

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. Je remercie Laurence Duboys Fresney, Sabine Le Bayon et Matthieu Lemoine d'avoir accepté la charge de faire la synthèse de ce débat.

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 15 octobre 2007

Participants au débat :

Cyril Blesson : Directeur des services Financiers/Macroéconomie au BIPE

Mathilde Lemoine : Chef du service économique à HSBC France
et économiste à HSBC Groupe

**Jean-Paul Fitoussi, Éric Heyer, Matthieu Lemoine, Mathieu Plane
et Xavier Timbeau** : OFCE

Jean-Paul Fitoussi : Comme vous le savez, cet exercice que nous réalisons à l'occasion de chaque prévision est en partie la conséquence de mon irritation à entendre parler de prévisions optimistes ou pessimistes. Notre prévision n'est pas optimiste, ni pessimiste, elle est un exercice analytique raisonné. D'où vient donc l'optimisme ou le pessimisme? Il ne pourrait venir que d'hypothèses ou de mécanismes analytiques différents, qui sont considérés dans différentes prévisions. Pour tordre le coup à cette expression, il m'a donc semblé essentiel de décrire à la fois ces hypothèses et ces mécanismes pour voir où sont les points de désaccord, et donner par cela à la prévision son statut d'exercice de recherche et non pas seulement d'exercice au doigt mouillé qui cherche l'air du temps et qui tente de ne pas se tromper. Voilà pourquoi nous acceptons de soumettre les prévisions de l'OFCE à la critique constructive, scientifique et non pas à la critique d'humeur.

Commençons par vos critiques sur la partie « Monde » de la prévision. Est-ce que les turbulences actuelles sont le *big one* qui mettra à plat la finance et l'économie mondiale?

Mathilde Lemoine : En préalable, je souhaitais vous faire préciser votre analyse de la situation financière internationale. J'ai le sentiment que l'ensemble des prévisions sont basées sur l'hypothèse qu'il n'y a pas d'excès de liquidités, que les taux longs sont à leur niveau d'équilibre, et que finalement les taux courts en zone euro sont relativement élevés par rapport à la croissance. Si tel est le cas, cela expliquerait en partie les différences de prévision. En effet, nous considérons que les taux longs américains sont encore en deçà de leur niveau d'équilibre que nous évaluons à 5,7 % et que l'excès de liquidité est encore positif, même s'il est moindre qu'en 2005. En zone euro, les hausses de taux ayant été *pricées* par les marchés, le retour au *statu quo* actuel équivaut donc d'une certaine façon à une baisse de taux.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a deux hypothèses qui se concrétisent de la même façon : il y a beaucoup de liquidités sur le marché. La première hypothèse est celle d'un excès de liquidités. Elle conduit à dire que les politiques monétaires ont été anormalement expansionnistes et qu'elles devraient donc se durcir et conduire à l'augmentation des taux. L'autre hypothèse que je privilégie, est celle de l'excès d'épargne qui s'est manifesté aussi par un excès de liquidités sur le marché. Mais elle a une toute autre signification parce qu'elle implique que les taux devraient baisser et non pas monter pour équilibrer les marchés. De la même observation on peut donc déduire deux conclusions radicalement différentes en termes de politique monétaire. Je privilégie la seconde hypothèse d'un excès d'épargne à l'échelle mondiale, car je perçois le monde tel qu'il va. C'est un monde de plus en plus inégalitaire au sein des pays riches et des pays émergents. Ce surcroît d'épargne s'exprime du fait de ces inégalités. En ce qui concerne la Chine, l'épargne se substitue à l'absence d'un système de protection sociale et donc l'épargne est supérieure à l'investissement. La même chose se produit dans la plupart des pays émergents du monde, notamment dans les pays pétroliers, où l'on voit naître des fonds souverains qui sont la partie émergée de l'iceberg de l'excès d'épargne. Si les États qui ont tellement d'argent se mettent à acheter des actifs partout ailleurs, c'est bien qu'il y a excès d'épargne dans le monde. Si on réalise ce diagnostic, on comprend un peu mieux ce qui s'est passé, plutôt que de dire que Bernanke est un imbécile et Trichet un héros. En réalité il y a un retard européen dans la prise de conscience de phénomènes concrets sans doute parce que l'Europe fait davantage foi en la doctrine et qu'elle est restée fondamentalement monétariste.

Xavier Timbeau : J'ajouterai à cet argument d'excès d'épargne qu'on ne sait pas très bien si le monde est en inflation ou en déflation. Du fait de la globalisation, le monde est plutôt sur une trajectoire de déflation. Du côté aussi de la globalisation financière, des éléments conduisent à baisser les prix et les taux d'intérêt; au total ces éléments-là nous paraissent dominer la conjoncture mondiale, en tous cas jusqu'à l'horizon fin 2008. La crainte du retour de l'inflation est complètement obsolète aujourd'hui. Si ce risque pouvait justifier le durcissement de la politique monétaire aux États-Unis, l'histoire a montré soit que cette politique a parfaitement réussi, soit que ces craintes étaient exagérées. Par ailleurs, cela implique que les taux longs américains pour 2008 restent à des niveaux assez bas. Il subsisterait toujours ce mystère : comment se fait-il que la brutale augmentation des taux d'intérêts courts aux États-Unis n'ait pas conduit à plus de réponses des taux d'intérêt longs? Y a-t-il une déconnexion entre les taux courts et les taux longs? Y a-t-il une forme d'inefficacité de la politique monétaire à moyen terme? On s'inscrit plus dans ce schéma-là que dans le schéma qui consiste à dire qu'il faut plus de politique monétaire restrictive pour contrôler les tensions inflationnistes, ces dernières ne paraissant pas à

