle reste à un niveau très bas et surtout a tendance à stagner depuis quelques mois. D'où un second type de scénario, plus pessimiste : après la crise financière que nous avons connue, on aurait une perte en niveau plus ou moins définitive. C'est la thèse du « terrain perdu » qu'on ne récupèrera pas immédiatement et peut-être jamais.

Sur l'un ou l'autre des deux scénarios, il me semble que nous avons des points de vue un peu différents. J'ai le sentiment que vous vous situez dans le premier scénario avec implicitement un *output gap* fortement négatif, et une dynamique déflationniste qui s'incarne assez rapidement. Mais en même temps, dans votre scénario, ce potentiel de récupération ne se matérialise pas ; les retards d'ajustement

des facteurs de production après la crise sont si importants, notamment sur l'investissement, que la reprise ne s'enclenche pas et que l'on persiste avec un écart de demande très important, y compris en 2011. De tels enchaînements soulèvent nécessairement la question du second scénario : tôt ou tard le potentiel de production devrait s'infléchir vers le bas. À l'INSEE, nous sommes sur une tonalité un peu différente : notre production redémarre plus vite que dans votre scénario : nous sommes sur une dynamique de reprise, certes lente, mais où les mécanismes de reprise s'enclenchent. Cependant, en toile de fond, nous avons peut-être davantage le second scénario en tête.

Gérard Cornilleau : Sur le second scénario quels seraient les mécanismes ?

Sandrine Duchêne : Le choc a été si violent que des capacités de production ont été détruites, ou bien elles se sont déplacées ailleurs ; des entreprises ont fermé définitivement ; sur le marché du travail un phénomène d'hystérèse joue avec la montée du chômage et finalement notre potentiel de rebond resterait limité.

Xavier Timbeau : Bien sûr nous avons en tête ces deux scénarios. Nous pensons qu'aujourd'hui il n'est pas décidable de savoir dans quel scénario nous sommes ; pour nous il est encore trop tôt pour s'intéresser au scénario de sortie, et il faut encore se poser la question du scénario d'entrée dans la crise. Quels sont les éléments qui conditionnent le scénario d'entrée ? En fait, trois dynamiques : la première est le revenu des ménages. Le chômage a beaucoup augmenté dans les pays développés, tout comme dans les pays en développement. Les plans de relance et les stabilisateurs automatiques ont joué ; donc le revenu des ménages est resté relativement dynamique, mais en se déformant, avec moins de salaire et plus de prestations ou de baisses d'impôts. La masse salariale va rester déprimée, maintenant que les soutiens par les stabilisateurs automatiques ou les mesures exceptionnelles vont faiblir. Deuxième point, la dynamique de l'investissement et du crédit. Il ne s'agit pas de *credit crunch* mais les bilans des entreprises et des établissements financiers sont aujourd'hui dégradés, au point de freiner les capacités à investir, bien que les conditions de crédit paraissent se détendre. On ne prête pas à des entreprises au bord de la faillite. Le troisième élément de dynamique, qui devrait peser en 2011, est celui des finances publiques. La dynamique des décisions en matière de finances publiques est complexe, elle est multinationale et implique une multitude de centres de décisions. La pression va être très forte pour réduire les déficits, et, le cas de la Grèce renforce cette pression, montrant que les taux d'intérêt peuvent augmenter et qu'il va falloir mettre de « l'ordre ». Ceci conduira à une impulsion négative et synchrone dans les pays développés, et qui viendra s'ajouter en 2011 à un paysage déjà sombre. Ces trois éléments sont des facteurs de demande, qui vont prédominer dans la dynamique des prochaines années renvoyant la question du potentiel à l'arrière plan.

Sandrine Duchêne : Un paradoxe est que, malgré des impulsions de politique économique massives en 2009, la sortie de crise s'effectue à un rythme assez lent. Pour comprendre quelle sera la dynamique de sortie de crise dans les prochains mois, l'observation des mouvements de l'inflation sera très importante, comme

révélateur de tension ou de l'écart de demande résiduel après la crise. Pour l'instant, je me contenterai de faire une observation : depuis deux ou trois mois, nous avons été plutôt surpris par les évolutions à la hausse de l'inflation. Bien sûr, il faut corriger ces évolutions de la remontée du prix de l'énergie et des matières premières, des facteurs exceptionnels comme les effets des soldes, etc. Mais ceci constitue un point d'alerte : il ne paraît pas aujourd'hui certain que les pressions déflationnistes se matérialisent rapidement au cours des prochains mois. .