l'ordre du jour ni aux États-Unis ni en Europe. Peut-être existe-t-il dans certains pays d'Asie en développement des mécanismes de hausse des prix, mais on ne peut pas parler d'inflation au sens des années 1970 dans les pays développés. Il s'agit dans ces pays-là du signe que l'économie est orientée vers la demande intérieure, avec un effet de Balassa pour les pays en développement qui voient leur niveau de production se réorienter vers la demande intérieure. Même si les salaires augmentent dans les pays en développement, il n'y aura pas d'impact sur les prix des pays développés importateurs. Cette absence d'inflation conduit à des taux d'intérêts longs qui restent assez plats — même s'ils remontent un peu — et comme les taux d'intérêt courts ont tendance à baisser ou à se stabiliser, on retrouve une cohérence de la courbe des taux.

Cyril Blesson : Ce qui est frappant, c'est qu'on essaye toujours d'expliquer les taux longs par les fondamentaux, notamment par l'évolution de l'inflation. C'est une variable importante, mais d'autres facteurs jouent comme le recyclage des excédents courants des pays émergents qui viennent perturber ces fondamentaux et qui expliquent cette déconnexion taux courts-taux longs. Cette dernière devrait durer, semble-t-il, si l'on en croit vos prévisions sur l'évolution des taux de change internationaux : l'ajustement partagé du dollar n'est pas pour demain, en tous cas pas avec l'Asie, et cela perturbe encore le mécanisme taux court-taux long et explique qu'on reste dans des environnements de taux longs très bas. Il y a eu une remontée des taux courts aux États-Unis très agressive qui n'a pas entraîné de remontée très franche des taux longs.

Jean-Paul Fitoussi : C'est un excès d'épargne, les excédents extérieurs des pays émergents sont un excès d'épargne. En plus, si l'on en croyait M. Trichet, le signe d'une bonne politique monétaire est la déconnexion entre taux courts et taux longs. Si la banque centrale est crédible dans sa lutte contre l'inflation, l'augmentation des taux courts ne va pas se transmettre aux taux longs.

Cyril Blesson : Le débat de politique monétaire évolue aujourd'hui avec le risque de rationnement du crédit qui est né de la crise du *subprime*. Dieu sait si la politique monétaire est un travail d'équilibriste parfois, mais actuellement on a des menaces de risques systémiques qui font que les débats sur l'inflation ne sont plus à l'ordre du jour.

Mathilde Lemoine : Ce que vous qualifiez de crise du *subprime* n'est que la partie émergée du problème. L'instabilité financière actuelle est le résultat du faible niveau des taux d'intérêt et de la pente trop plate de la courbe de taux. Et les débats sur l'inflation sont encore à l'ordre du jour. À la suite de la baisse de 50 points de base des *fed funds* en septembre, les points morts d'inflation sont remontés de façon significative. Les marchés sont plus attentifs à l'évolution des sources

d'inflation. Et la dépréciation du dollar inquiète. Les dernières Minutes de la Réserve fédérale mettent l'accent sur les risques inflationnistes liés à la baisse du dollar. Les études de la Réserve fédérale montraient certes qu'il n'y avait pas de lien entre la dépréciation du dollar et l'inflation intérieure car la part de marché de la Chine aux États-Unis ne cessait de croître et le yuan était fixé au seul dollar. Mais depuis mi-2005, le yuan est arrimé à un panier de monnaie et s'apprécie peu à peu par rapport au dollar, ce qui, conjugué à une l'inflation plus rapide en Chine, change la donne. Il en résulte un *pass-through* plus important entre la dépréciation du dollar et l'inflation intérieure aux États-Unis.

Jean-Paul Fitoussi : On peut très bien avoir un monde en excès d'épargne et une région du monde en insuffisance d'épargne. C'est bien le cas des États-Unis. On peut très bien avoir, du fait des mécanismes qui créent une insuffisance d'épargne, une dépréciation du dollar, une hausse de l'inflation et des taux longs aux États-Unis. C'est la question de la crise. Y aurait-il alors un découplage des taux longs entre les États-Unis et le reste du monde ou au contraire les taux longs dans le reste du monde s'aligneraient-ils sur les États-Unis? Pour cela il faut imaginer des mécanismes que je ne perçois pas. Si cette situation se produit, cela signifie que les excédents des transactions courantes des pays émergents sont investis en euros. Dans ce cas-là, je ne vois pas pourquoi il y aurait une hausse des taux longs sur l'euro. Les quelques « tensions » aux États-Unis ne sont pas le symptôme du retour mondial de l'inflation.

Cyril Blesson : Surtout que plusieurs trimestres de croissance sous le potentiel aux États-Unis vont sans doute calmer un peu le débat. J'ai du mal à imaginer des pressions inflationnistes avec le ralentissement de la croissance qui est en train de se mettre en place.

Jean-Paul Fitoussi : Vous disiez qu'il ne faut pas recréer les causes de l'émergence des *subprimes*. Cela veut-il dire qu'il ne faut pas baisser les taux courts et que vous croyez que la crise des *subprimes* a été une crise qui n'était due qu'au différentiel de taux entre le court terme et le long terme? Où existe-t-il d'autres éléments *via* la titrisation des crédits, avec des banques qui se sont en effet repassé le bâton du risque? Est-ce un comportement moral?

Mathilde Lemoine : Le niveau des taux comme l'aplatissement de la courbe ont joué un rôle important. D'ailleurs la vitesse de circulation de la monnaie a fortement accéléré. Et la titrisation n'est qu'une conséquence de l'aplatissement de la courbe à un bas niveau.

Cyril Blesson : Je pense que cela va au-delà des banques et concerne toute l'architecture moderne, avec tous les investisseurs institutionnels. Je vois le cas des assureurs-vie en France aujourd'hui. Leur principale inquiétude, c'est celle des Japonais pendant longtemps : avec une courbe des taux aussi plate, avec des rendements sur le livret A aussi

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

élevés que sur des contrats assurance-vie en euros à dix ans, ils sont vraiment inquiets. Aujourd'hui, ils arrivent à sauvegarder leur rentabilité, en dopant les rendements de l'obligataire, en allant chercher des produits plus risqués comme le *subprime*, mais c'est toute l'architecture de l'investissement institutionnel qui joue en faveur de cette prise de risque croissante. On a pris des risques sur la nouvelle économie, ça n'a pas marché. C'est la guerre pour les parts de marché de l'épargne gérée par l'*Asset management* qui crée ces risques qui s'accumulent de façon récurrente.

Xavier Timbeau : À une époque on disait : ce qui tue l'économie mondiale, ce sont les investisseurs qui recherchent trop de rendement; comme personne n'arrive à les servir, on empêche tout projet avec une rentabilité inférieure à la norme de rendement. Aujourd'hui on nous dit : les banques ont été contraintes de chercher du risque pour trouver du rendement. Sauf que chacun sait que lorsqu'on va chercher du rendement par le risque, on ne récupère pas grand-chose en moyenne. Dans un monde où il y a un excès d'épargne, avoir une rentabilité de 15 % est impossible. Qu'on en ait l'illusion pendant quelques années, c'est possible. Qu'on soit ramené à la réalité est une très bonne chose. On ne peut pas d'un côté penser (et souhaiter) que les taux d'intérêt longs vont remonter et de l'autre se dire qu'il est terrible d'aller chercher du rendement en prenant du risque. Une morale apparaît (au sens de La Fontaine) : les taux d'intérêts longs sont bas et avoir un rendement supérieur à ces taux longs n'est qu'une illusion. Cette idée qu'on peut avoir un rendement de 15 % sur des actifs productifs ou financiers est une idée incompatible avec des taux longs à 5 %. C'est une évidence.

Jean-Paul Fitoussi : On a vécu sur l'illusion que les banques pouvaient dégager une rentabilité de 10 %. La réalité est qu'on revient à la moyenne. On ne peut plus faire perdurer cette illusion.

Xavier Timbeau : La purge n'est pas finie dans les comptes des banques, maintenant va-t-on pour autant assister à un rationnement du crédit? Ce serait paradoxal d'assister à un rationnement du crédit au moment où on a un excès d'épargne et des taux d'intérêt bas. Tous les éléments sont réunis pour une large distribution du crédit. Que les banques qui ont pris la douche glacée du fait de leur irresponsabilité cessent leur activité de crédit, soit, mais elles ne vont pas entraîner dans leur chute tous les autres organismes de prêt. Dans un univers concurrentiel, c'est même le contraire qui devrait se passer.

Jean-Paul Fitoussi : Il faut revenir aux fondamentaux de la théorie économique et se demander ce qui se passe dans un marché où les acteurs ne se font plus confiance. Dans un marché où celui qui achète ne croit plus celui qui vend, l'anticipation qui naît spontanément c'est que les taux d'intérêt ne peuvent plus baisser puisque personne ne veut

se prêter ou échanger des titres. Lorsque cette anticipation naît, on appelle cela la trappe à liquidités. La bonne réaction est de montrer que cette anticipation d'une augmentation des taux d'intérêt est fausse. On attend donc de l'acteur central du système qu'il montre aux agents que leurs anticipations sont fausses, et cela en baissant les taux.

Mathilde Lemoine : Ou en utilisant d'autres instruments comme l'extension de la durée des prêts accordés aux banques commerciales, l'élargissement des garanties qu'acceptent les banques centrales ou encore la baisse du taux marginal ou du taux d'escompte; l'objectif étant de fournir de la liquidité dans des conditions prévisibles.

Jean-Paul Fitoussi : Actuellement les banques font un *flight to quality*.

Xavier Timbeau : Voir dans cette crise sur le marché interbancaire la traduction d'une crise financière globale, c'est aller un peu vite. Le problème aujourd'hui est vraiment circonscrit au secteur bancaire. Ce n'est pas rien mais ça ne signifie pas non plus un mal beaucoup plus profond.

Jean-Paul Fitoussi : Êtes-vous d'accord avec les perspectives mondiales que décrivent les scénarios de l'équipe de prévision?