Gérard Cornilleau : Sur les impulsions de politique économique, j'avais le sentiment qu'en novembre il s'agissait beaucoup plus de l'effet des stabilisateurs automatiques et que l'augmentation des déficits relevait peu d'une politique très délibérée. Les plans de relance n'ont pas été aussi considérables.

Xavier Timbeau : Il y a aussi la chute de l'élasticité des recettes dans le PIB qui fait que l'impact de la conjoncture sur les recettes a été bien plus que proportionnel et on peut voir là une forme de bienveillance des administrations fiscales qui n'ont pas voulu collecter les impôts auprès d'entreprises au bord de la faillite et qui constitue en soi un plan de relance bien au-delà des stabilisateurs automatiques, bien au-delà de la progressivité de la fiscalité. La TVA en est un exemple.

Sandrine Duchêne : Sur la TVA il y souvent des problèmes de réconciliation entre les recettes effectives et l'assiette macroéconomique...

Xavier Timbeau : C'est vrai en France mais aussi en Espagne et aux États-Unis et moins en Allemagne. On ne peut pas dire qu'il n'y a pas eu de plan de relance en Europe même s'il est moins spectaculaire qu'aux États-Unis.

Jean-Marc Daniel : Ma contribution au débat est plus fondée sur une réflexion personnelle que sur une batterie d'enquêtes et d'indicateurs ou sur la construction de scénarios alternatifs élaborés. Je suis d'autant moins en l'état de rivaliser avec une logique de prévision structurée que le travail que vous m'avez transmis est d'une qualité et d'une exhaustivité impressionnantes.

Sur la méthode générale, au stade où nous en sommes de la crise, je considère que l'analyse de la situation en termes de cycle économique reste la plus pertinente. On retrouve, depuis 2007, dans l'enchaînement d'une crise financière, puis d'une crise économique, puis d'une crise sociale et bientôt d'une crise obligataire telle que l'affaire grecque permet de l'anticiper, un scénario rappelant à bien des égards ce qui s'était passé notamment en 1993. Dans cet enchaînement, l'année 2010 est l'année paradoxale, comme l'avait été 1994, c'est-à-dire celle où la croissance économique est positive et où néanmoins le chômage continue à augmenter. Cette situation est en général d'autant plus durable que les efforts de rétablissement des comptes des entreprises sont différés. Concrètement, nous sommes arrivés à un moment de la crise où la reprise de l'économie et la fin du chômage dépendent de la reprise de l'investissement. Et cette reprise de l'investissement suppose que les entreprises dégagent des marges. Un des éléments clés de toute prévision réside dans la façon dont la politique économique va favoriser la reconstitution des marges des entreprises. Aux États-Unis, par exemple, le passage en deux ans de 7 000 000 à

15 000 000 de chômeurs traduit une amélioration violente mais incontestable de la situation des entreprises. C'est d'ailleurs sur cet élément que l'OCDE prévoit un redressement plus significatif de la croissance aux États-Unis qu'en Europe. Fondamentalement, en France on n'en est pas là si bien que les entreprises françaises manquent de moyens financiers. Elles manquent essentiellement de fonds propres et tout doit être fait pour convaincre les pouvoirs publics de l'urgence en la matière.

Si on se réfère à la précédente récession, celle de 1993 dont je viens de parler – je m'en souviens avec d'autant plus d'émotion que j'étais ici, à l'OFCE –, le décalage dans le temps entre la reprise de la croissance et la baisse du chômage est de dix-huit mois. La reprise a démarré au deuxième trimestre 2009, le chômage devrait baisser en 2011.

Sur les leçons à tirer de la crise, je ferai quatre remarques :

– tout d'abord, je pense que sur le fond, aucun des problèmes ayant donné à cette crise sa spécificité n'est résolu. À la dimension cyclique de la croissance, se sont ajoutés des dérèglements profonds de politique économique qui expliquent l'ampleur de la récession. On a accusé l'inconséquence des banques pour expliquer la crise financière et l'absence de régulation des marchés financiers. Je ne pense pas que ce soit cela qui explique la crise financière. Si des prêts ont été consentis à des agents manifestement insolvables, c'est que leur statut indirect les rendait solvables. En caricaturant, les *subprime* n'étaient pas des prêts de mauvaises qualité puisque tout un système de garantie finissait par en faire des prêts à l'État. La crise est due à la politique monétaire américaine et à sa perte de sens du fait de l'évolution des réglementations aux États-Unis. Les garanties, le « too big to fail », les arrangements plus ou moins secrets autour d'AIG, l'abandon surprise de Lehman Brothers, tout cela, ce sont des décisions publiques et non pas des défaillances du marché. Pour résumer ma pensée, la crise traduit une perte de sens de la notion de dette, une véritable confusion mentale sur ce qu'est une dette privée et ce qu'est une dette publique. Des dettes supposées privées sont devenues du jour au lendemain des dettes publiques. Or, la monnaie, c'est de la dette. Quand la dette perd de sa clarté, la monnaie devient elle-même incompréhensible et la politique monétaire dangereuse ;

– la deuxième remarque porte sur l'efficacité des politiques budgétaires. On a assisté à une explosion des déficits publics avec un résultat pour le moins peu convaincant. Le Royaume-Uni a fait la politique économique parfaite des livres de ma jeunesse sur les mérites du keynésianisme. Hausse du déficit budgétaire jusqu'à 13 % du PIB, dévaluation de 30 % de la livre, baisse de la TVA pour rendre de la trésorerie aux entreprises, tout cela est conforme au soutien de la demande et doit déboucher sur un effet multiplicateur générateur de croissance. C'est le dernier pays à sortir de la crise ! Dans votre prévision, je retrouve comme dans chaque ralentissement cyclique le rôle de l'évolution des stocks. La crise s'amplifie par le déstockage puis le retournement vient avec le restockage. En revanche, les politiques budgétaires ne me semblent fournir aucun élément tangible de croissance. Il y a là

un vrai problème qui appelle une réflexion refondatrice sur la politique économique et notamment la politique budgétaire ;

– ma troisième remarque est liée à la précédente. Dans la note, il y a un tableau résumant une recherche d'explication de l'évolution des taux d'épargne. Et parmi les paramètres retenus, il n'y a pas le déficit budgétaire. Il y a là un parti pris de ne pas retenir les dynamiques dites « ricardiennes » sur l'impact du déficit public, ce qui est dommage ;

– ma quatrième remarque tient à vos hypothèses sur les taux longs. Vous n'envisagez pas de véritable secousse en la matière. Pourtant, le cas grec est illustratif. De même, les taux se tendent au Royaume-Uni. On voit d'ailleurs là un effet pervers d'une politique budgétaire mal calibrée : ce que l'on croit gagner en croissance immédiate, on le perd dans les années suivantes avec la hausse des taux longs. À ce stade, vous ne la « provisionnez » pas. Peut-être est-ce un peu téméraire ?

Xavier Timbeau : Avec beaucoup de subtilité, il y a des traces de pensée liquidationniste dans tes propos : la confusion est grande ; ce qu'il faut maintenant, c'est remettre les compteurs à zéro pour y voir clair et surtout pour repartir sur des bases saines. C'est le débat qui a eu lieu dans l'administration américaine avant que Keynes y mette un terme. Sur le plan épistémologique et intellectuel, on ne peut pas se contenter de dire qu'on ne sait pas à quoi ont servi tous ces déficits, puisque la crise a quand même eu lieu. La révolution keynésienne a été de sortir de cette tautologie et de proposer de retracer à quoi ont servi tout ces déficits. Pour cela, il faut analyser la demande, le circuit économique, pour montrer que la politique budgétaire a servi ou sert à quelque chose. Il ne faut donc pas tomber dans la fascination du désastre et inverser le schéma : dans une crise, il y a des déficits et une chute de l'activité, une récession. Sans les déficits que nous connaissons, alors la récession aurait été pire. Les États-Unis ont aujourd'hui 10 points de déficit et malgré tout une récession de 6 points d'*output gap* ou presque 5 points de chômage en plus. Mais si le déficit avait été de seulement 6 points, quel aurait été le taux de chômage ou l'*output gap* ? La réponse est 12 points de chômage en plus et un *output gap* supérieur à 10 points de PIB. Les impulsions budgétaires ont simplement servi à empêcher ce chômage de se produire. En 1929, l'absence de politique budgétaire en entraîné le chômage de masse et l'on conduit à 25 % de la population active. Au Japon, dans les années 1990, les plans de restrictions ont entraîné une rechute de l'activité, jusqu'à ce que le Japon s'enfonce dans la déflation et ne puisse plus en sortir. Il existe bien des visions opposées à cette théorie, par exemple l'équivalence ricardienne. Derrière notre tableau des facteurs d'évolution de l'épargne, il y a une méthodologie, documentée et publiée. Introduire le déficit public pour faire apparaître un effet ricardien ne fonctionne pas. Nous avons regardé avec beaucoup de soin la littérature abondante sur ce sujet : l'effet ricardien est fragile, dépendant des périodes d'estimation, instable ou affecté d'un coefficient trop faible pour suggérer un effet pertinent. Ce n'est pas une religion ou un dogme que de ne pas voir un effet ricardien et de considérer que les déficits ont modéré la crise, mais bien

une démarche empirique. Notre méthode intellectuelle est peut-être un retour à Keynes, mais ce n'est pas l'effet d'une croyance.