Mathilde Lemoine : Nous sommes plutôt d'accord avec vous. En revanche, nos prévisions de croissance aux États-Unis en 2008 sont supérieures. Nous considérons que la réactivité de la Réserve fédérale, la bonne santé financière des entreprises, meilleure qu'en 2000, et la résistance asiatique compenseront partiellement la correction immobilière et aideront à limiter le ralentissement. Le taux de croissance restera néanmoins en deçà de son potentiel. La baisse plus forte qu'attendue des taux directeurs confirme d'ailleurs la volonté de la Réserve fédérale de ne pas risquer de fragiliser le moteur investissement-production-bourse afin de limiter l'impact négatif sur la croissance de la chute de l'investissement résidentiel et du ralentissement de la consommation.

Xavier Timbeau : La différence vient peut-être de la profondeur du trou dans lequel l'économie américaine s'enlise. Il devrait y avoir une forme de rationnement quantitative de crédit sur tout le segment de ceux qui accèdent aux *subprimes* aux États-Unis. Cela a un impact assez profond sur l'investissement logement, la consommation et le taux d'épargne — qui remonte assez brutalement. Dans notre scénario, la Réserve fédérale baisse ses taux à 3,25 %, baisse qui finit par produire des effets positifs fin 2008.

Cyril Blesson : Vous êtes effectivement un peu plus bas que nous sur les États-Unis, du fait d'une plus grande difficulté à redémarrer peut-être. En revanche, ce qui me frappe dans votre scénario, c'est que vous êtes beaucoup plus élevé que nous sur la Chine et les pays émergents. On partage tous ce jugement que la croissance mondiale est très tournée vers les émergents aujourd'hui, qu'il y a plein de fondamentaux

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

qui justifient des chiffres supérieurs à 9 %. Mais je trouve que c'est un peu ambitieux de prévoir que l'économie chinoise va continuer à croître au-dessus de 10 % et proche de 11 % avec un ralentissement américain aussi net. J'aurai mis un peu plus de frein sur l'économie chinoise. Le pari que l'économie chinoise est en train de réorienter sa croissance vers la demande intérieure est légitime, mais c'est un pari de moyen terme. À court terme c'est difficile de réussir à changer totalement les moteurs de la croissance vers l'interne, malgré les grands plans d'infrastructures qu'on a tous dans nos scénarios.

Xavier Timbeau : L'autre idée dans notre scénario c'est que comme les États-Unis aujourd'hui représentent 1/5^e du PIB mondial, le ralentissement aux États-Unis de l'ordre de 1 point amputera de 0,2 point la croissance mondiale. C'est visible mais ce n'est pas énorme. On a un ralentissement de 0,3 point de la croissance mondiale entre 2007 et 2008, avec un effet multiplicateur par rapport à ce ralentissement américain. Mais par ailleurs il y a d'autres zones en croissance dans le monde, nous avons un scénario dynamique en Europe, on a l'émergence d'une demande intérieure dans un certain nombre de pays en voie de développement et des situations économiques de ces pays qui les rendent aptes à réagir : peu d'inflation, des taux d'intérêt relativement bas, une capacité pour contrôler leur taux de change, marges de manœuvre budgétaires, réserves très élevées en termes d'épargne des ménages. Surtout si le reste du monde est en croissance, les consommateurs américains ne sont pas tous les consommateurs du monde. Le découplage entre la croissance américaine et la croissance mondiale s'est déjà produit l'année dernière, peut-être par un pur effet de décalage, mais peut-être aussi parce que les dynamiques peuvent plus facilement diverger entre les zones.

Jean-Paul Fitoussi : Lorsqu'on observe la Chine, un certain nombre de mesures structurelles ont été prises sur la protection sociale et le système de santé. Tout cela est de nature à conforter la demande interne. Dès le moment où la population se sent un peu plus protégée, alors elle épargne beaucoup moins.

Nous passons à l'Union européenne. Existe-t-il des affaires similaires de *subprime* en Europe? On a le sentiment qu'il en existe en Espagne ou au Royaume-Uni. Je sais que vous n'allez pas partager notre prévision sur la vigueur de la croissance européenne, mais la politique monétaire conduite dans la zone euro vous semble-t-elle bonne? Est-il nécessaire ou pas d'avoir une politique de change pour la zone euro? Si oui, comment formuler et conduire cette politique de change?

Cyril Blesson : Première question, va-t-on vers un retournement des marchés immobiliers? Oui et c'est déjà acté dans un certain nombre

de pays sous l'impact principalement de deux facteurs : la remontée des taux et l'envolée des prix pèsent sur la solvabilité des ménages. Si on regarde dans le détail le financement de l'immobilier des particuliers en Europe, les risques sont cloisonnés à deux marchés qui sont ceux que vous avez identifié — Espagne et Royaume-Uni. Dans la plupart des pays d'Europe, il y a très peu de clientèle risquée servie. En France en particulier, les clientèles à risque sont exclues. Ensuite, la plupart des particuliers sont endettés à taux fixe. Donc les risques liés à la remontée des taux sont relativement confinés. Les hausses de prix ont été très localisées. L'Allemagne par exemple n'a pas connu de bulle immobilière. En Espagne, on sait qu'il existe des phénomènes de crédit hypothécaire avec recharge, les ménages utilisant le crédit habitat pour consommer. Mais on ne sait pas bien si des clients risqués y ont été chassés, c'est un point à creuser. On peut seulement affirmer que cela a été le cas au Royaume-Uni.

Mathilde Lemoine : Le *statu quo* en matière de taux directeurs décidé par la BCE a eu un impact relativement important sur le marché immobilier espagnol, qui se caractérise par une forte proportion de prêts à taux variables. En effet, alors que nos anticipations de hausse des taux directeurs nous conduisaient à attendre un ralentissement marqué, le changement de politique monétaire soulage les ménages espagnols. Néanmoins, les tensions sur le marché interbancaire et le ralentissement des crédits immobiliers aux ménages devraient peser sur le secteur de la construction, pourvoyeur important d'emplois nouveaux et fortement contributeur à la croissance. En ce qui concerne la France, la situation ne devrait pas se dégrader plus fortement que ce que nous avons anticipé avant l'été c'est-à-dire une stabilité des prix au deuxième semestre 2007 et une baisse des prix au premier semestre 2008. En effet, on s'attendait, indépendamment de la crise, à une remontée des taux d'emprunts immobiliers restés longtemps inférieurs aux OAT. Cette remontée a déjà débuté puisque les taux d'emprunt immobiliers sont supérieurs de 20 points de base à ce qu'ils étaient avant l'été. Le soutien de la déductibilité des intérêts d'emprunts, qui est équivalente à une baisse de 34 points de base des taux d'intérêt selon nos calculs, compenserait momentanément cette hausse appelée à durer compte tenu de la hausse passée des OAT et du probable resserrement monétaire. On ne voit donc pas de retournement immobilier en France d'ici la fin de l'année. Le risque de retournement brutal des marchés de l'immobilier est plus limité en Europe. Au Royaume-Uni, le resserrement monétaire devrait peser sur l'investissement et sur la consommation des ménages. De plus le secteur financier est une source importante de croissance. Nous avons donc révisé à la baisse nos prévisions de croissance de demande intérieure, soutenues en partie par le marché immobilier. Globalement nous anticipons une croissance de la zone euro de 1,9 % en 2008, plus faible que la vôtre. La politique monétaire a largement contribué au dynamisme de l'activité de la zone

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

euro en facilitant l'accès au crédit. L'accélération des prix immobiliers montrait que cela n'était pas durable. Le *soft landing* que nous commençons à observer ne fait que révéler le manque de dynamisme de la croissance potentielle. La BCE a soutenu l'activité mais personne n'a pris le relais sauf en Allemagne. Donc le ralentissement que nous anticipions déjà avant la crise à cause de la décélération immobilière va se poursuivre.

Cyril Blesson : En France il y a un problème de ressources bancaires. Depuis une quinzaine d'années, on a vu la hausse de l'assurance-vie — qui est du hors-bilan malheureusement pour nos amis banquiers — et une grosse baisse structurelle sur les placements d'épargne de bilan renforcée avec l'hémorragie récente du PEL. En ce moment, les banquiers profitent des hausses de taux courts pour essayer de redynamiser leurs bilans en termes d'épargne liquide à très court terme, mais à plus long terme le problème demeure. Le ratio ressources de bilans sur encours de crédits habitats était supérieur à 3 il y a dix ans, il est aujourd'hui inférieur à 2. La titrisation est évidemment une solution. C'est même la seule solution aujourd'hui du fait des difficultés d'accès à la ressource bancaire dont nous avons parlé par ailleurs. Les crédits habitat au bilan, sont très peu risqués mais aussi très peu rémunérateurs, car le crédit habitat est un produit d'appel pour attirer les clients. Comme les taux d'intérêt pratiqués n'ont pas intégré de primes de risques élevées, ces produits sont peu attractifs pour des zinzins. La problématique de la titrisation passe donc pour eux par une remontée des taux pratiqués aux clients pour être plus attractifs pour les investisseurs institutionnels. Nous sommes donc sur un scénario d'atterrissage assez net de l'immobilier en France déjà acté puisque les stocks dans le neuf sont en très forte hausse, les délais de vente sont en très forte hausse, la production de crédit habitat est en inflexion très nette (– 5 % depuis son pic de novembre 2006 sur des statistiques BDF de cumul sur 12 mois). La remontée des marges des acteurs est un élément clé qui confirmera l'infléchissement du crédit. Cette hausse des marges existait d'ailleurs avant la crise de l'été, puisqu'elle avait été déjà annoncée en juillet. En revanche, le crédit aux entreprises est toujours en hausse, effet classique à cette phase du cycle où les banques de détail se détournent des particuliers pour se tourner vers les entreprises.

Jean-Paul Fitoussi : Vous pensez donc qu'il existe des tensions inflationnistes en Europe. Quelle politique monétaire faudrait-il donc conduire pour les juguler?