La situation des fonds propres des entreprises est un point important ; les États-Unis se différencient de la France et de l'Europe avec non seulement une montée assez forte du chômage et une baisse des salaires dans la valeur ajoutée qui est assez surprenante dans ces circonstances économiques et qui donne beaucoup d'air aux entreprises américaines.

Dernier point de désaccord : la hausse des taux longs ; à l'horizon de notre prévision, nous avons fait l'hypothèse que ce n'est pas un problème parce qu'une augmentation des taux longs ne changerait rien aux finances publiques parce que la maturité moyenne de la dette publique en Europe est de sept ans. Même si les taux augmentaient, l'impact sur les finances publiques à l'horizon 2011, serait atténué par l'inertie que cette maturité moyenne implique. Au regard de l'horizon de notre prévision, cette question n'est pas première.

Mais, il y a une raison plus fondamentale pour ne pas considérer le scénario de hausse des taux longs. La crise grecque s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêt pour les autres pays européens. Cela est dû simplement à ce que dans le monde il y a une demande très forte de sécurité financière, dans un contexte où les bilans des entreprises et des institutions financières sont chargés d'incertitudes. On peut voir une confusion entre dette privée et dette publique, mais c'est une confusion sur l'ampleur de la dette privée et du risque associé qui prédomine aujourd'hui. Dans cet état d'incertitude majeur, les titres publics sont un refuge. Ainsi, les émissions à taux fixe à 50 ans de l'État français trouvent une demande (le 10 mars 2010, l'Agence France Trésor a lancé une OAT 2060, et rencontré une forte demande). Fuir les taux longs et aller où ? La trappe à liquidité, un autre concept keynésien, exclue la hausse des titres publics en général.

Sandrine Duchêne : Sur les taux d'intérêt, nous avons à peu près la même posture. Je nuancerais un peu l'optimisme de Xavier : une des clés de la reprise réside effectivement dans le comportement des établissements financiers. Ainsi, il n'y aura peut-être pas de krach obligataire parce que la demande de titres publics sera alimentée dans les années qui viennent, notamment par le changement des règles prudentielles dans les systèmes financiers. À l'inverse, ceci pourrait peut-être accentuer les risques d'un *credit crunch* plus ou moins prononcé, avec un financement du système public au détriment du secteur privé.

Xavier Timbeau : S'il s'agit effectivement d'une fuite vers la qualité, cela veut dire que le financement des entreprises va être difficile. Le cas d'école est le cas japonais : hausse de la dette publique, baisse des taux longs et, par ailleurs, sous-investissement malgré des taux longs nominaux et même réels qui sont historiquement faibles. C'est une fuite de risque innovation ou investissement qui conduit à amoindrir la croissance.

Sandrine Duchêne : Je voulais revenir sur l'équivalence ricardienne : les estimations se heurtent effectivement à un problème de contrefactuel, et surtout il

existe des thèses concurrentes à l'équivalence ricardienne. Pourquoi le taux d'épargne a-t-il augmenté dans la plupart des économies avancées ? L'épargne de précaution est une première raison, avec la montée du chômage. Des « forces de rappel » ont probablement aussi joué par la situation financière des agents et la nécessité pour les ménages de se désendetter. Ainsi, on a bien observé un surajustement de la consommation dans les pays où les ménages étaient très endettés, en particulier pour l'Europe, en Espagne et au Royaume-Uni. L'économétrie sur séries temporelles ne permet pas vraiment de discerner l'ensemble de ces thèses sur la période des vingt dernières années. Nous avons aussi en tête des explications concurrentes (ou complémentaires) à l'équivalence ricardienne, qui peuvent être pertinentes dans un contexte de crise.

Jean-Marc Daniel : Je termine sur l'équivalence ricardienne. Il y en a une version que je dirais de combat. Celle de Barro. Les hypothèses qui la sous-tendent d'anticipations rationnelles et de solidarité intergénérationnelle sont des hypothèses extrêmes. Le but de ce type de modèle est de lancer une thèse pour obtenir des autres courants de pensée une antithèse avant que la démarche scientifique opère en établissant une synthèse. Il n'en reste pas moins qu'au quotidien, les États qui empruntent placent leurs titres dans le public dont le taux d'épargne augmente *ipso facto*. Tout client de banque s'est vu proposer de l'assurance-vie, c'est-à-dire des titres de dette publique. Et les sommes qu'il consacre à souscrire ces contrats d'assurance-vie sont soustraites de sa consommation.