Cyril Blesson : Nous pensons qu'il n'y a pas de tensions inflationnistes dans l'Union européenne. On pense que la BCE a raison somme toute, vu le faible niveau d'éducation économique dans nos pays d'expliquer la dimension préventive de la politique monétaire en mettant en avant les tensions apparues sur les capacités de production dans certains

secteurs, notamment dans le secteur des biens d'équipement (on sait qu'en Allemagne les entreprises ne peuvent pas honorer leurs carnets de commande) et la très forte baisse du taux de chômage, avec les risques de hausse de l'inflation que cela entraîne. La BCE a raison de mettre en avant ces mouvements pour expliquer qu'une politique monétaire n'a pas pour but de combattre l'inflation aujourd'hui mais plutôt à moyen terme. Ceci dit nous persistons à croire que les risques d'inflation demeurent faibles. En raison de la très forte concurrence en provenance des pays émergents, les difficultés pour les salariés d'obtenir des hausses de salaires existent bien — les menaces de délocalisations sont toujours utilisées —, nous ne sommes donc pas très inquiets. Surtout, les difficultés de transformations microéconomiques demandées à l'économie européenne, les pressions sur les politiques budgétaires, et les menaces d'envolée de notre taux de change justifient de maintenir une politique monétaire légèrement accommodante. La BCE exagère un peu les risques inflationnistes et n'aurait pas besoin d'augmenter ses taux, même si nous prévoyons qu'elle va le faire début 2008 lorsque la crise financière se sera stabilisée.

Xavier Timbeau : Initialement, notre prévision intégrait un resserrement monétaire de la BCE d'ici à la fin de l'année 2007. Avec la prolongation de la crise et la baisse des taux de la Réserve fédérale, cela paraît impossible à la BCE de tenir cette ligne dure. Notre prévision est donc un *statu quo*.

Cyril Blesson : Nous, nous continuons à penser que la BCE est dans un processus structurel de hausse de ses taux et qu'elle le fera début 2008, sans penser que ce soit le bon geste de politique monétaire.

Xavier Timbeau : Début 2008, la probabilité est forte pour que la progression de l'indice des prix à la consommation soit supérieure à 2 % à cause des prix de l'énergie. Mais c'était avant que la crise financière ne s'installe, ce qui change pas mal les contraintes qui pèsent sur la BCE. Et on pense que la crise va perdurer, suffisamment pour qu'il y ait une fragilité des anticipations. Tout dépendra des taux de change et aussi de ce que fait la Réserve fédérale dans la suite des événements.

Jean-Paul Fitoussi : Sur ce point, le ralentissement américain et la baisse des taux aux États-Unis peuvent conduire à une élévation durable de l'euro par rapport au dollar. La question qui se pose est de savoir, si la Réserve fédérale continue, jusqu'à quelle valeur va-t-elle envoyer l'euro? On imagine alors mal que la BCE ne baisse pas ses taux d'ici la fin de l'année.

Cyril Blesson : Pour nous, il n'y a pas que le dollar, le yen est en train de se réapprécier.

Jean-Paul Fitoussi : Le yen était bas, il est remonté puis est redescendu (Mr. Junker s'est permis d'accuser la Banque du Japon). Si le yen reste bas, si le yuan fait « semblant » de se réapprécier, si le dollar

continue sa dépréciation, il faut avoir les nerfs solides pour ne pas baisser les taux en Europe.

Xavier Timbeau : Si la croissance redémarre un peu, la BCE peut tenir ses taux.

Mathilde Lemoine : L'accélération de l'inflation en fin d'année était connue et anticipée. Il me semble que la principale difficulté à laquelle était confrontée la BCE était le manque de réactivité de la croissance des crédits aux entreprises au resserrement monétaire débuté fin 2005. Aujourd'hui, grâce aux tensions sur le marché interbancaire, la politique monétaire retrouve une certaine efficacité sans action particulière. La dernière enquête de la BCE montre que le resserrement du crédit interbancaire porterait relativement plus sur les crédits aux entreprises. Si tel est le cas, la BCE restera dans une situation de *statu quo* début 2008 et ne devrait pas craindre la remontée de l'inflation. Néanmoins, la politique monétaire menée par le Réserve fédérale sera déterminante dans la conduite de celle de la BCE.

Xavier Timbeau : Ca suppose qu'il y ait un effet assez fort sur le crédit aux entreprises, lié au resserrement du marché interbancaire. Il s'agit donc en fait d'un durcissement endogène de la politique monétaire. Le paradoxe est qu'il faut que le marché interbancaire ne fonctionne pas pour que la politique monétaire fonctionne. Il faut donc peut-être choisir entre le marché interbancaire et la politique monétaire.

Mathilde Lemoine : En effet, si les tensions disparaissent, le biais haussier revient compte tenu du taux d'utilisation des capacités de production notamment.

Cyril Blesson : Une question intéressante se pose : faut-il une politique de change de la zone euro ? Fixer les anticipations des marchés qui sont soumis à la même opacité que nous, aux mêmes incertitudes, serait très utile. Je suis pour une vraie politique institutionnelle de change en Europe.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a un problème de mécano-institutionnel qui fait qu'on ne peut pas en avoir, sauf si le Conseil statuait à l'unanimité. *De facto*, c'est la BCE qui est en charge de la politique de change. Seul le discours de la BCE importe pour la politique de change jusqu'au moment où nous aurons mis en place une voix institutionnelle propre qui permettra de spécifier ce point. Ce qui est étrange dans le mini-traité, c'est qu'il y a une disposition qui concerne la politique budgétaire et une qui concerne la politique monétaire. Celle concernant la politique budgétaire dit que le Conseil peut se réunir en formation restreinte pour prononcer les sanctions budgétaires. Mais une autre disposition dit que l'Eurogroupe, de façon informelle, peut se réunir pour ce qui concerne ses responsabilités en matière monétaire. D'un côté, un Conseil institutionnel, de l'autre une formation informelle sans pouvoir

décisionnel, de sorte que la question n'est pas du tout réglée par le mini-traité.

En ce qui concerne le scénario retenu pour la France, commençons par le déficit et la faillite du pays. L'objectif de déficit que s'est fixé le gouvernement, de 2,3 points de PIB pour 2008, est-il crédible?

Mathilde Lemoine : Nous nous rejoignons sur ce point puisque nous anticipons aussi une dégradation du déficit à cause d'une hausse plus rapide qu'anticipée par le gouvernement des dépenses publiques et d'une croissance plus faible en 2007. En 2008, nous avons une hypothèse de croissance et d'augmentation des dépenses publiques inférieure aux vôtres. Cette différence explique aussi l'ampleur de l'impulsion budgétaire. Par ailleurs, vous attendez beaucoup de la mesure « heures supplémentaires » et considérez que le pouvoir d'achat va continuer à être dynamique.

Éric Heyer : Nous pensons que la mesure concernant les heures supplémentaires n'induirait pas d'augmentation de la durée du travail. Quant au soutien du pouvoir d'achat, il sera réservé au tiers des salariés qui font actuellement des heures supplémentaires. En conséquence, l'impact de la mesure sur l'ensemble de l'économie serait marginal (0,3 point de pouvoir d'achat en plus).

Mathilde Lemoine : D'importantes baisses d'impôts ont été effectuées le 1^{er} janvier 2007 et se sont traduites par une légère augmentation de la consommation, mais aussi par une hausse du taux d'épargne. L'épargne ne pourrait-elle pas croître à nouveau avec les nouvelles réductions fiscales et limiter alors le dynamisme de la consommation?

Éric Heyer : Certes les mesures gouvernementales ont une incidence positive sur le taux d'épargne mais qui sont contrebalancées par d'autres éléments (baisse du taux de chômage et augmentation de l'écart critique) qui font finalement que l'on prévoit une baisse du taux d'épargne en 2008.

Mathilde Lemoine : Vous n'envisagez pas d'effets ricardiens? Cela serait pourtant cohérent avec votre hypothèse de croissance des dépenses de santé et de dégradation du déficit.

Jean-Paul Fitoussi : L'histoire des finances sociales enseigne à tous les Français que ce sont eux qui payent et que le gouvernement est là pour réajuster les cotisations chaque fois que le déficit devient important. Pour ce qui concerne les autres dépenses, l'existence d'effets ricardiens n'est pas claire. Qu'est-ce qui a régulé les évolutions du déficit budgétaire? Est-ce l'augmentation des impôts, est-ce le retour de la croissance?

Mathieu Plane : On oublie que toutes les mesures d'économies qui sont avancées (par exemple la franchise médicale) sont compensées par des dépenses nouvelles sur l'éducation, la recherche... Les économies

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

liées aux suppressions de postes des fonctionnaires sont ainsi compensées par des hausses de salaires. Il n'y a donc pas d'inflexion à voir pour 2008.

Xavier Timbeau : En revanche, et à cause de ses conséquences sur le taux d'épargne, ce que nous dit Cyril Blesson sur le taux de croissance du crédit est ennuyeux.

Cyril Blesson : Le scénario de baisse du taux d'épargne pour 2008 est un peu optimiste. À part les heures supplémentaires, la défiscalisation des intérêts d'emprunt (à l'impact très modeste) et peut être les donations (dommage d'avoir changé la fiscalité sur les héritages en même temps réduisant de fait l'incitation aux donations), les mesures fiscales suggèrent plutôt une poursuite de la hausse du taux d'épargne concomitant à l'atterrissage du crédit.

Éric Heyer : Les réformes fiscales poussent plutôt à la hausse du taux d'épargne ainsi que l'arrêt de l'effet de richesse immobilière. Mais on a tout de même une baisse du taux de chômage qui continue et donc tend à réduire l'épargne de précaution et un écart critique qui, en augmentant, pèse sur également sur le taux d'épargne.

Mathilde Lemoine : Comment articulez-vous votre hypothèse de baisse du chômage avec le cycle de productivité?

Éric Heyer : Effectivement on a plus de croissance en 2008 qu'en 2007 et pourtant on a moins de baisse du chômage et cela en raison du cycle de productivité. En glissement annuel, on a actuellement une productivité qui est nulle et c'est une vraie question. En fait, on pense que la croissance va être révisée très fortement au deuxième trimestre.

Jean-Paul Fitoussi : Depuis quelques années, on parle du problème du niveau bas de la croissance de la productivité en France, quelles en sont les explications? Est-ce parce qu'on ne sait pas la mesurer en raison des effets de la durée du travail? Cela veut-il dire que la politique de baisse des coûts des bas salaires produit tous ses effets?

Cyril Blesson : On essayé de répondre à cette question en observant les aspects sectoriels de la croissance aussi. On a eu une croissance plutôt tirée par la construction, par les services aussi mais surtout le problème est celui de la mesure de la productivité dans les services. Enfin, il y a probablement une sous-estimation de la croissance.

Mathilde Lemoine : Je pense que c'est aussi le résultat d'une plus grande entrée sur le marché du travail de personnes non qualifiées due à la politique de bas salaires et c'est aussi le résultat de la faible productivité dans le secteur des services. Des études ont montré que le différentiel de productivité dans les services venait surtout du secteur de la distribution et de la vente automobile.