Parmi les éléments de confusion, je voudrais souligner que la perte de repère sur ce qu'est une dette a été amplifiée par les dérives sur les normes comptables. Dans les normes comptables aujourd'hui, plus l'entreprise est mal gérée, plus elle accroît ses fonds propres ! Nous avons à ce sujet l'exemple récent de Goldman Sachs. En effet, une entreprise mal gérée voit sa crédibilité se réduire, ce qui abaisse la note sur ses dettes, baisse leur valeur de marché et contracte son passif hors fonds propres. Si rien n'est fait sur l'actif, cela conduit, pour rétablir l'équilibre entre les deux colonnes du bilan, à accroître le montant des fonds propres et la valeur des actions : ce système est dingue. Un des enjeux pour les entreprises est de leur dire exactement ce qu'est un bilan, ce qu'il y a dedans et quelle est exactement la réalité que l'on compte retracer. C'est pour moi un des éléments clés des mesures à prendre pour éviter de transformer un retournement conjoncturel cyclique en une sévère récession.

Gérard Cornilleau : Y a-t-il en creux une proposition pour réviser les normes comptables ?

Jean-Marc Daniel : Il faudrait arrêter de multiplier les règles prudentielles, il faudrait avoir une comptabilité la plus simple possible. La comptabilité historique avait des défauts mais la règle du jeu était claire. La *fair value* et le *mark to market* ont été en fait déviés. D'ailleurs, dès qu'on remplace *free* par *fair* tout se dérègle. Quand Obama dit « je suis pour le *fair trade* et non pas pour le *free trade* », cela signifie qu'il se prépare au protectionnisme, avec tous les dégâts afférents !

Sur le plan de la politique économique et plus particulièrement de la politique fiscale, puisque les entreprises manquent de fonds propres, avec un taux d'autofinancement très faible, il faut leur rendre des moyens financiers. La bonne politique n'est donc pas de faire le grand emprunt, mais de consolider la disparition de la taxe professionnelle et de réduire le taux de l'impôt sur les sociétés à 20 %. Pour réduire l'IS à 20 %, pour achever la réforme de la taxe professionnelle, et pour supprimer le déficit structurel, il faut trouver 100 milliards. Cela signifie un effort drastique sur les dépenses mais aussi 5 points de CSG. Le problème de la CSG est qu'elle est dans l'assiette du bouclier fiscal. Pour l'instant, l'effort essentiel doit porter sur les dépenses mais le bouclier fiscal, tel qu'il est, est à mon sens indéfendable.

Gérard Cornilleau : En gros cela consiste à transférer l'impôt des sociétés sur les ménages.

Jean-Marc Daniel : Absolument, d'autant qu'il est raisonnable de penser que de toutes façons, au final, ce sont toujours les consommateurs qui paient l'impôt sur les sociétés, car il est inclus dans le prix des biens !

Remarque sur un autre sujet : le Japon. Je suis toujours très intrigué par le fait que toutes les données sur les entreprises de ce pays montrent un taux d'investissement très élevé, et que la croissance ne suit pas. Que devient cet effort d'investissement ?

Xavier Timbeau : En fait, c'est la dépréciation du capital qui explique ce paradoxe. Il y a certainement un effet de substitution travail capital liée à la structure industrielle et à la structure démographique.

Europe et France

Sandrine Duchêne : À l'INSEE, nous sommes plutôt en accord avec votre vision européenne.

Sur l'Espagne et le Royaume-Uni, il y a sans doute bien plus qu'un retard du rebond : dans ces pays, l'excès d'endettement privé était important, et les chocs sectoriels (immobilier, secteur financier) ont joué un rôle particulier. En bref, ces pays ne paraissent pas encore tirés d'affaire.

Sur l'Allemagne, nous inscrivons dans notre prévision une reprise « à l'Allemande », L'Allemagne repart sur ses moteurs traditionnels, son modèle exportateur et la force de son appareil productif industriel. Pendant la récession, les exportations allemandes semblent avoir nettement sur-réagi à la chute de la demande mondiale. À l'inverse, dans les enquêtes de conjoncture de mars, les perspectives industrielles se redressent nettement, y compris à l'export. Ceci valide un scénario tiré par les déterminants habituels de la croissance allemande. D'autres facteurs jouent en 2010, en particulier la poursuite des mesures de relance, puisque le plan de relance allemand couvre les deux années 2009 et 2010.

L'évolution de l'emploi en Allemagne depuis le début de la crise est également frappante. Les Allemands ont parié sur la préservation à l'identique de leur appareil productif : ils ont mis en œuvre des mesures massives de chômage partiel pour garder la main-d'œuvre dans les entreprises, et le chômage a très peu augmenté. Et même, les mesures de chômage partiel n'expliquent pas la totalité de la chute de la productivité : au niveau microéconomique, il existe un consensus fort autour de la préservation de l'emploi. Bloquer à ce point les réallocations sectorielles, c'est être vraiment confiant dans ses points forts !

Xavier Timbeau : Ces remarques sont très intéressantes parce qu'au moment où s'est posée la question des plans de relance, le débat était autour de deux choix : 1) il faut faire un plan de relance mais qui soit utile dans le futur : des infrastructures, avec un double dividende ; 2) il faut faire un plan de relance en direction des agents qui sont le plus dans le besoin dans la crise : une soudure pour ceux qui en ont besoin. L'une des solutions exclut l'autre. Les Allemands ont privilégié le plan qui fait la soudure (le chômage partiel) ; en France on a demandé aux sous-traitants automobiles de fermer et aux constructeurs d'investir dans la voiture électrique. La prime à la casse n'est pas une soudure comme le chômage partiel puisqu'elle profite au constructeur final sur un certain segment de voitures, en assasinant les sous-traitants. Alors que le chômage partiel profite à tous, même aux sous-traitants.

Sandrine Duchêne : Il y a quelque temps personne ne pensait que l'Allemagne pouvait éviter un ajustement de l'emploi, avec la perte de productivité qu'ils ont eue. Mais il est vrai que la demande externe les aide actuellement.

Xavier Timbeau : Ils ont bien su profiter de la baisse des salaires dans la valeur ajoutée avant la crise.

Sandrine Duchêne : Oui effectivement l'emploi ne s'est pas ajusté mais la modération des salaires a été très prononcée en Allemagne. Le partage de la masse salariale a ainsi été très différent en France et en Allemagne pendant la récession.

Gérard Cornilleau : Mais il me semble qu'en Allemagne c'est par l'augmentation du dualisme du marché du travail et la pression sur les salaires dans les services qu'ils ont réussi à obtenir ce résultat et non pas par la maîtrise des salaires dans les entreprises industrielles.

Jean-Marc Daniel : Ce que je constate d'après la note de conjoncture de l'INSEE, c'est qu'il n'y a jamais eu autant de pouvoir d'achat du salaire que l'année dernière !

Xavier Timbeau : Les prix du pétrole ont fortement augmenté en 2008, réduisant le pouvoir d'achat, puis baissé en 2009, rétablissant le pouvoir d'achat, en donnant le sentiment d'une forte hausse entre 2008 et 2009.

Jean-Marc Daniel : Dans votre calcul sur comment évolue la population active française, on ne voit pas bien la conclusion, mais j'avais l'idée que la France sur ce sujet était dans une situation plus favorable que l'Allemagne.

Par ailleurs, en ce qui concerne les débouchés à l'export de l'économie française, ce qui me frappe, c'est que l'économie française est de plus en plus dépendante du Sud et est de moins en moins présente sur les marchés porteurs. 20 % des débouchés sont en Espagne et beaucoup dans des pays à problème, condamnés probablement à des périodes de croissance lente. Déjà en situation de déficit extérieur prononcé, la France se trouve en position délicate en matière d'exportations. La future gestion économique se pose donc plus en termes d'austérité que de croissance tirée par l'export. Le choix de politique économique est clairement un choix à la 1983. Donc les 5 points de CSG évoqués plus haut paraissent assez cohérents. Un pays en déficit extérieur comme la France manque d'épargne, c'est-à-dire consomme trop, et la correction *via* la hausse de la CSG serait salutaire.

Le débat sur le grand emprunt et le contenu des dépenses publiques est souvent formulé comme suit : faut-il aider les gens à traverser la crise ou investir dans l'avenir ? Je suis dubitatif sur l'investissement de l'État dans l'avenir. On se souvient des abattoirs de la Villette, du plan calcul, de Laurent Fabius en 1981 nous expliquant que le choc pétrolier rendait la relance de la production de charbon indispensable. Cela devrait servir de leçon !