Jean-Paul Fitoussi : La France est connue pour sa grande réussite dans la grande distribution mesurée à travers sa productivité, sa rentabilité boursière, son implantation dans le monde entier, etc.

Cyril Blesson : C'est plutôt le secteur américain de la distribution qui a rattrapé la productivité française dans ce même secteur.

Jean-Paul Fitoussi : Le niveau de la productivité de la grande distribution en France est élevé.

Xavier Timbeau : Il y a un effet composition avec la construction et les services éventuellement. Ce qui est étrange, c'est que cela joue sur une période de temps très courte, alors que la construction tire la croissance depuis plusieurs années.

Éric Heyer : Personne ne retient le fait que les emplois de service à la personne seraient très peu productifs. C'est la seule politique mise en place ces derniers temps qui pourrait faire baisser la productivité.

Mathilde Lemoine : Si on prend en tendanciel le taux de croissance des emplois de services à la personne définis par la DARES, et en les prolongeant par les statistiques de l'INSEE, il y a une accélération assez significative en effet, mais cela n'explique pas tout.

Matthieu Lemoine : Effectivement, cela n'explique pas tout. Au premier semestre, il y eu 60 000 créations d'emplois dans les services à la personne, contre un rythme semestriel d'environ 10 000 créations d'emplois auparavant. Cela ne permet pas d'expliquer les 150 000 créations d'emplois observées au premier semestre, ce qui est colossal.

Jean-Paul Fitoussi : Qu'est ce qui explique nos grandes divergences en matière de prévision pour la France pour 2008? HSBC est à 1,8, nous à 2,6 et le BIPE est modérateur à 2,3.

Mathilde Lemoine : Tout d'abord, l'environnement européen sera moins dynamique. Nous anticipons une croissance de 1,9 % pour la zone euro en 2008 car l'investissement va décélérer notamment en Allemagne. La consommation ne prendra pas le relais dans la mesure où l'amélioration du marché du travail allemand n'engendrera pas d'augmentation significative des revenus salariaux et le taux d'épargne remonte. Deuxièmement, l'appréciation de l'euro devrait selon nos calculs amputer la croissance du PIB de 0,4 point. Enfin et surtout, nous anticipons une remontée du taux d'épargne et du taux de chômage, ce qui va peser sur la consommation des ménages. C'est ce qui explique nos divergences. Les créations d'emplois venant pour beaucoup du secteur de la construction, le ralentissement immobilier devrait peser sur le marché du travail français. De plus, la réduction du nombre d'emplois aidés va elle aussi peser sur l'emploi. En revanche, nous n'avons pas révisé nos prévisions depuis le début de l'année, parce qu'on attend un redémarrage de la production automobile dont la baisse a largement expliqué le décrochage de la croissance française par

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

rapport à la celle de la zone euro. Je considère que la croissance de la France peut être contra-cyclique indépendamment de la politique budgétaire, avec le renouvellement de gammes automobiles et les exportations d'Airbus en Asie.

Cyril Blesson : Mon scénario est très proche du vôtre. Quand on regarde le bilan des entreprises en zone euro, il s'avère que le cycle d'investissement des entreprises n'est pas terminé. Je suis un peu plus négatif que vous sur la situation des entreprises françaises. Si on dépasse les résultats du CAC40, les PME françaises semblent à la peine.

Là où je diffère de vos prévisions, c'est sur la remontée du taux d'épargne qui entraîne pour nous une consommation un peu moins dynamique que la vôtre et donc un PIB à 2,3 au lieu de 2,6. L'heure est venue de voir repartir les salaires en Allemagne et on pourrait donc voir repartir la croissance de la consommation outre-Rhin. Mais chez nous, la clé, c'est vraiment les comportements d'épargne des ménages qui ont été au cœur de la résistance de la croissance française relativement à la moyenne européenne. Envisager aujourd'hui que le taux d'épargne ne remonte pas alors que les facteurs qui ont soutenu sa baisse disparaissent me paraît « optimiste ».

Éric Heyer : Globalement, 2008 apparaît sous de meilleures auspices que 2007, certaines contraintes se levant intégralement en 2008. Même si notre hypothèse de taux change pèse davantage sur la croissance en 2008 qu'en 2007 (0,5 point contre 0,2), l'incidence du prix du pétrole, celle de la politique allemande et de l'impulsion budgétaire qui devient positive devraient au total moins peser sur l'activité l'an prochain.

Mathilde Lemoine : Oui, en ce qui concerne la production industrielle française mais pas pour le marché immobilier et la consommation des ménages. En zone euro, non. D'ailleurs, l'activité se stabilise déjà et les perspectives se dégradent. La production industrielle décélère en Allemagne, le pic d'activité donné par les enquêtes PMI du secteur manufacturier ayant été atteint en 2006. En revanche, la position dans le cycle d'investissement peut faire la différence.

Xavier Timbeau : Vous êtes assez positive sur le commerce extérieur, voyez-vous une augmentation des parts de marché?

Mathilde Lemoine : Oui, de part l'évolution relativement contra-cyclique des exportations automobiles et aéronautiques et ce, malgré l'appréciation de l'euro.

Jean-Paul Fitoussi : On voit bien que nos conclusions sont différentes parce que les hypothèses sont différentes et en raison d'un cheminement différent notamment en termes de vitesse d'adaptation. Optimisme et pessimisme n'ont donc rien à voir là-dedans.