Prenons le cas de l'automobile. Le véritable enjeu est de ne pas perturber la « destruction créatrice ». L'automobile représente 90 millions de capacités de production au niveau mondial et 50 millions de voitures vendues par an. Donc il y a trop plein de capacités de production. Vouloir à tout prix sauver tout le monde est illusoire. C'est ce que l'on fait avec les multiples primes à la casse. Soyons clair : General Motors est mort, Toyota est presque sauvé, et on trouve en situation intermédiaire les constructeurs européens. Or, le succès de Fiat aujourd'hui, annoncé comme mort hier, montre que les certitudes sont hasardeuses et que soutenir telle ou telle entreprise peut être la pire ou la meilleure des choses. Il vaut mieux s'en tenir à des schémas simples, dans lesquels l'État fait le moins de pari possible sur l'avenir. Les bonnes mesures en matière budgétaire sont de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. La réflexion théorique qui s'impose est une réflexion sur la fiscalité : comment réagit la fiscalité face à la récession ? Quelle est la fiscalité la mieux adaptée à des stratégies de stabilisateurs automatiques ?

Xavier Timbeau : C'est l'impôt sur les sociétés ! Car le pire pour les stabilisateurs automatiques c'est la CSG !

Jean-Marc Daniel : Mon choix sur la CSG veut dire simplement que tu fais payer la vie quotidienne de l'État aux ménages, que la réalité de la dépense publique est supportée par les ménages. Et comme je garde un impôt sur les bénéficiaires, je fais jouer le rôle de stabilisateur à la fiscalité des entreprises. Cela me paraît être la direction à suivre, quitte à l'adapter selon la structure fine de la production.

Sur l'Italie, comme sur le Japon, je ne parviens pas à comprendre pourquoi tout le monde en veut aux Italiens. Les comptes extérieurs sont équilibrés, la capacité de rebond est avérée, le redressement des comptes publics est assez spectaculaire. Je suis convaincu que la croissance potentielle en Italie est plus importante qu'il ne semble.

Xavier Timbeau : personne ne le voit mais l'Italie est le pays qui a le plus subi la crise, à peine moins que les Allemands qui ont un rebond, alors qu'ils ont démarré la période avec un PIB par tête des plus élevés, supérieur de 15 % à celui des Espagnols, crise comprise, ils sont aujourd'hui au même niveau et de moins bonnes perspectives. La décennie 2000, pour les Italiens, c'est la rétrogradation, c'est le bilan Berlusconi ! Sur le moyen terme, l'Italie est un drame. C'est frappant de voir un pays qui a autant perdu son rang au niveau européen. La baisse du niveau de vie est spectaculaire.

Jean-Marc Daniel : Les cas italien et espagnol sont intéressants parce qu'ils permettent de revenir sur la crise de l'euro. On disait que le problème de la zone euro était les disparités initiales, mais c'est devenu celles qu'elle crée elle-même. L'Espagne est typiquement le passager clandestin de la zone qui, n'ayant pas à s'inquiéter de la dérive de ses comptes extérieurs, a pu construire une croissance à crédit. Mais pour combien de temps ?

Gérard Cornilleau : Pour l'Allemagne, qui a connu une récession plus importante, ne sommes-nous pas en train d'anticiper la reprise et d'anticiper sur une histoire qui est loin d'être écrite ?

Jean-Marc Daniel : Sauf que l'Allemagne repart assez fort, elle a de nouveau un excédent commercial significatif. De plus elle a intérêt à avoir des termes de l'échange qui s'apprécient parce que c'est une façon d'alléger la facture pétrolière. Les Allemands sont dans cette logique de façon permanente.

Sandrine Duchêne : Pour revenir sur l'Italie, c'est le pays où à court terme, on a le plus de difficultés à articuler offre et demande parce que les enquêtes ne sont pas mauvaises, même assez proches des enquêtes françaises, en revanche, lorsqu'on cherche la demande, on ne la trouve pas, ni demande interne ni demande externe.

Sur la France, je trouve votre prévision plutôt pessimiste sur l'investissement

Éric Heyer : J'aimerais revenir sur deux points évoqués précédemment : l'efficacité des politiques budgétaires et l'impact de cette crise sur le potentiel de croissance. Pour les scénarios, on n'a pas tranché sur l'efficacité des politiques budgétaires. Concernant le premier point, il faut rappeler qu'au cours des quatre premiers trimestres de cette crise, nous étions partis sur une trajectoire dépressive semblable à celle observée en 1929. Heureusement, grâce à la politique budgétaire et monétaire expansionniste, on s'en démarque. Et c'est bien à l'aune de cet écart, qui est important, que l'on doit juger de l'efficacité de la politique budgétaire. Sur le second point, même si l'on considère qu'il y a un effet massif de cette crise sur le potentiel de production, le choc de demande a été tellement important que l'on reste tout de même dans une situation d'insuffisance de la demande à l'horizon de notre prévision. On n'a certes pas tranché entre les deux scénarios mais cela n'a aucune incidence sur notre analyse. La bonne nouvelle potentielle non intégrée dans le scénario est liée aux variations de la population active. Une grande partie de notre analyse est construite sur l'idée selon laquelle l'ajustement de l'emploi à la chute d'activité n'est pas terminé et qu'il pèsera en conséquence sur le marché du travail en

2010. Selon notre prévision, 174 000 destructions d'emplois en 2010 seront dues à ce rattrapage. Cependant, dans l'état actuel des comptes, le bouclage du marché du travail n'est assuré qu'en faisant l'hypothèse d'une forte augmentation de la population active. Cela rentre en contradiction avec les projections tendanciennes et les effets de flexion qui aboutiraient à une quasi stabilité de la population active en 2010 et donc à un défaut de bouclage supérieur à 200 000. Une possibilité serait que les destructions d'emploi ont été plus fortes en 2009 que ce que nous dit l'INSEE dans sa dernière version des comptes. Si tel est le cas, l'ajustement sur le marché du travail serait quasiment terminé, ce qui limiterait les destructions d'emplois en 2010.

Sur les entreprises, effectivement, l'existence de surcapacités abondantes, jumelée à une situation financière difficile, expliquent notre prévision peu favorable à une reprise de l'investissement. Cela est une des raisons pour lesquelles l'économie française ne repart pas à l'horizon de notre prévision. On ne voit pas pourquoi les entreprises cesseraient d'ajuster leurs capacités de production, et ce d'autant plus que l'ajustement en France a été jusqu'ici plus faible que dans les autres pays.

Sandrine Duchêne : Quand on rapporte l'investissement à la baisse du PIB, on a quasiment un alignement entre la France, l'Italie et l'Allemagne : on a ainsi les mêmes effets accélérateurs (ou décélérateurs) dans ces pays. J'ai du mal à comprendre pourquoi la France serait singulière.

Mathieu Plane : Dans tous les pays développés, on assiste à une baisse de l'investissement, depuis le début de la crise. Entre le point haut et le point bas, dans tous les pays l'investissement a connu une chute supérieure à 20 %. Or, en France, cette baisse n'a été que de 11 % pour le moment, soit deux fois moins. Et même en tenant compte du fait que le PIB a moins chuté en France que dans les autres pays, il en reste pas moins que le taux d'investissement a mieux résisté en France. Deux explications sont alors possibles : soit il y a eu un sur-ajustement dans les autres pays qui sera corrigé dans les trimestres à venir, soit il y a eu un retard dans l'ajustement en France et l'investissement en France va continuer à se contracter.

Sandrine Duchêne : Il nous semble qu'on peut avoir une situation où les taux d'utilisation sont faibles et où malgré tout l'investissement repart un peu à la hausse : le coup de frein a été tellement marqué qu'il y a des projets bloqués, qui peuvent être remis en route. Nous prévoyons ainsi dans notre scénario un léger redressement de l'investissement productif. Un effet du taux de marge, mais aussi de la réforme de la taxe professionnelle qui donne un peu d'oxygène aux entreprises, et en arrière plan, une normalisation des conditions de financement des entreprises. Notre scénario est donc un peu plus positif que le vôtre.

Éric Heyer : Comme nous prévoyons un taux d'épargne plutôt en hausse, on ne peut pas compter sur le soutien par la consommation. Pourquoi la prévision du taux d'épargne de l'INSEE baisse-t-il ?

Sandrine Duchêne : D'abord, l'effet de contrecoup de la prime à la casse est très marqué au premier semestre de 2010. *A contrario*, nous avons une hausse de la

consommation d'énergie au premier trimestre, à cause de l'effet « froid ». Nous avons surtout un sous-jacent hors énergie et hors automobile qui reste relativement dynamique.

Xavier Timbeau : Nous sommes d'accord sur le fait que le climat joue sur la consommation d'énergie mais êtes-vous sûrs de votre baisse du taux d'épargne ? Ce que l'on dépense pour remplir les cuves de fioul, est ce moins d'épargne ou moins de consommation ?

Sandrine Duchêne : En France depuis 2008, le rythme de croissance de la consommation s'est certes infléchi, mais la France est la seule des économies avancées à avoir conservé un socle de consommation faible, mais positif pendant la récession. En outre la consommation, par effet de lissage, s'est révélée plutôt lisse par rapport aux évolutions du revenu. En prévision nous avons choisi de maintenir ce comportement, et d'ajuster le taux d'épargne courant.